

LA CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO ESPAÑOL: EVOLUCIÓN RECIENTE Y COMPARATIVA FRENTE AL RESTO DE EMISORES SOBERANOS DE LA UME

José Manuel Amor Alameda (*)

La creación de la UME en enero de 1999, los cambios estructurales e institucionales que han tenido lugar en el mercado de Deuda del Estado española, la buena evolución económica y fiscal de nuestro país —que ha permitido el acceso de la Deuda del Estado a la máxima calificación crediticia que otorgan las principales agencias de rating— han situado a la Deuda del Estado española y a sus mercados primario y secundario entre los más sofisticados y desarrollados de la Eurozona.

El objeto de este artículo es ofrecer unos breves apuntes sobre los cambios más relevantes acaecidos en la estructura de la cartera de Deuda del Estado en los últimos años, dado que suponen un buen reflejo del éxito de las líneas estratégicas de actuación seguidas por los gestores de la Deuda. Dado que el mercado español de Deuda del Estado compite con otros once emisores soberanos en el Área Euro, realizaremos un ejercicio de comparativa a nivel europeo *vis a vis* el mercado español, sobre las variables analizadas.

1. AUMENTO DE LA VIDA MEDIA DE LA DEUDA EN CIRCULACIÓN Y SUAVIZACIÓN DEL PERFIL DE VENCIMIENTOS GRACIAS A LA APELACIÓN MAYORITARIA A LA FINANCIACIÓN A MEDIO Y LARGO PLAZO

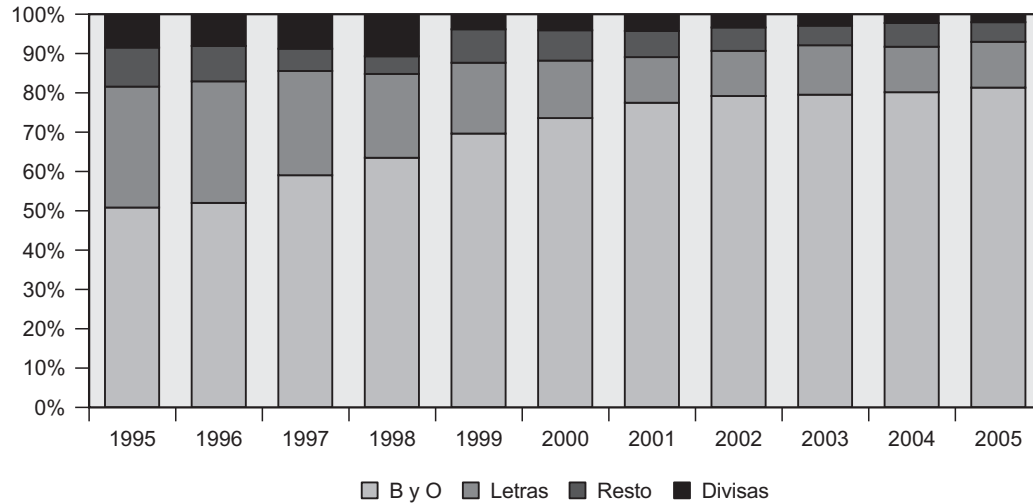
En un entorno de reducción generalizada de los tipos de interés, la principal transformación acaecida en la cartera de Deuda del Estado en los últimos años ha sido el incremento de la apelación al endeudamiento a largo plazo —Bonos y Obligaciones— en perjuicio de la financiación en activos de corto plazo o Letras del Tesoro. El porcentaje de instrumentos a medio y largo plazo (Bonos y Obligaciones) ha ido creciendo sin interrupción desde el año 1995 (gráfico 1).

Aunque intuitivamente y debido a la existencia, por lo general, de pendientes positivas en las curvas de tipos, la financiación vía deuda a corto plazo permitiría reducir el coste absoluto de emisión, desde un punto de vista estratégico o de medio plazo —el que maneja la mayoría de tesoros del Área Euro— el alargamiento de la cartera de deuda y la suavización del perfil de vencimientos a lo largo de un número elevado de años reduce la exposición del Estado a posibles fluctuaciones en los niveles de tipos de interés a corto plazo y la volatilidad de los costes financieros de la Deuda. Los efectos de la estrategia de concentración de la emisión en deuda a medio y largo plazo sobre la vida media de la Deuda del Estado en moneda nacional son claros: un incremento de la vida media de la deuda en circulación, que actualmente se sitúa en el entorno de los 6,7 años frente a niveles de menos de cinco años en 1998 (gráfico 2).

Adicionalmente, con el alargamiento de plazos llevado a cabo por el Tesoro Público en su estrategia de endeudamiento, se ha conseguido una suavización en el tiempo del perfil de amortizaciones de la Deuda del Estado. De esta forma, se trata de alcanzar un volumen de vencimientos anual relativamente estable, que permita evitar la exposición a subidas intensas de los tipos de interés (y por tanto, del coste de financiación) (gráficos 3 y 4).

En el conjunto de mercados de deuda del Estado de la Eurozona esta ha sido también una clara línea estratégica —sobre todo en Italia y Francia— implementándose por lo general de manera similar a la puesta en marcha por el Tesoro español; es decir, reducir peso de emisión neta de Letras para aumentar deuda a medio y largo plazo y al mismo tiempo, alargar el vencimiento de las nuevas emisiones. En otros casos este proceso se ha realizado vía operaciones de macro-canje (Irlanda, Fin-

GRÁFICO 1
DEUDA DEL ESTADO: DISTRIBUCIÓN DEL SALDO VIVO NOMINAL EN CIRCULACIÓN



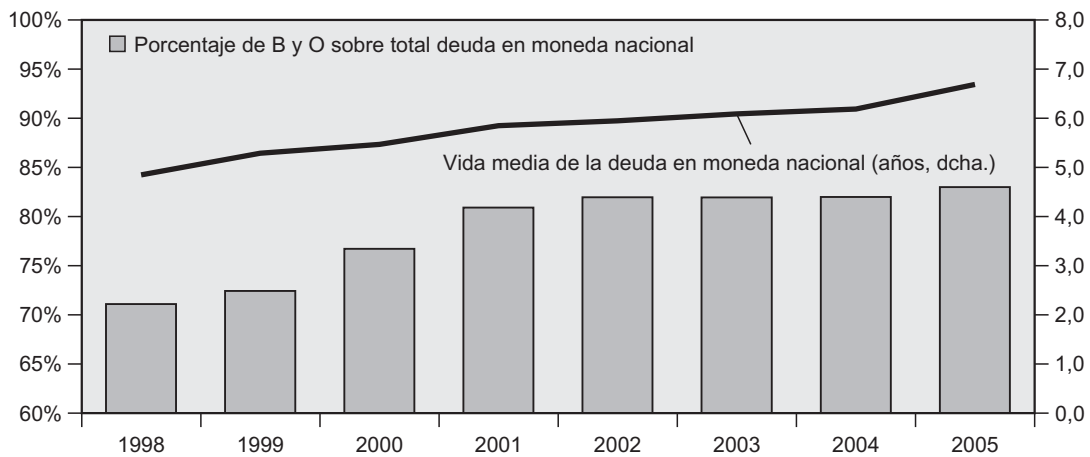
Fuente: Tesoro público. Datos a mayo de 2005.

landia, Holanda) o incluso, sintéticamente vía operaciones de permuta financiera de intereses.

Aún siendo la tendencia generalizada de los últimos años, la sustitución de emisiones de letras por deuda a medio y largo plazo ha experimentado, en los últimos tres años, un proceso de tímida reversión. Una vez alcanzados niveles de duración/vida media considerados óptimos, y dada la perma-

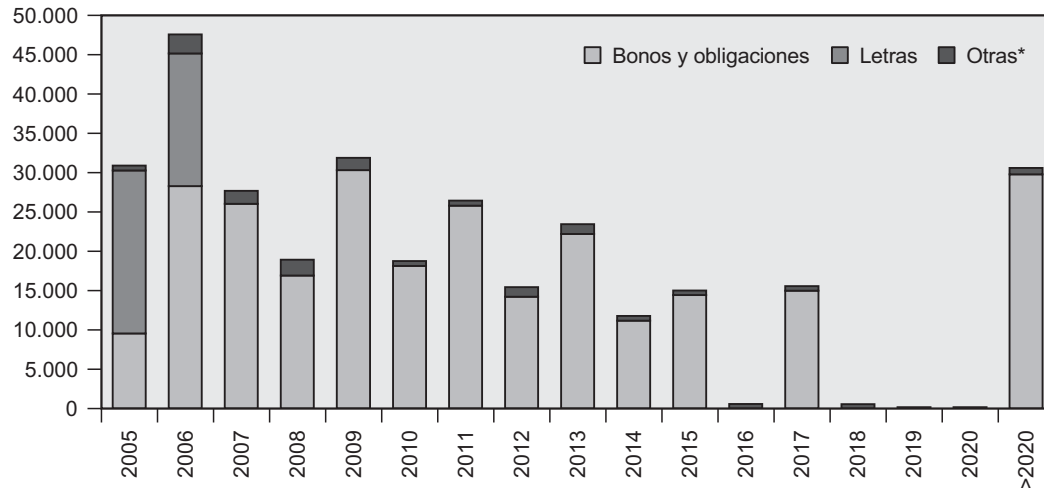
nencia de los tipos de interés en niveles históricamente bajos, los tesoros europeos han optado por aumentar ligeramente el peso de la emisión de activos del mercado monetario (es decir, su emisión neta en relación a la de bonos y obligaciones). Este cambio de estrategia emisora a favor de las Letras ha venido acompañado de reformas estructurales e institucionales en los mercados de letras en numerosos países (1) (gráficos 5 y 6).

GRÁFICO 2
VIDA MEDIA DE LA DEUDA DEL ESTADO EN MONEDA NACIONAL Y PORCENTAJE DE BONOS Y OBLIGACIONES SOBRE EL TOTAL DE DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN



Fuente: Tesoro público. Datos a mayo de 2005.

GRÁFICO 3
PERFIL DE VENCIMIENTOS ANUAL DE LA DEUDA DEL ESTADO EN EUROS



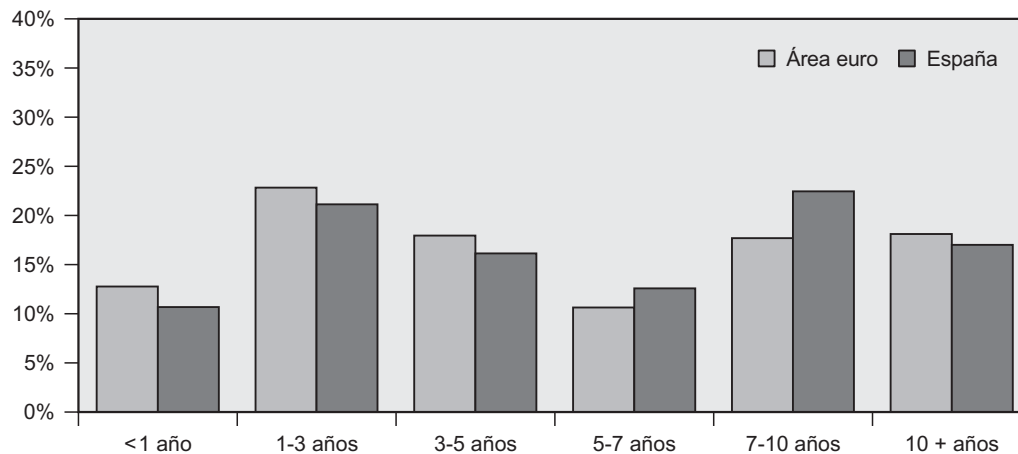
(*) Resto, asumidas y Banco de España.
Fuente: Tesoro público. Datos a mayo de 2005.

2. REDUCCIÓN DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO DE LA CARTERA, PRODUCTO DEL DECRECIENTE RECURSO A LA EMISIÓN DE DEUDA EN MONEDAS NO EURO

Desde los primeros años de la década de los ochenta, el Reino de España ha estado presente en el mercado internacional de capitales emi-

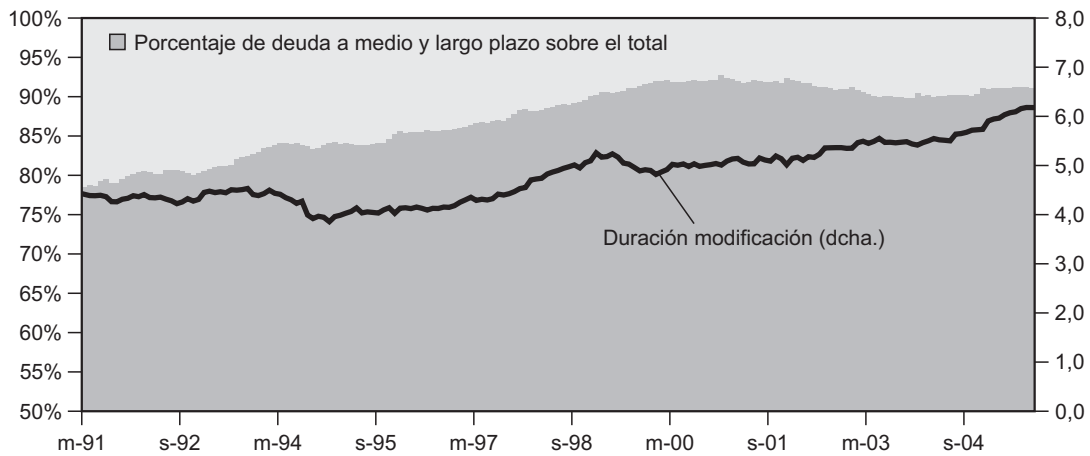
tiendo en divisas. En pasados períodos de inestabilidad financiera en España —especialmente reflejados en la evolución del tipo de cambio de la peseta— el recurso a la financiación en otras divisas más estables se percibía como un mecanismo atractivo. Desde la entrada en vigor del euro, la emisión en divisas responde actualmente a la necesidad de diversificar al máximo las fuentes de financiación y como forma de acceso

GRÁFICO 4
ESPAÑA VS ÁREA EURO DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO EN EUROS (MAYO DE 2005)



Fuente: EFFAS y Bloomberg.

GRÁFICO 5
ÁREA EURO: DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO SOBRE EL TOTAL Y DURACIÓN MODIFICADA (DEUDA DOMÉSTICA EN EUROS CON VENCIMIENTO SUPERIOR A UN AÑO)

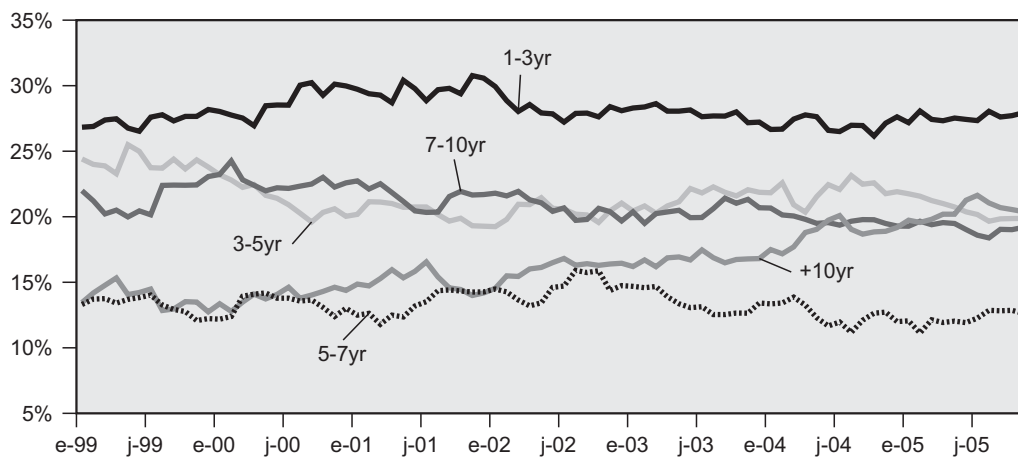


Fuente: EFFAS, Bloomberg y ECB securities statistics.

a oportunidades de financiación atractivas de forma puntual. Basta un dato para dar cuenta del papel complementario de la financiación en divisas en los mercados internacionales por parte del Tesoro español en la actualidad: mientras que a mediados de los noventa representaba cerca del 10 por 100 del *stock* de deuda del Estado, hoy apenas se sitúa entorno a un 3-4 por 100 del total.

La caída en su papel como instrumento de financiación en los últimos años no es óbice para que el Tesoro Público, en aras de mantener el contacto con la base inversora no presente en el mercado español, acuda a la financiación en divisas no euro. Precisamente esta presencia en los mercados internacionales es un factor relevante en la consideración del Tesoro Público como un emisor de elevado prestigio y solvencia, algo reconocido

GRÁFICO 6
ÁREA EURO: CUOTAS DEL MERCADO TOTAL DE DEUDA DEL ESTADO EN FUNCIÓN DE SU VIDA RESIDUAL (DEUDA DOMÉSTICA EN EUROS CON VENCIMIENTO SUPERIOR A UN AÑO)



Fuente: EFFAS, Bloomberg.

por las principales agencias internacionales de calificación crediticia que otorgan a la deuda española el máximo rating posible (Aaa por Moody's; AAA por Standard and Poor's y AAA por Fitch Ratings) (gráfico 7).

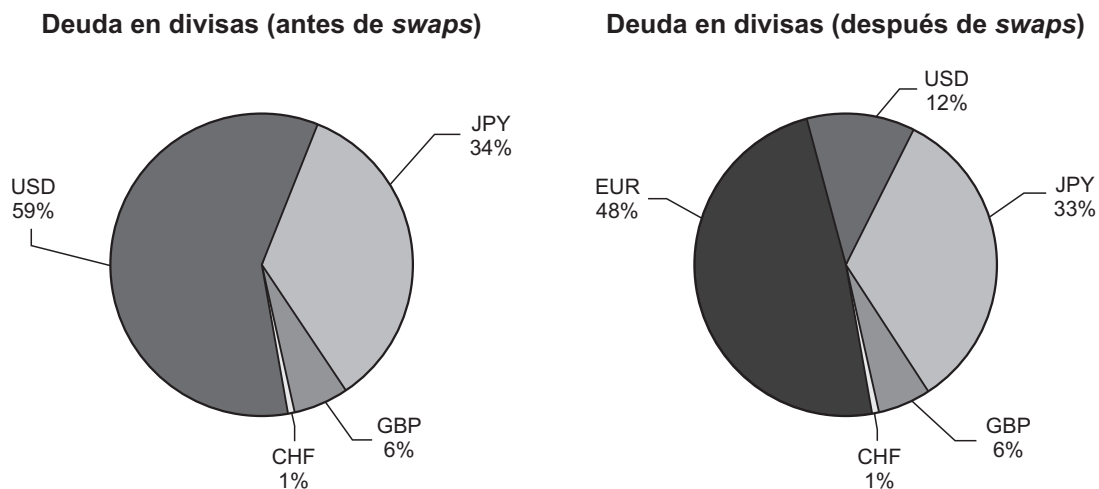
Del total de la Deuda del Tesoro denominada en divisas, existe un montante de bonos internacionales originalmente emitidos en marcos alemanes y francos franceses que, con la entrada en vigor de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria pasó a ser deuda en moneda nacional; es decir, en euros. El peso de esta deuda internacional en euros y monedas-euro sobre el total irá cayendo a medida que se amorticen las emisiones vivas. El resto de la deuda en divisas se halla repartido entre emisiones de Eurobonos, Bonos Extranjeros y Globales, así como Notas a medio plazo emitidas bajo el programa de MTN. La composición por monedas de la deuda en divisas del Tesoro (antes de swaps) muestra una preeminencia de los bonos denominados en dólares, seguidos por yenes, y a distancia, por libras y francos suizos. Por instrumentos, destaca el segmento compuesto por instrumentos negociables: eurobonos y Notas a medio plazo, siendo menor la participación de préstamos (gráfico 8).

A nivel agregado para los tesoros de la Eurozona se repite el mismo patrón: aumento del peso del endeudamiento en divisas no euro sobre el total

en los años noventa (especialmente en los períodos de devaluaciones en el seno del SME) y caída posterior a partir de la entrada en vigor del euro. No obstante y para el primer período, si descendemos a nivel de emisor aumenta sensiblemente la disparidad. Así, mientras que países tradicionalmente "fuertes" macroeconómicamente y con muy alta calidad crediticia (Alemania, Francia, Holanda) apenas han apelado al endeudamiento en divisas, otros estados menos desarrollados y con peor solvencia (Italia, España, Portugal) han apelado en mayor medida a la emisión de deuda en divisas más fuertes, estables y con mercado y base inversora muy superiores a los propios.

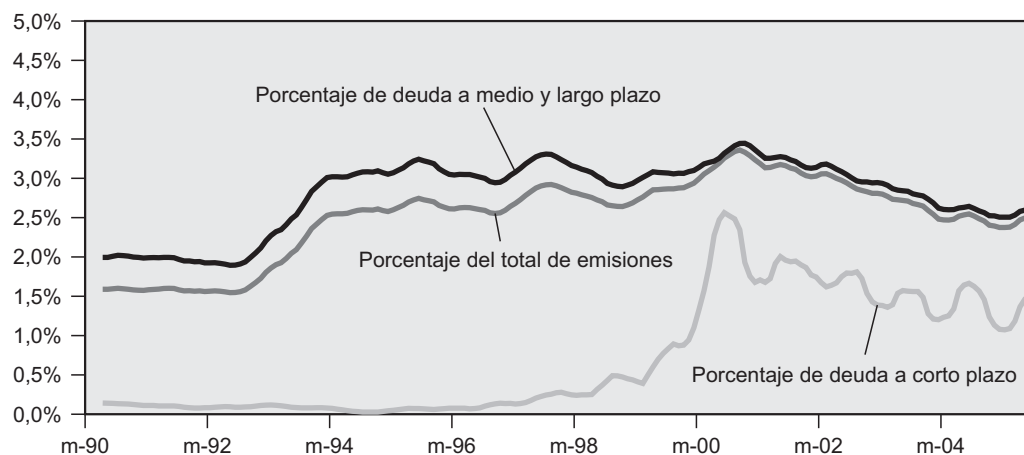
A medida que se produjo el proceso de convergencia económica en los países miembros de la UME y la entrada en vigor del euro, el incentivo a financiarse en otra divisa ha caído significativamente. En esta misma dirección ha actuado el muy intenso desarrollo del mercado de capitales en la divisa única, que aunque todavía algo lejos de gozar de la profundidad de su homónimo estadounidense, está ganando cuota de forma apreciable. De esta forma, actualmente la financiación en divisas no euro entre los estados miembros de la UME tiene un papel marginal (en torno a un 2,5 por 100 del saldo vivo total, en media) y su utilización se ciñe a criterios de mantenimiento de base inversora así como a oportunidades de financiación puntuales.

GRÁFICO 7
DEUDA DEL ESTADO EN DIVISAS ANTES Y DESPUÉS DE SWAPS (MAYO DE 2005)



Fuente: Tesoro Público.

GRÁFICO 8
ÁREA EURO: CUOTA DE LA DEUDA EN DIVISAS NO EURO SOBRE EL TOTAL
DEL STOCK DE DEUDA DEL ESTADO. MEDIA MÓVIL SEIS MESES



Fuente: ECB securities statistics.

3. RECURRENCIA A CANJES Y RECOMPRAS COMO COMPLEMENTO A LA POLÍTICA DE EMISIONES EN ARAS DE UNA ESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE DEUDA DIRIGIDA A MAXIMIZAR SU PROFUNDIDAD Y LIQUIDEZ

La estrategia del Tesoro en el mercado primario en los últimos años, caracterizada por la disminución del número de subastas y aumento de los volúmenes colocados, junto con la mayor apelación al endeudamiento a medio y largo plazo, ha encontrado junto con el mayor volumen y frecuencia de operaciones de canje (2) y recompra —amortización anticipada— han permitido elevar el grado de concentración del mercado de deuda del Estado. El desarrollo del mercado de Deuda pública, en especial en materia de profundidad y liquidez, es esencial para atraer el ahorro de los inversores en un mercado de capitales único, permitiendo al Tesoro español competir con éxito con otros emisores soberanos de la Eurozona.

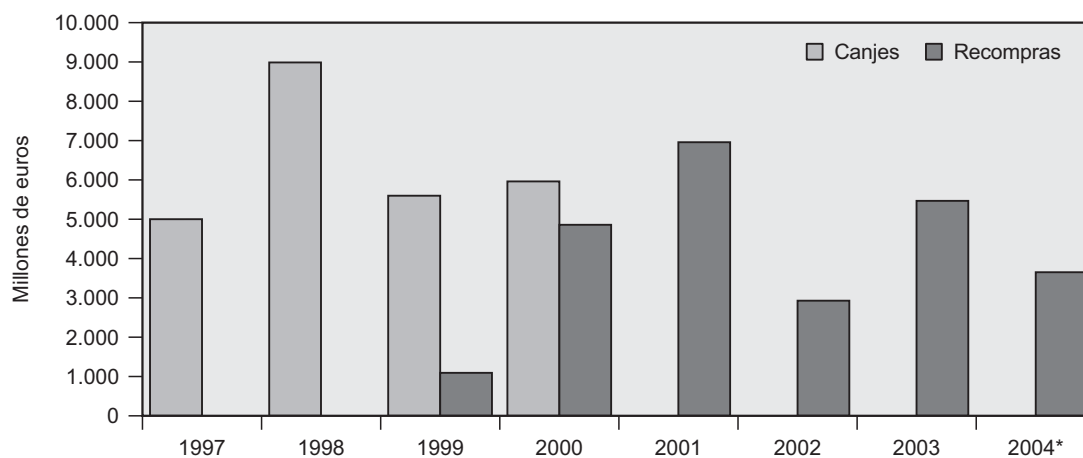
A través de los canjes y recompras se pretendía conseguir que los bonos segregables alcanzaran unos importes mínimos en circulación suficientemente elevados, de forma que se asegure un grado de liquidez adecuado para el funcionamiento de las operaciones de segregación y reconstitución de los Bonos y Obligaciones del Estado. Esta línea de actuación, que el Tesoro ha implementado de forma activa en los últimos años, ha sido

posible gracias a la favorable evolución de las cuentas públicas (gráfico 9).

El uso de los canjes como herramienta de gestión de la cartera de Deuda en emisión se inició en 1993, con diferentes etapas pero —no debe doler decirlo— con relativo poco éxito e incluso, en las operaciones realizadas hasta 1995, con relativo fracaso (3). Más exitosa fue la segunda etapa de operaciones de canjes, iniciada en 1998 con el objetivo de aumentar el saldo vivo —mejorando así su liquidez— de referencias de Bonos y Obligaciones vivas que se re-denominarían en euros en 1999. En 1999 y 2000 se llevaron a cabo las últimas operaciones de canje hasta la fecha, en un intento más de ampliar el volumen de saldo vivo de las referencias entonces en emisión.

La reducida importancia cuantitativa de los canjes ha sido coherente con las condiciones que rodeaban a este tipo de referencias con vida residual reducida (4). Como consecuencia del reducido efecto que estas operaciones tenían en la alteración del perfil de vencimientos del Tesoro, éste ha recurrido en los últimos años a la amortización anticipada o recompra de referencias con corta vida residual —voluntaria para el tenedor del bono y realizada a precios de mercado—, cuyo efecto cuantitativo en términos de minoración de los vencimientos de años próximos ha sido substancialmente mayor. Se han realizado recompras de deuda en los años 1995, 1996 y, de forma recurrente desde 1999 hasta el año 2004 inclusive (cuadro 1).

GRÁFICO 9
RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE CANJE Y RECOMPRA DE DEUDA DEL ESTADO DESDE 1997



Fuente: Tesoro público.

CUADRO 1
CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN. EMISIONES DE DEUDA DOMÉSTICA EN EUR
 Bonos y obligaciones del Estado. Emisiones nacionales
 (Importes nominales en millones de euros)

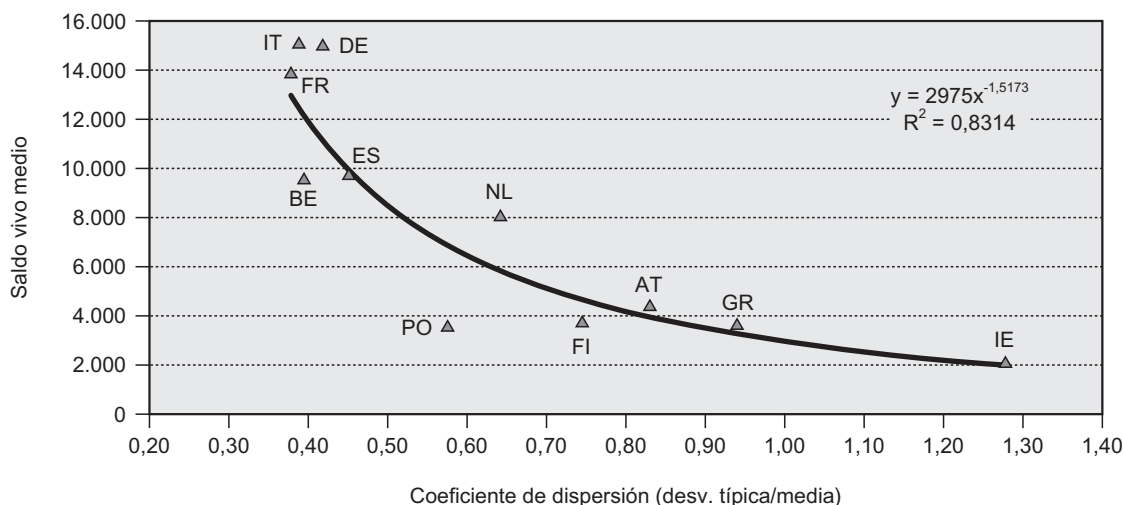
REFERENCIA	VENCIMIENTO	PLAZO	SALDO VIVO	SEGREGABLE
B-4,95-JUL05.....	30-julio-05	0,67	11.967,4	***
B-3,20-ENE06	31-enero-06	0,67	11.287,8	***
O-10.15-ENE06	31-enero-06	0,67	3.478,6	
O-8.80-ABR06.....	30-abril-06	0,92	3.176,3	
B-4.80-OCT06	31-octubre-06	1,42	11.306,5	***
O-7.35-MAR07.....	31-marzo-07	1,84	3.654,4	
B-3.00-JUL07.....	31-julio-07	2,17	9.818,1	***
O-4.25-OCT07.....	31-octubre-07	2,42	12.306,1	***
O-6.00-ENE08	31-enero-08	2,67	17.862,6	***
O-3.60-ENE09.....	31-enero-09	3,68	13.350,0	***
O-8.20-FEB09.....	28-febrero-09	3,75	4.524,6	
O-5.15-JUL09	30-julio-09	4,17	12.572,3	***
O-4.00-ENE10	31-enero-10	4,68	12.491,9	***
O-3.25-JUL10	30-julio-10	5,17	3.500,0	***
O-5.40-JUL11	30-julio-11	6,17	13.194,5	***
O-5.35-OCT11.....	31-octubre-11	6,42	12.612,1	***
O-8.70-FEB12.....	28-febrero-12	6,75	1.416,8	
O-5.00-JUL12	30-julio-12	7,17	12.873,2	***
O-6.15-ENE13	31-enero-13	7,68	11.964,0	***
O-4.20-JUL13	30-julio-13	8,17	10.275,2	***
O-4.75-JUL14	30-julio-14	9,17	11.186,0	***
O-4.40-ENE15.....	31-enero-15	9,68	12.853,7	***
O-5.50-JUL17	30-julio-17	12,18	14.998,4	***
O-6.00-ENE29.....	31-enero-29	23,69	12.193,3	***
O-5.75-JUL32	30-julio-32	27,19	11.600,1	***
O-4.20-ENE37.....	31-enero-37	31,70	6.000,0	***

Datos a mayo de 2005.

Sombreadas las referencias actualmente en emisión por el Tesoro.

Fuente: Tesoro público y elaboración propia.

GRÁFICO 10
SALDO VIVO MEDIO FRENTE A COEFICIENTE DE DISPERSIÓN
DEL SALDO VIVO MEDIO POR MERCADO INDIVIDUAL
(MAYO DE 2005)



Fuente: EFFAS y Bloomberg.

Esta política de canjes y recompras ha sido implementada también en un buen número de Tesoros europeos en los primeros años de la UME (Irlanda, Bélgica, Finlandia, Holanda), con desigual éxito. En el caso concreto de Irlanda y Finlandia, ha permitido en varias ocasiones retirar de la circulación referencias de elevado cupón y vida residual alejada de los objetivos de gestión del tesoro, a cambio de otras nuevas que reflejan más fielmente las condiciones de mercado y, por tanto, son más demandadas por los inversores. En todos los casos, sin excepción, la mejora de la profundidad y liquidez del mercado secundario ha sido el objetivo último de las operaciones de canje y recompra.

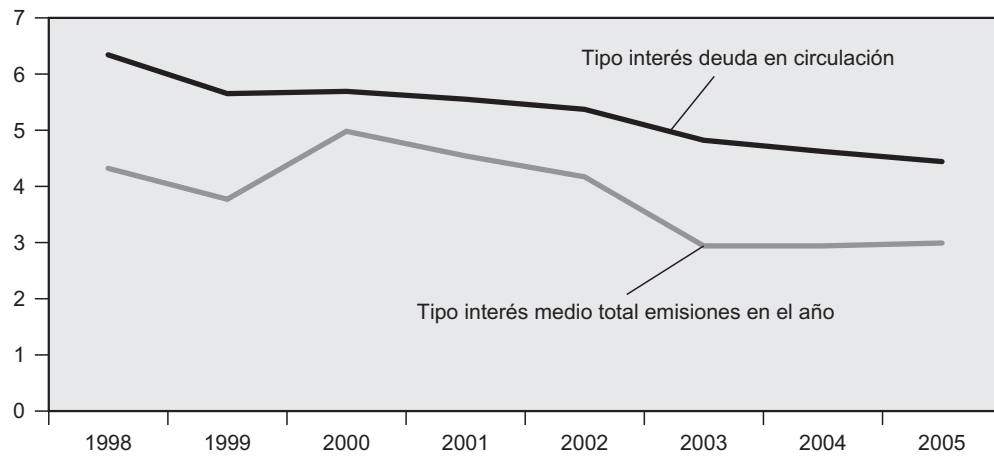
La combinación de políticas de emisión y de gestión del saldo vivo de la deuda emitida ha permitido mejorar la profundidad y liquidez de muchos mercados de deuda en el Área Euro. Y reflejos de ello son tanto el aumento del saldo vivo medio por referencia emitida —generalizado en todos los mercados— como el grado de concentración del saldo vivo total en un reducido número de referencias. Una “foto” actual de estas dos variables la tenemos en el gráfico 10, que pone de manifiesto la clara relación existente entre ambos.

4. LA REDUCCIÓN DEL COSTE MEDIO DE LA CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO: RELACIÓN CON LA EVOLUCIÓN DE TIPOS DE INTERÉS Y DURACIÓN DE LA CARTERA DE DEUDA

En un análisis de la evolución de la cartera de deuda del Estado en los últimos años no puede faltar una alusión a la espectacular reducción del coste de la cartera de Deuda del Estado. En efecto, el proceso de reducción de los tipos de interés nominales de los últimos años ha permitido que el volumen de emisión bruta anual se haya realizado —salvo excepciones como la del año 2001— a un coste medio efectivo de emisión cada vez menor, incidiendo con ello en una continua reducción del tipo de interés medio de la deuda del Estado en circulación. El tipo de interés medio de la deuda en circulación ha marcado una senda decreciente desde 1998 que nos sitúa actualmente (con datos de mayo de 2005) en niveles del 4,4 por 100, frente a referencias superiores al 6,25 por 100 en 1998 (gráfico 11).

Con una misma evolución de tipos de interés —salvo por la existencia de diferenciales de rentabilidad entre emisores, que no obstante han tenido una tendencia decreciente en los últimos años—

GRÁFICO 11
TIPO DE INTERÉS MEDIO DE LA DEUDA DEL ESTADO EN MONEDA NACIONAL
Y TIPOS EFECTIVOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS EMISIONES



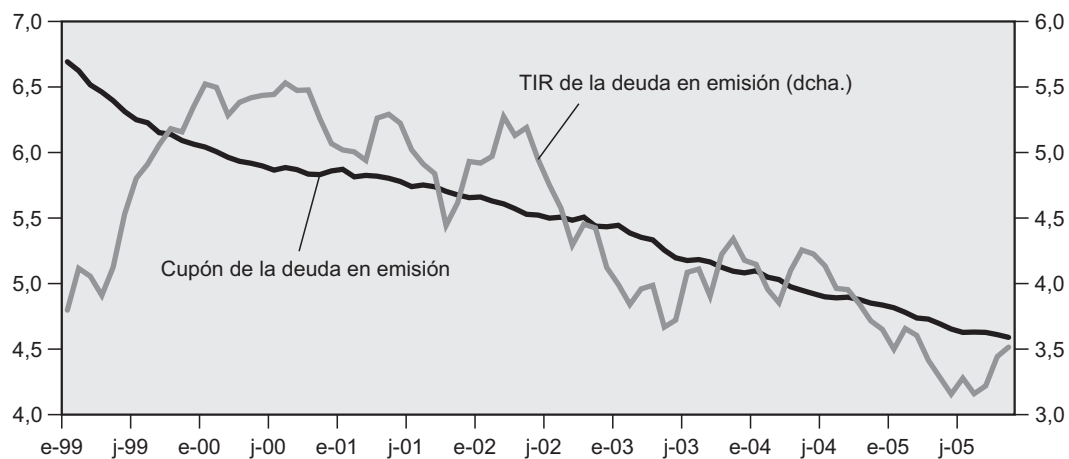
Fuente: Tesoro Público. Datos a mayo de 2005.

la reducción del tipo de interés medio es común al conjunto de emisores soberanos del Área Euro, algo que se refleja en el gráfico 12. Sin embargo, este gráfico no permite observar las diferencias —muy claras en ocasiones— entre las distintas estrategias de emisión seguidas por los emisores soberanos del Área Euro. Como podemos observar en el gráfico 13, que pone de manifiesto la clara relación de intercambio o “trade-off” entre el aho-

rrero en coste de la deuda —medido como tipo medio de la deuda en circulación— y su vida media y/o duración de la cartera de deuda, hay una clara diferenciación entre, podríamos decirlo así, varios “tipos” de emisores soberanos en la Eurozona.

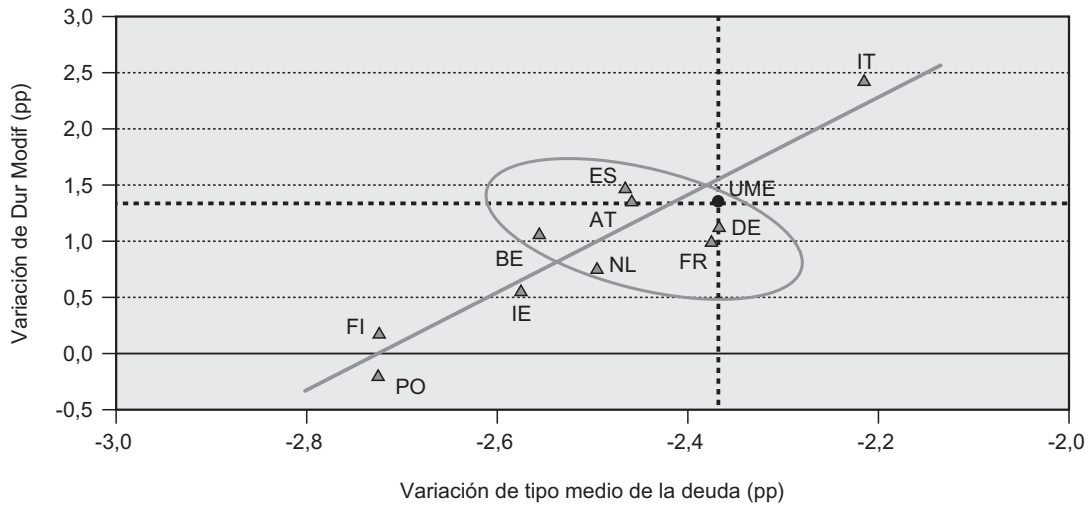
Aquellos emisores con mercados más desarrollados y grandes en términos de tamaño, y que por tanto compiten por la liquidez en todos o casi todos

GRÁFICO 12
ÁREA EURO: CUPÓN MEDIO Y TASA INTERNA DE RENDIMIENTO DEL TOTAL DE DEUDA
DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN CON VENCIMIENTO SUPERIOR A UN AÑO



Fuente: EFFAS, Bloomberg.

GRÁFICO 13
ÁREA EURO: VARIACIÓN DEL TIPO MEDIO DE LA DEUDA EN EMISIÓN FRENTE A VARIACIÓN DE LA DURACIÓN ENTRE ENERO DE 2000 (MAYO DE 2005)

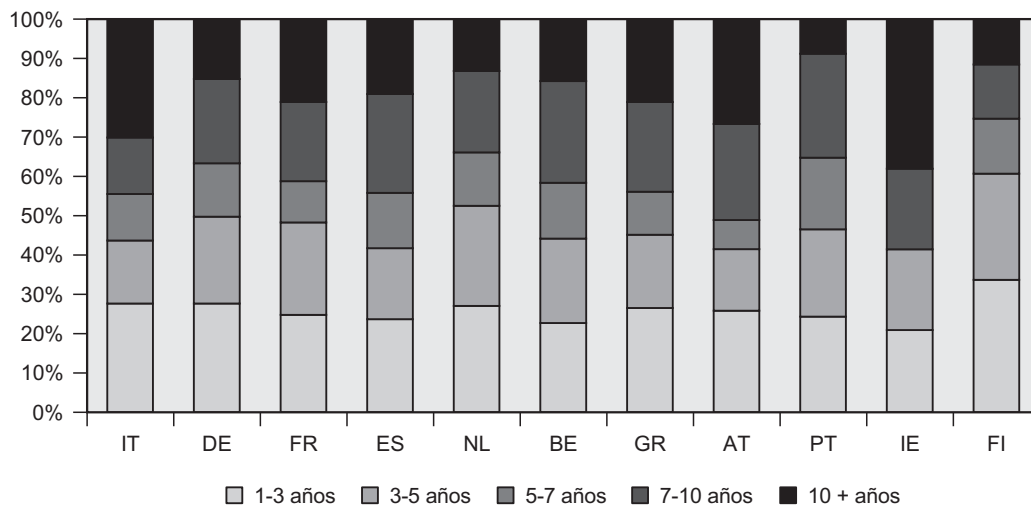


Fuente: EFFAS y Bloomberg.

los tramos de la curva —los denominados “seis grandes”: Italia, España, Holanda, Francia, Bélgica y Alemania— han alargado significativamente el plazo medio de la deuda en emisión en los últimos años. El caso de Italia puede llamar la atención a primera vista: el aumento de la emisión de deuda a más de 10 años ha sido espectacular recientemente (fenómeno en el que el deterioro de

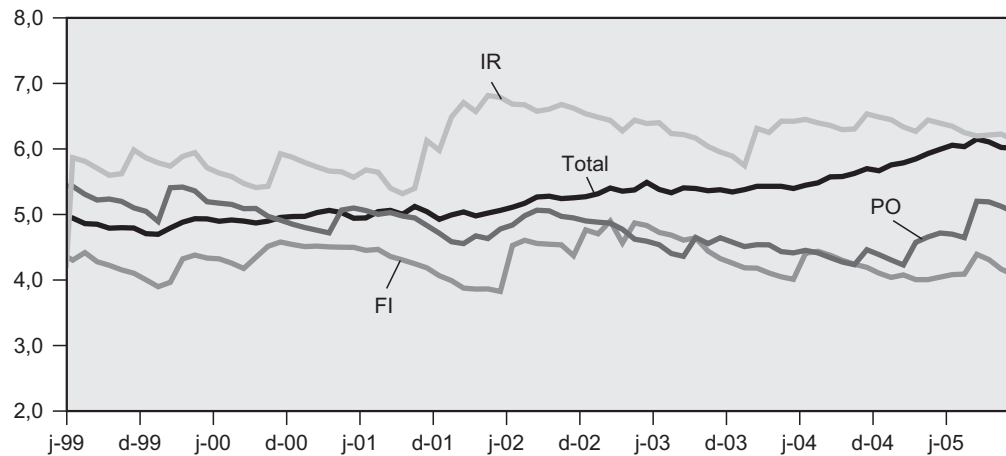
las cuentas públicas tiene mucho que ver) pero dado el elevado peso todavía del mercado de Letras, la duración total de la deuda se sitúa en media con el resto de emisores de este grupo. La tendencia al mimetismo, de nuevo, destaca entre este grupo de “grandes emisores”, circunstancia que podemos comprobar en el gráfico 14, donde llama la atención la elevada similitud estructural de

GRÁFICO 14
ÁREA EURO: DISTRIBUCIÓN POR TRAMOS DE VENCIMIENTO DEL MERCADO TOTAL DE DEUDA DEL ESTADO CON VENCIMIENTO SUPERIOR A UN AÑO POR EMISOR EN EL ÁREA EURO (MAYO DE 2005)



Fuente: EFFAS y Bloomberg.

GRÁFICO 15
DURACIÓN MODIFICADA DE SALDO VIVO DE DEUDA CON VENCIMIENTO SUPERIOR A UN AÑO
EN PORTUGAL, IRLANDA, FINLANDIA Y CONJUNTO DEL ÁREA EURO



Fuente: EFFAS y Bloomberg.

la distribución por tramos de la cartera de deuda a medio y largo plazo. De nuevo, se pone de manifiesto el elevado grado de competencia entre los emisores soberanos dentro del Área Euro.

Los emisores “pequeños” (Portugal, Irlanda y Finlandia) se enfrentan al problema de conjugar sus escasas necesidades de endeudamiento absoluto con la de mantener la liquidez y atractivo de su mercado entre una amplia base inversora, para lo cual necesitan emisiones a plazos estándar y volúmenes de saldo vivo superiores a los 5.000 millones de euros —mínimo para negociarse en el mercado electrónico oficial EuroMTS—. De esta forma, estos emisores recurren a una elevadísima concentración del saldo vivo de la deuda en muy pocas referencias y, cuando éstas dejan de ser atractivas por el paso del tiempo o los vaivenes en los tipos de interés de mercado, recurren a operaciones de canje masivo —especialmente Irlanda y Finlandia—. Estas circunstancias redundan en grandes diferencias, frente al homogéneo grupo de emisores grandes, en términos de estructura de la cartera de deuda por tramos de vencimiento y, por ende, en la duración de la misma (y su estabilidad en el tiempo) (gráfico 15).

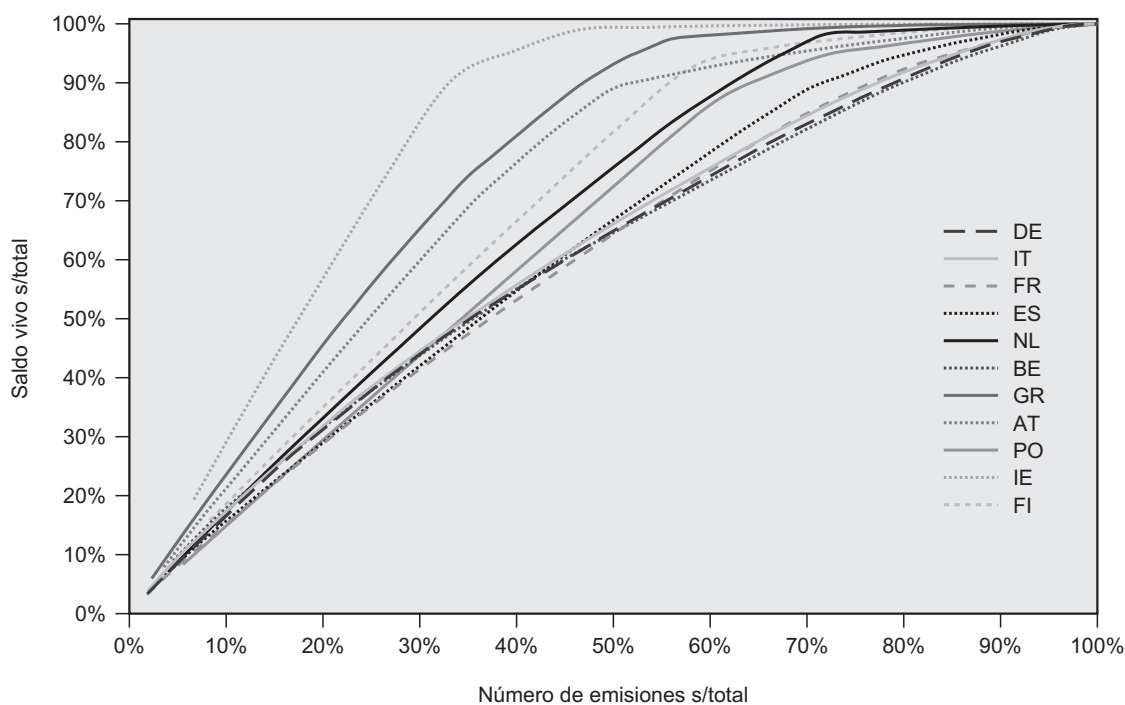
En efecto, como puede comprobarse en el gráfico 16, por lo general son los emisores más pequeños los que presentan un mayor grado de concentración de la cartera total de deuda del Estado en pocas emisiones, mientras que los grandes emi-

sores gozan de un mercado más homogéneo o “compacto”. Así, mientras que el 50 por 100 de emisiones —en número— suponen entre un 73 y un 99 por 100 del saldo vivo total en los emisores pequeños, la misma proporción de emisiones tan sólo representa entre un 64 y 69 por 100 en los emisores de mayor tamaño.

5. ESTRECHAMIENTO DEL DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE AL MERCADO DE REFERENCIA EN EL ÁREA EURO (DEUDA ALEMANA)

El coste de emisión relativo del Tesoro español frente al mercado alemán de deuda —la referencia o *benchmark* para la Eurozona— ha experimentado en el conjunto de los últimos seis años una fuerte reducción hasta casi anularse hoy día. En efecto, el diferencial entre los tipos a la par de la deuda a 10 años española y alemana (medida que evita la distorsión que los diferentes cupones introducen sobre la tasa interna de rendimiento o TIR, y por tanto, sobre el diferencial) ha pasado de situarse en 18 puntos básicos en enero de 1999 a tan sólo un punto básico en la actualidad. Y mientras que la mejora de las cuentas públicas de la deuda española, reflejada en la consecución de la máxima calificación crediticia por parte de las principales agencias de rating, es un factor clave en esta reducción de primas de rentabilidad frente a la deuda alemana, sería muy simplista aseverar que es el único o

GRÁFICO 16
**ÁREA EURO: GRADO DE CONCENTRACIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA DEL ESTADO
 EN EL ÁREA EURO (MAYO DE 2005)**



Fuente: EFFAS y Bloomberg.

el de mayor poder explicativo. Para ahondar en esta evolución y en sus causas, analizaremos lo ocurrido con las primas de rentabilidad sobre la deuda alemana para el conjunto de emisores de la UME desde 1999.

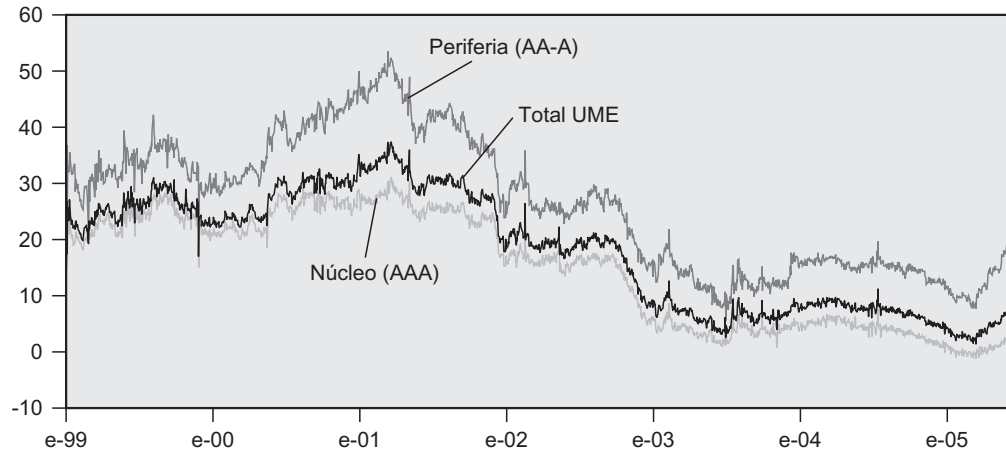
La reducción de diferenciales de rentabilidad a 10 años frente a la deuda alemana ha sido una constante en todos los emisores de la UME, como puede observarse en el gráfico 17. Esto es así para todos los emisores sin excepción, ya gocen de mejor o peor calificación crediticia (denominados aquellos “núcleo” y, estos, “periferia”) frente a la deuda alemana e, independientemente de la mejora o deterioro relativo de la ratio de endeudamiento sobre el PIB de cada economía frente a Alemania. Nueva señal de que, aparte del grado de solvencia de cada emisor, hay otras connotaciones que determinan el nivel de “coste extra” a pagar por la financiación en relación al “benchmark” de la Eurozona.

Resulta interesante profundizar en este último análisis. Como se aprecia en el gráfico 18A, en los

casi seis años transcurridos desde el inicio de la UME, salvo Francia y Portugal, el resto de emisores soberanos del Área ha experimentado una mejora relativa frente a Alemania en su ratio de deuda sobre el PIB. Sin embargo, todos los emisores sin excepción han reducido su coste diferencial de emisión frente a la deuda alemana en mayor o menor medida. Salvo excepciones justificadas en la escasez (como es el caso de Finlandia), la mayor mejora relativa en la ratio de endeudamiento frente a Alemania, ha permitido una mayor reducción del diferencial de coste de la deuda al plazo de 10 años.

Sin embargo, la anterior relación no siempre se ha cumplido a lo largo de los seis años de vida de la UME. En el período 1999-2001, por ejemplo, esta relación positiva entre consolidación fiscal relativa y diferencial de tipos no se produce, incluso se experimentan ampliaciones generalizadas en los diferenciales de tipos. ¿Quiere esto decir que la mejora relativa en solvencia frente a Alemania no se ve recompensada con un menor diferencial de coste de financiación? En ocasiones, así es, sien-

GRÁFICO 17
DIFERENCIAL EMISORES AAA VS ALEMANIA A 10 AÑOS VS SWAP SPREAD A 10 AÑOS
DE LA DEUDA ALEMANA



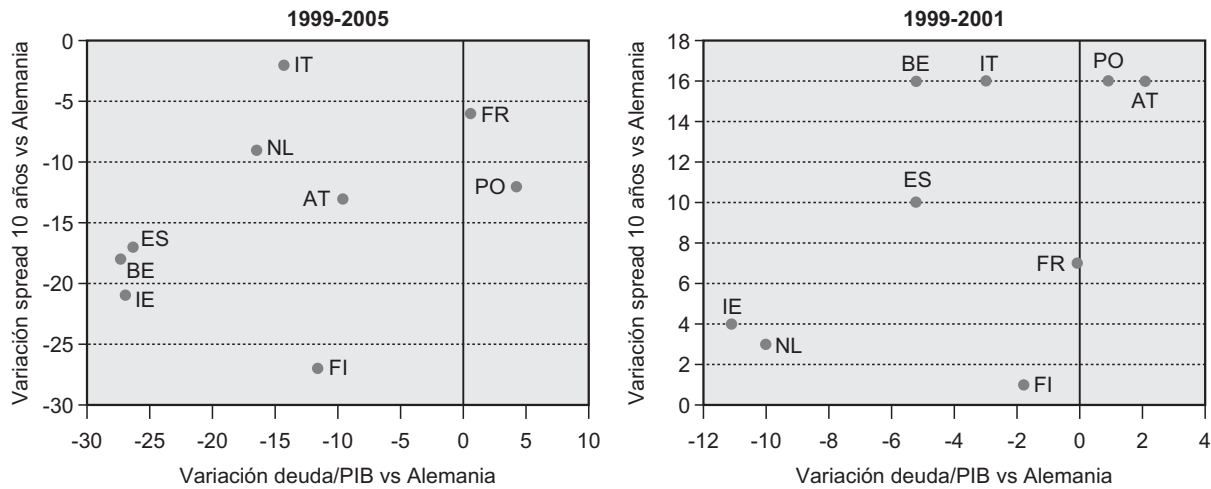
Núcleo (FRA, ESP, BEL, IRL, ATS, FIN, HOL); Periferia (ITA, POR, GRE* en 01).
 Fuente: Bloomberg.

do la causa el nivel de aversión al riesgo de los inversores, que distorsiona la relación anterior en el corto y medio plazo.

Como puede comprobarse en el gráfico 19, existe una relación muy estrecha y directa entre el diferencial entre los tipos interbancarios y la deuda a 10 años (también denominado "swap spread") y el

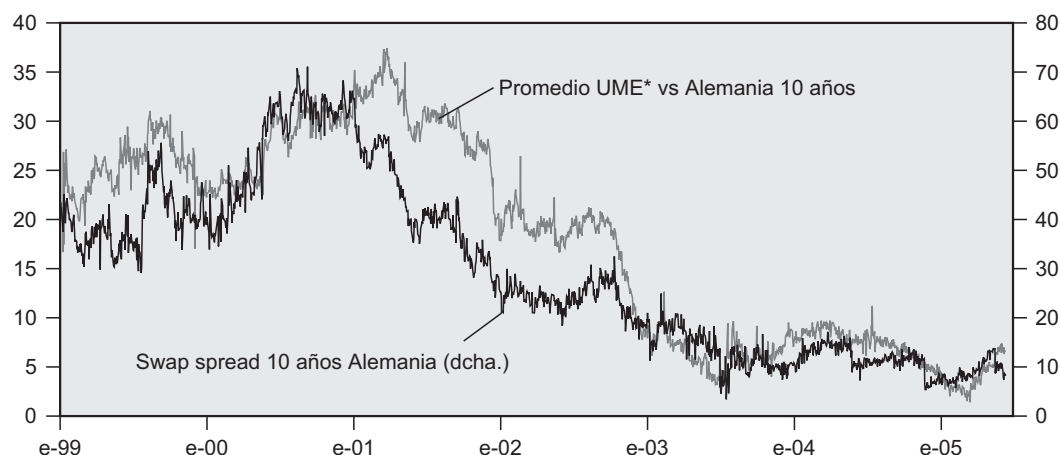
nivel del diferencial a 10 años del conjunto de emisores soberanos de la UME frente a la deuda alemana. De esta forma, en períodos de fuerte aumento de la aversión al riesgo de los inversores, la prima en tipo de interés entre la deuda alemana y el tipo interbancario aumenta considerablemente, arrastrando consigo al alza los diferenciales del resto de emisores soberanos frente al mercado ale-

GRÁFICOS 18
A Y B. VARIACIÓN DEL RATIO DEUDA/PIB Y DEL DIFERENCIAL DE TIPOS
A 10 AÑOS VS ALEMANIA EN 1999-2001 Y 2001-2005



Fuente: Bloomberg y Eurostat.

GRÁFICO 19
DIFERENCIAL PROMEDIO DE EMISORES UME VS ALEMANIA A 10 AÑOS VS SWAP SPREAD
A 10 AÑOS DE LA DEUDA ALEMANA



(*) Grecia entra en ENEO1.
 Fuente: Bloomberg.

mán. La razón última tras este fenómeno entre emisores soberanos con calificación crediticia muy similar (e incluso igual) radica en la diferente percepción de “calidad” y “liquidez” que los inversores asignan a cada mercado de deuda soberano. Es por ello vital que las políticas de gestión estratégica de los mercados de deuda soberana se orienten hacia la consecución de un mercado lo más líquido y profundo posible.

6. CONCLUSIONES

La necesidad de conseguir un mercado de deuda del Estado lo más líquido y profundo posible para, manteniendo la máxima solvencia, competir por la financiación al menor coste posible en un mercado global, ha sido uno de los objetivos estratégicos del Tesoro público del Reino de España en los últimos años. Los frutos del trabajo realizado son evidentes, siendo el mínimo coste de la financiación comprometida y la amplia base inversora en deuda del Estado los mejores reflejos de ello. Adicionalmente, el proceso de alargamiento de la vida media a través de la concentración de la emisión a plazos más largos, sitúa a la cartera de deuda del Estado en una situación óptima ante un posible repunte de los tipos de interés en próximos años.

El presente del mercado español de deuda del Estado, fuertemente consolidado entre los “gran-

des” de la Eurozona, obliga a orientar las políticas de emisión hacia la mejora constante de la ya elevada liquidez de una cartera de deuda con vocación de presencia en los principales plazos de la curva de tipos. La estructura actual de la cartera de deuda del Estado, caracterizada por un elevado grado de concentración del saldo vivo en pocas emisiones de gran tamaño y muy líquidas, es en gran medida, un reflejo de estos condicionantes.

NOTAS

(*) Analistas Financieros Internacionales.

(1) En el caso del Tesoro español, la reforma del Mercado de Letras se inició en 2001 y ha constituido, con datos a 2005, un claro éxito en materia de revitalización del mercado y aumento de la liquidez de las Letras del Tesoro. Para más información, ver “Guía del Sistema Financiero Español”, 4.ª edición, capítulo VI, páginas 257-261. *Analistas Financieros Internacionales*, 2005.

(2) Los canjes consisten en la sustitución voluntaria por parte del tenedor de una referencia vieja, normalmente con un plazo residual muy reducido y con un cupón generalmente fuera de mercado, por cualquiera de las nuevas referencias en emisión, de mayor plazo y liquidez.

(3) Entre las razones que justifican este calificativo, tenemos por una parte, un elemento técnico: el diseño de los canjes era excesivamente rígido, con subastas inversas en las que el precio de recompra por el Tesoro era la variable básica de la subasta, mientras el precio de las referencias nuevas era fijo, con los consiguientes problemas de valoración para los suscriptores. Por otra parte, los valores canjeables, emisiones con escasa vida residual, poco líquidas y de pequeño saldo vivo, estaban en poder de entidades financieras que a su vez las habían financiado mediante cesiones temporales con sus clien-

tes minoristas, lo que bloqueaba administrativamente, por su elevado coste burocrático, cualquier operación.

(4) Liquidez mínima, alto porcentaje de saldo en terceros y, en muchas ocasiones, un alto grado de sujeción a operaciones temporales hasta su vencimiento, lo que impide la realización del canje.

BIBLIOGRAFÍA

Memorias anuales del Tesoro Público del Reino de España, años 1999 a 2003. Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Estrategia de emisión de los valores del Tesoro, años 2001 a 2005.

La Guía del Sistema Financiero Español en el nuevo contexto europeo, 3.ª edición. Biblioteca de Economía y Finanzas. Escuela de Finanzas AFI-CECA. Año 2000.

La Guía del Sistema Financiero Español, 4.ª edición. Biblioteca de Economía y Finanzas. Escuela de Finanzas AFI-CECA. Año 2005.

Los strips sobre Deuda Pública, AFI-CECA, Madrid. Analistas Financieros Internacionales, 1995.

El mercado español de Deuda Pública en euros, Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid. EZQUIAGA, I. y FERRERO, A., 1998.

“La política de canjes de deuda y su repercusión en la deuda pública”. AMOR, José Manuel; RUIZ, Alberto. *Análisis Financiero Internacional*, núm. 97. diciembre-enero 2000.

“Los Mercados de Deuda del Área Euro”. Coordinador: José Manuel AMOR. *Escuela de Finanzas Aplicadas*. Grupo Analistas. Madrid, junio 2000.

ECB Securities Statistics Database.

The Euro Bond market study, ECB, diciembre 2004.