

Evolución del mercado de deuda pública español

José Manuel Amor y Miguel Arregui Navarro*

1. Introducción

Desde el final de la década de los noventa y hasta el comienzo de la crisis financiera iniciada en el verano de 2007, la deuda pública española en manos del sector no residente se incrementó de forma clara, tanto en términos absolutos como relativos. El inicio de la crisis supuso un punto de inflexión en esta tendencia, de forma similar a lo observado en otras economías periféricas. La coincidencia de la caída de las tenencias de deuda en manos de inversores no residentes con episodios de fuerte ampliación de diferenciales soberanos en la UME pone de manifiesto que los inversores no residentes perciben hoy un riesgo de crédito en la deuda soberana de varios estados miembros de la UME que en el pasado no existía.

2. Caída recurrente de las tenencias de deuda pública por parte del sector no residente desde el comienzo de la crisis

Tomando como punto de partida el 50,1% alcanzado en la primavera de 2007, el porcentaje de tenencias de deuda en manos de no residentes ha caído en casi 19 puntos porcentuales hasta alcanzar el 31,3% en marzo de 2012, último dato disponible (gráfico 1). Este porcentaje no refleja con total fidelidad las tenencias de deuda en manos de no residentes privados, al no estar depurado de aquellas tenencias de deuda en manos del BCE y de otros bancos centrales de fuera de la UME. De hecho, si asumimos que el Eurosistema ha invertido cerca de 40 mil millones de euros en deuda pública española, dentro de los 215 mil millones que ha destinado a la compra de deuda soberana bajo el programa SMP (*Securities Market*

Programme), la anterior cifra se vería reducida hasta cerca del 25%.

El nivel absoluto de tenencias de deuda en manos de no residentes a marzo de 2012 (190 mil millones de euros) es el menor desde septiembre de 2009 (189 mil millones de euros), cuando representaban el 43,9% del total de deuda en circulación. En otras palabras, los 177 mil millones en que ha aumentado el saldo de deuda desde septiembre de 2009 (de 432 a 609 mil millones de euros) han sido íntegramente asumidos por inversores nacionales.

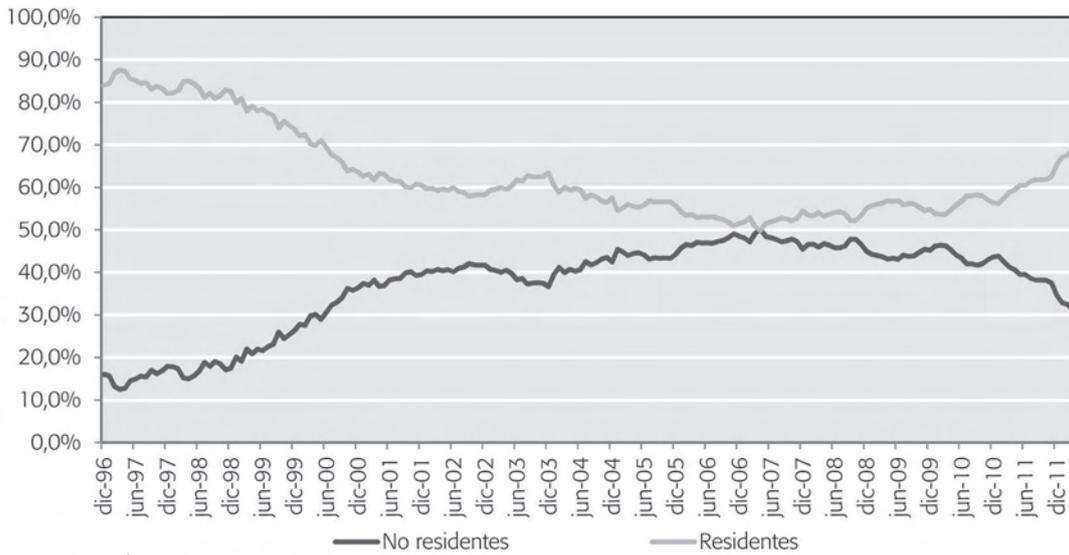
La brusca caída del porcentaje de deuda en manos del sector no residente observada desde 2007 ha roto con más de una década de continuo incremento relativo de las tenencias de deuda soberana por parte de este sector. En efecto, tras una primera parte de la década de los años noventa marcada por las fuertes tensiones cambiarias en las principales monedas europeas, el proceso de convergencia económica como vía de entrada en la UME y la adopción de la moneda única (con la consiguiente eliminación del riesgo de tipo de cambio) derivó en una rápida convergencia de rentabilidades entre la deuda de los distintos tesoros de la UME. Este movimiento vino acompañado de un aumento generalizado de la proporción de deuda en manos de no residentes en la mayoría de países que luego integrarían la UME. Una vez ya en la UME, las tenencias de deuda pública doméstica en manos de no residentes siguieron elevándose en casi todos los estados miembros, llegando a un máximo común a finales de 2006 y comienzos de 2007.

Volviendo al pasado más reciente, hay que decir que la reducción de la deuda en manos de no residentes ha sido común, por regla general, a todos los tesoros nacionales de la UME. No obstante, ha sido mucho más intenso en aquellos países más afectados por la

* Afi.

Gráfico 1

TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR SECTOR DE RESIDENCIA (% SOBRE EL SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN)



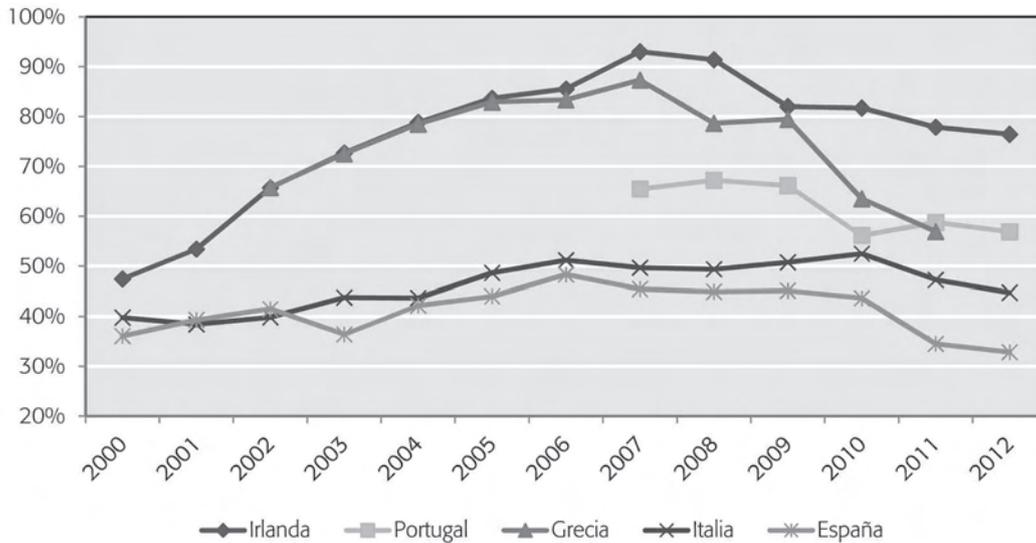
Fuente: AFI, Banco de España.

crisis desde su comienzo, y especialmente en los que han sido objeto de rescate financiero (gráfico 2), como Irlanda, Grecia y en menor medida, Portugal. Al analizar estos países debe tenerse en cuenta que, por un lado, la mayor parte de la deuda, pública actual se encuentra

en manos de acreedores oficiales -incluido el BCE- y, por otro, que los inversores privados no residentes han reducido posiciones de forma agresiva ante el temor de que se produzcan procesos de restructuración de deuda como el ocurrido en Grecia a principios de 2012.

Gráfico 2

TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA DE UNA SELECCIÓN DE PAÍSES DEL ÁREA EURO, POR PARTE DEL SECTOR NO RESIDENTE (% SOBRE SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN)



Fuente: AFI, bancos centrales nacionales.

3. Vuelta del “home bias” y fuerte incremento de los tipos de interés y los diferenciales frente a Alemania

La brusca reducción en las tenencias de deuda soberana en manos de no residentes en la mayoría de países de la UME ha sido paralela a un muy intenso repunte de los diferenciales de rentabilidad frente a la deuda alemana, incluso hasta niveles iguales o superiores a los existentes a mediados de la década de los años noventa para casi toda la deuda soberana de la periferia de la UME (gráfico 3). Este hecho es sintomático de una vuelta a la preferencia o predisposición nacional (*home bias*) en las decisiones de inversión sobre deuda pública soberana en la UME, cuya razón última es la elevada incertidumbre existente sobre la sostenibilidad de la deuda de varios estados miembros, la posibilidad de asistir a una reestructuración de la deuda soberana en varios de estos países y la existencia de una muy reducida, pero ya no nula probabilidad de que se produzcan cambios en la configuración actual del área euro.

El aumento de la probabilidad asignada por el mercado a que se produzcan episodios de *default* o quiebra de emisores soberanos en el seno de la UME, o de quitas

vía reestructuraciones de deuda (voluntarias o impuestas), y el hecho de que los paquetes oficiales de ayuda y las compras directas de deuda por parte del BCE bajo el SMP supongan una “subordinación de facto” para el bonista no oficial, son factores que en su conjunto permiten explicar el retraimiento de los inversores no residentes de la deuda de aquellos países de la UME en una situación más vulnerable.

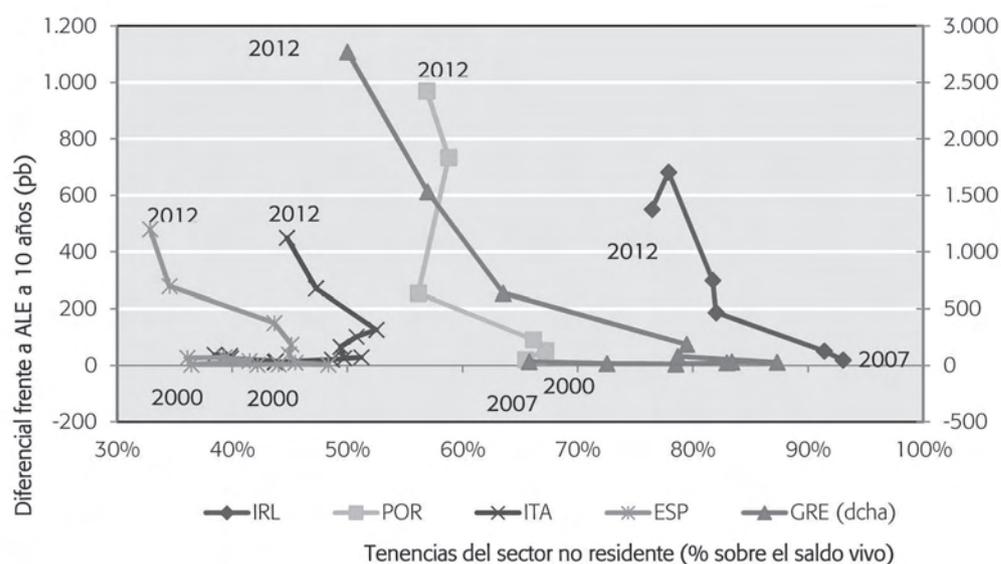
En el caso concreto de la deuda pública española (gráfico 4), la vuelta a niveles de tenencias de deuda en manos de no residentes no vistos desde el año 2000 (31%) ha venido acompañada de un incremento de diferenciales de rentabilidad frente a la deuda alemana que supera con creces los niveles de los años previos a la adopción del euro.

4. Evolución detallada de las tenencias de deuda pública española por país, instrumento y foco en la evolución de las tenencias de agentes españoles

Es interesante contrastar la evolución y situación actual de las tenencias de deuda pública emitida por el Reino de

Gráfico 3

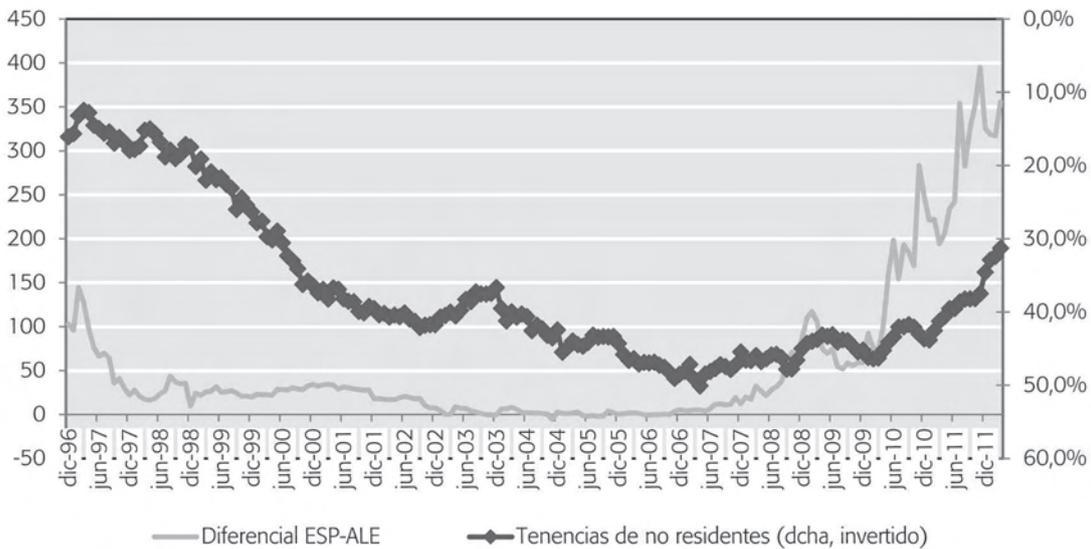
EVOLUCIÓN DE LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA DE PAÍSES UME POR PARTE DEL SECTOR NO RESIDENTE (% SOBRE EL SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN) Y DIFERENCIAL FRENTE A LA DEUDA PÚBLICA ALEMANA A 10 AÑOS (PB)



Fuente: AFI, Eurostat y Bloomberg.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA POR PARTE DEL SECTOR NO RESIDENTE (% SOBRE EL SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN) Y DIFERENCIAL FRENTE A LA DEUDA PÚBLICA ALEMANA A DIEZ AÑOS (PB)



Fuente: AFI, Banco de España y Bloomberg.

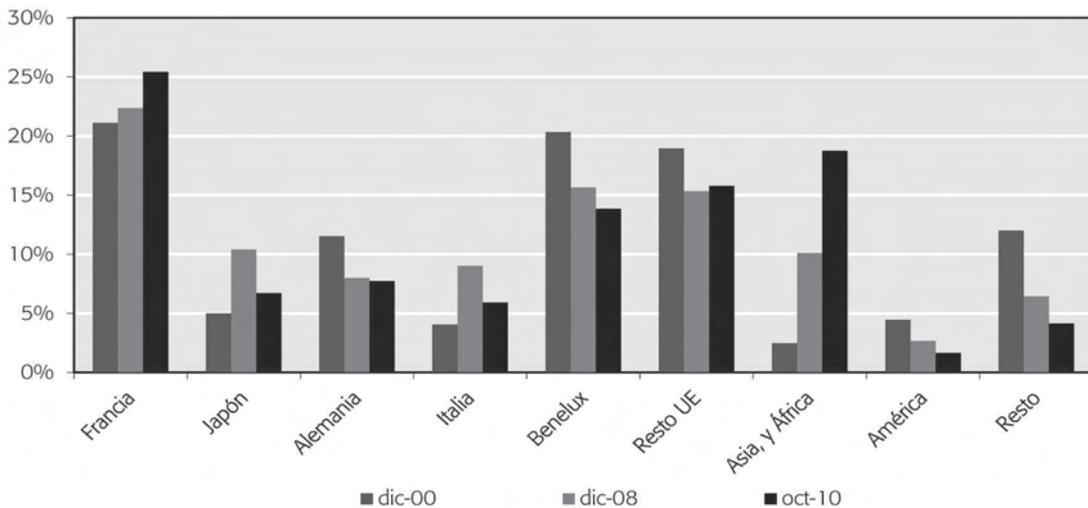
España desde varios puntos de vista. Por un lado, en lo que respecta al país de residencia de los tenedores y, por otro, referente a los tipos de instrumentos (o bien Letras o bien Bonos y Obligaciones) a los que el sector no residente tiene exposición.

Respecto a las tenencias de deuda en manos de no residentes por país de residencia el Tesoro Público tan

sólo ofrece información detallada hasta finales de 2010-, cerca del 73% se concentra en Europa, estando los principales tenedores en Francia, Benelux y Alemania. Cerca de un 19% del total se encuentra en manos de inversores radicados en Asia y África, siendo esta el área de mayor crecimiento de las tenencias de deuda pública española, y el restante 8% se reparte entre Japón (con cerca de un 6,7% del total) y América (gráfico 5).

Gráfico 5

TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR PARTE DEL SECTOR NO RESIDENTE (% SOBRE SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN)



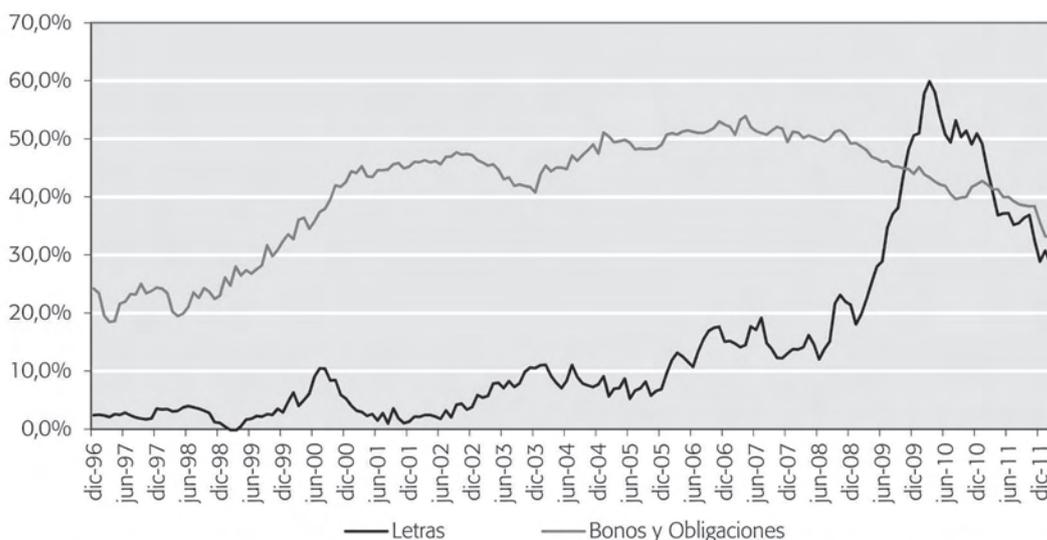
Fuente: AFI, Tesoro Público.

Por tipo de institución, a octubre de 2010, los bancos centrales eran los principales tenedores de deuda española, con cerca de un 33%, seguidos del sector privado no financiero con un 28%, y de entidades financieras (bancos) con un 19%. El resto de tenencias se repartía entre compañías de seguros, fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión).

En cuanto a la evolución de las tenencias de deuda por tipo de instrumento emitido por el Tesoro Español (gráfico 6), la caída en el peso de los inversores no residentes es mucho mayor en el caso de las Letras, donde de un 59,9% en marzo de 2010 se ha pasado a un 30,7% en marzo de 2012. En valores absolutos, los inversores no residentes han deshecho posiciones (o no renovado) por

Gráfico 6

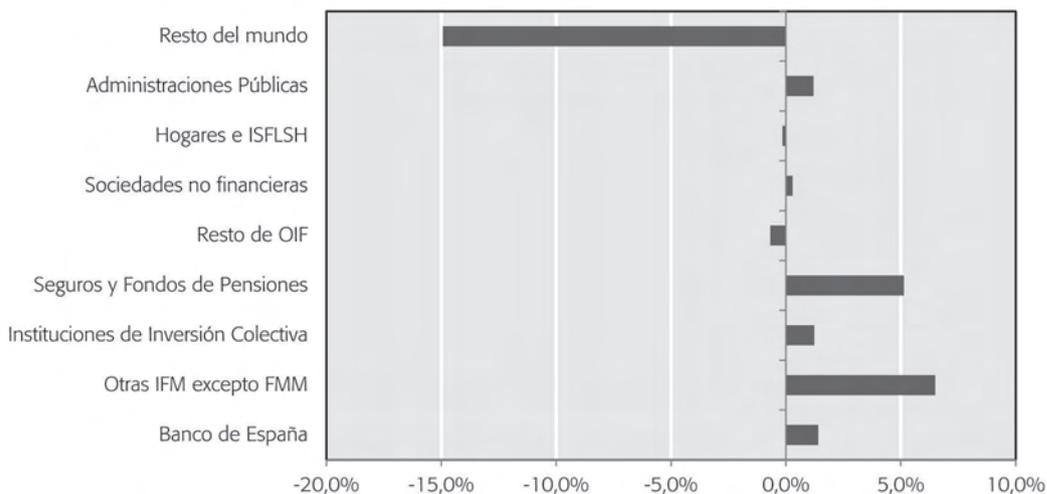
TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR TIPO DE INSTRUMENTO POR PARTE DEL SECTOR NO RESIDENTE (% SOBRE EL SALDO VIVO EN CIRCULACIÓN DE CADA TIPO DE INSTRUMENTO)



Fuente: AFI, Banco de España.

Gráfico 7

CAMBIO RELATIVO (%) EN LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR SECTORES INSTITUCIONALES DESDE ENERO DE 2010.



Fuente: AFI, Banco de España.

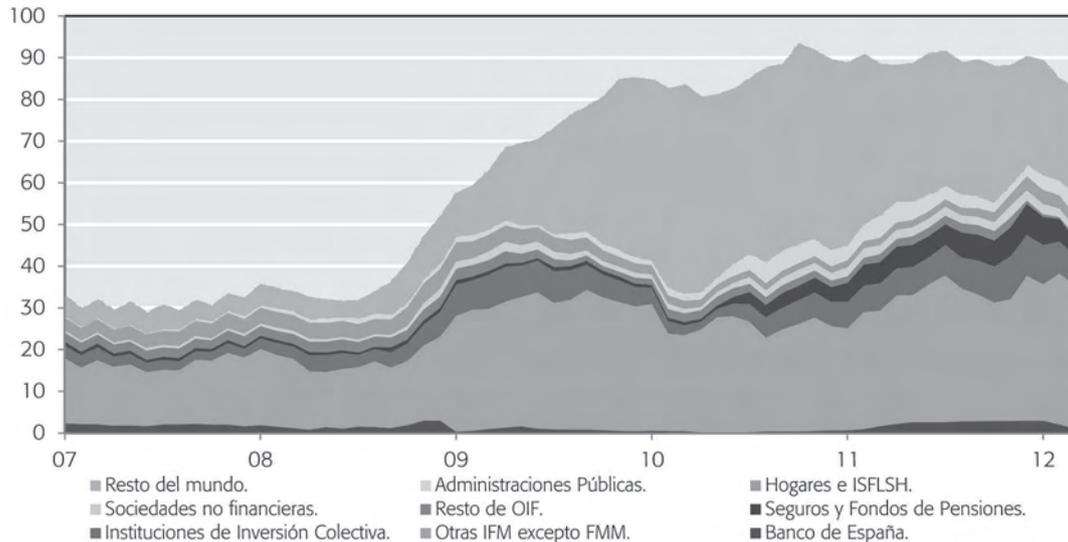
cerca de 25 mil millones de euros desde marzo de 2010, situándose sus tenencias actuales en los 25 mil millones de euros (ver también gráfico 8).

En el caso de la deuda materializada en Bonos y Obligaciones (ver también gráfico 10), la caída relativa en el porcentaje de tenencias de no residentes ha sido algo

menor –desde un 53,3% en marzo de 2007 hasta el 31,4% actual– aunque en cualquier caso muy relevante. Tomando como referencia el inicio de 2010, fecha en que las tensiones sobre la deuda española comenzaron a ser ya muy relevantes, se ha producido una caída de 13,8 puntos porcentuales en las tenencias de no residentes (desde el 45,2% en enero de 2010 al 31,4% actual),

Gráfico 8

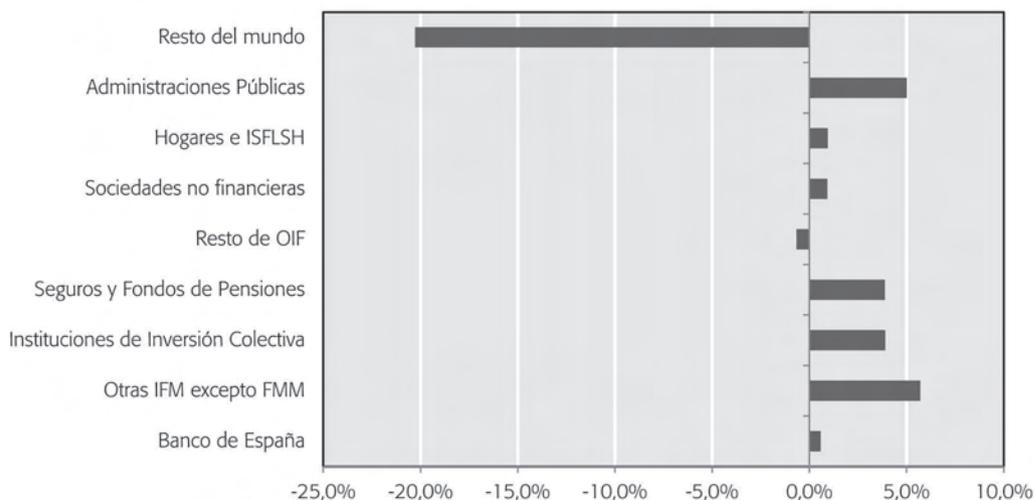
TENEDORES DE LETRAS DEL TESORO EN EL PERIODO 2007-2012 POR SECTOR INSTITUCIONAL (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: AFI, Banco de España.

Gráfico 9

CAMBIO RELATIVO (%) EN TENENCIAS DE LETRAS DEL TESORO POR SECTORES INSTITUCIONALES DESDE ENERO DE 2010



Fuente: AFI, Banco de España.

con una ligera reducción en el saldo en millones de euros, desde los 174 mil millones de enero de 2010 hasta los actuales 165 mil millones.

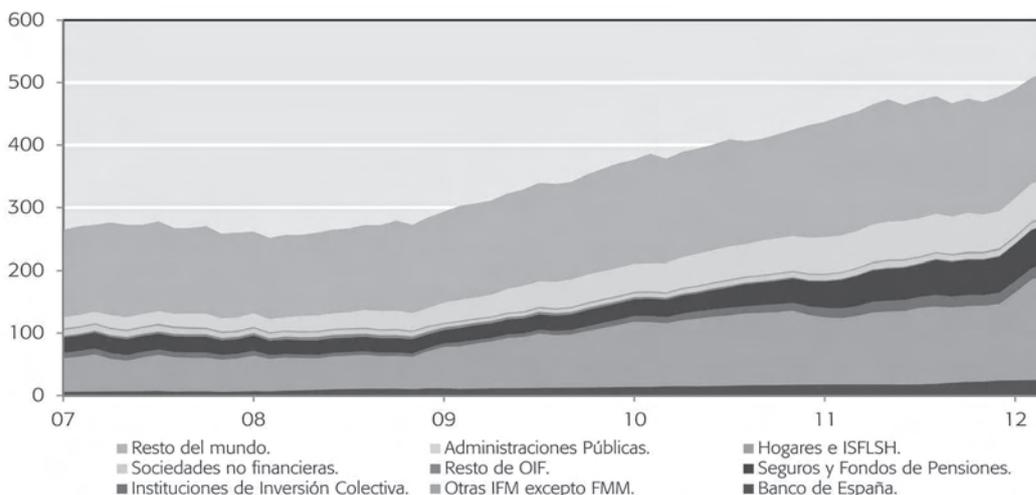
El contrapeso doméstico a la caída de las tenencias de deuda total de los no residentes desde comienzos de 2010 (-15,1 pp) ha estado dominado por el sector bancario (+8,0 pp), seguido de la industria aseguradora, fondos de inversión y de pensiones (en conjunto +6,2 pp),

quedando en un segundo plano las familias, empresas no financieras y las administraciones públicas (gráfico 7).

El sector financiero nacional ha tenido un papel determinante a la hora de compensar la caída de tenencias de los inversores no residentes, en especial durante los últimos 12-18 meses. Cabe destacar dos aspectos relevantes: el primero, el incremento de las tenencias de deuda doméstica por parte de fondos de pensiones,

Gráfico 10

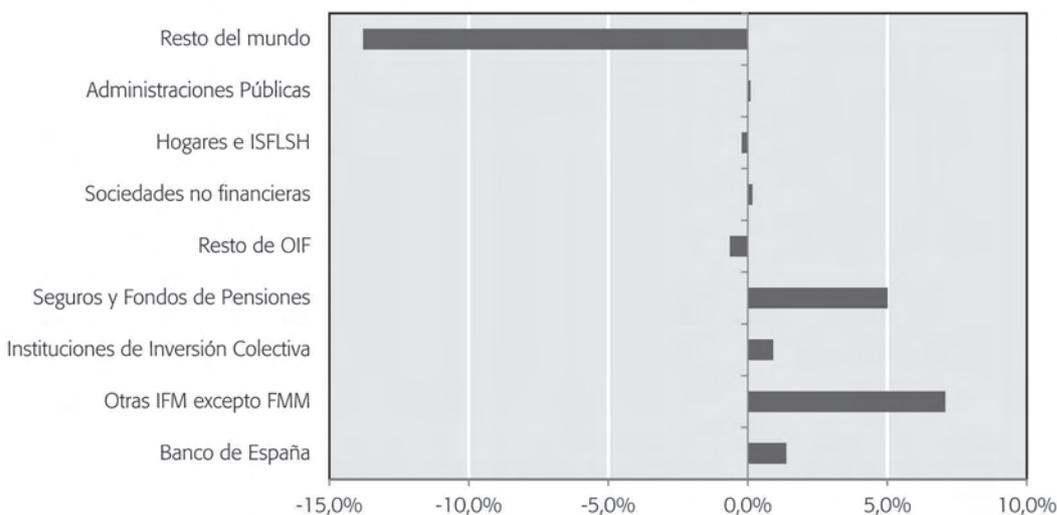
TENEDORES DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL TESORO EN EL PERIODO 2007-2012 POR SECTOR INSTITUCIONAL (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: AFI, Banco de España.

Gráfico 11

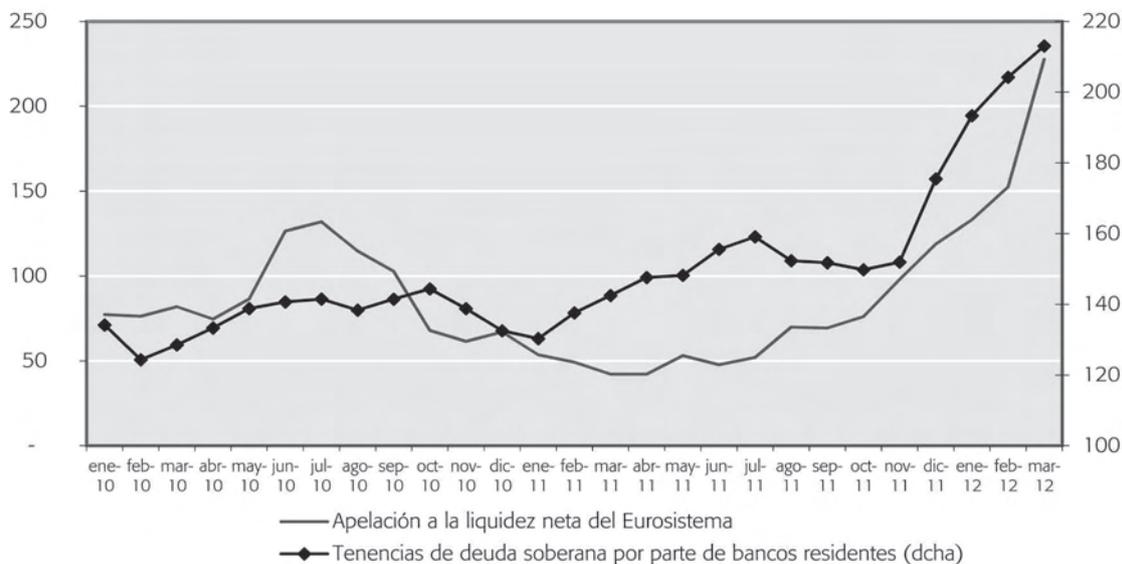
CAMBIO RELATIVO (%) EN TENENCIAS DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL TESORO POR SECTOR INSTITUCIONAL DESDE ENERO DE 2010



Fuente: AFI, Banco de España.

Gráfico 12

FINANCIACIÓN NETA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL EN EL EUROSISTEMA Y TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA (MILLONES DE EUROS)



Fuente: AFI, Banco de España.

aseguradoras y fondos de inversión –este último pese a las fuertes caídas en el patrimonio neto–, que han encontrado en las elevadas rentabilidades ofrecidas por la deuda pública española un activo muy atractivo para sus inversiones a largo plazo. En el caso de los fondos de inversión, la tendencia a reducir posiciones en renta variable y sustituirlas con deuda pública a corto y medio plazo, ha sido muy intensa.

En segundo lugar (ver gráfico 12), el aumento de las carteras de deuda pública en manos del sector bancario, que se ha elevado un 60% desde inicios de 2010 hasta alcanzar cerca de 240 mil millones de euros en la actualidad. En esta evolución, dos factores han sido clave: por un lado, la necesidad de compensar vía generación de rentabilidad en carteras de renta fija, la caída de márgenes del negocio tradicional, muy penalizado por la crisis económica. Por otro, y de forma fundamental, la articulación de medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE, en concreto la extensión de las facilidades de liquidez a doce meses primero (en verano de 2009) y a 36 meses posteriormente (en diciembre de 2011 y febrero de 2012). Sólo el efecto de las últimas subastas del BCE a 36 meses puede haber supuesto un incremento de las tenencias de deuda española en

balance cercano a los 75.000 millones entre noviembre de 2011 y marzo de 2012.

5. Conclusiones

La crisis iniciada en el verano de 2007 marcó un punto de inflexión en las tenencias de deuda española por parte del sector no residente, que venía aumentando tanto en términos absolutos como relativos desde el final de la década de los años noventa. Este fenómeno ha sido generalizado en las economías de la periferia del euro.

La coincidencia de la caída de las tenencias de deuda en manos de inversores no residentes con episodios de fuerte ampliación de diferenciales soberanos en la UME, pone de manifiesto que los inversores perciben hoy un riesgo de crédito en la deuda soberana de varios estados miembros de la UME, que en el pasado no existía. Parece difícil que sin la solución a los problemas de arquitectura institucional europea y recuperación del crecimiento en las economías más afectadas por la crisis, la confianza de los inversores vaya a retornar. Este punto es esencial para

que los mercados de deuda pública periférica retomen la normalidad. Para ello, la clave está en la capacidad de generar riqueza (crecimiento económico) con la que pagar las deudas contraídas y disipar toda duda sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Dada la situación actual, es probable que el sector no residente se mantenga todavía al margen del

mercado de deuda pública de agentes soberanos periféricos. Ello sitúa a los inversores domésticos, en primer lugar a los bancos nacionales –con la inestimable ayuda del BCE–, como los principales apoyos de los tesoros nacionales de la periferia, situación que por sí misma es arriesgada puesto que genera una peligrosa dependencia mutua entre el soberano y las instituciones bancarias nacionales.