

Necesidad de cobertura líquida y evolución reciente del diferencial soberano español

José Manuel Amor y Víctor Echevarría*

Con un panorama macroeconómico que presenta, de cara a lo que resta de este año y 2016, pocos motivos para la preocupación, el repunte de la prima de riesgo española durante los últimos meses está ligado en gran medida a la incertidumbre política que generan el panorama electoral en Cataluña y en el conjunto del Estado. En todo caso, en el peor comportamiento de la deuda española también estaría pesando la ausencia de liquidez y profundidad en su cobertura natural y perfecta (futuro sobre el bono nocional de MEFF/BME). Este factor es fundamental para los grandes inversores en el mercado de bonos. Es de esperar que con la creación de un contrato de futuros sobre el bono español en Eurex a finales de octubre de 2015, este desincentivo para la inversión en deuda española desaparezca, redundando en una mejora (*ceteris paribus* el resto de factores determinantes) en su valor relativo frente a otros mercados.

Vuelve la presión, aunque moderada, sobre la prima de riesgo de la deuda española

Tras más de dos años y medio de continua reducción, los últimos meses y en especial desde principios de verano, han sido testigos de una renovada presión al alza en el diferencial de rentabilidad de la deuda española frente a la alemana. Aunque el movimiento ha sido mucho más moderado que los acaecidos en los peores momentos de la crisis de deuda soberana (con su máximo exponente en el verano de 2012), y concentrado en la deuda a medio y largo plazo (los diferenciales a corto plazo apenas han aumentado), no deja

de marcar un posible cambio de tendencia que requiere de un análisis para identificar los factores que lo están dirigiendo.

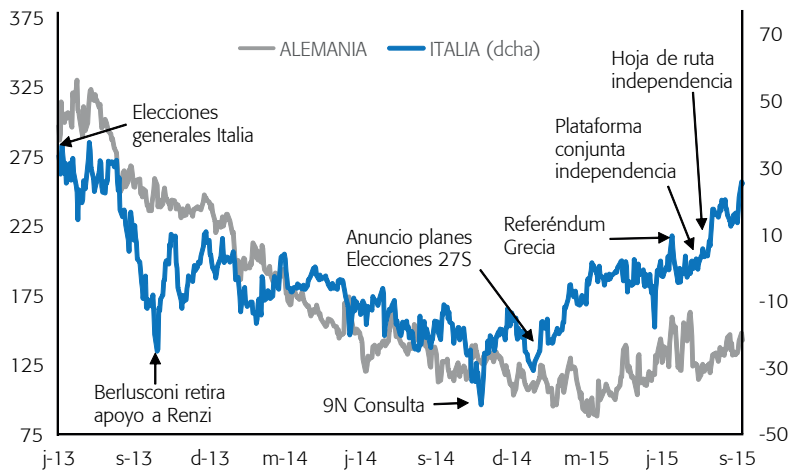
Un fenómeno llamativo en esta reversión de la reducción de diferenciales frente a la deuda alemana radica en que se produce en paralelo frente a otros emisores soberanos periféricos de la eurozona, como Italia.

Un fenómeno llamativo en esta reversión de la reducción de diferenciales frente a la deuda alemana radica en que se produce en paralelo frente

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A..

Gráfico 1

Diferencial (puntos básicos, TIR) de la Deuda española a 10 años frente a Alemania e Italia



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

a otros emisores soberanos del eurozona frente a los cuales, hasta hace pocos meses, la deuda española cotizaba rentabilidades muy inferiores. Nos referimos en concreto a Italia, país cuya deuda a finales de 2014 cotizaba un diferencial netamente positivo frente a la deuda española, y que en los últimos meses ha pasado a financiarse en mejores términos que el Tesoro español. A principios de septiembre, el diferencial entre la deuda española e italiana se sitúa en el entorno de los 20 puntos básicos (pb), lo que supone un máximo desde mediados de 2013.

Incertidumbre política y deterioro del diferencial

La realización de un análisis de descomposición factorial de la evolución de la rentabilidad cotizada por la deuda española a 10 años arroja resultados reveladores sobre las variables que pueden estar dirigiendo esta ampliación de diferenciales. El modelo que hemos utilizado descompone la TIR a 10 años en un componente ligado a la evolución de los tipos de referencia en el eurozona (la deuda alemana), otro que captura el riesgo proveniente de episodios de estrés en la perife-

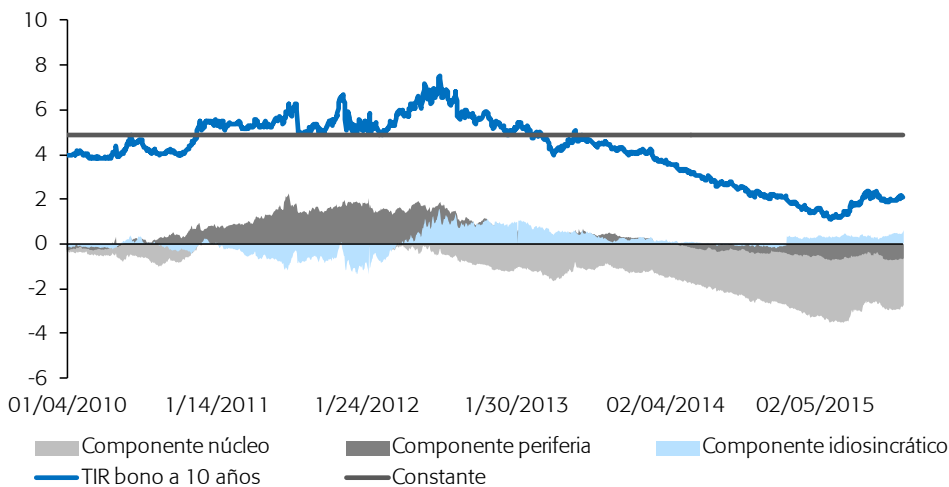
ria (que en los últimos meses se ha concentrado en la situación griega) y un tercero, residual, que asociamos a otros factores de índole específica o idiosincrática a España. Como puede observarse en los gráficos 2 y 3, es precisamente este tercer componente o factor idiosincrático el que ha ganado poder explicativo en los últimos meses y, en particular, desde inicios del verano (aunque su efecto ha sido netamente alcista sobre la rentabilidad de la deuda española a 10 años desde principios de 2015).

En ausencia de riesgos en la coyuntura macroeconómica (al menos no en un horizonte de corto y medio plazo, entendido como los próximos 24 meses), hay que buscar en otras variables las causas de este riesgo específico que estaría detrás (al menos en gran parte) del deterioro relativo de la deuda española. La incertidumbre generada en materia de perspectivas políticas, proveniente tanto de las elecciones del 27 de septiembre en Cataluña, de carácter plebiscitario, como de la dificultad para visualizar la formación de un Gobierno estable para España tras las elecciones generales de diciembre (dada la fragmentación del voto), es la causa subyacente más probable del aumento del riesgo idiosincrático.

Gráfico 2

Descomposición por componentes de la rentabilidad de la deuda española a 10 años

(En porcentaje sobre el total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

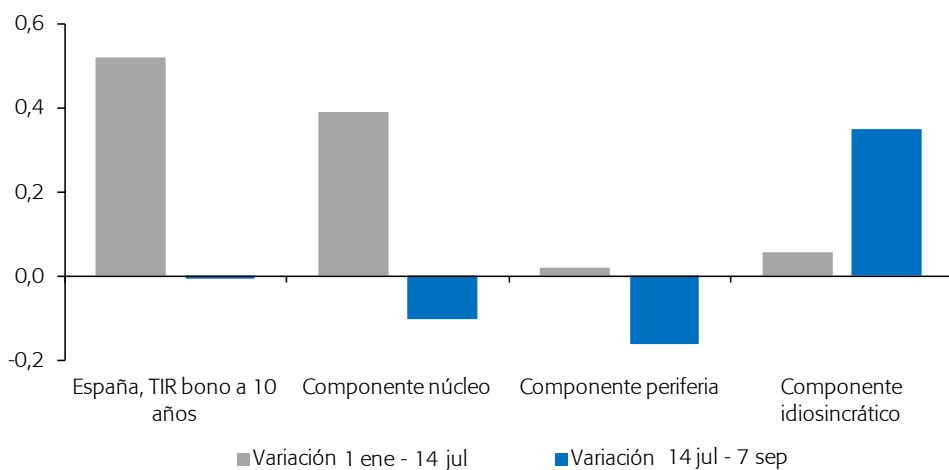
Un indicador de mercado que refleja bien este factor específico a España lo encontramos en la evolución del diferencial de rentabilidad de la referencia de deuda pública de Cataluña con vencimiento junio 2020 frente a la deuda del Tesoro. De cotizar en niveles similares a referencias a

plazos similares de otras comunidades autónomas hasta mediados de 2014, actualmente nos encontramos con una diferencia cercana a los 200 puntos básicos. A pesar de la reducida liquidez de la mayoría de emisiones de deuda autonómica, la divergencia en la cotización de la deuda catalana

Gráfico 3

Variación en distintos períodos de los componentes explicativos de la rentabilidad de la TIR de la deuda española a 10 años

(Puntos básicos, TIR)

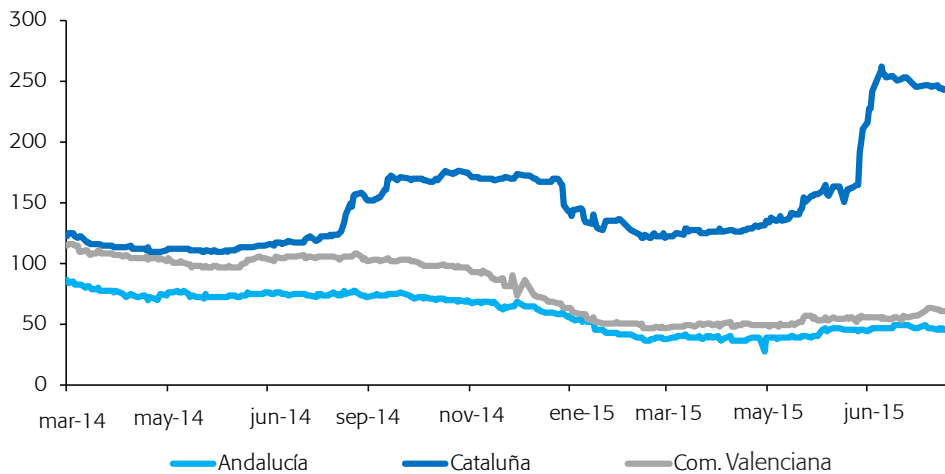


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 4

Deuda de las comunidades autónomas, diferencial frente a Tesoro español

(Vencimiento 2020; puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, Afi.

frente a la deuda de otros emisores con similar calificación crediticia (Andalucía o Valencia) pone de manifiesto la existencia de un riesgo diferencial.

por el mercado italiano. Como puede observarse en el gráfico 5, el saldo de tenencias de deuda por parte de no residentes ha aumentado mucho más en el mercado italiano de deuda que en el español desde finales de 2014. Esta evolución ilustra claramente el hecho que el comprador marginal de deuda periférica de la eurozona ha favorecido la acumulación de posiciones en deuda italiana frente a la española.

La ausencia de un mercado de cobertura natural suficientemente líquido

En el deterioro relativo de la deuda española frente a la italiana en los mercados secundarios, que se comenzó a producir antes de que ocurriera

El movimiento a favor de la deuda italiana iniciado durante el cuarto trimestre de 2014 ha podido verse favorecido por un entorno de mercado dominado por las expectativas de mayor activismo del Banco Central Europeo (BCE) en materia de política monetaria, refrendadas posteriormente en el inicio del programa de compras masivas de deuda pública anunciado en enero de 2015 y que se extenderá hasta al menos septiembre de 2016. En este entorno, los inversores han mostrado una clara preferencia por comprar, a similares riesgos crediticios, deuda pública de aquellos mercados que cotizaban un diferencial extra de rentabilidad (*yield pick-up strategies*).

El movimiento a favor de la deuda italiana iniciado durante el cuarto trimestre de 2014 ha podido verse favorecido por un entorno de mercado dominado por las expectativas de mayor activismo del BCE en materia de política monetaria.

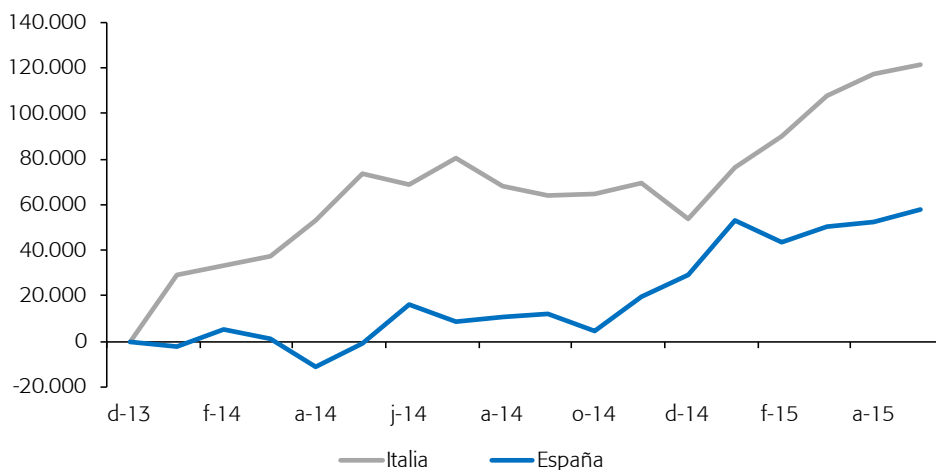
lo mismo frente a la deuda alemana (véase el gráfico 1), podrían también estar jugando un papel relevante aspectos de índole más técnica que reforzarían las preferencias de los inversores

Junto con los anteriores motivos, la disponibilidad de un mercado de cobertura natural (entendida como perfecta) y líquido, vía futuros

Gráfico 5

Variación acumulada, desde diciembre de 2013, de tenencias de deuda del Estado española e italiana por parte de inversores no residentes

(Millones de euros)



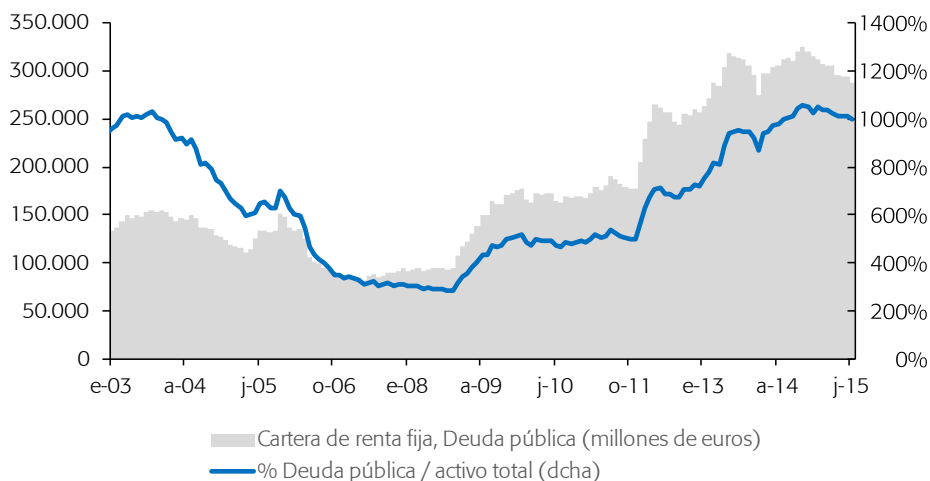
Fuentes: Banco de España, Banca d'Italia, Afi.

de deuda a largo plazo ha podido desempeñar también un papel relevante en el comportamiento relativo de la deuda española frente a otros mercados. En efecto, para un nivel de riesgo crediticio similar en el activo subyacente (la deuda materializada en bonos a tipo fijo), los inversores insti-

tucionales, desde bancos a gestoras de activos y compañías aseguradoras, preferirán por lo general posicionarse en aquellos activos que gocen de una cobertura líquida y perfecta ante movimientos adversos en los tipos de interés (que impactan negativamente en el precio de los bonos).

Gráfico 6

Evolución de la cartera de deuda pública de la banca doméstica en relación a su activo total



Fuentes: Afi a partir de datos de BCE y Banco de España.

En el caso español existe este tipo de cobertura vía futuros sobre el bono nocional en MEFF/BME, pero este mercado carece de condiciones de liquidez y profundidad suficientes para que su uso sea el preferido por parte de los inversores. De esta forma, se fuerza a los inversores a realizar las coberturas de posiciones en deuda española con futuros sobre bonos con subyacente en otros mercados, principalmente bonos italianos (conocidos como BTP) y alemanes (*Bund*, *Bobl* y *Schätze* respectivamente a plazos de 2, 5 y 10 años).

Entre los inversores en deuda pública española destaca, atendiendo a su volumen de tenencias, la posición del sector bancario doméstico: a julio de 2015 (último dato disponible publicado por el BCE) el agregado de bancos domésticos mantiene todavía cerca de 300.000 millones de euros en deuda pública, en su mayor parte de Administraciones públicas españolas; un 10% de su activo total (véase el gráfico 6). Los inversores no residentes son el otro gran sector institucional que ostenta un mayor volumen de tenencias de deuda del Estado, con 350.000 millones de euros según datos del Banco de España a junio de 2015 (cartera a vencimiento).

Como puede observarse en el gráfico 7, la evolución de la negociación, en número de contratos,

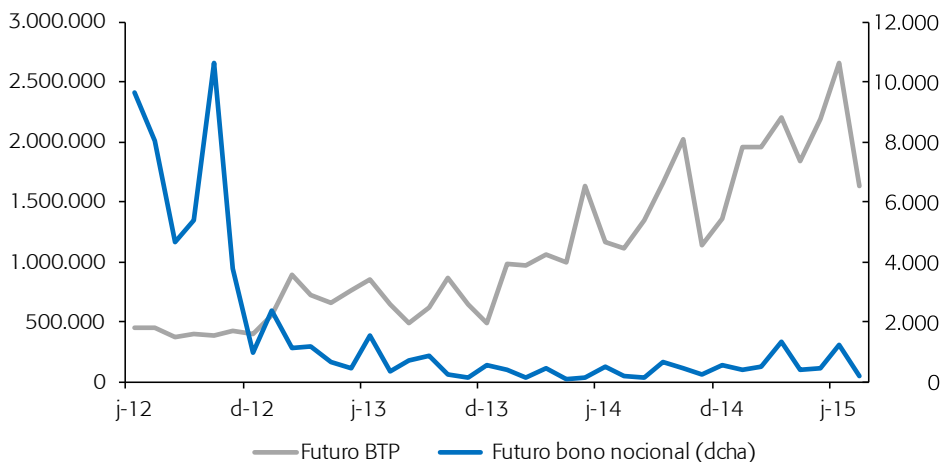
entre el futuro sobre el BTP italiano en Eurex y el bono nocional en MEFF/BME no deja lugar a dudas sobre sus preferencias a la hora de realizar coberturas en deuda española. El futuro sobre el BTP italiano ha experimentado un crecimiento exponencial en su negociación en los últimos 12 meses (+100% en tasa media anual, con medias mensuales superiores en ocasiones a los 2 millones de contratos). Por el contrario, el volumen negociado en el futuro sobre el bono nocional español sigue siendo muy reducido. Tras caer un 65% entre 2013 y 2014, el primer semestre de 2015 muestra una recuperación notable en tasa media anual, pero desde volúmenes infinitamente inferiores a los de su homólogo italiano en Eurex (el volumen negociado apenas supera los 700 contratos al mes en promedio).

Aunque no existen datos oficiales que así lo reflejen, en el mercado se manejan estimaciones que apuntan a que alrededor de un 30-40% de la operativa en futuros sobre el BTP italiano en Eurex proviene de contrapartidas españolas, que estarían utilizando este futuro para cubrir sus posiciones en deuda española en lugar de utilizar el futuro sobre el bono nocional de MEFF/BME.

La venta de futuros sobre bonos no es el único método de cobertura usado por parte de los tene-

Gráfico 7

Volumen de negociación (número de contratos) sobre futuros sobre BTP italiano y bono nocional español



Fuentes: Afi a partir de Eurex y BME.

dores de deuda española, domésticos y extranjeros, pues también se recurre a contratos de permuta de intereses (*swaps*), opciones y ventas

Alrededor de un 30-40% de la operativa en futuros sobre el BTP italiano en Eurex proviene de contrapartidas españolas, que estarían utilizando este futuro para cubrir sus posiciones en deuda española.

a plazo. En todo caso, la venta de futuros permite realizar coberturas más dinámicas en el tiempo, pues siempre que el mercado donde se negocie sea líquido y profundo, los costes de entrada y salida son muy reducidos, permitiendo optimizar el porcentaje de la cartera cubierta en función del escenario del gestor o sus necesidades de control y/o limitación de riesgo de tipos de interés.

Problemas en la cobertura de deuda española con otros futuros de mercados más líquidos

Las variaciones en los diferenciales de rentabilidad entre la deuda española y la italiana y alemana hacen que la cobertura de aquella con futuros sobre estos subyacentes no sea óptima. Por ejemplo, una posición de cobertura de deuda española con futuro sobre el BTP italiano será (casi) perfecta, y por tanto óptima, siempre que los diferenciales entre ambos mercados permanezcan estables durante el período en que se realice la misma. Ampliaciones del diferencial a favor de España redundarán en una ineficiencia de la cobertura por defecto, mientras que reducciones del diferencial provocarán un desajuste en sentido contrario (en este caso favorable).

Como puede observarse en el gráfico 8, la evolución de la correlación de la deuda española frente a la italiana y alemana ha experimentado fuertes vaivenes en los últimos meses (de hecho, la inestabilidad en la correlación ha sido la tónica dominante desde que se iniciara la crisis de deuda soberana allá por 2010).

El mercado de deuda español necesita con urgencia –porque lo necesitan los agentes que invierten en él, que son quienes en definitiva definen el coste de la financiación del Tesoro– un mercado de futuros sobre bonos españoles que sea líquido y profundo. Los inversores en deuda española, ya sean domésticos o no residentes, no deberían estar sujetos a un riesgo de base como consecuencia de la volatilidad del diferencial de la deuda española frente a la alemana o italiana. En ello el país se juega unos cuantos puntos básicos en el coste de financiación de la deuda.

Los inversores en deuda española, ya sean domésticos o no residentes, no deberían estar sujetos a un riesgo de base como consecuencia de la volatilidad del diferencial de la deuda española frente a la alemana o italiana.

No cabe escudarse, como se ha argumentado en ocasiones, en que la fuerte caída en el volumen negociado en futuros sobre el bono nacional experimentada desde 2012 se debe a una reducción de las necesidades de cobertura por parte de los inversores ante la caída del diferencial frente a la deuda alemana. La evolución de la negociación en futuros sobre el BTP en el mismo período, con la deuda italiana describiendo la misma senda descendente en diferencial frente a la alemana, desacredita este argumento.

Aunque las razones por las que no ha despegado el mercado doméstico de futuros sobre el bono nacional pueden ser de muy diversa índole, existe un elevado grado de coincidencia entre una amplia diversidad de agentes de mercado en señalar a las siguientes como las principales responsables de la ausencia de liquidez y profundidad de este mercado:

- Percepción de insuficiente implicación de varias de las entidades financieras españolas más grandes desde su lanzamiento, ya sea como creadores de mercado en futuro sobre bono nacional o como usuarios finales del producto.

- La práctica ausencia de no residentes como creadores de mercado ni como usuarios finales de futuro sobre el bono nacional, con causa principal en la existencia de concentración de "riesgo España" por partida triple: subyacente, contrapartida y cámara de compensación.
- Exigencias de cotización para creadores de mercado alejadas de la realidad y necesidades del mercado de subyacente de bonos al contado, en concreto altos diferenciales (horquilla de precios) entre oferta y demanda, y cotizaciones para volúmenes bajos (pocos contratos).

completar la profundidad y liquidez del mercado de deuda español, incidiendo positivamente en los costes de financiación del Tesoro respecto a otros mercados y en niveles absolutos ceteris paribus otros condicionantes de riesgo sistémico, de contagio o idiosincrático.

Más allá de la expectativa de que, de forma inmediata tras su lanzamiento, se debería producir una migración del volumen de actividad en futuros sobre BTP italiano y *bund alemán* que se corresponde a coberturas (imperfectas) de posiciones en bonos al contado españoles, hay otra serie de razones que favorecerán el rápido desarrollo de este mercado. Destacamos las siguientes:

Creación de un contrato de futuros sobre el bono español en Eurex

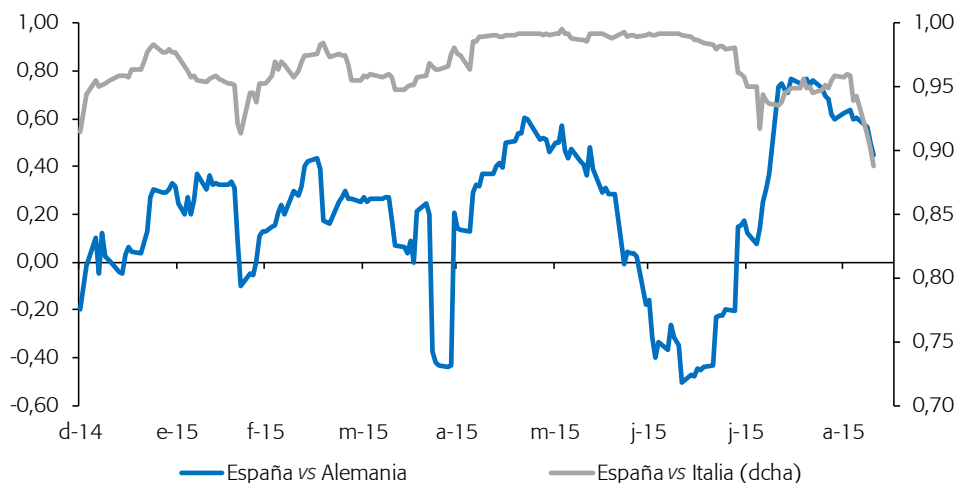
Afortunadamente, y en respuesta a las demandas de gran parte de la comunidad inversora doméstica e internacional, Eurex va a lanzar a finales de octubre de 2015 contratos de futuros con subyacente en deuda española a largo plazo.

Hay razones para pensar que el lanzamiento de este producto tendrá rápido éxito y ayudará a

- El número de creadores de mercado y los requisitos de cotización (volúmenes y precios) del mercado Eurex redundarán en condiciones óptimas de liquidez, profundidad y precios.
- La posibilidad de realizar operaciones de valor relativo entre riesgo España, Alemania e Italia, ahora confinada mayoritariamente a posiciones en bonos al contado, derivará en un aumento de la operativa en futuros Eurex sobre *bund*, BTP y bono español.

Gráfico 8

Correlación entre precios (ex-cupón) de la deuda española vs alemana e italiana (ventana móvil 20 sesiones) al plazo 7-10 años



Fuente: Afi a partir de datos de índices de BofAML

- Las compras de deuda pública realizadas por el Banco de España derivadas del QE iniciado por el BCE en marzo de 2015 han hecho de esta entidad uno de los principales agentes en el mercado de deuda española. La gestión del riesgo permitida en esta operativa a los bancos centrales nacionales (dentro del programa de QE) hace más probable que el Banco de España utilice el mercado de futuros sobre el bono español en Eurex para modular su exposición al riesgo por sus posiciones en deuda española.

Resumen y conclusiones

En los últimos meses ha vuelto la presión sobre la prima de riesgo de la deuda española. Sin poder compararse a los episodios vividos en los peores momentos de la crisis de deuda soberana en la UME, un análisis de los factores subyacentes al aumento de diferenciales evidencia que el componente de riesgo específico asociado a España ha reemergido.

Dada la marcha actual de la economía española, y a pesar de que persisten desequilibrios estructu-

rales por corregir (si bien de menor magnitud que antes de la crisis), no puede asociarse a este factor el deterioro en la cotización relativa de la deuda española. En nuestra opinión, compartida por buena parte del mercado, la causa de este peor comportamiento relativo reciente radicaría en la incertidumbre política asociada a las citas electorales en Cataluña y, de forma posterior, a nivel nacional.

No obstante, la deuda española puede estar acusando también factores de índole más técnica, como la ausencia de un mercado de cobertura natural suficientemente líquido. El escaso uso del mercado doméstico de futuros sobre deuda española ha derivado en el uso, creciente en últimos trimestres, de coberturas vía futuros de mercados europeos más líquidos (Alemania e Italia). Dada la inestabilidad de la correlación entre la cotización de la deuda española con aquellas, este status quo dista de ser óptimo a medio plazo. En breve, la creación de un contrato de futuros sobre el bono español en el mercado Eurex, cuyo éxito parece garantizado de antemano, debería beneficiar al mercado de deuda pública española y permitir a los inversores en ella disfrutar de una cobertura líquida.