

SISTEMA FINANCIERO

EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA A MEDIO Y LARGO PLAZO
Y LA POLITICA DE DEUDA

Las emisiones de Bonos a tres años ante el reto de evitar la reducción del plazo medio de vida de la deuda pública.

Abril-89

La creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado a medio y largo plazo, la puesta en funcionamiento de la estructura completa del mercado secundario de deuda pública y la voluntad mostrada por el Tesoro de diversificar el plazo de sus emisiones alargándolo, han sido procesos paralelos con un origen y un desarrollo comunes en el año 1988, de elevada relevancia para el análisis de los mercados financieros. En esta nota trataremos de estudiar la evolución de los mercados de deuda pública a medio y largo plazo, entresacando sus rasgos más característicos y los instrumentos de análisis más útiles, con el fin de obtener algunas conclusiones sobre su evolución futura. Nos ocuparemos de las emisiones de Bonos ya que las Obligaciones, sólo emitidas aislada y residualmente al comenzar 1989, tienen una importancia marginal, por el momento.

Mercado Primario: la Elección de una Política de Deuda Pública

El proceso de descenso de tipos de interés que tuvo lugar en el primer trimestre de 1988 arrojó consecuencias específicas sobre las emisiones de Bonos del Estado a tres años. La distinta velocidad de descenso mostrada por las Letras del Tesoro y los Bonos en el mercado primario permitió una fuerte emisión neta de Bonos en el primer trimestre en continuidad con lo sucedido en los dos últimos meses del año 1987. El hecho de que la Letra del Tesoro iniciara su descenso de tipos de forma más rápida e intensa que los Bonos favoreció la adquisición de Bonos por parte de las instituciones financieras que duplicaron sus carteras a lo largo del primer semestre del año.

Una forma de valorar el proceso de elección entre Bonos y Letras en el mercado primario consiste en considerar alguna medida de la rentabilidad relativa de ambos títulos en cada momento. Así, por ejemplo, en el gráfico 2 adjunto puede observarse lo que denominamos la "prima de riesgo" de los Bonos que no es sino la diferencia entre la rentabilidad implícita a dos años entre Bonos y Letras y la rentabilidad de las propias Letras (en bases homogéneas). Esta prima -que materializa tanto la pendiente de la Curva de rentabilidades, como consideraciones fiscales y operativas que hacen de Bonos y Letras títulos distintos-, fue negativa hasta el final de 1987, lo que coincidió con un período de escasa emisión de Bonos en relación con las Letras, en términos netos.

A partir de noviembre, con una prima positiva para los Bonos la emisión neta de estos títulos comenzó a ser positiva, para en el primer trimestre del año, llegar incluso a igualar a las emisiones de Letras del Tesoro. El mercado parecía entonces tomar conciencia de la ventaja relativa de los Bonos, en un contexto de fuertes descensos en las rentabilidades internas de la emisión, que hacía que a esta consideración se uniera la expectativa de obtención de plusvalías inmediatas en el mercado secundario, al vender los Bonos adquiridos, como consecuencia del descenso en los tipos de interés.

GRAFICO - 1

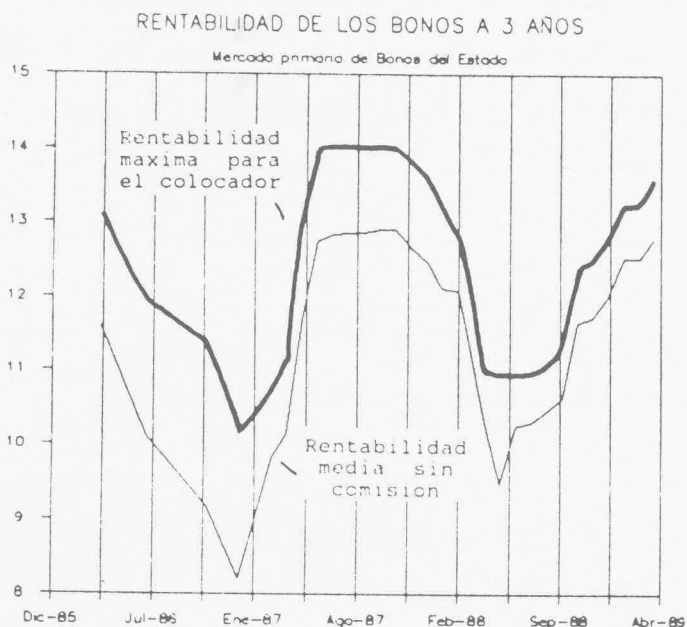
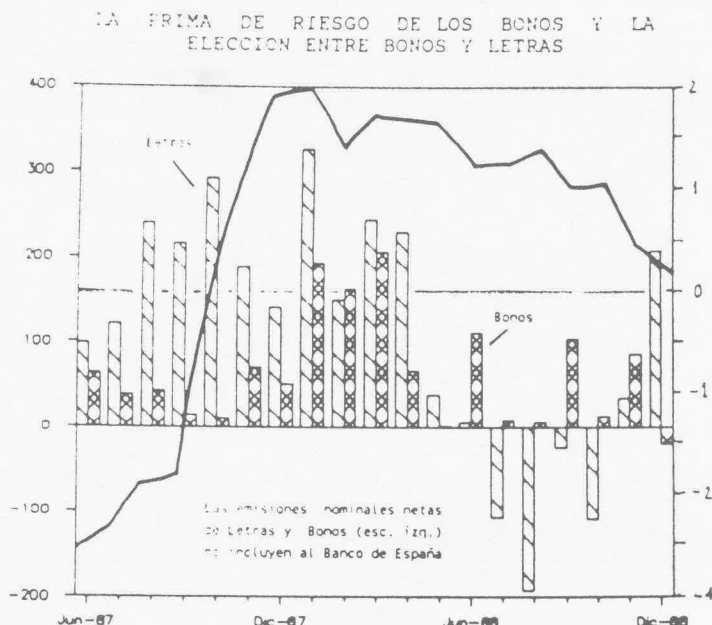


GRAFICO - 2



NOTA. Se trata del diferencial entre la rentabilidad implícita a dos años entre Bonos y Letras (en primario) y la rentabilidad de las propias Letras. Esta "prima" recoge por tanto no solo expectativas de tipos de interés futuros sino también cuestiones fiscales y ligadas con la liquidez del mercado de deuda.

Después del primer trimestre y una vez que el descenso de tipos llegó a su límite (recuérdese la "crisis de abril") los Bonos seguían gozando de una prima positiva (en una Curva de tipos plana, la prima habría de ser positiva ya que las condiciones fiscales y de liquidez del mercado de deuda perjudican en términos relativos al Bono frente a la Letra) que hizo que, aunque las emisiones netas disminuyeran, los Bonos registraran una presencia en el mercado primario positiva y superior a la de las Letras, que entonces mostraban emisiones netas negativas.

En el último trimestre de 1988 tuvo lugar un descenso significativo de la prima de los Bonos, consecuencia del ascenso de la rentabilidad de las Letras, que a partir de septiembre fue más intenso que el correspondiente de los Bonos. La elevación de los tipos de interés del mercado monetario, resultado no ya sólo del tensionamiento provocado por el mercado primario sino de las expectativas generadas por el repunte de la inflación y por la fuerte expansión de la demanda interna de la economía, renovada desde septiembre, hizo que la curva de tipos hasta un año pasara de una forma plana a otra fuertemente creciente. La reducción de la prima de los Bonos, prácticamente cero ya en diciembre, sólo podía justificarse por la existencia de una pendiente negativa en el tramo de la Curva correspondiente a plazos superiores al año. Sin embargo, a pesar de mostrar el mercado secundario este signo negativo -suave- en la Curva, el mercado primario comenzó a debilitarse, de forma que en el primer trimestre del año la financiación por la vía de los Bonos volvió a ser negativa, en contraste con lo sucedido en el conjunto de 1988.

CUADRO - 1

EVOLUCION DEL MERCADO PRIMARIO DE BONOS DEL ESTADO EN 1988 Y 1989
(M.M. de Ptas. y porcentajes)

	Emisión		Emisión Neta	Bonos:
	Bruta	Amortización		Rentabilidad Interna (P.Marg.) con Comisión
Total 1987	1.038,2	692,7	345,5	-
Total 1988	1.163,5	206,3	957,2	-
Enero 88	203,2	0,9	202,3	13,271
Febrero	174,9	0,2	174,7	12,768
Marzo	219,1	-	216,1	12,110
Abril	61,6	0,6	61,1	10,989
Mayo	7,2	0,2	7,0	10,952
Junio	183,0	67,0	115,9	10,968
Julio	11,9	0,5	11,5	10,981
Agosto	14,2	0,2	14,0	11,057
Septiembre	47,3	34,5	12,9	12,398
Octubre	103,5	-	103,5	11,325
Noviembre	84,4	0,2	84,4	12,473
Diciembre	55,8	102,1	-46,3	12,780
Enero 89	70,9	0,9	70,0	13,268
Febrero	22,1	0,2	21,9	13,252
Marzo (e)	40,9	140,0	-100,9	13,623
Abril (p)	76,5	-	76,5	13,670

FUENTE: Banco de España y Servicio de Estudios de GESMOSA

La emisión de Bonos, único título de los llamados "a medio y largo plazo" utilizado por el Tesoro en 1988 y 1987 se enfrenta en el mercado español a una demanda caracterizada por un sesgo histórico hacia el corto plazo (la emisión organizada de deuda pública empezó con los Pagares del Tesoro, un instrumento a corto plazo) -quizá relacionado con una aversión al riesgo elevada y con un riesgo de tipos de interés también muy elevado-, y por la mediación de las instituciones financieras en la distribución de los saldos. Nos detendremos a continuación en esta última cuestión.

Estructura Institucional de la Cartera de Deuda Pública a Medio y Largo Plazo

A lo largo de 1988 la cesión de deuda a medio y largo plazo al público ha sido un proceso intensísimo. Esta cesión ha continuado en los meses transcurridos de 1989. Su origen descansa, lógicamente, en la elevación de tipos de interés, pero también, sobre todo el caso de la deuda, se relaciona con la mejora general de las técnicas financieras de gestión y con la liberalización de los tipos de interés de remuneración del pasivo en las instituciones de depósito de una forma más remota.

CUADRO - 2

IMPORTANCIA DEL SALDO EN TERCEROS DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO
(JUNIO 87 - FEBRERO 89)
(m.M. de Ptas.)

	Porcentaje		Pro-memoria	
	Saldo en Terceros	Sobre Total Anotado	Cesión Temporal	Porcentaje sobre Saldo Vivo Amortizable
Junio 87	-	-	449,3	13,3
Diciembre 87	616,8	38,6	502,4	16,6
Junio 88	1.209,9	41,2	808,2	21,2
Diciembre 88	1.817,3	55,5	1.207,8	30,3
Febrero 89	2.136,5	63,6	1.293,9(ene)	31,9(ene)

FUENTE: Elaboración propia sobre datos a fin de mes del Boletín Estadístico del Banco de España.

Actualmente, un 63 % del saldo de deuda a medio y largo anotado en cuenta (es decir excluyendo títulos físicos) se

encuentra en poder de terceros (empresas y familias residentes o no en España que no pueden ser titulares de una cuenta en la Central de Anotaciones). Esta cifra, que al final de 1987 era de un 38 %, no resulta de un mayor interés del público por los plazos más largos, sino de la labor de movilización de las carteras de deuda llevada a cabo por las instituciones financieras. Basten dos cuestiones para aclarar este proceso. La cesión temporal (con pacto de recompra) de deuda al público supone, al comenzar 1989, un 32 % del saldo vivo total de deuda a medio y largo plazo (anotada y no anotada), frente al 16 % del final de 1987. Esta cesión se realiza generalmente a plazos cortos (se trata, en realidad, de un nuevo producto financiero a corto plazo sobre la garantía de un título a medio o largo plazo) y constituye la vía fundamental de cesión a terceros de la deuda. Se trata de una forma de captación de recursos (que además no son computables si la deuda es anotada, en el coeficiente de caja) para las instituciones de depósito y de una manera de movilizar la cartera de deuda cuando suben los tipos de interés (la deuda no desaparece contablemente del activo pero se genera un nuevo pasivo a través de la cesión temporal).

Esta última cuestión resulta evidente si se observa la velocidad de ascenso del saldo de cesión temporal al público en relación con los tipos de interés. Si bien entre junio de 1987 y diciembre del mismo año -es decir, en un contexto de descensos en los tipos de interés- el saldo de deuda cedida "repo" al público aumentaba en sólo 53,1 m.M., entre junio de 1988 y enero de 1989 el aumento era de 485,7 m.M. de pesetas.

La importancia pues del circuito de distribución de la deuda pública a medio y largo plazo para la política de deuda del Tesoro es clara. La demanda de deuda -como ocurre en gran medida con las Letras o los Pagares del Tesoro- pasa por la cartera de la instituciones financieras, lo que, como es el caso aquí, hace muy difícil la financiación neta positiva en contextos de tipos de interés al alza. Cuando ascienden los tipos de interés, provocando pérdidas de capital en las carteras de deuda a medio y largo plazo de las instituciones financieras, éstas paralizan la ampliación de sus existencias de deuda, por temor a nuevas pérdidas y "movilizan" la deuda ya existente con el fin de deshacer o de cerrar su posición larga. Esta "movilización" se realiza en parte con ventas a vencimiento, que reducen el tamaño de la cartera. Pero, en contextos de tensionamiento generalizado de los mercados, esta actividad se encuentra limitada por al preferencia del inversor por la liquidez. Además, la cesión a vencimiento encontraría, a partir de cierto volumen, problemas de dimensionamiento de las entidades y de diversificación de riesgos de solvencia por parte de éstas.

Por ello, es la cesión temporal de Bonos y Obligaciones al Público el camino elegido por las instituciones para la "movilización" de sus carteras. La no computabilidad en el coeficiente de caja obligatorio añade, finalmente, atractivo a

esta actividad. El grado de cesión al público se convierte así en un importante indicador de las expectativas del mercado de deuda y en una medida de necesaria observación en el análisis de la demanda del mercado primario. En este sentido, ha de tenerse en cuenta que la cesión temporal, en general -y el caso de la Letra del Tesoro es claro-, conlleva problemas de política monetaria, vía interpretación de los agregados monetarios y vía eficacia, ya que esta vía de financiación no está relacionada directamente con el mercado de Activos de Caja. A estos problemas hay que añadir otros ligados, en otro ámbito, a la propia actividad bancaria y a la naturaleza de la desintermediación financiera.

En este contexto, merece especial atención la composición de los saldos de deuda anotada por cuenta propia de las instituciones financieras. Si bien lo más espectacular que puede extraerse de la observación de la evolución de estos saldos en los dos últimos años es el descenso del peso del Banco de España (ligado a la creación de la Letra), conviene hacer hincapié en la importancia del aumento que ha tenido lugar en los saldos de las compañías de seguros y de otras instituciones financieras, saldos en los que cabe pensar se incluyen posiciones a vencimiento, es decir a medio y largo plazo.

CUADRO - 3

EVOLUCION DE LOS SALDOS ANOTADOS DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO (JUNIO 87 - FEBRERO 89)
(m.M. Ptas.)

	Terceros	Sistema Crediticio y SMMD		Compañías de Seguros	Otras Instituciones Financieras	Instituciones Financieras TOTAL	Pro-Memoria: Saldo Anotable no Anotado
		B.E.	Resto				
Junio 87	-	640,9	150,0	-	0,5	791,4	2.277,6
Diciembre 87	616,8	115,3	775,7	30,5	27,8	949,3	1.114,0
Junio 88	1.209,9	166,8	1.355,3	71,9	113,6	1.707,6	591,0
Diciembre 88	1.817,3	276,8	970,9	84,9	83,0	1.415,6	531,5
Febrero 89	2.136,5	198,3	819,3	72,9	89,7	1.180,2	489,5

NOTA: Debe tenerse en cuenta que los saldos están sesgados por el proceso de conversión de títulos físicos en anotaciones en cuenta, que ha hecho que de elevarse en junio de 1987 el saldo anotable todavía no anotado a 2.277,6 m.M. de Ptas., éste sea al final de febrero de sólo 489,5.

FUENTE: Datos a fin de mes del Boletín Estadístico del Banco de España.

El Futuro de la Demanda del Mercado Primario

Bajo este análisis, es evidente que la demanda neta del mercado primario en 1989 depende básicamente de las expectativas de tipos de interés y del grado de agotamiento en el proceso de cesión temporal al público de los saldos ya existentes en las carteras de las instituciones financieras. La demanda bruta dependerá, además, del volumen de vencimientos previsto para el ejercicio. Nos detendremos aquí en este último factor.

Situados en el mes de abril y una vez analizado el comportamiento del mercado primario en el primer trimestre de 1989 hay que señalar que, en lo que resta de ejercicio, tendrá lugar una amortización de deuda pública a medio y largo plazo equivalente a sólo 40,1 m.M. de pesetas. Sin embargo, existe la posibilidad de amortización opcional para 1.310,1 m.M. de pesetas. Ello significa que más del 30 % del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo podría amortizarse en lo que queda de 1989. De ahí el interés del Tesoro por provocar una elevada emisión bruta en el mercado primario.

CUADRO - 4

AMORTIZACIONES VOLUNTARIAS PENDIENTES DE DEUDA DEL ESTADO EN ABRIL-DICIEMBRE DE 1989

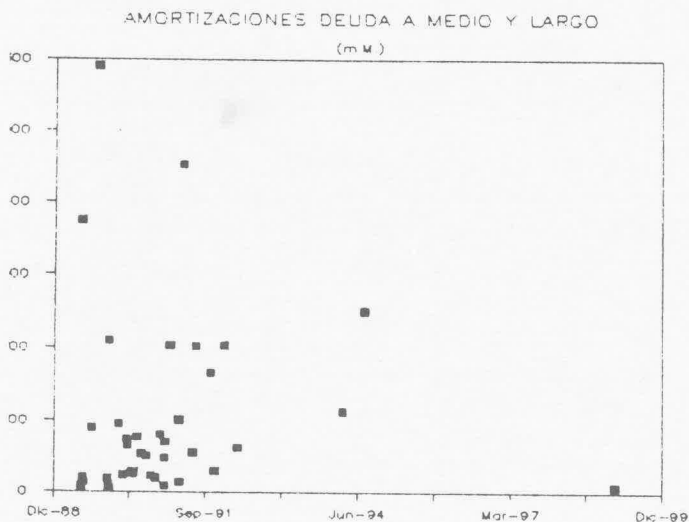
	Antes de amort. voluntaria (m.M. Ptas)			Valoración en la Fecha de amort. voluntaria	
	Saldo Vivo		Terceros al 7/Abril	Rentabilidad	
Total	Anotado			Interna Anual	Duración (años)
<u>Susceptible de ser anotada</u>					
Bonos del 10,10 - 18.06.89/91 *	373,8	355,9	241,0	10,354	1,86
Bonos del 9,40 - 01.10.89/91 *	591,0	574,2	237,4	9,622	1,87
Bonos del 8,25 - 18.12.89/91 *	210,0	184,7	155,5	8,421	1,88
Amort.del 8,50 - 23.12.89/91 *	5,6	0,6	0,6	8,681	1,88
Amort.del 10,00 - 2.07.89/91 *	20,4	1,7	1,7	10,248	1,86
<u>No anotada</u>					
Obligaciones del 15,25 - 10.12.89/92 *	19,1	-	-	15,819	2,52
Obligaciones del 16,00 - 28.08.89/92 *	90,2	-	-	16,622	2,70
	1.310,1	1.117,1	(636,2)		

Ya en el mes de marzo tuvo lugar la amortización voluntaria de unos 110 m.M. de pesetas en Bonos del Estado del 11,60 que suponían el 88 % del saldo en circulación (que se elevaba a 125 m.M. de pesetas). Esta referencia se encontraba escasamente cedida a terceros. Las deudas con amortización opcional en lo que queda de ejercicio poseen un bajo cupón en su mayor parte lo que hace su amortización a la par conveniente para el tenedor en el actual nivel de los tipos de interés. Sin embargo, algunas de las referencias de la deuda pendiente de amortización voluntaria se encuentran fuertemente cedidas a terceros. La mayor parte de ellas poseen en todo caso un alto grado de conversión en anotaciones en cuenta.

Con estas consideraciones podría pensarse que de los 1.310,1 m.M. totales pendientes de amortización voluntaria, ejercerán la opción una parte importante, aunque ello dependerá básicamente del grado de información del público en posesión de estas referencias. El Tesoro, por su parte, podría ejercer su opción en las Obligaciones del 16 % de agosto 89 y del 15,25 % de diciembre 89 (un total de 109,3 m.M.) de elevado cupón (como ha hecho ya con las Obligaciones del 16 % de Marzo 89).

Suponiendo un porcentaje de ejecución de la opción similar al que afectó a los saldos de terceros en la referencia de los Bonos del 11,60 citada (un 87 %) podría pensarse que la amortización efectiva de los 1.310,1 m.M. pendientes podría elevarse a 1.142,4 m.M., es decir, el 87,2 %. Ello supone, por supuesto, un importante reto para la política de deuda que difícilmente puede permitirse el lujo de que tan importante volumen de deuda a medio y largo plazo sea transformado en su vencimiento en emisiones de otras deudas a plazo menor (Letras), reduciendo el plazo medio de vida del saldo de la deuda pública negociable.

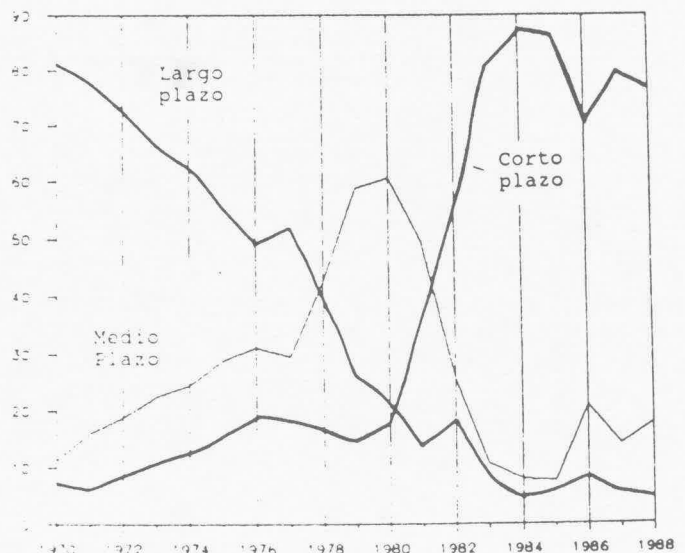
GRAFICO - 3



NOTA: se incluyen las amortizaciones voluntarias

GRAFICO - 4

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LOS VENCIMIENTOS DE LA DEUDA PUBLICA (*) A CORTO, MEDIO Y LARGO PLAZO EN EL PERIODO 1970-88 (Datos al final de cada año)



(*) Deuda del Estado: incluye Pagares y Letras del Tesoro, deuda a medio y largo plazo, perpetua y asumidas por el Estado. Corto plazo: hasta 2 años; medio plazo: 3-5 años; y largo plazo: más de cinco años.