

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO: DESARROLLOS DESDE EL INICIO
DE LA CRISIS

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO: DESARROLLOS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El mercado de deuda del Estado desempeña un papel económico muy importante por, al menos, tres motivos: el grueso de las necesidades de financiación del Estado se cubren mediante los instrumentos negociados en este mercado; estos activos forman parte de la cartera de las entidades de crédito y los utilizan como garantía en operaciones de financiación a corto plazo; y los precios de estos productos sirven como referencia para valorar otros similares emitidos por el sector privado.

La evolución del mercado español de deuda del Estado durante los últimos años se ha visto condicionada por los efectos directos e indirectos de las distintas oleadas de la crisis financiera internacional que se inició en el verano de 2007 y por el contexto de recesión y débil recuperación económica que las ha acompañado. Así, por una parte, el aumento de las necesidades de financiación, asociado al deterioro macroeconómico, se cubrió preferentemente a través de valores negociables, lo que ha derivado en un aumento notable de su saldo vivo. De otro lado, los cambios en la percepción y en la valoración de los riesgos soberanos por parte de los inversores y, más recientemente, el contagio a nuestro país de las tensiones de la deuda soberana originadas en otras economías europeas se han traducido en repuntes de las rentabilidades negociadas, que han venido acompañados de una mayor volatilidad de las cotizaciones.

En este contexto, el presente artículo revisa los desarrollos más relevantes de la evolución del mercado de deuda del Estado durante los últimos años¹. Concretamente, la sección segunda repasa el curso de las rentabilidades negociadas, la tercera describe el funcionamiento de los mercados primarios, la cuarta se centra en la actividad y liquidez de los secundarios, la quinta caracteriza los principales cambios en las tenencias de deuda del Tesoro Público y, finalmente, en el último apartado se resumen las principales conclusiones.

Evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios

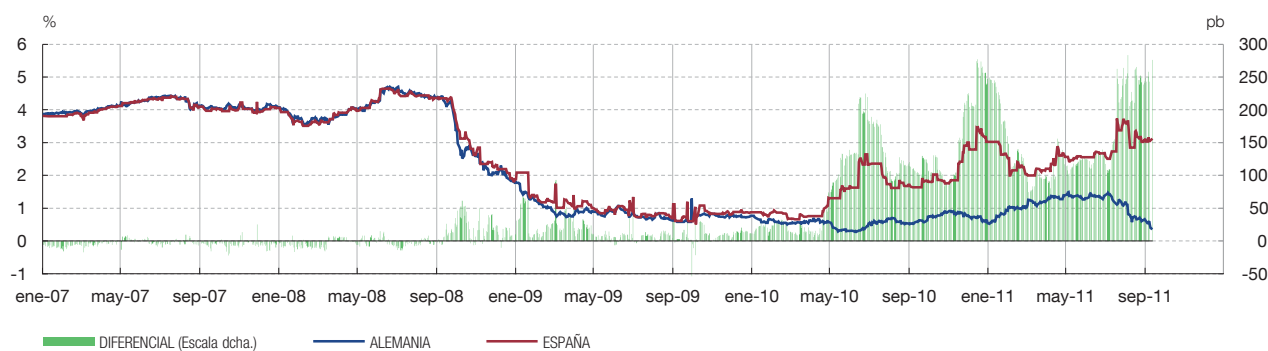
Desde la creación del euro en 1999 y hasta el comienzo de la crisis financiera internacional en el verano de 2007, los diferenciales de rentabilidad a los distintos plazos de las deudas soberanas de los países miembros de la UEM se mantuvieron en niveles reducidos y estables. Desde entonces se ha observado una mayor dispersión y volatilidad de dichos diferenciales, con ampliaciones significativas en algunos países, asociadas a distintos episodios de tensión de diferente duración e intensidad².

Los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana europea empezaron a repuntar durante los primeros meses de 2008 en el contexto de agravamiento de las turbulencias financieras asociadas a los problemas de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), movimiento que afectó especialmente a los plazos largos. Así, en el caso de la deuda española a diez años, el diferencial respecto a la referencia alemana equivalente pasó de 8 puntos básicos (pb) a finales de 2007 a 40 pb a mediados de marzo de 2008 (véase gráfico 1).

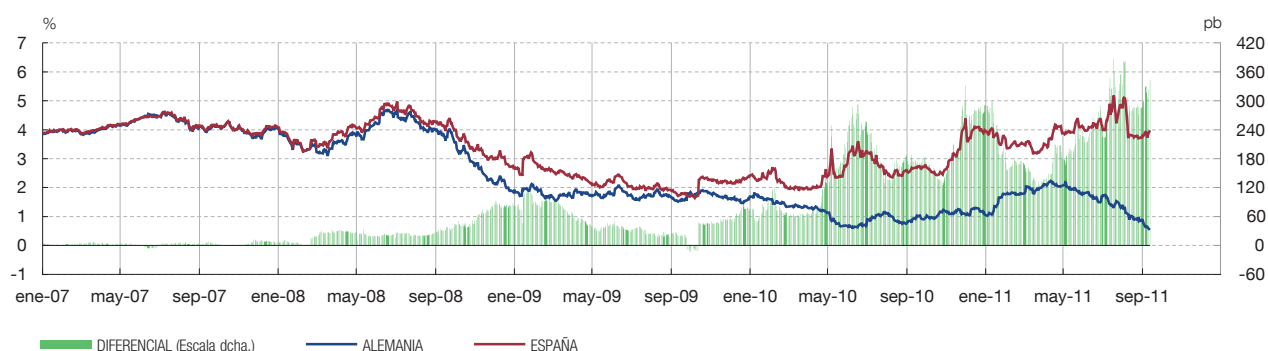
¹ Una descripción pormenorizada de estos desarrollos se puede encontrar en las publicaciones anuales *Mercado de Deuda Pública*, del Banco de España.

² Para un mayor detalle de esta evolución, véase Del Río y Marín (2010), *La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis*.

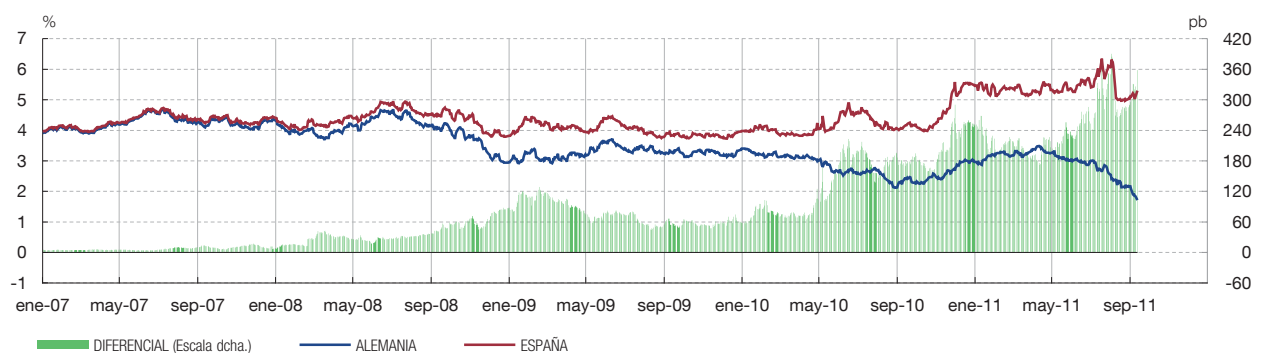
A UN AÑO



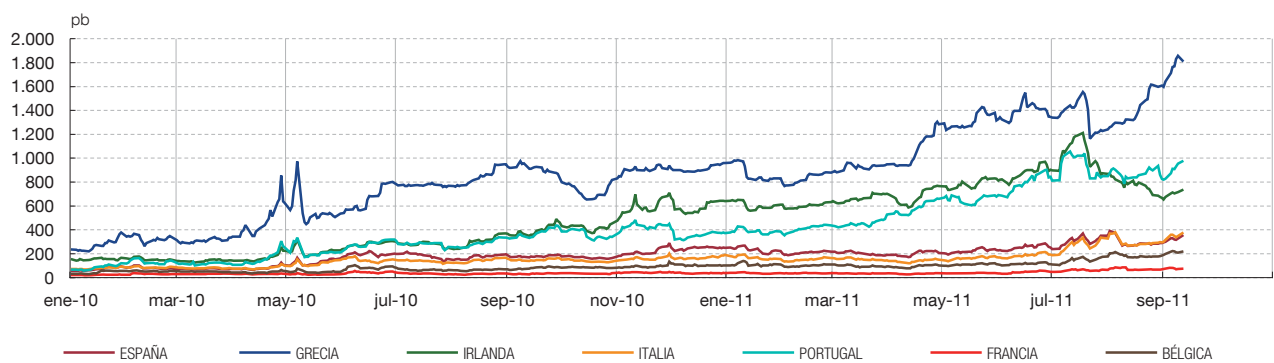
A TRES AÑOS



A DIEZ AÑOS



DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: Reuters y Banco de España.

Tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers Holdings Inc, en septiembre del mismo año, se observó una trayectoria de fuertes aumentos en estos indicadores en muchas de las deudas soberanas de la UEM, aunque con distinta intensidad. Este movimiento reflejaba el incremento del riesgo percibido por los inversores, en un contexto de peores perspectivas macroeconómicas y de aumento de los pasivos contingentes del sector público (tras las medidas de apoyo a la banca aprobadas en muchos Estados), y la mayor aversión al riesgo. El diferencial de las obligaciones españolas a diez años llegó a alcanzar valores cercanos a los 130 pb en febrero de 2009, si bien este importante ascenso no supuso una elevación del coste de financiación del Estado, ya que fue consecuencia del retroceso de la rentabilidad de los títulos alemanes, que actuaron como valor refugio. En los plazos medios se observó una pauta similar, mientras que en los cortos los repuntes fueron sustancialmente más moderados. Esta evolución vino acompañada, además, de una rebaja, en enero del mismo año, de un escalón en la calificación crediticia otorgada por Standard & Poor's, que la situó en AA+ desde AAA.

Durante los meses posteriores se observó una cierta normalización, de modo que los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de los países de la UEM frente a la referencia alemana tendieron a reducirse, en un contexto de mejoría de las perspectivas económicas globales y de suavización de las tensiones financieras. Esta pauta se interrumpió bruscamente a finales de año en el caso de la deuda griega, una vez que se conocieron las graves deficiencias en las estadísticas fiscales de esa economía, que mostraban una situación más vulnerable de las finanzas públicas de lo que se pensaba hasta entonces. Ello llevó a un fuerte repunte de las rentabilidades de los activos emitidos por el Estado griego, tendencia que se intensificó durante los meses de primavera ante el aumento del riesgo soberano percibido por el mercado, de forma que en el mes de mayo Grecia se vio obligada a solicitar un préstamo a sus socios y al FMI para poder hacer frente a sus necesidades de financiación. Estas tensiones se extendieron a otros mercados de deuda soberana del área del euro, con distinta intensidad (véase el panel inferior del gráfico 1), lo que dio lugar a la primera oleada de la crisis de deuda soberana. Nuestra economía se encontró entre las afectadas, ya que los desequilibrios que había acumulado, junto con el rápido aumento del déficit público, hacían que, pese a que el saldo de deuda pública era inferior al de la media del área, fuera vulnerable al contagio. De este modo, los tipos de interés de los activos emitidos por el Tesoro tendieron a elevarse en todos los plazos. El ascenso de los diferenciales frente a los títulos equivalentes alemanes fue más acusado, ya que estos últimos descendieron al desplazarse la demanda hacia ellos por su mayor liquidez y seguridad.

A pesar de las medidas tomadas por las autoridades nacionales y supranacionales para hacer frente a las turbulencias, desde entonces se han producido otras oleadas de tensiones en los mercados de deuda soberana de la UEM, de diferente duración e intensidad y con distinto origen, que han vuelto a afectar a nuestro país, y que han derivado en solicitudes de asistencia financiera a la UEM y al FMI por parte de Irlanda (en noviembre de 2010) y de Portugal (en abril de 2011). El episodio que revistió mayor gravedad tuvo lugar durante julio de este año y los primeros días de agosto, siendo su detonante inicial la dificultad para diseñar un nuevo programa de ayuda para Grecia. Durante este período, la rentabilidad de las obligaciones españolas a diez años llegó a superar el 6% y el diferencial frente al bono alemán se acercó a los 400 pb, lo que supone los niveles más elevados desde la creación de la UEM. No obstante, tras la reactivación del Programa de Mercado de Valores del BCE, anunciado el 7 de agosto, las tensiones se han atenuado notablemente, reduciéndose los tipos de interés a largo plazo en más de un punto porcentual, aunque las primas de riesgo siguen en niveles muy elevados y continúan sujetas a fuertes vaivenes en el momento de cerrar este artículo.

Mercados primarios: emisiones y coste de la deuda

Estos desarrollos han venido acompañados, además, de rebajas adicionales de la calificación crediticia otorgada por las agencias especializadas a los activos emitidos por el Estado español. Así, Standard & Poor's la redujo en un escalón (de AA+ a AA) en abril de 2010. Fitch lo hizo en mayo del mismo año (desde AAA a AA+), para posteriormente pasar la perspectiva de estable a negativa en marzo de 2011. Y Moody's rebajó su nota en un nivel (desde Aaa hasta Aa1) en septiembre de 2010, y volvió a hacerlo en marzo de 2011 hasta Aa2.

La evolución de los mercados primarios de deuda pública durante los últimos años ha estado condicionada, además de lo comentado en la sección anterior, por el aumento de las necesidades de financiación del Estado. Así, mientras que en el período 2005-2007 las cuentas de la Administración Central registraron superávit, a partir de 2008 se produjo un marcado deterioro de las finanzas públicas asociado tanto al propio desarrollo de la crisis económica —lo que generó un descenso de los ingresos públicos y un aumento de los gastos— como, inicialmente, a la instrumentación de políticas fiscales dirigidas a contrarrestar el retroceso de la demanda privada. Estos desarrollos determinaron que el déficit del Estado se situara en el 2,8 % del PIB en 2008 y que superara el 9,3 % en 2009. Las medidas de consolidación aprobadas en 2010 y la incipiente (aunque débil) recuperación económica permitieron reducir el déficit en ese año hasta el 5 % del PIB³.

La cobertura de estas necesidades de financiación se realizó, durante el período analizado, mayoritariamente a través de la emisión de valores negociables, mientras que el recurso al crédito y a otros instrumentos ha sido marginal. En particular, durante los tres últimos años cerrados el incremento de los pasivos del Estado que se ha materializado en títulos del Tesoro se ha situado por encima del 90 %. Como resultado de ello, se ha observado un aumento progresivo del saldo vivo de estos activos, que ha pasado del 26 % del PIB en 2007 hasta el 47 % en junio de 2011.

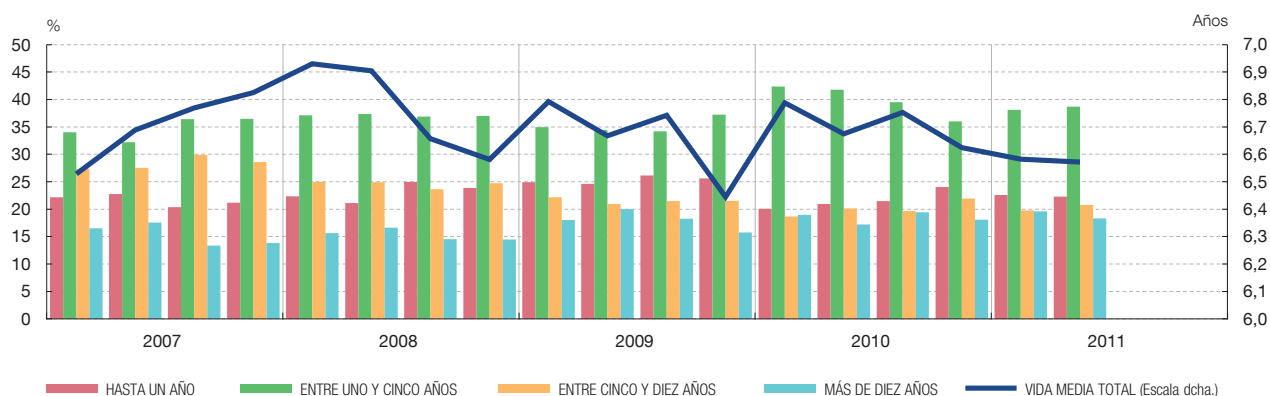
En cuanto al desglose por instrumentos, durante 2008 y 2009 la importancia relativa de las emisiones a corto plazo (letras del Tesoro) fue relativamente alta en comparación con años anteriores (38 % y 29 %, respectivamente, de las emisiones netas realizadas durante este período, frente a un peso del 10 % en términos del saldo vivo a finales de 2007), evolución que se vio favorecida seguramente por la elevada pendiente que mostraba la curva de rendimientos durante esta etapa. En cambio, a partir de 2010, en un contexto de mayores tensiones en los mercados de deuda, la colocación se centró en los plazos medios y largos, lo que contribuyó a moderar el volumen de refinanciaciones. Así, la proporción del aumento del saldo que se materializó en letras se redujo a solo un 6 % en 2010 y al 4 % en el período enero-julio de 2011.

Como resultado de esta evolución, se produjo un descenso de la vida media de los valores emitidos por la Administración Central: desde los 6,82 años a finales de 2007 hasta los 6,44 de 2009, para posteriormente aumentar en 2010 (6,62 años) y estabilizarse a lo largo de 2011 (véase gráfico 2). Un análisis más detallado de los saldos por plazos muestra que el aumento más reciente de la vida media ha resultado del desplazamiento a la derecha de toda la distribución, reduciéndose el peso de los vencimientos a menos de un año y aumentando o manteniéndose en el resto de los tramos representados en el gráfico 2.

Esta evolución ha venido acompañada de algunos cambios en el funcionamiento del mercado primario de deuda del Estado que han respondido a la necesidad de hacer frente a

³ En ese mismo período, el déficit del conjunto de las AAPP ascendió al 4,2 %, 11,1 % y 9,2 %, respectivamente.

PERÍODO 2007-2011



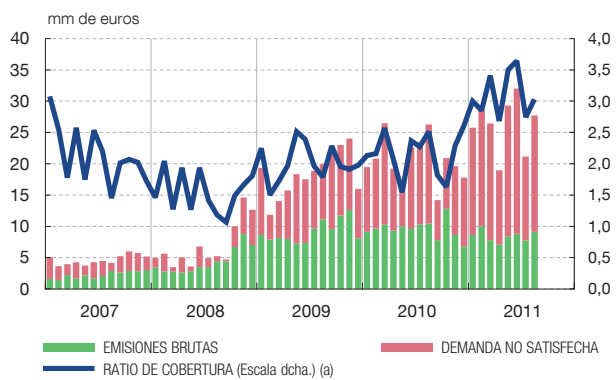
FUENTE: Banco de España.

los retos planteados por el nuevo contexto de mayores tensiones financieras y de aumento de las necesidades de financiación. Por una parte, se amplió la gama de instrumentos utilizados y se regularizó la periodicidad de algunas subastas. Así, en el segmento a corto plazo, tras la reintroducción de las letras a seis meses en 2008 y las de dieciocho meses en 2010, se ha configurado un esquema de subastas regulares mensuales con cuatro vencimientos y dos convocatorias: la primera, celebrada en la segunda semana del mes, para las referencias a tres y a seis meses; y la segunda, en la semana posterior, para los activos con vencimiento a doce y a dieciocho meses. Además, se volvió a hacer uso a partir de 2008 de los instrumentos denominados en divisas (que no se utilizaban desde 2005), que han consistido fundamentalmente en programas de Euronotas a medio plazo en dólares y que permitieron aumentar la diversificación de las fuentes de financiación. En esta misma línea, en 2009 se realizó la primera oferta a tipo de interés variable con un vencimiento a tres años y en 2010 a cinco años, si bien con volúmenes reducidos (3,5 mm y 1,5 mm, respectivamente), de modo que el Tesoro continuó emitiendo mayoritariamente valores a tipo de interés fijo. Para este tipo de instrumentos y para la colocación de nuevas referencias se ha utilizado con mayor frecuencia el procedimiento de sindicación bancaria, frente a las subastas, que han seguido siendo, en todo caso, el mecanismo más habitual.

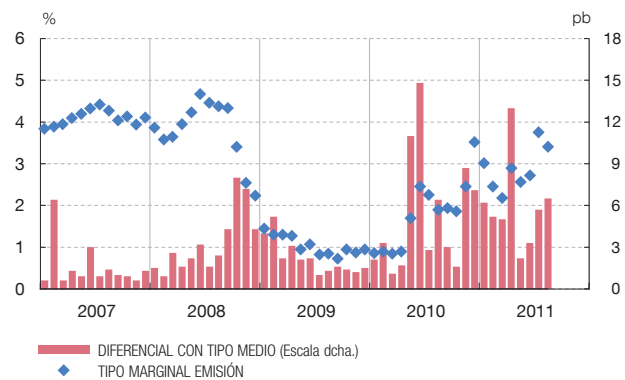
Por otro lado, se ha aumentado el número de los creadores de mercado, favoreciendo con ello un incremento de la competencia, especialmente en segmento de las letras, que han pasado de 13 a 21 instituciones, y también, aunque en menor medida, en el de bonos y obligaciones, con la incorporación de una nueva entidad japonesa, llegándose también a una cifra total de 21 intermediarios. Además, se han actualizado los requisitos para acceder a esta figura y se han flexibilizado los compromisos de cotización y negociación en el mercado secundario (en particular, se han eliminado los volúmenes mínimos y los diferenciales máximos de cotización) para adaptarse mejor a la mayor volatilidad de los mercados.

En cuanto al resultado de las subastas, hay que destacar que, a pesar de las turbulencias, la demanda de títulos ha sido elevada, de modo que las ratios de cobertura (relación entre el volumen de peticiones y la cifra de colocación efectiva en cada subasta) se mantuvieron en valores confortables, especialmente en el segmento de letras del Tesoro, en el que se situaron, desde principios de 2010, por encima de dos veces durante la mayoría de los meses (véase gráfico 3). En el caso de los títulos a medio y a largo plazo, este indicador

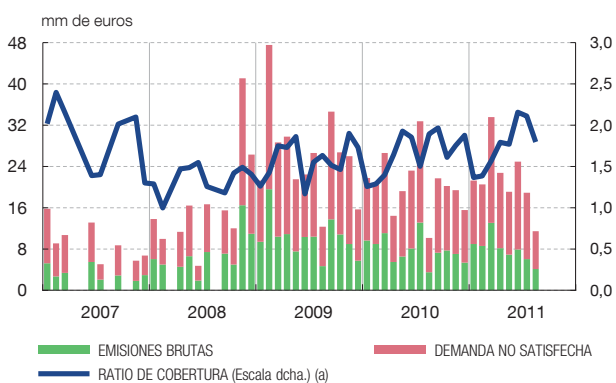
LETRAS DEL TESORO



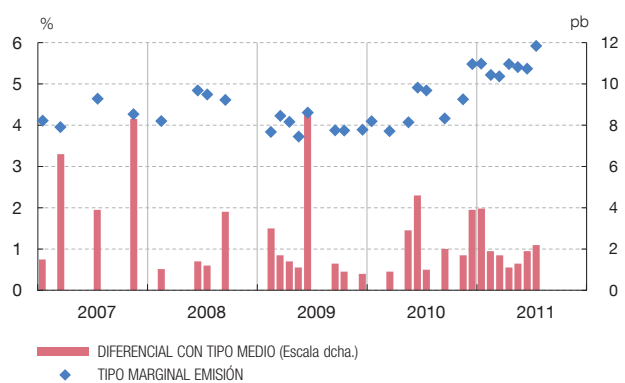
LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES



BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO



OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco de España.

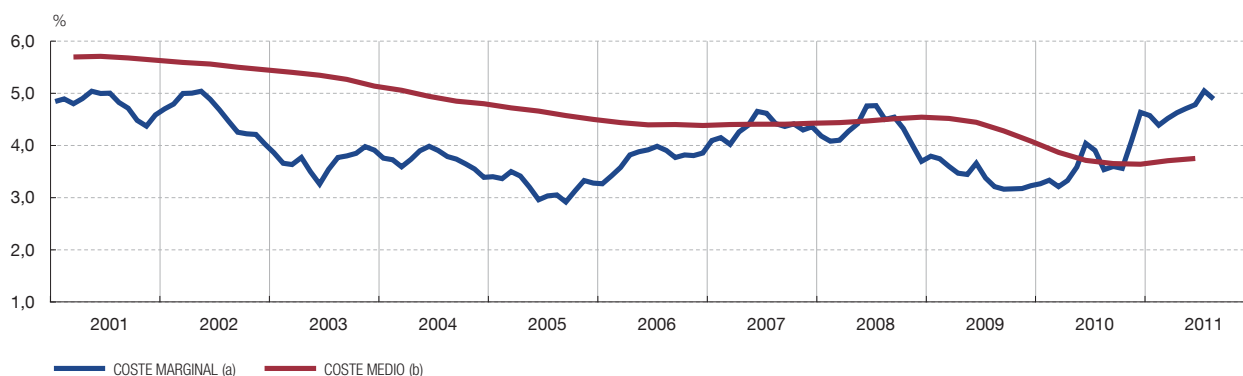
a Número de veces que la demanda cubre la oferta

mostró unos niveles más reducidos, si bien superaron 1,5 veces durante la mayor parte del período. Por su parte, el diferencial entre el tipo medio y el marginal solo repuntó levemente en algunos momentos de tensión, lo que refleja la mayor dispersión de las pujas. Lógicamente, el coste de la emisión ha estado en línea con la evolución de los mercados secundarios, por lo que ha tendido a elevarse durante los episodios de repunte de las rentabilidades. A pesar de ello, tal como ilustra el gráfico 4, los tipos de interés medios efectivos de la deuda viva no han aumentado durante el período reciente, debido a que la relativamente elevada vida media de estos valores y el hecho de que el grueso de las emisiones sean a tipo fijo hacen que estos movimientos se trasladen de una forma muy lenta. Este desarrollo ha contribuido a moderar el ascenso de la carga financiera, que pasó del 1,6 % del PIB en 2008 al 2,2 % a mediados de 2011, incremento que resultó del perfil creciente del saldo de deuda.

Actividad y liquidez en los mercados secundarios

Tal como se observa en el panel superior del gráfico 5, después del verano de 2007 el volumen de negociación de las operaciones simples (que se constituye por una sola compraventa), las realizadas tanto al contado como a plazo, registró una pauta de suave —pero progresivo— descenso que se mantuvo a lo largo de 2008 y en la primera parte de 2009, coincidiendo con el inicio de la crisis *subprime* y su agravamiento tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, desde finales de este último año se aprecia una tendencia alcista

PERÍODO 2007 - 2011



FUENTE: Banco de España.

- a Calculado como el tipo de interés en el mercado secundario de cada referencia ponderado por sus correspondientes saldos vivos.
 b Calculado como la carga por intereses acumulada en cuatro trimestres entre el promedio anual del saldo vivo de la deuda.

que se extiende a lo largo de 2010 y los meses transcurridos de 2011, paralela al desarrollo de la crisis de la deuda soberana y de la mayor volatilidad de los precios de la deuda.

El desglose por instrumentos revela que los bonos y obligaciones han seguido teniendo un elevado protagonismo, tal como había ocurrido en el pasado, de modo que han supuesto en media del período analizado en torno al 85 % del volumen total contratado. Sin embargo, resulta destacable el aumento progresivo del peso de las letras a lo largo de los tres últimos años, que ha pasado del 12 % a finales de 2008 al 20 % en julio de 2011, lo que está en línea con la evolución del mercado primario y con la mayor demanda de estos activos. Por tipo de transacción, la operativa al contado ha crecido en mayor medida que la realizada a plazo, pasando de representar el 89 % a finales de 2007 a más del 98 % del importe negociado, a mediados de 2011.

La evolución de las ratios de rotación (cociente entre el volumen negociado y el saldo en circulación) evidencia también incrementos desde finales de 2009, tanto en el segmento de letras como en el de bonos y obligaciones, lo que revela que el repunte de la actividad no se explica solo por el aumento de la oferta de títulos disponible. Sin embargo, otros indicadores más directos de la liquidez del mercado, como el diferencial comprador-vendedor⁴, muestran que la liquidez se resintió puntualmente durante los episodios de mayor tensión (véase el panel inferior del gráfico 5).

En la operativa doble (*repos* y simultáneas), que consiste en transacciones⁵ por las cuales los agentes se prestan fondos a corto plazo entre sí con la garantía de los títulos, se ha observado, en cambio, una pauta de menor actividad en el mercado español de deuda anotada durante los últimos años. A esta evolución ha contribuido previsiblemente el desplazamiento de la negociación hacia plataformas europeas que liquidan sus posiciones con una cámara de contrapartida central (como LCH.Clearnet o Eurex Clearing), que se ha

4 La diferencia entre el precio de oferta y el de demanda a los que cotizan los creadores de mercado aproxima uno de los componentes del coste en el que incurren los agentes que compran y venden en el mercado. Cuanto más líquido es un mercado, más reducidos son estos costes.

5 La operación doble es la constituida por dos compraventas vinculadas de sentido contrario, contratadas al mismo tiempo pero con momentos de liquidación distintos.

DEUDA PÚBLICA. IMPORTES NEGOCIADOS (OPERACIONES SIMPLES)



DIFERENCIAL COMPRA-VENTA OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS (a)



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a Media móvil de cinco días.

visto favorecido por el menor riesgo en comparación con las operaciones bilaterales, en el que incurren los agentes que proporcionan financiación a las entidades españolas al repartirse el riesgo entre un mayor número de participantes.

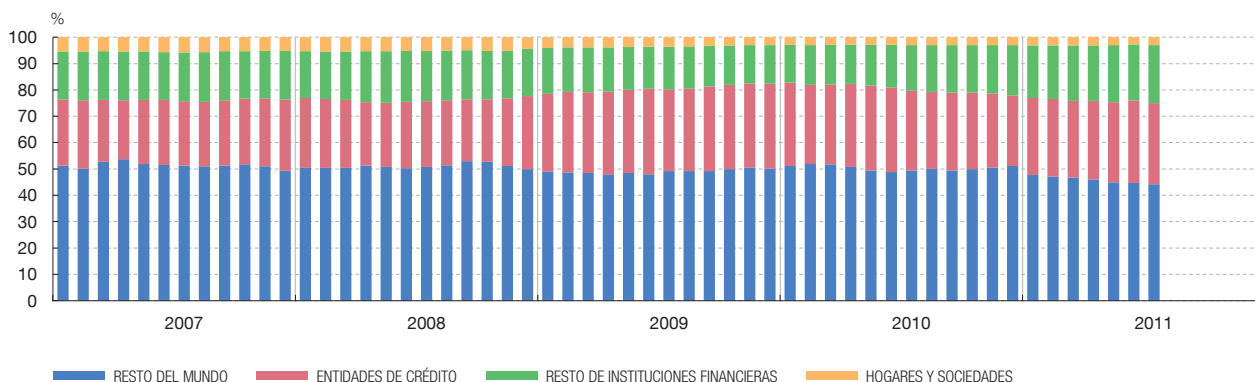
Tenedores

El análisis de la distribución de la deuda según tenedores muestra que los no residentes han mantenido un peso relativo próximo al 50 % durante la mayor parte del período analizado en términos de la cartera a vencimiento⁶ (véase el panel superior del gráfico 6). Esta proporción apenas se ha modificado durante estos años, a pesar del importante aumento del saldo vivo y de las tensiones en los mercados de deuda. Durante la parte transcurrida de 2011 se observa, sin embargo, un leve descenso de este porcentaje, si bien la inversión neta del resto del mundo en los valores emitidos por el Tesoro español desde que se inició la crisis de la deuda soberana en la primavera de 2010 es positiva. El desglose por instrumentos muestra un aumento del peso de las letras a lo largo de 2009, tendencia que se ha interrumpido posteriormente. Por tanto, estos agentes absorbieron una parte destacada del incremento del saldo vivo de estos instrumentos observado ese año.

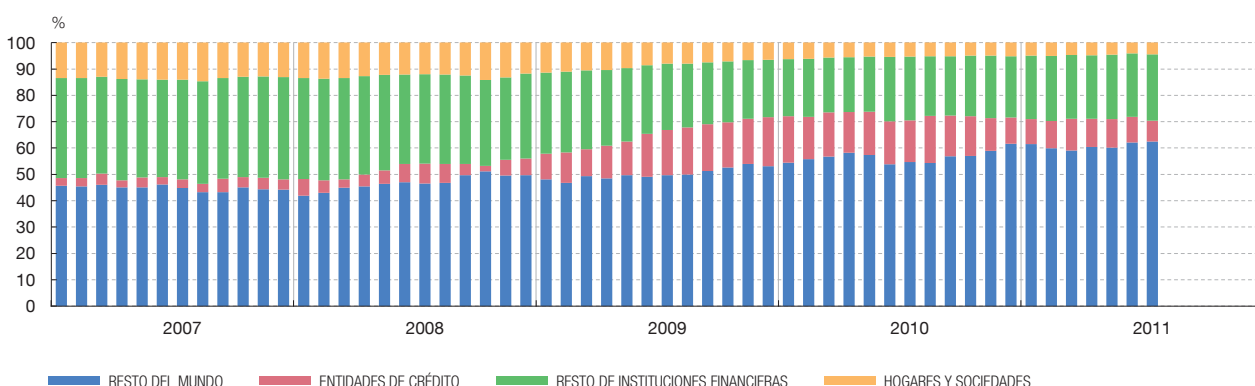
La información disponible sobre el origen geográfico de las inversiones foráneas muestra un aumento importante, a lo largo del período analizado, de las procedentes de Asia, lo

⁶ La cartera a vencimiento tiene en cuenta exclusivamente las compras en firme y no incluye, por tanto, las adquisiciones y cesiones temporales.

CARTERA A VENCIMIENTO



CARTERA REGISTRADA



FUENTE: Banco de España.

que está en línea con los elevados excedentes de balanza de pagos de esa región. Por tipos de agentes, destaca el incremento del peso relativo de los bancos centrales y organismos internacionales, así como el de las empresas no financieras y familias, mientras que el de la banca extranjera ha tendido a reducirse.

Por su parte, el peso de las tenencias a vencimiento de las entidades de crédito nacionales se ha situado durante el período analizado entre un cuarto y un tercio del saldo de valores negociables, con un perfil que ha sido moderadamente creciente (desde un 24 % en 2007 hasta un 32 % en 2011), aunque con algunas oscilaciones.

La cartera a vencimiento del resto de instituciones financieras (entre las que se encuentran los fondos de inversión, los de pensiones y las empresas de seguros) ha experimentado una pérdida de peso desde finales de 2007 hasta mediados de 2009, momento en el que se inició un avance suave pero progresivo, superando a mediados de 2011 el 21 % del total de deuda, en un contexto de mayor preferencia de los agentes por activos nacionales, fenómeno que también se ha observado en otras economías.

Por último, las tenencias de deuda del Estado de los hogares y las sociedades no financieras han venido siendo relativamente reducidas, lo que refleja el hecho de que la participación de estos agentes se produce fundamentalmente de forma indirecta a través de los inversores institucionales. Además, el peso relativo de sus inversiones en estos instru-

mentos ha tendido a caer durante los últimos años, en un contexto de mayor competencia procedente de los depósitos bancarios.

La distribución por tenedores en términos de la cartera registrada, que se obtiene al sumar a las compras en firme las adquisiciones temporales y restar las cesiones, presenta un patrón bastante distinto (véase el panel inferior del gráfico 6). Así, en comparación con la cartera a vencimiento, se detecta un mayor peso de las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito y del sector privado no financiero, lo que revela que ambas agrupaciones adquieren temporalmente estos títulos, fundamentalmente a las entidades de crédito, para las que se observa lo contrario, ya que usan estas transacciones como un medio para obtener financiación. La evolución durante los últimos años evidencia que estos intermediarios han tendido a captar estos fondos en mayor medida operando con no residentes, especialmente desde el otoño de 2010, una vez que varias entidades españolas se dieron de alta en cámaras de contrapartida central internacionales y una proporción creciente de estas operaciones ha pasado a liquidarse en estos sistemas.

Conclusiones

Durante los últimos años, la evolución del mercado de deuda del Estado se ha visto condicionada por los efectos directos e indirectos del desarrollo de las distintas oleadas de la crisis financiera internacional y del débil crecimiento económico que las ha acompañado. En particular, ello se ha traducido en un sustancial aumento de las necesidades de financiación y en sucesivos episodios de incrementos de las rentabilidades y de su volatilidad. A pesar de este contexto, las subastas de títulos se han resuelto con unas ratios de cobertura holgadas, aunque, en línea con el curso de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios, se han producido repuntes en los tipos de interés de las emisiones. Estos ascensos no se han traducido en elevaciones del coste medio efectivo de financiación gracias a la relativamente elevada vida media de la deuda y al hecho de que el grueso de las emisiones es a tipo fijo. En los mercados secundarios, la actividad al contado ha mostrado una pauta de mayor dinamismo desde finales de 2009, aunque la liquidez se ha resentido durante algunos momentos puntuales. Por último, la distribución por tenedores de los títulos no ha experimentado variaciones significativas a lo largo del período analizado en este artículo.

12.9.2011.