

¿Cómo se financiará el Estado en 2019?

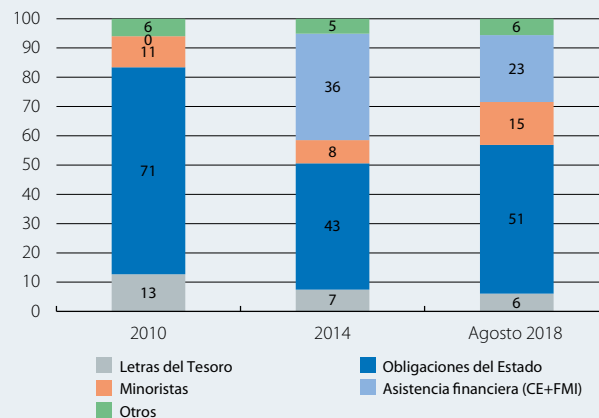
El importe de la financiación bruta que el Estado debe realizar anualmente incluye, de forma simplificada, el importe del déficit de las Administraciones públicas (diferencia entre ingresos y gastos) y la deuda que está prevista que venza cada año.¹ Desde 2015, primer año completo tras el fin del programa de asistencia financiera a Portugal, el Estado ha ido reduciendo de manera sostenida las necesidades brutas de financiación, a través de un esfuerzo de consolidación presupuestario, evidente en la reducción del déficit, y de una gestión activa de los vencimientos y la composición de la deuda directa del Estado. Por ejemplo, a través de un trueque entre deuda a corto plazo (recomprada por el Tesoro) y largo plazo (emitida por el Tesoro), más emisiones destinadas al público en general y la amortización anticipada de los préstamos del FMI durante el programa de asistencia financiera (el 83% del préstamo del FMI ya ha sido reembolsado). De hecho, esta gestión permitió que, entre 2015 y 2018, las necesidades de financiación disminuyeran prácticamente en 10.000 millones de euros (cerca del 20% de las necesidades de financiación brutas de 2015).

En su mayoría, las necesidades de financiación se satisfacen mediante la emisión de deuda a corto plazo (Letras del Tesoro, LT) y a largo plazo (Obligaciones del Estado, OdE) con un tipo de interés fijo y que adquieren inversores institucionales nacionales e internacionales. En los últimos años, el Tesoro ha aprovechado el entorno de bajos tipos de interés propiciado por la política monetaria no convencional del BCE para extender la madurez media (lo que atenúa el riesgo de refinanciación) y, a la vez, reducir el coste de financiación de la deuda. En efecto, entre 2012 y 2017, la madurez media de la deuda pasó de 6,9 a 8,1 años, al tiempo que su coste de financiación pasó del 3,9% al 3,0%. En los últimos años, el Tesoro también ha desarrollado una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación, gracias a la cual ha podido observarse un incremento de la deuda adquirida por ahorradores particulares residentes y ha favorecido una base de inversores más amplia y estable. Al mismo tiempo, el Tesoro ha mantenido un colchón de liquidez significativo (aproximadamente 10.000 millones de euros en los últimos años) que ha permitido una cierta flexibilidad en la gestión del programa de financiación anual.

En este contexto, en 2019, el Estado espera estabilizar sus necesidades brutas de financiación en torno a los 37.000 millones de euros, manteniendo una estrategia de financiación parecida: colocación de deuda en el mercado mi-

1. Las necesidades netas de financiación del Estado y los reembolsos realizados durante el año. Las necesidades netas están compuestas por el déficit presupuestario y las adquisiciones netas de activos, una categoría que incluye, entre otras, las necesidades de financiación de las empresas públicas, las dotaciones para el Fondo de Resolución y las eventuales ayudas a la banca, no incluidas en el déficit.

Portugal: composición de la deuda del Estado (% del total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ICGP.

norista (11%) y en inversores institucionales, nacionales y extranjeros. Entre estos últimos destaca la intención del Gobierno de emitir 17.500 millones de Bonos del Tesoro, en un entorno que estará marcado por el fin de las compras netas de activos por parte del BCE. Este hecho podría influir en el coste de financiación de Portugal,² aunque se espera que el aumento sea relativamente moderado. Hay varios factores que lo sugieren, entre los cuales destaca que el BCE seguirá presente en los mercados por un largo periodo de tiempo al comprar activos para mantener estable el tamaño de su balance (reinvertirá el principal de los bonos que vayan venciendo). De acuerdo con el Banco de Portugal,³ estas reinversiones harán que el BCE continúe absorbiendo parte del riesgo de duración⁴ (que de otra forma tendría que ser soportado por los inversores privados), lo que seguirá ejerciendo una presión a la baja y de manera persistente sobre los plazos más largos.

De la cartera total de deuda pública de los países de la eurozona que se encuentra en el balance del BCE, 116.800 millones de euros vencerían en 2019 (aproximadamente el 54% de las compras de deuda pública que habrá realizado el BCE en el conjunto de 2018),⁵ lo que confirma que el

2. La estimación de Moody's, que sugiere que el programa de deuda pública redujo el tipo de interés de la deuda pública portuguesa a 10 años en 140 p. b., refleja que las políticas del BCE han tenido un impacto significativo sobre los costes de financiación de Portugal (véase «Moody's: Impact of ECB stimulus on 10-year bond yields is biggest for euro area periphery», diciembre de 2017).

3. Boletín Económico (2018), «Política monetaria en la zona euro: decisiones recientes y perspectivas futuras», octubre.

4. El riesgo de duración se refiere a la prima de riesgo exigida por los inversores por la exposición a títulos con un vencimiento más largo.

5. Hasta septiembre, las compras alcanzaron los 186.900 millones de euros (acumulados en 2018). Con la reducción de las compras mensuales de 15.000 millones de euros en el último trimestre del año, se estima que el valor de las compras de deuda pública totales realizadas en 2018 por parte del BCE será de aproximadamente 218.000 millones de euros.

Eurosistema seguirá teniendo una presencia importante en el mercado de renta fija. Aunque no se espera que el BCE compre bonos portugueses dentro de estas reinversiones,⁶ la reinversión en deuda de otros países beneficiará indirectamente el tipo de interés de la deuda portuguesa, en tanto que limitará la oferta de deuda pública disponible para la compra por parte de inversores privados y, así, mantendrá los precios de los bonos elevados (y los tipos de interés en niveles contenidos). Además, específicamente en el caso de Portugal, una parte importante de sus títulos de deuda adquiridos por el BCE en el marco del SMP⁷ vencerán a lo largo de 2019, lo que abriría la posibilidad de que el BCE pudiera reinvertir estos vencimientos de deuda portuguesa.⁸

Además del efecto favorable sobre los costes de financiación asociados a la política de reinversiones del BCE, hay otros factores que sugieren que Portugal continuará beneficiándose de unos costes de financiación relativamente bajos:

- i) Todas las agencias crediticias asignan una nota en grado de inversión a la deuda soberana de Portugal.
- ii) Peso relativamente reducido de inversores extranjeros privados en la deuda pública portuguesa. La deuda en manos de no residentes privados representa únicamente el 13% del total (estos son inversores más proactivos en la gestión de sus carteras y que pueden tomar decisiones de desinversión más fácilmente); los no residentes oficiales (BCE y préstamos del Programa de Asistencia Económica y Financiera) poseen el 39% de la deuda.
- iii) Entre los residentes, ha ganado peso la deuda colocada en el mercado minorista (aproximadamente el 15%), que constituye una base de inversores más estable.
- iv) Deuda con un vencimiento promedio elevado (8 años).
- v) Mantenimiento de un cómodo colchón de liquidez (9.500 millones en 2019, aproximadamente la mitad de las necesidades estimadas para 2019).
- vi) Continuidad del esfuerzo de consolidación presupuestario y buen ritmo de crecimiento de la economía.

6. Dentro del programa de compra de activos de deuda pública (PSPP), el BCE solamente tiene en balance deuda pública portuguesa que vence a partir de 2020.

7. Securities Markets Programme, programa de compra de deuda pública por parte del BCE en mercados secundarios, vigente entre 2010 y 2012. Según los estados contables del BCE relativos al 2017, el valor nominal de los títulos de deuda pública portuguesa ascendía a 7.300 millones y tenía un vencimiento medio de 2,3 años.

8. Sin embargo, el BCE todavía no ha concretado los detalles sobre la estrategia de reinversión de los vencimientos y si esta afectará únicamente a los activos del programa PSPP o puede incluir activos comprados en otros programas.

Portugal: necesidades de financiación del Estado

(Miles de millones de euros)

	2015	2016	2017	2018	2019
1. Necesidades netas de financiación	11,8	8,3	10,4	8,5	8,6
Déficit presupuestario	5,6	6,2	4,8	3,1	3,6
Otras adquisiciones de activos financieros	6,2	2,1	5,6	5,4	5,0
2. Reembolsos	35,6	29,2	33,4	28,5	28,6
Letras del Tesoro	18,3	15,0	15,5	15,5	14,1
Oblig. del Estado+oblig. especiales a medio plazo	8,8	9,7	7,9	8,5	10,5
Certificados del Tesoro y de ahorro	–	–	–	1,7	4,0
PAEF, reembolsos realizados *	8,4	4,5	10,0	0,8	–
PAEF, reembolsos por realizar *	–	–	–	2,0	0,0
3. Utilización de depósitos	5,8	-3,6	0,4	-0,4	0,8
4. Fuentes de financiación (incl. utilización depósitos)	45,9	37,6	45,7	35,3	37,5
Certificados del Tesoro y de ahorro	3,5	3,5	2,8	2,7	3,0
Oblig. Estado rendimiento variable	–	3,5	3,5	1,0	1,0
Letras del Tesoro	16,4	15,1	17,8	14,1	15,2
Obligaciones del Estado	20,2	17,4	15,1	17,4	17,5
Otros flujos (netos)	–	1,7	6,1	0,5	–
Necesidades brutas de financiación (1+2)	47,4	37,5	43,7	37,0	37,2
% del PIB	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Disponibilidad de depósitos al final del año	6,6	10,2	9,8	10,2	9,5

Nota: * PAEF es el programa de asistencia financiera (CE+FM).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IGCP y los Presupuestos del Estado de 2019.