

FOCUS · Vientos favorables para la financiación del Tesoro en 2015

Durante el último año, las condiciones del mercado de deuda pública española han mejorado notablemente. La perspectiva de continuidad de este escenario ha llevado al Tesoro a diseñar una estrategia de financiación ambiciosa para 2015. El objetivo establecido es doble: reducir el coste medio de la deuda en circulación a la vez que se alarga su vida media para suavizar el perfil de vencimientos. Un fin que, dada la interrelación entre ambas variables, no es trivial.

La comparativa con el resto de países de la eurozona muestra que España presenta registros insatisfactorios: el coste medio de la deuda está entre los más elevados y la vida media es una de las más cortas. Solamente Portugal o Italia muestran valores similares, aunque debe tenerse en cuenta que los datos de Irlanda y Grecia serían mucho peores sin las ayudas financieras oficiales recibidas con motivo de sus programas de rescate. En relación con países con finanzas más estables, el margen de mejora del caso español presenta un recorrido claro.

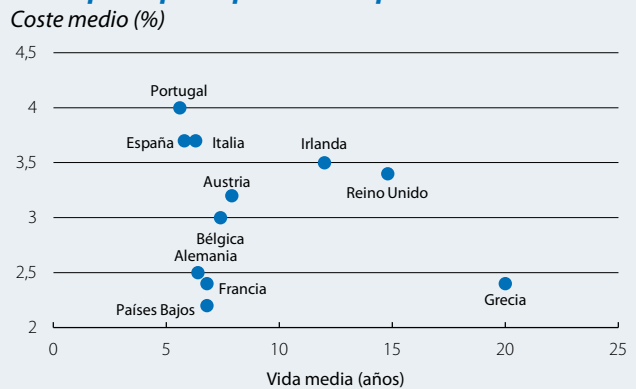
En principio, la consecución del objetivo dual del Tesoro no es sencilla. Dada la pendiente positiva de la curva de tipos de interés en función del vencimiento, una política de priorizar las emisiones a largo plazo para aumentar la vida media de la deuda tiende a elevar el coste medio de financiación. Esta disyuntiva constituye un elemento clave de la política de financiación de cualquier Tesoro. Durante los años de crisis, el Tesoro español optó por contener el coste medio aceptando una reducción de la vida media a través de la concentración de las nuevas emisiones en tramos de menor duración. En 2014, la mejora de las condiciones del mercado soberano permitió un cambio en la estrategia del Tesoro, que, al afrontar el *trade-off* entre reducir el coste o alargar la vida media de la deuda, optó por esta última. Así, el peso de las emisiones a largo plazo volvió a incrementarse, lo que elevó la vida media de 6,2 a 6,3 años. Afortunadamente para el Tesoro, gracias al descenso del conjunto de la curva de tipos, esta decisión fue compatible con una reducción del coste medio de dos décimas (la mitad de lo que se habría conseguido si se hubiera mantenido la vida media constante).

Los factores que explican esta mejora simultánea son varios. Primero, las menores tensiones de las condiciones de financiación en los mercados, que redujeron significativamente las *yields* soberanas en el conjunto de países. Segundo, la mejora de la economía española y su impacto sobre la prima de riesgo. Y tercero, la gestión realizada por el Tesoro. En este último aspecto destaca la ampliación de la base inversora, a través de innovaciones como la emisión de bonos indexados a la inflación o de colocaciones de deuda a través de operaciones sindicadas. Todo ello elevó el porcentaje de deuda en manos de extranjeros (del 43,7% al 49,4%). Asimismo, el canje de deuda con vencimiento en 2015 por nuevas obligaciones a 10 años contribuyó al aumento de la vida media.

De cara a 2015, todo apunta hacia el mantenimiento de un entorno financiero propicio. Así, el anuncio de un programa de compra de deuda soberana por parte del BCE supondrá la adquisición de algo más de 50.000 millones de euros en títulos españoles durante 2015 (prácticamente el 7% del total de deuda en circulación entre 2 y 30 años).¹ Todo ello debe contribuir a la reducción del coste medio de la deuda gestionada por el Tesoro español.

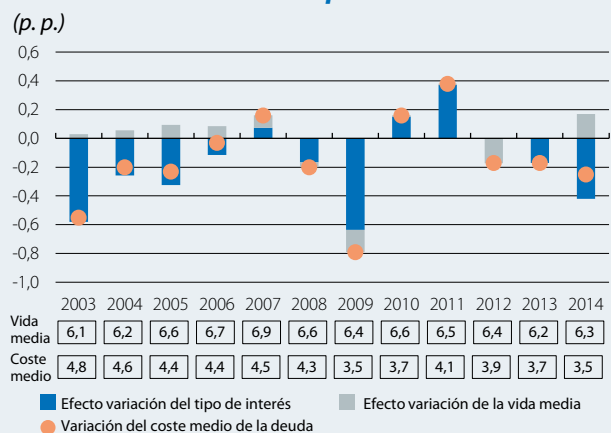
Es decir, el objetivo doble marcado por el programa de financiación recibirá el viento favorable procedente del contexto financiero actual. Sin embargo, es necesario persistir en una gestión eficiente que permita, simultáneamente, elevar la vida media de la deuda pública y reducir su coste. Las velas están desplegadas y hay viento de popa. El Tesoro no puede, sin embargo, descuidar el timón.

Coste y vida medios de la deuda pública de los principales países europeos *



Nota: * Datos referentes al conjunto de la deuda pública del país (incluye la deuda gestionada por el Tesoro, créditos y deuda de entidades regionales).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de estimaciones de la CE y del FMI.

Contribución al cambio del coste medio de la deuda del Tesoro español



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Tesoro.

1. Los beneficios que obtenga el BCE por el cobro de los intereses acabarán siendo distribuidos entre los distintos Tesoros públicos de la eurozona.