



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

REGULACIÓN DE LA SUBASTA PÚBLICA ESPAÑOLA Y BONOS EUROPEOS

Autor: Helena Posadas Carrasquilla
Director: Mirco Soffritti

MADRID | Abril 2019.

Madrid

Abril 2019

Resumen

El asunto principal de este documento es tratar el tema de la subasta pública en España y de los instrumentos financieros con los que cuenta el Estado Español para financiarse por esta vía. Se expondrán los diferentes instrumentos con los que se cuenta para llevar a cabo la política económica del Estado, así como los inversores que están comprándolos y una pequeña evolución del peso de la deuda en el PIB español.

Una vez se haya expuesto el sistema español, se hará una comparativa con dos sistemas europeos: la subasta alemana y la subasta griega, que se sitúan en posiciones opuestas en temas de deuda pública y confianza de los inversores.

Para finalizar este análisis se presentará la idea de bono europeo, detallando qué se entiende por bono europeo, cómo se articularía su regulación e instauración y qué efectos tendría la adopción del bono europeo para los diferentes tipos de países de la unión (sobre todo haciendo un pequeño hincapié en los países centrales y periféricos).

Palabras clave

Subasta pública, competitiva, no competitiva, instrumentos financieros, comparativa europea, rating, inversores, adjudicación de deuda pública, bonos europeos.

Abstract

The main aspect in this document is to treat the task of the public auction in Spain and the principal financial instruments that the State have to finance the Government accounts. The document will treat the different types of instruments that the Government

have to do economic policy, as well as which investors are buying the instruments and a slightly historical evolution of the weight of the government debt in the PIB.

Once the Spanish system is exposed, we are going to do a comparative with two of the main European systems: german auction and Greek auction, both are opposite situations in terms of public debt and investors trust.

To finish this analysis, the document will present the idea of European bond: what we understand for European bond, how the regulation of the European bonds is articulated, the establishment of the European bonds and what effects will be made for the different types of countries of the European Union (especially making emphasis in the central and peripheral countries).

Key words

Public auction, competitive, non competitive, financial instruments, European comparative, rating, investors, public debt allocation, European bonds.

Diccionario

Mercado primario de deuda: momento de emisión de la deuda pública para que los inversores inviertan en ella por primera vez.

Mercado secundario de deuda: el mercado secundario es el momento en el que son los propios inversores de bonos, que se habían emitido previamente en el mercado primario, quienes colocan esos bonos a otros inversores

Valor nominal: es el valor que se da a bienes y servicios a precios corrientes de mercado, es decir, teniendo en cuenta la inflación.

Valor real: es el valor que se da a bienes y servicios deduciendo del mismo la inflación, se calcula tomando el valor nominal y sustrayendo la infracción.

Inflación: se trata del aumento generalizado y sostenido de precios en el mercado a lo largo de un periodo de tiempo, habitualmente se mide anualmente.

Quantitative easing: medida de política monetaria expansiva para aumentar la oferta de dinero mediante la compra de deuda pública por el Banco Central Europeo.

Letras del Tesoro: es deuda del Estado español considerada como renta fija a corto plazo. Poseen un vencimiento de 3, 6, 9 y 12 meses.

Bonos del Tesoro: deuda pública española considerada renta fija y cuyo vencimiento es de 2, 3 y 5 años.

Obligaciones: deuda pública española considerada renta fija y cuyo vencimiento es de 10, 15 y 30 años.

Blue Bond: primer tramo de deuda del hipotético Eurobono. Un tramo de mucha más calidad y solvencia que el *Red Bond*.

Red Bond: segundo tramo de deuda pública del hipotético Eurobono, este tramo de deuda estaría garantizado únicamente por el Estado necesitado de financiación por vía de deuda pública.

ÍNDICE

I.INTRODUCCIÓN	
I.1) Propuesta de investigación y contextualización	1
I.2). Justificación del tema	1
I.3). Objetivos de la investigación.....	2
I.4). Metodología.....	2
I.5). Estructura del trabajo	3
II. CONCEPTO DE SUBASTA PÚBLICA EN ESPAÑA.....	4
II. 1) Conceptualización de la subasta pública en España	4
II.2) Funcionamiento de la subasta pública.....	5
III. TIPOS DE OBLIGACIONES EMITIDAS POR EL ESTADO.....	6
III.1) Contextualización de la deuda pública	6
III.2) Tipos de obligaciones del Estado	8
IV. INVERSORES EN DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA	10
IV.1) ¿Para qué se compra deuda soberana?.....	10
IV.2) ¿Quién puede comprar deuda soberana española?	12
IV. 3) ¿Quién realmente está comprando deuda pública española?.....	14
IV. 4) ¿Por qué se está invirtiendo en deuda pública con rendimientos negativos?	20
V. COMPARATIVA DE LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA CON OTROS PAÍSES EUROPEOS	24
V.1) Alemania	24
V.2) Grecia	28
VII. CONCLUSIONES	36
VIII. Bibliografía	40
Anexo 1: Tabla de Rating Moody´s, S&P, Fitch.....	42
Anexo 2: página Tesoro Público Español.....	43

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: millones de euros de letras, bonos y obligaciones españolas.....	7
Gráfico 2: composición de la deuda pública española.....	8
Gráfico 3: Calificación crediticia de la deuda española.....	11
Gráfico 4: Calificación crediticia de la deuda pública griega.....	11
Gráfico 5: información del depósito previo.....	14
Gráfico 6: Rentabilidades última subasta.....	15
Gráfico 7: indicadores financieros.....	15
Gráfico 8: evolución de la contratación.....	17
Gráfico 9: patrimonio en fondos españoles de renta fija (deuda soberana española).....	21
Gráfico 10: Rentabilidad del bono alemán a 2 años (%).....	23
Gráfico 11: volumen de bonos alemanes negociados.....	25
Gráfico 12: rating España vs Alemania.....	27
Gráfico 13: indicadores macroeconómicos España y Alemania.....	28
Gráfico 14: Rating España vs Grecia.....	30
Gráfico 15: Indicadores macroeconómicos España vs Grecia.....	31
Gráfico 16: apoyo a los Eurobonos.....	36
Gráfico 17: indicadores macroeconómicos España, Alemania y Grecia.....	38

I.INTRODUCCIÓN

I.1) Propuesta de investigación y contextualización

Este Trabajo de Fin de Grado tiene como tema principal analizar el funcionamiento de la compra de bonos públicos en España y de su regulación, así mismo se tratarán temas como los diferentes tipos de obligaciones emitidas por el Estado, sobretodo atendiendo a su duración y características. También se realizará una comparativa con algunos países soberanos que también tienen como moneda el Euro. Además de hacer un trabajo meramente descriptivo de cómo funcionan estos instrumentos, también se harán en este Trabajo preguntas hipotéticas como por qué se está invirtiendo en bonos públicos con rendimientos negativos y con alternativas de inversión mucho más atractivas emitidas por Bancos o Fondos de Inversión.

Una vez estudiado por qué se está invirtiendo en bonos con rentabilidades negativas, en este documento se hablará de un tema de inminente actualidad como es la hipotética creación de un bono europeo. Este instrumento, ha sido propuesto por varios países de la Unión Europea como alternativa a la emisión de bonos soberanos de cada país miembro con el fin de tratar de unificar el sistema de inversión de los agentes e impedir una fuga de capitales de un país a otro únicamente basada en conceptos de riesgo, además de establecer una descripción acerca de qué sería este bono europeo se tendrá presente la exposición de ventajas e inconvenientes para cada tipo de doctrina (ortodoxa, rupturista y reformista) de la creación del bono europeo.

Cada día vivimos en un mundo más globalizado y al estar en una institución como la Unión Europea la actuación de países afines a España repercute en la actuación que ésta tiene que llevar a cabo. Por ese motivo, es interesante estudiar qué política de deuda pública tienen otros países europeos pero antes habremos tenido que ser capaces de definir y explicar qué sistema se aplica en España y su funcionamiento. Una vez se haya explicado el sistema implantado en España se comparará nuestro sistema con los distintos sistemas existentes a nivel europeo y se observará en dónde erradican las diferencias de cada modelo y qué tipo de estructura sigue cada uno.

I.2). Justificación del tema

He elegido este tema en concreto porque además de parecerme de total actualidad, me parece un tema interesante ya que, dejando a un lado los criterios de inversión y el punto de vista financiero, es una cuestión que afecta a todos los ciudadanos de un país; al fin y al cabo, la deuda pública es el mecanismo de financiación más importante del Estado español y de la mayoría de estados europeos.

Al introducir perspectivas europeas se comparará nuestro sistema con otros sistemas europeos y el lector podrá inducir mediante esta lectura pensamientos críticos sobre las políticas implementadas por el Estado español, otorgándoles la capacidad de comprender mejor su funcionamiento. Cuestión fundamental me parecía tratar en este Trabajo el bono europeo. A pesar de que hoy en día es únicamente una expectativa de algunos sectores europeístas se trata de una solución a las discordancias en los bonos europeos ligado a la consecución de una unión monetaria cada vez más fuerte, objetivo último de la Unión Europea.

I.3). Objetivos de la investigación

El tema a tratar en este Trabajo de Fin de Grado es “Subasta pública y bonos europeos”.

Los objetivos principales de esta investigación son los siguientes:

1. Realizar un análisis descriptivo del funcionamiento de las Subasta Públicas.
2. Definir los tipos de obligaciones emitidas por el Estado en subasta pública.
3. Investigar qué inversores compran deuda pública con el objetivo de responder preguntas como: ¿por qué existen inversores que invierten en deuda pública aún con rendimientos negativos?
4. Comparar entre el sistema de bonos español y los de otros países europeos, en concreto, Alemania y Grecia.

I.4). Metodología

La metodología de investigación a seguir en este trabajo será el método de observación centrado en la búsqueda de información en organismos públicos, como por ejemplo el Tesoro Público o el Banco Central Europeo y revisión de la literatura existente.

En relación al orden que seguiré para su elaboración en primer lugar revisaré los documentos elaborados por Tesoro Público español en relación al funcionamiento de la subasta pública y los tipos de obligaciones existentes. En segundo lugar, revisaré los documentos relacionados con los inversores de obligaciones y elaboraré hipótesis sobre la compra de bonos con rendimientos negativos, es decir, por qué una masa significativa de inversores está invirtiendo en bonos del Estado en vez de en otros activos con rentabilidades notablemente superiores. Para continuar haré un estudio de la biografía existente sobre el funcionamiento de subasta en otros países europeos y trataré de realizar similitudes y diferencias con este procedimiento en España.

Para terminar, revisaré biografía sobre los bonos europeos y las diferentes propuestas de países e instituciones europeas sobre su creación, sobretodo haré hincapié en ¿qué son?, ¿qué se conseguiría con ellos?, ¿Cómo se propone su regulación? ¿qué posibles implicaciones existen para los países de la UE con distintos modelos de economía (aquí será fundamental la diferencia en la repercusión en países como Alemania y países como Grecia).

I.5). Estructura del trabajo

Adentrándonos en materia, se responderá en primer lugar: qué es la deuda pública española y qué tipos de deuda pública existen (letras del tesoro, bonos y obligaciones). Cuando estén asentadas las bases sobre las nociones de deuda pública se procederá a la explicación sobre la regulación de la subasta pública y se responderán preguntas como: ¿cómo funciona?, ¿quién puede comprar la deuda pública?, ¿qué procedimiento se ha implantado en España?, ¿qué tipo de inversores invierten en deuda pública?.

Cuando se haya definido el sistema español, se pasará a hacer una comparativa con dos sistemas de la unión europea, que aun perteneciendo ambos al Eurogrupo presentan economías totalmente distintas, Grecia y Alemania. Se expondrán algunas diferencias del sistema de deuda pública de estos países en relación con el sistema nacional.

Por último, se describirá qué se entiende por Eurobono, exponiendo ideologías a favor y en contra de este instrumento de países de la UE y motivos por los que cada país se sitúa a favor o en contra del lanzamiento de esta propuesta europea.

II. CONCEPTO DE SUBASTA PÚBLICA EN ESPAÑA

II. 1) Conceptualización de la subasta pública en España

Antes de adentrarnos en el grueso de este documento, cabe describir qué es la deuda soberana y la subasta pública, ya que entender estos conceptos es fundamental para ser capaces de entender el resto del escrito.

- ¿Qué es la deuda pública o deuda soberana? Es el endeudamiento que tiene un Estado frente a los particulares u otros países. Es una de las formas con las que cuenta el Estado soberano, además del cobro de impuestos y la creación de dinero (actualmente la decisión de la creación de moneda y billete está cedida al Banco Central Europeo por pertenecer a la Unión Europea y tener como moneda el euro) para obtener recursos financieros para financiar las cuentas Estatales. Normalmente la deuda soberana se emite mediante títulos valores o bonos.
- Subasta pública: se trata del sistema utilizado actualmente en España para la adjudicación de deuda pública por medio de títulos valor. Las modalidades de subasta pública en España son: competitiva y no competitiva.

La deuda pública no es un tema banal en nuestra sociedad, ya que si hacemos un breve recorrido histórico, se puede observar cómo la deuda ha ido creciendo en el peso que ostenta en el PIB español, partiendo desde el primer gobierno en democracia, el esquema quedaría de la siguiente manera:

- Adolfo Suarez (1978-1981): en los primeros años de democracia, la deuda pública constituía un 7% del PIB, mientras que al final del mandato se alzó hasta más del 20%.
- Felipe González (1982-1996): se trata de uno de los gobiernos que más elevó el peso de la deuda en el PIB español, la deuda tenía un peso a final de mandato del prácticamente el 56%.
- José María Aznar (1996-2004): durante su mandato logró disminuir el porcentaje de deuda sobre el PIB a menos de la mitad del 100%, consiguiéndose finalmente un peso del 45%.
- José Luis Rodríguez Zapatero (2004-2011): se considera en gobierno que dio un mayor peso de la deuda pública en el PIB, pasando de un 46% hasta un 70% a final de mandato.
- Mariano Rajoy Brey (2011- 2016): pasando por una de las mayores crisis económicas, la deuda pública en 2016 alcanzó el 98,98% del PIB.

Con esta exposición, se puede observar cómo la deuda pública toma especial importancia en la configuración de todos los gobiernos a lo largo de la historia nacional. Este análisis se realiza concretamente en España, pero también es fundamental en la mayoría de países de la Unión Europea (por ejemplo, en 2018 el peso de la deuda en el PIB en Italia fue del 130% y en Alemania del 64%). La deuda pública española experimentó un gran cambio con la entrada de España en la Comunidad Económica Europea, antes de su entrada la deuda pública española era una deuda con grandes intereses para el Estado (en palabras de Larraga, “en 1990 soportaba unos intereses del 14%”) y sobre todo financiada por pequeños inversores, en cambio, los tenedores de deuda pasaron a ser grandes inversores y el interés pagado por el Estado, mucho menor, es decir, España ganó en coste de financiación, pudiéndose financiar a un precio más barato debido a la confianza creciente de los inversores por su entrada en la UE.

II.2) Funcionamiento de la subasta pública

El sistema seguido en España para la celebración de la subasta de deuda pública es el sistema holandés modificado, es decir, combina elementos de la subasta holandesa y la subasta convencional.

Se hace una combinación de precio único y precio múltiple: se elabora una lista de precios de mayor a menor y a raíz de la última petición admitida se determina el precio mínimo aceptado.

La subasta admite dos tipos de peticiones de compra:

- 1. No competitivas:** en estas peticiones no se señala el precio de compra, simplemente se acepta el precio medio ponderado que resulte de las peticiones competitivas.
- 2. Competitivas:** en la petición de compra se incluye la cantidad de lo que se quiere comprar (letras, bonos, obligaciones) y el precio que se desea pagar por ello.

De la totalidad de la deuda pública a subastar, primero se adjudica la deuda no competitiva y la parte restante de la deuda va destinada a la subasta competitiva. Con la parte destinada a la deuda competitiva las peticiones se ordenan conforme el precio ofertado, de mayor a menor y se va adjudicando la deuda en atención a la lista elaborada. Por ejemplo, si se emiten 100 millones de euros en letras a 3 meses, al realizar la subasta se obtienen 20 millones en peticiones no competitivas y 80 millones en peticiones competitivas. Primero, se descontará del total de la deuda los 20 millones y los 80 restantes se irán adjudicando conforme a la lista, por ejemplo, se adjudicarán 50 al 96% y 30 al 95,5%. El precio que se pagará en las peticiones no competitivas es el precio medio ponderado de la subasta.

III. TIPOS DE OBLIGACIONES EMITIDAS POR EL ESTADO

III.1) Contextualización de la deuda pública

Conforme el art 92 de la ley 42/2013 la deuda pública del Estado es:

“(…) el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado mediante emisión pública, concertación de operaciones de crédito, subrogación en la posición deudora de un tercero o, en general, mediante cualquier otra operación financiera del Estado, con destino a financiar los gastos del Estado o a constituir posesiones activas de tesorería”.

También dispuesto en esta ley, se establece que la creación de Deuda del Estado debe ser autorizada en la Ley de los Presupuestos Generales del Estado presentados por el Gobierno Central. Una vez se determine el monto total anual que se emitirá en concepto de Deuda, es el Tesoro el encargado de la emisión de valores y del nominal de cada instrumento.

A mero dato informativo, las letras del tesoro se crearon en el año 1987, año en el que se puso en marcha el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

En los siguientes gráficos se puede ver la composición de la deuda en España en los últimos años y cómo han ido cambiando los diferentes instrumentos destinados a la emisión de deuda.

Gráfico 1: millones de euros de letras, bonos y obligaciones españolas



Fuente: Elaboración propia con datos de MINECO, Tesoro Público.

Haciendo un recorrido histórico más pormenorizado de los últimos años, en la tabla siguiente se puede observar cómo ha ido fluctuando el nivel de deuda emitida por el Tesoro Público y los instrumentos que la componen.

Gráfico 2: composición de la deuda pública española

Año	Letras	Bonos y obligaciones	Otras	Total
2001	35.584	237.863	33.476	306.923
2002	35.831	247.110	29.019	311.960
2003	38.766	245.969	24.399	309.134
2004	36.988	255.877	26.289	319.154
2005	33.294	264.662	21.208	319.164
2006	31.301	264.075	17.082	312.458
2007	32.445	260.920	13.803	307.168
2008	52.074	293.042	13.309	358.425
2009	85.512	376.589	13.301	475.402
2010	89.756	437.157	13.727	540.640
2011	90.607	489.909	11.727	540.640
2012	84.612	556.848	46.770	688.230
2013	89.174	622.603	48.478	760.255
2014	77.927	691.448	71.667	841.042
Ene-2015	79.322	690.062	71.859	841.042
Feb-2015	78.435	698.956	71.876	849.267
Marz-2015	77.345	707.720	70.460	855.525
Abril-2015	77.409	698.173	69.386	844.968
May-2015	78.770	708.382	66.847	853.999
%sobre total	11,277	81,850	6,873	100

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Economía de España

II.2) Tipos de obligaciones del Estado

La deuda emitida por el Estado se divide en diferentes instrumentos financieros, los manejados actualmente por el Tesoro Público son las **letras, bonos y obligaciones**.

Dando una visión pormenorizada de los instrumentos, se establece lo siguiente:

a) Letras: son valores de renta fija a corto plazo, su duración es de 3 y 12 meses, se emiten a través de subastas. Estas subastas se celebran dependiendo de la duración de la letra:

- Letras de 3 y 9 meses: la subasta se celebra el cuarto martes de cada mes
- Letras de 6 y 12 meses: la subasta se celebra el tercer martes de cada mes.

Todas las letras se emiten al descuento, es decir, el precio de compra es inferior al valor nominal (con excepción de rentabilidades negativas, cada vez más frecuente). El Valor Nominal del título es de 1.000 euros, si se quiere invertir una cantidad mayor deberá de ser múltiplo de 1.000 euros. La remuneración de las Letras del Tesoro se obtiene al vencimiento de la fecha dispuesta en la letra.

b) Bonos y obligaciones: se trata de valores a renta fija a medio y largo plazo, que también se emiten a través de subasta. Los bonos y obligaciones poseen las mismas características y funcionamiento, con la única diferencia entre ellos del plazo de vencimiento. De igual forma que las letras, el Valor Nominal de los bonos y obligaciones es de 1.000 euros. La diferencia entre bonos y obligaciones erradica en:

- Bonos: vencen a los 2 ,3 y 5 años. La subasta se lleva a cabo el primer jueves de cada mes.
- Obligaciones: vencen a los 10 ,15 y 30 años. El tercer jueves de cada mes se realiza su subasta.

Tanto de la emisión de bonos como de obligaciones se realizan en varios tramos, y todos los tramos presentan las mismas condiciones de fecha de pago de cupón, mismo cupón (mismo interés anual aplicado al valor nominal) y misma fecha de vencimiento. La emisión de los instrumentos financieros en diferentes tramos es una posibilidad que abre el Tesoro Público para incrementar y favorecer la participación de diferentes inversores en la deuda pública (de esta manera, se da la oportunidad a más inversores de participar en la subasta).

A diferencia de las letras, los bonos y obligaciones no se emiten al descuento, sino que el precio pagado puede ser sobre la par, a la par o bajo la par, dependiendo de la cercanía del pago del cupón y del interés del mercado secundario en el momento de realizar la compra. La remuneración de estos instrumentos se obtiene mediante el pago del cupón (normalmente anual), no se tiene que esperar al vencimiento de la totalidad de la deuda, sino que en sustitución de este mecanismo, se realizan pagos periódicos al vencimiento

de los cupones. Cabe mencionar, que también existe un mercado secundario para los cupones, este es el denominado mercado de *strips*.

c) Strips: este tipo de instrumento se empieza a emitir en el año 1997. Los strips, son la posibilidad de segregación de bonos. Los *strips* son los “n” valores resultado de la segregación de los bonos. No son un instrumento separado en si, sino una subdivisión de la emisión de bonos. Por ejemplo, un bono a cinco años se puede segregar en seis strips: cinco por cada cupón y uno por el principal. La emisión de strips posee las mismas características que los bonos y obligaciones no divididos en strips.

d) Emisiones en Moneda Extranjera: únicamente como dato informativo, cabe mencionar que existe un cuarto instrumento de emisión de deuda pública. Las emisiones en Moneda Extranjera, es un instrumento complejo en su adquisición ya que está destinado únicamente a inversores institucionales debido a que su riesgo de cambio es enormemente alto. Estas emisiones tratan de deuda emitida en divisa (yenes, dólares, libras esterlinas...), por lo que la oscilación en el tipo de cambio es impredecible y una inversión poco recomendable para pequeños o medianos inversores. El peso que tienen las emisiones en divisa sobre el total de la emisión de deuda es del 3-4%.

IV. INVERSORES EN DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA

IV.1) ¿Para qué se compra deuda soberana?

La respuesta a esta pregunta puede ser abordada desde prismas muy distintos, por un lado tenemos la justificación estatal y por otro, la justificación de los inversores.

Desde un punto de vista del Estado, la emisión de deuda pública es una forma más de financiarse. De forma conjunta con los impuestos directos (IRPF, IS, Cotizaciones sociales, Transmisiones patrimoniales e impuestos de no residentes) e impuestos indirectos (IVA, impuestos indirectos especiales, tasas precios públicos y otros ingresos relacionados...), la emisión de deuda pública constituye una pata fundamental en el sistema de ingresos y gastos español.

Posicionándonos ahora desde el punto de vista del comprador, la justificación principal a la compra de deuda soberana radica en la obtención de una rentabilidad. A efectos recordatorios, cabe mencionar que cuanto más arriesgada se considera una inversión, más rentabilidad se obtiene. Por esta razón, las emisiones de deuda pública no son las inversiones más recomendadas para inversores “arriesgados”, ya que tradicionalmente, la inversión en deuda pública se considera como la inversión más segura existente en el mercado. A pesar de esta teoría tradicional, se ha podido ver como a lo largo de la historia esto no ha sido siempre así, prueba de ello es la emisión de deuda pública griega, que alcanzó rentabilidades inconcebibles en cualquier otro país europeo durante la vida de la deuda pública.

Gráfico 3: Calificación crediticia de la deuda española

	Moody's	Standart & Poor's	Fitch	DBRS
Rating a Largo Plazo	Baa1	A-	A-	A
Perspectiva	Estable	Positiva	Estable	Estable
Rating a Corto	P-2	A-2	F1	R-1L
Fecha acción	13/04/2018	23/03/2018	19/01/2018	06/04/2018

Fuente: elaboración propia con datos de Tesoro Público español

Gráfico 4: Calificación crediticia de la deuda pública griega

Agency	Greek Rating
Fitch (2018)	BB-
S&P (2018)	B+
Moody's (2018)	B3
Fitch (2015)	CCC
Moody's (2015)	Caa3
S&P (2015)	CCC-

Fuente: Elaboración propia con datos de Trading Economics

Tal y como se puede observar en el gráfico, la calificación crediticia de España es una de las más seguras en el mercado, esta calificación es tan pronunciada que existen inversores

que están perdiendo dinero con sus inversiones en deuda pública española, aunque esto lo veremos más adelante. Por el contrario, al ver el rating de Grecia observamos como, aunque ha mejorado considerablemente del periodo 2015 al 2018, sigue sin considerarse como una inversión segura por las principales empresas de calificación de rating.

IV.2) ¿Quién puede comprar deuda soberana española?

Cualquier persona física o jurídica puede suscribir deuda pública siguiendo unos pasos determinados mediante una serie de canales. La suscripción de deuda pública española puede realizarse:

1. Acudiendo a cualquier oficina del Banco de España. Para realizar la compra mediante este mecanismo, es necesario acudir a la oficina con el NIF de los titulares de la cuenta, los datos de la cuenta de abono, el dinero a invertir (el pago puede realizarse mediante diversas formas: efectivo, cheque bancario, cheque conformado o sin conformar).

El Banco de España ha regulado un sistema de suscripción de deuda pública denominado “Cuentas directas”; estas cuentas son un servicio que el Banco de España ofrece a personas físicas y jurídicas residentes en España para realizar operaciones de compraventa de deuda del Estado. Las cuentas directas están reservadas únicamente a cuentas de valores de deuda del Estado que se materializan en anotaciones en cuenta. La cuenta directa se puede abrir de dos maneras distintas:

- Suscribiendo directamente deuda del Estado en el Banco de España
- Traspasando los saldos tenedores de la deuda del Estado desde su entidad al Banco de España.

Como restricción a las cuentas directas, no pueden realizarse operaciones e compraventa de deuda del Estado en el mercado secundario, al igual que tampoco pueden registrarse cambios de titularidad derivados de cualquier transacción en el mercado secundario. En otras palabras, el límite de la cuenta directa está establecido en el **mercado primario**.

2. A través de la web del tesoro en la pestaña: mediante el servicio de compraventa de valores. Para realizar la compra mediante la web del tesoro, es necesario ser poseedor de un certificado digital de clase 2CA o de DNI electrónico.

3. Entidades financieras (bancos o cajas) y en sociedades y agencias de valores.

A modo de excepción de la utilización de los tres canales regulados por el Tesoro, cabe mencionar que los menores de edad pueden adquirir valores del tesoro, pero el único mecanismo posible para hacerlo es a través del Banco de España. Deberá acudir el menor con su representante legal y la documentación pertinente que cambiará dependiendo de si se trata de un tutor legal o del padre. La necesidad de la presentación del menor en una oficina radica en que, para adquirir el certificado 2CA es necesario ser mayor de edad, motivo por el cual esta opción queda vetada para los menores.

De igual forma que los menores, los no residentes sí podrán suscribir deuda pública pero también tienen vetada la posibilidad de suscripción por vía electrónica. En este caso, para adjudicarse deuda pública se tendrá que realizar por la intermediación de entidades financieras, ya que los no residentes tampoco pueden utilizar el sistema de cuentas directas del Banco de España, que está reservado a los residentes en España.

Después de mencionar los diferentes sistemas de compra de deuda pública, cabe recordar que las peticiones de suscripción de deuda pueden ser competitivas o no competitivas. Las peticiones realizadas son anulables, antes de la celebración de la subasta y siempre que se esté en plazo para ello. Si la suscripción se ha realizado a través del Banco de España, se dispone de hasta un día antes de la subasta de plazo para anular la petición. En cambio, si se ha realizado la petición por internet, se dispone de plazo hasta que se cierre el plazo de suscripción de la oferta de deuda pública.

Además de la petición en firme, existen casos en los que es obligatorio la realización de un depósito previo. Este es el supuesto de los bonos y obligaciones, ya que al no emitirse al descuento, sino que pueden salir sobre par, bajo par o a la par. Por esta razón el Tesoro exige un depósito previo sobre el nominal que se pretende invertir. Cuando se celebre la subasta, la diferencia entre el depósito previo y el precio efecto es devuelto al inversor sin aplicarle ninguna comisión.

Gráfico 5: información del depósito previo

Referencias	Cupón	Vencimiento	Depósito previo
Bono del Estado a 3 años	0,05%	31.10.2021	104%
Obligaciones del Estado VR 7, 6 años	5,90%	30.7.2026	147%
Obligaciones del Estado €i VR 11, 10 años	1,00%	30.11.2030	125%
Obligaciones del Estado 15 años	2,35%	30.7.2033	124%

Fuente: elaboración propia con los datos de la Subasta del 07/02/2019 del Tesoro Público Español

A modo de ejemplo del depósito previo, se puede observar el cuadro anterior. Se observa cómo dependiendo de en qué instrumento se pretenda invertir el porcentaje de depósito previo sobre el nominal va cambiando, situándose en niveles más altos a medida que sube el cupón.

Todo lo expuesto anteriormente, es únicamente para la suscripción de deuda pública en el mercado primario ya que los mecanismos en el **mercado secundario** no son mecanizables por el Tesoro público, ya que existen infinidad de vendedores que han suscrito la deuda pública en el mercado primario e infinidad de compradores que prefieren adquirirla en este mercado. Sin ir más lejos, la política del BCE hasta finales de 2018 estuvo realizando compra masiva de deuda pública soberana de los países UE en mercados secundarios, ya que el Banco Central Europeo tiene prohibida la suscripción de deuda pública soberana.

IV. 3) ¿Quién realmente está comprando deuda pública española?

Desde hace tiempo, existe un suceso alarmante en los mercados de deuda soberana. Cada vez existen más individuos que están invirtiendo con rentabilidad negativas sin explicación aparente.

Gráfico 6: Rentabilidades última subasta

Letras a 3 meses -0,462%	Letras a 6 meses -0,372%
Letras a 9 meses -0,378%	Letras a 12 meses -0,307%
Bonos a 3 años -0,086%	Bonos a 5 años 0,289%
Obligaciones a 10 años 1,402%	Obligaciones a 15 años 1,776%
Obligaciones Vr 28 años 2,677%	Bonos indexados a 5 años -0,730%

Fuente: elaboración propia con datos del Tesoro Público, última subasta.

Sin ir más lejos, si miramos los resultados de la última subasta podemos observar cómo en algunos instrumentos (los que se sitúan a más corto plazo) se están dando automáticamente rentabilidades nominales negativas, estos instrumentos son letras, en todas sus extensiones temporales, y bonos a 3 años. Además de estas rentabilidades negativas, se tiene que tener en cuenta la inflación, dato por el que no solo se estaría incurriendo en la rentabilidad nominal negativa en sí, sino que se estaría perdiendo aún más valor por el efecto de la inflación (ambos factores de forma conjunta se denominan rentabilidad real). Los objetivos de inflación están dispuestos en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, concretamente en su artículo 127. Para concretar la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo determina que la inflación se tendrá que mantener en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Para constatar que las rentabilidades negativas no son un suceso temporal, se adjuntan cuadros de rentabilidades de fechas distintas para que se verifique la pérdida de dinero por parte de los inversores con estas inversiones.

Gráfico 7: indicadores financieros

Mercado de deuda. Rentabilidades (operaciones cruzadas)	Datos anuales 2016 (diciembre)	Datos anuales 2017 (diciembre)	Datos anuales 2018 (diciembre)
Letras a 12 meses	-0,24	-0,41	-0,32
Bonos a 3 años	0,04	-0,50	-0,03
Bonos a 5 años	0,36	0,31	0,44
Obligaciones a 10 años	1,44	1,43	1,44
Obligaciones a 15 años	1,87	1,90	1,95
Obligaciones a 30 años	2,74	2,65	2,62

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España. Indicadores financieros series diarias

Diferenciales a 10 años con el bono alemán	Datos anuales 2016 (diciembre)	Datos anuales 2017 (diciembre)	Datos anuales 2018 (diciembre)
España	1,14	1,10	1,17
Reino Unido	1,10	0,89	1,02
Estados Unidos	2,21	2,07	2,52
Tipos de interés a 10 años del bono alemán	0,30	0,35	0,25
Expectativas del tipo de interés de futuros a 10 años	144,80	143,98	143,09

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España. Indicadores financieros series diarias

De igual manera que el los indicadores de rentabilidad anteriores, se observa cómo las rentabilidades negativas se sitúan únicamente en los instrumentos más a corto plazo. Expuesta esta información, nos adentraremos en quién está comprando la deuda pública. Cabe recordar, que la deuda pública se coloca en dos mercados principalmente: por un lado, está el mercado primario que es donde se emiten originariamente los títulos de deuda pública y son comprados por los inversores y, por otro lado, encontramos el mercado secundario que se sitúa de manera posterior en el tiempo al mercado primario y es donde se revenden por los inversores los instrumentos adquiridos en el mercado primario.

Respecto al tipo de deuda que se compra, la mayoría de la deuda pública que se adquiere en el mercado secundario son bonos y obligaciones (una razón por la que se compren más bonos y obligaciones puede ser la duración de los mismos respecto a los demás instrumentos). El siguiente cuadro muestra un evolución desde 1995 hasta 2016 de la recompra de deuda pública en el mercado secundario, anotándose la mayor compra en los periodos 2004-2007.

Gráfico 8: evolución de la contratación



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

Basándonos en los datos proporcionados por el propio Tesoro Público y el Banco de España, la deuda pública española está sobre todo en manos del sector financiero español, quien cuenta con el 53,2% del total de la deuda, los residentes ajenos al sector financiero cuentan ahora mismo con un total del 1,8% de la deuda pública, mientras que el monto restante, es decir, el 45% está en manos de extranjeros o no residentes. Haciendo un análisis más pormenorizado de la composición de los tenedores, nos encontramos con las afirmaciones de José Luis Martínez Campuzano, portavoz de la asociación española de banca, quien señala que los bancos únicamente poseen el 16% de la deuda pública española en su balance.

Un dato que hay que resaltar es el porcentaje de deuda pública española que posee el Banco Central Europeo. Conforme el Tratado de Funcionamiento de la UE, se establecieron directrices claras para que el Banco Central Europeo no se inmiscuyese en el mercado primario de deuda soberana, por esta razón, todas las compras realizadas por el Banco Central Europeo se hacen a través del mercado secundario. Aún así, la actuación del BCE sigue teniendo efectos en el mercado y en las perspectivas de los inversores respecto de la deuda pública. Por esta razón cabe preguntarnos si se estarían “burlando” las prohibiciones impuestas por la Unión Europea. La compra de deuda soberana por el

Banco Central Europeo, ha llegado hasta el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, ante el que Alemania planteó una consulta acerca de la legalidad de esta actuación. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea falló a favor del Banco Central Europeo en su comunicación del 11 de diciembre de 2018, determinando que no se está vulnerando la prohibición de concesión de créditos a los Estados Miembros ni se está excediendo el mandato otorgado por la Unión Europea al Banco Central, dado que en palabras del propio tribunal: “Este programa se encuadra en el ámbito de la política monetaria y respeta el principio de proporcionalidad”, de igual manera el Tribunal de Justicia falla a favor del Banco Central en relación con la disputa respecto a la duración de las medidas de compra de deuda soberana, determinando: “ no resulta evidente que un programa de compra de bonos soberanos más limitado en su volumen o duración hubiera podido garantizar, con la misma rapidez y eficacia que el PSPP, una evolución de la inflación similar a la que se proponía lograr el Sistema Europeo de Bancos Centrales”. Por tanto, básicamente, el Tribunal de Justicia de la UE falla no condenando la actuación de *quantitative easing* por tres razones:

1. El programa no responde a las necesidades específicas de financiación de determinados Estados miembros de la zona euro, sino que el Banco Central compraba deuda soberana de multitud de Estados.
2. Una duración más limitada del programa de compra de deuda soberana podría no haber sido eficaz para alcanzar los objetivos de inflación marcados por la Unión Europea.
3. El programa se encuadra dentro del ámbito de política monetaria y respeta el principio de proporcionalidad.

Antes del 16 de julio de 2012:

Asentada la legalidad de compra de deuda pública por el BCE, cabe mencionar que el Banco Central poseía un 22% de la deuda total española en 2018. Tradicionalmente, los grandes acreedores del Estado siempre han sido los bancos (quienes en 2012 contaban con un 30% de la deuda), los bancos se aprovechaban del poco valor del dinero otorgado por el Banco Central para así ser capaces de adquirir la deuda con unos intereses mínimos y un rendimiento muy elevado ya que la prima de riesgo en esos momentos era muy elevada y por tanto, la rentabilidad obtenida era enorme (los bancos en este momento, no utilizaban la barra libre de liquidez otorgada por el BCE para otorgar créditos a los consumidores, sino que usaban ese monto para su propio interés y, entre otras

operaciones, se dedicaban a la compra de deuda pública para sanear sus balances). No solo eran los bancos los destinatarios de la deuda pública, los inversores no residentes poseían en torno al 34% de la deuda, y la autoridad monetaria únicamente el 5% de la totalidad del pastel.

Después de julio de 2016

Fue entonces en el 16 de julio de 2012 cuando la estructura de tenedores de deuda soberana cambió repentinamente, el encargado de este cambio fue Mario Draghi, Presidente del Banco Central Europeo, cuando afirmó: “El BCE hará todo lo necesario para sostener el euro. Y, créanme, eso será suficiente”. (Draghi, 2012)

Tras estas firmes declaraciones del Presidente italiano del Banco Central Europeo, el panorama financiero cambió por completo, la Bolsa española cerró ese día con una subida del 6% (la subida más grande desde hacía dos años) y la prima de riesgo disminuyó en 50 puntos. Se eliminó la incertidumbre de los inversores respecto de la permanencia del euro y se recuperó la confianza perdida en la política monetaria común europea.

Con este cambio de panorama en el plano europeo, los tenedores de deuda soberana española cambiaron enormemente. Actualmente, la estructura se compone de la siguiente manera:

- Banco de España posee un 22%
- Entidades de seguro poseen un 7,85%
- Fondos de inversión cuentan con un 2,36%
- Fondos de pensiones se alzan con un 1,39%
- No residentes poseen un 45%, disgregar la composición de esta partida es bastante más complicado, ya que Tesoro Público no identifica a los tenedores no residentes en España.
- Bancos 17,6%

A día de hoy, se sigue contando con esta estructura de tenedores de bonos debido a que el Banco Central Europeo mantiene todavía su política monetaria expansiva, incluyendo entre sus medidas la compra masiva de deuda soberana. España ha sido una de las más beneficiadas de esta compra, ya que se han inyectado 250.000 millones desde 2015 en compra de deuda pública. Tras declaraciones del propio Mario Draghi, se observa claramente la voluntad del Banco Central Europeo, quien dejaría de comprar deuda de

los países de la Unión en diciembre de 2018 (dependiendo siempre de la economía y de la tasa de inflación), pero estos efectos no se verán en el mercado hasta el verano de 2019, cuando suba el tipo de interés por el cambio de política implantada por la Institución presidida por Draghi, que pasará a realizar medidas de política monetaria restrictiva (medidas en las que encontramos la subida del tipo de interés del dinero).

Este efecto de subida de tipos de interés no es algo banal para los países de la Unión y en concreto para España, a un mayor tipo de interés es más costoso para los Estados su financiación, esto quiere decir, en los presupuestos generales del Estado se tendrá que hacer una dotación mayor en la partida de “intereses de deuda”, ya que serán considerablemente más altos que a los que venimos estando acostumbrados en los últimos años. El economista José Carlos Díez, establece como se puede prever que los tipos llegarán a niveles similares a los alcanzados antes de la implantación de los programas de quantitative easing (los programas de quantitative easing son los planes del Banco Central Europeo de compra de deuda soberana de forma masiva en aplicación de la política monetaria expansiva) del Banco Central, situándose de nuevo a precios de mercado. Aunque afirmación se reduce a una mera previsión, ya que habrá que esperar a determinar a qué precio están dispuestos los inversores privados a prestar financiación al Estado.

IV. 4) ¿Por qué se está invirtiendo en deuda pública con rendimientos negativos?

Para estudiar la rentabilidad negativa, se comenzará definiendo qué es con un ejemplo. La cuestión erradica en que, un inversor adquiere un bono a 1.000€ y el momento del vencimiento no obtiene una devolución de 1.000€ o más, sino que, lo que le devuelven es siempre inferior al capital aportado en el momento cero. Las rentabilidades negativas de la deuda pública son claramente achacables a la política realizada por el Banco Central Europeo de carácter expansivo, debido al carácter expansivo se estaba ofreciendo dinero a tipos de interés iguales a 0, por lo que el coste de financiación era insignificante y muchos inversores preferían invertir en deuda pública y mejorar su rating a invertir en el mercado con unos intereses remuneratorios ridículos. Con la deuda pública no se obtenía rentabilidad, pero sí se obtenía seguridad.

Gráfico 9: patrimonio en fondos españoles de renta fija (deuda soberana española)

	Monetarios	RF corto	RF largo	RF mixta
31/12/2012	6.721	23.417	7.251	2.907
30/06/2018	6.359	37.001	16.060	23.975
variación	-5,4%	58%	121,5%	724,8%

Fuente: elaboración propia con datos de Inverco.

En el cuadro anterior se puede observar la variación de millones de euros invertidos en deuda pública española. Se ve cómo en 2012, año en el cual las rentabilidades de la deuda pública se situaban en torno a un 4% se invertía un total de más de 40 mil millones de euros, mientras que en 2018, momento en el cual las rentabilidades son negativas en la renta fija, no solo no ha disminuido la cuantía invertida en euros como parece lo que se pensaría intuitivamente al disminuir la rentabilidad de los activos, sino que ha pasado un efecto totalmente inverso: los millones de euros invertidos en 2018 fue más del doble que en 2012, situándose la inversión en 83.395 euros a treinta de junio de 2018. Siendo esto así, ¿qué razones, más allá de la consecución de bonos de máxima calidad y la mera especulación del mercado, pueden tener los inversores para estar invirtiendo en instrumentos de este tipo?

1. Expectativas de subida de precio: existen grupos de inversores que adquieren este tipo de instrumentos financieros con la esperanza de que el precio de su activo suba de precio antes del vencimiento del mismo. Y, en el momento en el que el precio suba este grupo de inversores pretende colocarlo en el mercado secundario, sin esperar a su vencimiento, y recuperar su inversión.
2. Fondos de inversión: cada fondo de inversión sigue una serie de políticas respecto de la composición de sus carteras. Los fondos de inversión pueden comprar multitud de activos, desde acciones hasta **letras del tesoro** de Estados. La cuestión está en que la mayoría de políticas de estas instituciones exigen un cantidad de activos de rating determinado en todas las carteras, entre estos activos también se encuentran los “activos seguros”, estos instrumentos suelen ser bonos, letras y obligaciones del Estado. Dadas las exigencias de composición de carteras, los gestores de fondos contratan activos seguros (AAA) con independencia de la rentabilidad que éstos ofrezcan.
3. Entidades financieras: existen entidades financieras que ante las medidas adoptadas por el Banco Central han preferido financiar al Estado mediante la

compra de deuda pública. Esta decisión se adopta ante el precio del dinero adoptado por la Institución monetaria europea, que daba una rentabilidad aún menor que la deuda soberana. Ante la política expansiva del Banco Central Europeo, en la que los intereses del dinero estaban en torno a cero, las Entidades Financieras prefirieron invertir en deuda soberana beneficiándose de esta manera, por un lado de un mayor interés del prestado por la Institución Europea, beneficiándose del rating de estos activos (ya que la deuda soberana es el activo de referencia en términos de seguridad en renta fija) y por otro lado de su colocación asegurada en el mercado secundario (en base a la política expansiva que se estaba llevando a cabo por el BCE, la deuda soberana se estaba colocando sin complicaciones en el mercado secundario).

4. Depreciación de divisas: la deuda pública es un activo interesante desde el punto de vista de la divisa, ya que se entiende que al comprar deuda pública de una divisa concreta, esa divisa puede apreciarse o depreciarse respecto a la moneda nacional del inversor. En base a la actuación que adopte la divisa, el inversor ganará más o menos respecto de su expectativa inicial de ganancia con su inversión en renta fija.
5. Activos refugio: históricamente los activos que eran considerados como los activos de máxima seguridad era la deuda pública. En situaciones de turbulencia financiera, los inversores tratan de depositar su dinero en activos de mucha seguridad para así no incurrir en pérdidas, tradicionalmente la deuda pública más segura era de Alemania, Luxemburgo y Holanda que contaban con un rating AAA. En este punto entra el interrogante de en vez de depositar el dinero en un “activo seguro”, por qué no dejar el dinero en una cuenta corriente bancaria; la respuesta es simple: las turbulencias financieras y las actuaciones de inestabilidad bancaria han hecho hincapié en las conciencias de los inversores. Supuestos como la quiebra de Lehman Brothers o las actuaciones realizadas en el Banco de Chipre son sucesos que han marcado la cultura financiera, aunque bien es cierto que hoy en día los bancos cuentan con el fondo de garantía de depósito, que garantiza hasta un total de 100.000 euros por entidad y por cuenta, los inversores se siguen preguntando acerca de la fiabilidad de este fondo. Por ejemplo, con la situación de Grecia en plena crisis, ¿se habría confiado en el fondo de depósito bancario y se habría dejado el dinero en los bancos griegos? Esta pregunta es difícil de

responder ya que en aquellos momentos la confianza de los inversores estaba quebrada y preferían acudir a otro tipo de activos.

6. Inversiones Stand By: este tipo de inversiones tratan de hacer de impás entre que un inversor posee un dinero para invertir y decide donde quiere invertirlo. La deuda pública es un buen aliado en este caso, ya que sus instrumentos son líquidos colocándose rápidamente en el mercado secundario y, en el momento en el que el inversor decida qué hacer con su capital puede recuperar su inversión rápidamente.

Cabe apuntar que este suceso no es únicamente achacable a la deuda española, sino que es algo generalizado en la zona euro. Como prueba de esto, se puede observar el gráfico ad supra de la rentabilidad del bono alemán a dos años. Se puede ver cómo incluso cuando el Banco Central Europeo deja de realizar inversiones en deuda soberana, cuando las rentabilidades esperadas son inferiores al -0,20%, existen inversores que continúan con la compra de **bonos** alemanes a 2 años aún obteniendo en casos rentabilidades negativas del -0,30%. De la misma forma, se puede observar cómo el saldo vivo de los bonos a menos de dos años en todo el territorio de la Eurozona es considerablemente superior a los saldos vivos de bonos a más largo plazo, que obtienen unas rentabilidades mayores a las que se pueden esperar de los bonos a renta fija con un máximo en dos años.

Gráfico 10: Rentabilidad del bono alemán a 2 años (%)



V. COMPARATIVA DE LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA CON OTROS PAÍSES EUROPEOS

V.1) Alemania

Al igual que la mayoría de países que emiten deuda pública para que los diferentes inversores puedan suscribirla, Alemania emite esta deuda en forma de bonos. Aunque el sistema que se sigue en Alemania es completamente diferente al suscrito por España. Cabe mencionar que el 90% de los recursos necesarios por Alemania son cubiertos mediante la emisión de deuda pública en forma de bonos. Alemania no emite los mismos instrumentos financieros que España en materia de deuda pública, sino que emite bonos con distinto vencimiento, siendo estos:

1. Papel del tesoro descontado a 6 meses (*Bubills*)
2. Papel del tesoro descontado a 12 meses (*bubills*)
3. Notas del tesoro federal a 2 años (*Schätze*)
4. Notas federales a 5 años (*Bobls*)
5. Bonos a 10 años (*Bunds*)
6. Bonos a 30 años (*Bunds*)

El sistema de adjudicación de bonos en el mercado primario alemán sigue un sistema parecido al español, también se rige por un sistema de subasta con peculiaridades. En primer lugar, la subasta del mercado primario se realiza con la participación de un “Auction Group”, es decir, solo pueden participar en la subasta aquellos que pertenezcan a este grupo. Para pertenecer al grupo de subasta (Auction Group) se debe de cumplir con las exigencias requeridas por la Agencia Financiera Alemana, entre los requisitos para lograr pertenecer al Auction Group nos encontramos con los siguientes:

- Instituciones de crédito residentes en Alemania
- Instituciones de valores (firmas y bancos)
- Empresas extranjeras con la autorización de conformidad
- Instituciones de crédito que cumplan con los requisitos del artículo 4.1 del de la Regulación 2013/575/EU.
- Compañías de inversión que cumplan con los requisitos de la directiva 2014/ 65/ UE, y que estén domiciliadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea.

Una vez que las compañías hayan sido admitidas en el grupo de subasta, las pujas se realizarán electrónicamente a través del Banco Central Alemán, el Bundesbank. Se seguirá el mismo sistema de adjudicación que en España: se realizarán ofertas competitivas y no competitivas para la adquisición de valores. El procedimiento de adjudicación de las pujas competitivas será colocando todos los instrumentos de deuda pública por los que se haya pujado un precio superior al mínimo aceptado en la subasta y, de igual manera, las ofertas de adquisición que se sitúen por debajo del precio mínimo aceptado no serán consideradas. Las ofertas de adquisición no competitivas serán colocadas al precio medio ponderado pagado por la totalidad de las ofertas competitivas, las ofertas competitivas no consideradas no servirán para el cómputo del precio medio ponderado.

Dentro del Auction Group, el Bundesbank genera un ranking anual en base a la asignación de deuda pública que ha sido adquirida por cada miembro del grupo. En 2018, la lista constaba de 36 participantes entre los que podemos encontrar a BNP Paribas S.A., Commerzbank AG o HSBC France S.A como los mayores compradores de deuda pública alemana y a Scotiabank Europe PLC o ODDO BHF AG como los los menores compradores de deuda dentro del grupo de subasta.

Como cualquier deuda pública, la deuda alemana además de comerciarse en el mercado primario (donde únicamente pueden intervenir los miembros del Auction Group), se comercia en el mercado secundario, en la Bolsa de Valores alemana, plataformas electrónicas internacionales y en Over-the- Counter (OTC) markets. El mercado de deuda alemana es uno de los mayores y más líquidos en términos de deuda soberana, en 2017 los valores negociados alemanes fueron intercambiados más de 4 veces, esto se corresponde con un volumen negociado diario de 19 billones de euros.

Gráfico 11: volumen de bonos alemanes negociados

Year	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Trading volumen (€bn)	4,790	4,294	4,715	4,869	5,832	5,501	6,184	5,863	6,143	6,554

Fuente: elaboración propia con datos de Deutsche finanzagentur

En el gráfico se puede observar el índice que indica cuántas veces son intercambiados los bonos alemanes al año, aunque en 2007 alcanzó su punto más álgido se ve como en 2017 se ha procedido a una recuperación en el cambio de deuda pública remontando las cifras de los años 2015 y 2016. Cabe mencionar que en las estadísticas de volumen de cambio, se excluyen los strips de la deuda alemana contabilizándose solo los bonos, sin tener en cuenta los strips.

Expuesta la regulación principal de la subasta de deuda pública alemana y su funcionamiento, cabe preguntarse qué diferencias cabe con respecto a España y por qué existen éstas. En primer lugar, se debe mencionar que los bonos del Estado siempre están garantizados por la solvencia del propio Estado emisor, en este caso, los bonos alemanes están respaldados por la solvencia crediticia de primera clase de la República Federal Alemana. Alemania, es el principal poder económico de Europa situación avalada por sus ingresos y activos que muestran el superávit fiscal, por lo que a día de hoy se considera el valor más seguro, a nivel estatal, para invertir ya que: Alemania paga regularmente sus intereses y el reembolso del **valor nominal** total al vencimiento y nada hace pensar que dejará de hacerlo. Por esta razón, la prima de riesgo que poseen esta clase de inversiones es ridícula. Los bonos alemanes van aún más allá, ya que sirven como referencia para el riesgo al que se someten el resto de los bonos europeos (es decir, la posibilidad de falta de pago que tienen los demás países europeos respecto de sus instrumentos financieros de deuda). Bien es sabido que a un menor riesgo existe una menor rentabilidad, suceso palpable en los bonos alemanes que cuentan con rentabilidades negativas para los instrumentos hasta 2 años (aunque los valores pueden colocarse en el mercado secundario provocando una posible subida de precios con el correspondiente aumento de riesgo). Dicho esto, los bonos alemanes son los “activos seguros” por excelencia en Europa, y el principal problema de esto es la clara escasez de bonos alemanes de nueva emisión, ¿a qué se debe? Pues esta reducción de emisión de deuda se debe a que Alemania sigue contando con un superávit fiscal en 2018, por lo que no necesita de la emisión de deuda pública en cantidades masivas para su financiación y, por si fuera poco la política de reinversión del Banco Central Europeo también influye a la reducción de deuda alemana en circulación.

El Rating de deuda pública española se sitúa en Baa1 en 2019, localizado en el grado medio inferior primer escalón de calidad del activo, que choca en comparación con los peores momentos de la crisis en 2012 y 2013 cuyo rating se situaba en Baa3, en el grado

medio inferior en el último escalón antes del grado de no inversión o inversión especulativa en el rating de Moody's. Mientras el rating de los instrumentos de deuda alemana se sitúan con una calidad Aaa en 2019 en el rating de Moody's, calificación crediticia que no varía en ninguno de los años de la crisis, la deuda pública alemana siempre ha ostentado la calificación de Aaa, tanto en el rating a largo plazo como en el rating a corto plazo. Si comparamos esta calificación de Moody's con otros ratings de calificación vemos que no varía su calificación, con excepción de la calificación española en 2019, que S&P y Fitch la sitúan un escalón por encima que Moody's.

Gráfico 12: Rating España vs Alemania

	Moody's	S&P	Fitch
España	Baa1	A-	A-
Alemania	Aaa	AAA	AAA

Fuente: elaboración propia con datos de Moody's, S&P and Fitch.

Una vez expuesta la calificación crediticia de ambos países, se van a plasmar algunos datos macroeconómicos que respalden esta calificación en comparación con ambos países. No se han incluido datos macroeconómicos en relación con el interés del dinero porque ambos países están dentro de la Unión Europea y tienen como moneda el Euro. En la tabla inferior se puede observar cómo Alemania prácticamente triplica el PIB anual de España, y lo que va más allá, tiene una deuda mucho inferior y un déficit positivo de 1%, mientras que España no solo tiene un déficit negativo en relación con el PIB, sino que este déficit negativo alcanza el 3%. A medida que se van observando los demás indicadores, podemos ir haciéndonos una idea general de por qué Alemania ostenta el puesto de “la economía más fuerte de Europa” y es la potencia de referencia a nivel europeo en materia de deuda pública. Como dato informativo, cabe mencionar que el índice de corrupción actúa de forma contraintuitiva: a menor puntuación se percibe un mayor nivel de corrupción en las instituciones del país y a mayor puntuación en el índice de corrupción se percibe una menor corrupción en el país, es decir, Alemania con una puntuación de 80 parece que prácticamente no se percibe corrupción por la población, aunque ha bajado su calificación con respecto al año pasado.

Gráfico 13: Indicadores macroeconómicos España y Alemania

Indicadores macroeconómicos (2018)	España	Alemania
PIB anual	1.206.878M€	3.386.000M€
Deuda (% PIB)	98,10%	63,90%
Déficit (% PIB)	-3,08%	1,00%
Tasa de desempleo	14,3%	3,3%
Salario medio	26.535€	49.450€
Balanza comercial (% PIB)	-2,99%	6,88%
Índice de corrupción	58	80
Prima de riesgo frente a Alemania	102	0,110

Fuente: elaboración propia

V.2 Grecia

En este apartado hablaremos de Grecia, una economía totalmente opuesta a la recién explicada alemana y también a la central en este Trabajo de Fin de Grado, la española. Parece necesario empezar a hablar de Grecia mencionando que en el pasado 20 de agosto 2018 se dio por finalizado su tercer programa de rescate de deuda tras ocho años, un mes y veinte días desde que se formalizó el rescate de Grecia por la Unión Europea. El programa de rescate finalizó por el cumplimiento de las “prior actions”, reformas ideadas por la Unión Europea que tenían que ser desplegadas en Grecia, más de 450 medidas adoptadas por el territorio helénico, aunque Grecia seguirá bajo una supervisión reforzada realizada por la Unión Europea que tendrá que ir renovando su vigencia cada 6 meses por la Comisión.

La deuda pública griega es emitida por la Agencia de gestión de deuda pública griega (PDMA) quien emite deuda pública en base a las necesidades del Estado Helénico. La Agencia de gestión de deuda pública emitió una remesa de prueba el 25 de julio de 2017 con la emisión de bonos a 3 años con cupón de 4,625%, ya que el Estado Griego llevaba sin emitir deuda pública desde 2014. En este intento de reincorporarse al mercado financiero, Grecia colocó 3.000 millones de euros en bonos a cinco años con un cupón del 4,375%, recuperando así la confianza de los inversores. El Estado Helénico planea

emitir bonos a 5 años, en lo que ellos mismos denominan una “subasta sindical”, para esta operación Grecia ha contratado a bancos de inversión como Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley y Bank of America Merrill Lynch para que coloquen sus bonos a 5 años con un interés en el mercado primario del 3% por cupón. Los tipos de instrumentos financieros que maneja Grecia para la emisión de deuda pública son los siguientes:

1. Letras del tesoro a 13 semanas
2. Letras del tesoro a 26 semanas
3. Letras del tesoro a 52 semanas
4. Bonos a 2 años
5. Bonos a 3 años
6. Bonos a 4 años
7. Bonos a 5 años
8. Bonos a 7 años
9. Bonos a 10 años
10. Bonos a 20 años

De igual forma que los otros dos países expuestos, el sistema de adjudicación de deuda pública griega sigue un sistema de subasta. Únicamente podrán intervenir en el mercado primario de subasta los negociadores autorizados para ello con concordancia a la regulación de las operaciones. La subasta griega también contiene ofertas competitivas y no competitivas, aunque las ofertas competitivas no podrán superar el 30% del monto total que se pretende adjudicar en la subasta. La única forma de participar en la subasta será mediante vía electrónica mediante el sistema electrónico negociador (H.D.A.T).

A diferencia de la deuda alemana, Grecia no es considerado el motor económico de Europa, sino más bien todo lo contrario. La crisis desencadenada en 2007-2008 azotó con fuerza a la economía griega, siendo tal el efecto que provocó que la economía griega tuvo que ser rescatada en hasta tres ocasiones. La crisis influyó más fuertemente a la economía griega por una serie de razones, entre las que se pueden encontrar: efectos de la Gran Recesión, debilidades estructurales de la deuda griega, crisis de confianza de los inversores de deuda helénica, recapitalización de bancos privados o los elevados tipos pagados por el Estado para conseguir financiación, situación que se agravó aún más cuando ya en 2010 muchas empresas de rating calificaron la deuda griega como bonos

basura y con alta posibilidad de impago siendo aún más difícil para Grecia encontrar financiación.

Fue en ese momento cuando comenzaron los rescates de la Unión Europea. El primer rescate se produjo en 2010 cuando los países miembros de la Unión Europea inyectaron liquidez al gobierno griego aportándole 110.000 millones de euros para que consiguiera reflotar su economía a cambio de que se adoptarían ajustes macroeconómicos, entre los que se encuentran políticas de recorte de gasto público y empleo del sector público. Este primer rescate no fue suficiente ya que en 2012, la comúnmente denominada “Troika” (formada por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional) autorizó el segundo rescate a Grecia, con una inyección de 130.000 millones de euros a cambio de que aceptara la supervisión permanente de la Troika. Aún con el segundo rescate no se pudo corregir la presencia del corralito el 29 de junio de 2015, que obligó al cierre de los bancos y la Bolsa de Atenas y limitó la retirada de efectivo de los bancos a 60 euros diarios hasta el día 7 de julio. En ese mismo año, el 14 de agosto de 2015, se aprueba el tercer rescate de la Troika por una cuantía de 86.000 millones de euros que duraría hasta 2018 con la consiguiente reestructuración de la deuda griega como condición por la Troika para realizar el tercer rescate.

Por todas las razones expuestas, se entiende cómo Grecia cuenta con un rating mucho inferior a España en 2018, situándose éste en B3 en el rating de Moody’s y B- en Fitch y S&P, este rating ha sido elevado en los últimos días dado que se entiende que Grecia ha adoptado la mayoría de las medidas del paquete del tercer rescate. A pesar de que el rating de Grecia se coloque en el último nivel del grado medio inferior, nada tiene que ver esta calificación con la obtenida en tiempos pasados, como por ejemplo la de 2014 que contaba con una calificación C encuadrándose en deuda especulativa y deuda impagada.

Gráfico 14: Rating España vs Grecia

	Moody’s	S&P	Fitch
España	Baa1	A-	A-
Grecia	B3	B-	B-

Fuente: elaboración propia con datos de Moody’s, S&P and Fitch.

De la misma forma que se ha comparado los algunos datos macroeconómicos entre España y Alemania en el apartado anterior, se va a seguir la misma dinámica para la comparación de indicadores macroeconómicos España- Grecia. De esta forma, se pueden ver algunas razones en las que erradican la diferencia de rating de un país y otro.

Gráfico 15: Indicadores macroeconómicos España vs Grecia

Indicadores macroeconómicos (2018)	España	Grecia
PIB anual	1.206.878M€	180.218M €
Deuda (% PIB)	98,10%	176,10%
Déficit (%PIB)	-3,08%	0,80%
Tasa de desempleo	14,3%	18,5%
Salario medio	26.535€	20.886€
Balanza comercial (%PIB)	-2,99%	-11,89%
Índice de corrupción	58	45
Prima de riesgo frente a Alemania	102	355

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

Con estos indicadores se puede ver como Grecia, en términos generales, ostenta una posición mucho más precaria que en España en prácticamente todos los campos analizados. Destaca sobre todo en la prima de riesgo frente a Alemania, que se sitúa en los 355 puntos y en la balanza comercial que toma un porcentaje negativo del 12%.

VI. PROPUESTA DE BONOS EUROPEOS

Tal y como se ha podido demostrar a lo largo de todo este documento, las condiciones de financiación de cada uno de los Estados miembros de la Unión Europea son muy diferentes. A pesar de que todos los países analizados sean miembros de la Unión Europea, las condiciones crediticias y de emisión y compra de deuda pública con prácticamente antagónicas entre ellos, como se puede observar en el caso de Alemania, un Estado próspero que adquiere financiación muy barata y el caso de Grecia, un Estado que ha tenido que ser rescatado tres veces consecutivas que aunque está en vías de

levantar cabeza, sigue suscribiendo deuda pública a intereses muy altos (más altos aún si los comparamos con el precio del dinero en la zona euro, que actualmente es 0 por la política expansiva del Banco Central Europeo). Esta realidad es cuanto menos chocante con el espíritu de la Unión Europea, este grupo de países se formó con la esperanza de conseguir una política común en la mayoría de campos, renunciando a la soberanía estatal en muchos de ellos para conseguir un objetivo común. Actualmente, la Unión Europea ha conseguido una armonización de todos los países en las materias dispuestas en el artículo 3 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), la homogenización se ha logrado en materias de política monetaria, política bancaria, unión aduanera, establecimiento de normas sobre competencia, conservación de los recursos biológicos marinos dentro de la política pesquera común, política comercial común, y celebración de acuerdos internacionales. Pero las competencias de la Unión Europea no se limitan a la enumeración de estos supuestos, sino que se pretende como fin último una armonización de prácticamente todas las áreas para así lograr que el euro sea realmente estable. Siendo este el objetivo del grupo, ¿cuál podría ser una solución factible a la diferencia de condiciones en las emisiones de deuda pública estatal?

La respuesta a esta pregunta parece que ha sido gestado durante varios años, la solución para homogenizar la emisión de deuda pública en instrumentos financieros serán los bonos europeos o eurobonos. La propuesta de los Eurobonos como solución a la crisis de deuda viene de la mano de Delpla y von Weizsäcker (2010), según estos autores se conseguiría la financiación estatal a unos tipos más bajos mejorando la credibilidad de los inversores en los Estados, trataba por tanto de reducir la prima de riesgo de los diferentes países de la zona euro. Realmente los Eurobonos consisten en una mutualización de las deudas soberanas mediante un mecanismo de emisión conjunto, esto quiere decir, la institución encargada de la emisión de estos bonos tendrá como principal objetivo reducir, o igualar a la baja, los intereses que se pagan actualmente por la financiación de la deuda pública.

En relación a qué institución será la encargada de la emisión del Eurobono, existen varias propuestas a nivel europeo;

1. Debt Management Office (DMO): la Institución encargada de la emisión sería un organismo supranacional denominado Debt Management Office (DMO), en un primer momento de gestación de esta idea se barajó que fuera el Banco Central

Europeo el encargado de la emisión de los bonos europeos, pero no está claramente establecido en sus funciones, por lo que pareció más lógico proponer la creación de un Tesoro supranacional que realizara esta actuación. Como esta opción llevaría un largo proceso de creación, hasta que la Institución sea creada y pueda funcionar con normalidad, el encargado será el Banco Central Europeo.

2. La Comisión Europea parece otro candidato óptimo para la adaptación de esta propuesta, además es la más rápida a la hora de implantación.
3. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se propuso también como órgano candidato, ampliando sus funciones.
4. Tesoros nacionales, aunque parece que esta solución no es óptima al largo plazo, cuando se tendría que acabar creando necesariamente un Tesoro europeo supranacional.

La deuda pública de los Estados se estructuraría de forma peculiar, se establecerían dos tramos de deuda con dos tipos de instrumentos financieros. El primer tramo de deuda sería la denominada **Blue Bond**, que tendría la seguridad de estar respaldada por todos los países de la Zona Euro. Este activo sería un activo de altísima calidad y una rápida posibilidad de liquidez. El *Blue Bond* tendría una serie de límites para los Estados, cada Estado solo podría recurrir a este bono en un 60% del PIB (producto interior bruto) anual. El resto de producción de deuda pública, en el caso en el que el Estado la necesitara, es la denominada **Red Bond**, esta deuda tendría que emitirse por el sistema tradicional de emisión de deuda pública de cada Estado y, como resulta evidente, el Estado que emitiera ese 40% restante respondería de forma individual ante su impago sin contar con la seguridad de los demás Estados europeos. El *Red Bond* contaría con un interés sensiblemente superior al *Blue Bond*, por la razón principal del respaldo por un único Estado lo que llevaría a los Estados a plantearse si realmente necesitan ese *Red Bond* extra, con el *Red Bond* se castigaría a los Estados que no respetasen la disciplina presupuestaria con un coste de financiación mucho más elevado.

Los Eurobonos tienen una serie clara de ventajas:

- Menores exigencias de colaboración entre países, esto llevaría a una menor solidaridad entre los países de la zona euro y a disminuir el número de rescates (*bailout*) de algunos países de la zona euro hacia otros con economías más débiles.

- Todos los estados de la zona euro se verían beneficiados ante la reducción del riesgo en Europa.
- Incremento de la disciplina presupuestaria: la disciplina presupuestaria se vería elevada ya que este nuevo instrumento sería capaz de unificar el interés que pagan los estados por la financiación de su deuda pública, y conllevaría una disminución del déficit financiero.
- Se conseguiría una mayor estabilidad financiera en la eurozona provocado por una mejora en las condiciones de acceso a la financiación de los Estados y una reducción de la volatilidad presente en el mercado. La propia banca podría utilizar los bonos como colateral en las operaciones de refinanciación y una reducción del riesgo.
- Se produciría una consolidación de la Unión Europea con el empoderamiento del euro y una mejora de la integración europea. Incluso se podría dar paso a una unión fiscal desencadenada por la creación del Tesoro supranacional.

De igual manera, los bonos europeos también tendrían una serie de inconvenientes o desventajas:

- *Moral hazard*: el déficit público ha sido considerado como una de las principales causas de la crisis crediticia, en este punto, se plantea si la creación de un bono europeo agravaría aún más el problema de los Estados con su deuda pública ya que al conseguir “financiación barata” podrían estar tentados a no respetar los presupuestos de deuda y déficit de la Unión Europea y endeudarse aún más de lo que lo harían si no existiese el *Blue Bond*. Una forma de evitar ese doble rasero moral sería mediante la aplicación de la solución propuesta por Dübel (2011) en el que se propone la adopción de una medida de garantía parcial. Otra forma de achacar este problema es la propuesta de Delpla y Von Weizsäcker (2011) que establecen que el *Blue Bond* tiene dentro de sus objetivos la reducción de la indisciplina fiscal.
- El euro bono facilitaría la inversión extranjera en activos de la zona euro. Al haber más inversores interesados en intervenir en euros aumentaría la demanda del Euro frente a otras divisas, de manera similar de lo que pasa actualmente con el dólar americano. Lo que ocurriría en este sentido es que al apreciar el Euro con la

compra de Eurobonos, se perdería poder adquisitivo frente divisas extranjeras ya que el Euro habría perdido valor como moneda.

Una vez planteados los beneficios y los inconvenientes de los Eurobonos cabe preguntarse ¿cómo se realizará la emisión? Tal y como establece la Comisión Europea (2011) existen varios enfoques de implantación de este instrumento. Las formas posibles son las siguientes:

1. Sustitución completa de todas las emisiones por los Eurobonos: sería únicamente la Debt Management Office la encarga de la totalidad de las emisiones de deuda pública. De esta forma, se eliminarían las posibles discrepancias entre los Tesoros nacionales y el Tesoro supranacional. El principal problema que presenta esta opción es que no desaparecería con él el riesgo moral, más bien todo lo contrario, aumentando la indisciplina presupuestaria.
2. Sustitución parcial: con este sistema los instrumentos de deuda serían emitidos tanto por las autoridades soberanas nacionales como por la autoridad supranacional otorgando garantías conjuntas a las emisiones que se realizaran. Esta opción sería útil en momentos de crisis en los que los ingresos nacionales disminuyen y el Estado tiene más necesidad de financiación, pudiendo ellos mismo emitir Red Bonds en base a sus necesidades.
3. Sustitución parcial: en este caso, en vez de ofrecer garantías conjuntas de la totalidad de los miembros de la unión, se ofrecen garantías en base de las posibilidades de cada Estado (en base a la credibilidad de cada Estado). De esta forma se exigiría un menor compromiso a los Estados menos beneficiados de los bonos europeos

A pesar de la propuesta explicada ad supra, los bonos europeos son todavía una perspectiva de futuro y no han sido realizados a nivel europeo. Una de las cuestiones fundamentales del no acogimiento es la distorsión de opiniones presentadas por los Estados miembros, ya que no se logra una opinión común. Las opiniones divididas se basan sobre todo en los países centro y los países periferia, países como Alemania son reacios al acogimiento de la propuesta dado que la confianza y solidez de su economía le permite un bajo coste de financiación (el interés que actualmente está pagando Alemania por el bono a 10 años es del 0,35%) y además se beneficia de inversiones en otros bonos europeos que le generan rentabilidad y, por otro lado, países como Grecia o Italia están a

favor de esta propuesta ya que con su adaptación el coste de financiación disminuiría por una bajada en la prima de riesgo. Ni si quiera en todos los países existe una posición conjunta respecto de la adopción de los Eurobonos, como se puede ver en el cuadro posterior, en España existe una distorsión en las opiniones al respecto, aunque existe un claro sesgo ya que el 42% de los encuestados alegar no tener una opinión formada sobre el asunto.

Gráfico 16: apoyo a los Eurobonos

Respuesta	Eurozona	España
Totalmente a favor	9%	14%
Más bien a favor	29%	27%
Más bien en contra	19%	10%
Totalmente en contra	14%	7%
No sabe	29%	42%

Fuente: Elaboración propia con datos del boletín económico del ICE nº3047

VII. CONCLUSIONES

A forma de cierre de este documento, se van a exponer una serie de conclusiones extraídas del texto. En relación a la subasta de bonos de España, se sigue un sistema similar al establecido en todos los procedimientos de compra de bonos del mercado primaria en Europa. A modo resumen, la compra de bonos en el mercado primario se puede hacer mediante oferta competitiva y no competitiva. Los diferentes tipos de deuda pública que se pueden adquirir en las subastas emitidas por el Tesoro público español son las siguientes:

- Letras: a 3,6,9 y 12 meses. Las letras están emitidas al descuento, el precio de comprar es inferior al nominal de la deuda.
- Bonos: a 2,3,4 y 5 años tanto los bonos como las obligaciones no son emitidas al descuento, sino que se emiten por el valor nominal sobre par, a la par o bajo par.
- Obligaciones: a 10,15 y 20 años.

En relación con quién puede hacerse con deuda soberana la respuesta es cualquier persona física o jurídica a través de los canales establecidos para ello, que en España son el Banco

de España, la propia página web del tesoro público o las entidades financieras, sociedades y agencias de valores.

Las personas, tanto físicas como jurídicas, que están adquiriendo deuda pública han cambiado desde que el Banco Central Europeo está interviniendo en la compra de deuda pública en el mercado secundario. Durante los programas de quantitative easing del Banco Central, se adjudicaba más rápidamente la deuda pública ya que los inversores se podrían deshacer de ella rápidamente en el mercado secundario porque existía un comprador masivo, que era la máxima autoridad monetaria Europea. Estas medidas adoptadas por el Banco Central han levantado ampollas en sectores de algunos países de la Unión, ya que se consideraba, tal y como se ha detallado en este apartado anteriormente, que estaban sobrepasando las funciones otorgadas en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Bajo mi punto de vista, aunque la compra de deuda es una forma de controlar la **inflación** (que sí es una de las competencias del Banco Central), parece que no atiende directamente a un control de la inflación sino que podrían existir otras razones para la adopción de programas de quantitative easing. Por esta razón, estimo que el Banco Central Europeo se ha extralimitado de sus funciones con la compra de deuda pública de países de la Unión como forma de extender sus brazos en materia de política expansiva abarcando funciones que no tenía asignadas.

Actualmente, los inversores de deuda pública son principalmente los siguientes: Banco de España, Entidades de Seguros, Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, no residentes (donde encuadramos al Banco Central Europeo) y bancos.

Moviéndonos en la misma dirección, desde hace ya algún tiempo los instrumentos de deuda pública con vencimientos a corto plazo están dando rentabilidades negativas.

A pesar de todas las razones que han podido dar lugar a estas inversiones, expuestas en el apartado correspondiente, mi reflexión personal es que las instituciones que se alejan del ámbito público (sobre todo fondos de inversión y bancos privados) están adquiriendo deuda pública como forma de mejorar el rating de sus balances, ya que existen ordenes directas del Banco Central para la liquidación de los “activos tóxicos” de los balances de los bancos comerciales, y una forma sencilla de mejorar la calificación crediticia de los balances bancarios es la obtención de activos de máxima calidad (activos que, como mayor forma de garantía, están siendo comprados por el Banco Central Europeo). Esta

necesidad de mejorar su rating unido al bajo tipo de interés al que se está prestando el dinero, dejan la situación perfecta para la inversión en deuda pública.

A la hora de comparar a España con las economías vecinas, España ha mejorado enormemente su situación económica desde que se planteó el rescate por la Unión Europea. España es hoy en día uno de los países más fuertes dentro de la zona euro, y así lo dejan ver los diferentes indicadores macroeconómicos y las calificaciones crediticias realizadas por las principales agencias. Los países comparados, Alemania y Grecia, siguen modelos similares de colocación de deuda pública aunque con algunas peculiaridades: ambos utilizan un sistema de subasta pública aunque difieren en relación con qué personas están autorizadas para la adjudicación de deuda pública. Alemania y Grecia ocupaban posiciones antagónicas desde el punto de vista de deuda, Alemania es considerado como el motor europeo y sus instrumentos financieros de deuda funcionan como activos refugio para inversores tradicionales no arriesgados y con aversión al riesgo, y los inversores en deuda griega, aunque ese panorama está cambiando, son considerados inversores arriesgados que pretenden una alta rentabilidad de sus activos.

De hecho, Grecia es el único de los países comparados que no posee rentabilidades negativas en su deuda pública en ninguno de los tramos emitidos, consecuencia de la prima de riesgo del país. Las diferencias que se extraen de las primas de riesgo y la calificación crediticia provienen de indicadores macroeconómicos y de los datos presentados por los países en estas partidas.

Gráfico 17: Indicadores macroeconómicos España, Alemania y Grecia

Indicadores macroeconómicos	España	Alemania	Grecia
PIB anual	1.206.878M€	3.386.000M€	180.218M€
Deuda (%PIB)	98,10%	63,90%	176,10%
Déficit (%PIB)	-3,08%	1,00%	0,80%
Tasa de desempleo	14,3%	3,3%	18,5%
Salario Medio	26.535€	49.450€	20.886€

Balanza comercial (PIB)	-2,99%	6,88%	-11,89%
Índice de corrupción	58	80	45
Prima de riesgo frente Alemania	102	0,110	355

Fuente: elaboración propia

Por estas razones, dependiendo de la intención del inversor en cuestión se le recomendará invertir en un tipo de bono u otro ya que no todos los bonos ofrecen características similares ni rentabilidades parecidas. Siguiendo este hilo, cabe comentar la presencia de los bonos europeos. A pesar de que lleva siendo una propuesta desde hace algunos años, parece que la decisión de adoptar estos bonos no termina de llevarse a cabo porque no se ha determinado el siguiente paso a seguir en la Unión Europea. Bajo mi punto de vista, la adopción o no de los bonos europeos va a depender de las intenciones de la Unión Europea de aquí al futuro, esto es así debido a que si se pretende dar un paso más en la integración económica y monetaria de la Unión, es necesario la unificación de instrumentos financieros de este tipo; pero sin embargo si no se pretende dar ese paso hacia delante en la integración europea parece una propuesta que no llegará a ver la luz, o al menos, de momento. Si se decide llevar a cabo la propuesta de lo bonos europeos, es necesario el visto bueno de países reacios a su implantación como Alemania, que se oponen a su adopción hasta que se hayan aplicado otro tipo de políticas financieras, en palabras del propio Wolfgang Schäuble, Ministro de Finanzas alemán:

“Descarto los Eurobonos mientras que los estados miembros sigan gestionando sus propias políticas financieras y necesitemos distintos tipos de interés (en bonos del estado) para ofrecer incentivos y la posibilidad de sanciones que refuercen la solidez fiscal. Sin solidez, una moneda común no tiene cimientos”.

Por esta y otras razones, parece que a día de hoy los eurobonos se siguen viendo como un improbable, a menos que se lleven a cabo otras medidas para homogeneizar a los países europeos en otros sectores.

VIII. Bibliografía

Antoni Castells. 2015. “Mecanismos de estabilización europea”. Policy Brief núm 7. Acceso 5 de noviembre de 2018.

Banco Central Alemán. “Primary market”. www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/primary-market. Acceso 01 de marzo de 2019.

Banco Central Europeo. “Política Monetaria”. www.ecb.europa.eu/ecb/task/monpol/html. Acceso 14 de febrero de 2019

Banco de España. “Apertura de cuentas directas”. www.bde.es/bde/es/secciones/servicios/Particularesye/reclama/Apertura_de_cuentas_directas. Acceso 11 de febrero de 2019

Banco de España. “Deuda pública” www.bde.es/bde/es/areas/mercadeuda/. Acceso 5 de noviembre de 2018.

BBVA. “Los distintos tipos de deuda pública: letras del tesoro, bonos y obligaciones del Estado”. www.bbva.com/es/los-distintos-tipos-de-deuda-publica-letras-del-tesoro-bonos-y-obligaciones-del-estado. Acceso 5 de diciembre de 2018

Bundesbank. Agosto 2018. “Auction rules for the issue of Federal bonds, five-year Federal notes, Federal Treasury notes and Treasury discount paper”. Acceso 28 de febrero de 2019.

Carlos Closa e Ignacio Molina. 2018. “El futuro de la unión europea”, Informe el cano. Acceso 5 de noviembre de 2018.

Luis Cárdenas del Rey. 2014. “Los eurobonos en el marco de la unión bancaria”. Boletín económico de ICE nº3047. Acceso 5 de noviembre de 2018.

Moratinos Martínez, Víctor. 2016. “La sostenibilidad de la deuda pública española”. Trabajo Fin de Master, Universidad Pontificia de Comillas ICAI-ICADE.

MS. “Comparación de la deuda pública, griega, española y alemana”. www.monedasocial.org/comparacion-deuda. Acceso 5 de enero de 2019.

Piraeus bank. “Greek treasury bonds for private investors”. www.piraeusbank.gr/en/idiwtes/ependyseis/omologa-ellinikou-dimosiou. Versión 8 de enero de 2019

Selfbank. “¿Quién compra bonos con rentabilidad negativa?” www.blog.selfbank.es/quien-compra-bonos-con-rentabilidad-negativa. Acceso 8 de enero de 2019


Tesoro Público. “Deuda pública”. www.tesoro.es. Acceso 5 de noviembre de 2018.

Uncomo. “Qué son eurobonos y cómo funcionan”.
www.negocios.uncomo.com/articulo/que-son-los-eurobonos-y-como-funcionan

Anexo 1: Tabla de Rating Moody's, S&P, Fitch

Calidad	Moody's	S&P	Fitch					
Principal	Aaa	AAA	AAA	Altamente especulativa	B1	B+	B+	
					B2	B	B	
Alto grado	Aa1	AA+	AA+		B3	B-	B-	
	Aa2	AA	AA	Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+	
	Aa3	AA-	AA-		Caa2	CCC	CCC	
			Caa3		CCC-	CCC-		
Grado medio superior	A1	A+	A+	Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC	
	A2	A	A				C	
	A3	A-	A-	A falta de pocas perspectivas de recuperación		SD	RD	
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+		Impago	C	D	D
	Baa2	BBB	BBB					DD
	Baa3	BBB-	BBB-				DDD	
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+	Sin clasificar	WR	NR		
	Ba2	BB	BB					
	Ba3	BB-	BB-					

Anexo 2: página Tesoro Público Español

 **Tesoro Público**
Sede Electrónica de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera

[Bienvenido](#) [Benvingut](#) [Benvido](#) [Ongl Etorri](#)

[Procedimientos y Servicios Electrónicos](#) | [Notificaciones Electrónicas](#) | [Firma Electrónica](#) | [Comprobar integridad de documentos \(CSV\)](#)

Inicio >> Procedimientos y Servicios Electrónicos >> Compra y Venta de Valores del Tesoro >>

Compra y Venta de Valores del Tesoro

Objeto:
Permitir la compra y venta de valores del Tesoro Público.

Órgano Responsable:
Secretaría General del Tesoro y Política Financiera

Materia:
Tesoro y Política Financiera

URL:
<https://www.tesoro.es>

Sistema de Identificación:
Certificado electrónico

[Acceder a la aplicación](#)

Para resolver cualquier problema con el certificado raíz siga los pasos descritos en este PDF

Castellano | Català | Galego | Euskera | English

GOBIERNO DE ESPAÑA | MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA | **Tesoro Público**

Buscar

[Contacto](#) | [Enlaces](#) | [Mapa Web](#) | [Organización](#)

[Inicio](#) | [Deuda Pública](#) | [Servicio de Compra y Venta de Valores](#) | [Legislación y Política Financiera](#) | [Pagos del Tesoro](#) | [Caja General de Depósitos](#) | [Prevención del blanqueo y movimiento de efectivo](#) | [Coordinación de emisores públicos](#)

ÁREA DEL INVERSOR
Todo lo que necesita saber para invertir

[ACCEDER AL ÁREA DEL INVERSOR](#)

[PRODUCTOS Y SUBASTAS](#)

[COMPRA ONLINE PASO A PASO](#)

[NOTICIAS DEUDA PÚBLICA](#)

[PREGUNTAS MÁS FRECUENTES](#)

[EJEMPLOS DE INVERSIÓN](#)

ATENCIÓN AL INVERSOR
Sólo para inversores de Deuda Pública

[902 155 050 / 917 148 336](#)

[CONSULTANOS](#)

[TE LLAMAMOS](#)

¿Qué es el Tesoro Público?

La Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional es un órgano adscrito a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Empresa.

Deuda Pública

En esta sección encontrará información sobre los valores del Tesoro que esperamos sea de su interés. Así, se realiza una descripción del mercado español de Deuda Pública, se presentan las características de los productos y su tratamiento fiscal, se publica el calendario y el resultado de las subastas y se muestran nuestras publicaciones.

Por otra parte, el Tesoro Público pone a su disposición el [servicio de compraventa de Deuda Pública a través de Internet](#) y [las cotizaciones de AIAF para el M.Secundario retallista](#).

Servicios Destacados

[Estrategia 2019](#) | [Estrategia 2019 móvil](#)