



EL IMPACTO DE LOS INVERSORES NO-RESIDENTES EN LA DEUDA SOBERANA

Pedro Serrano Jiménez (Universidad Carlos III de Madrid)

XV CONCURSO NACIONAL DE AYUDAS A LA INVESTIGACIÓN EN CIENCIAS SOCIALES

Convocatoria 2016

La deuda soberana ocupa un papel central en la economía de mercado. Constituye el instrumento de preferencia, cuando no el único, para la financiación de los estados soberanos, desempeñando un papel crucial en la asignación intertemporal de los recursos en entornos de incertidumbre (p. ej. planes de pensiones), y en la canalización de los recursos de la inversión financiera (p. ej. fondos de inversión de renta fija). Asimismo, la deuda soberana también actúa como colateral en numerosas actividades de los mercados interbancarios y los mercados no- regulados (over-the-counter, u OTC), siendo uno de los productos financieros más transaccionados en los mercados financieros.

En este contexto, el conocimiento de los determinantes del coste de la deuda soberana resulta de enorme relevancia para reguladores, agentes de mercado y académicos. Por ejemplo, la caracterización de los determinantes del precio de la deuda podría favorecer el diseño de una política óptima de emisión de deuda soberana que redundase en menores costes para el contribuyente. Asimismo, la identificación de los factores de riesgo en la valoración de la deuda soberana incrementaría la eficiencia en los precios de la deuda, facilitando una asignación eficiente de los recursos. Igualmente, la estabilidad del sistema financiero podría beneficiarse del análisis histórico de los determinantes del coste de la deuda, ayudando a minimizar la vulnerabilidad de la deuda frente a shocks sistémicos.

Los estudios existentes hasta la fecha sobre los determinantes de la deuda soberana se centran, en su gran mayoría, en el análisis de variables financieras y económicas exógenas a los spreads de la deuda; véase, por ejemplo, Lane (2012) y referencias en el interior. Sin embargo, uno de los aspectos más sobresalientes de la deuda ha recibido, sorprendentemente, una escasa atención: su titularidad (ownership). Los efectos de la nacionalidad (extranjero o doméstico) y de las características de los tenedores de deuda (bancos, compañías de seguros, empresas no financieras, sector oficial, etc.) en cuestiones como el nivel de los spreads soberanos, su volatilidad o la liquidez de los títulos de deuda permanecen prácticamente ignorados. Un somero repaso a los datos internacionales muestra que éste no es un tema menor. Por ejemplo, con datos de 2011, el porcentaje de tenedores de deuda no-residentes (TNRs) supera el 50% del total de la deuda en países como Alemania, Francia o los Estados Unidos. Este porcentaje escala hasta el 70% para economías como Australia, Irlanda o Grecia, y es significativamente menor (inferior al 10%) para países como Japón o Corea del Sur (Andritzky, 2012). En el caso español, cerca del 40% de la titularidad de la deuda pública está en manos de no residentes, y un 20% adicional en posesión de las entidades de crédito locales. El resto está repartido entre fondos de inversión, Administraciones Públicas y otros tenedores de deuda (Delgado et al., 2015). En este sentido, el estudio de la importancia de la propiedad en los activos financieros está todavía en sus inicios.

En términos generales, este proyecto plantea un análisis de la deuda soberana desde el lado de la demanda. Particularmente, nuestro objetivo consiste en analizar el efecto de los TNRs en los mercados de deuda soberana. El estudio se estructura en torno a cuatro ejes: primero, examinar el papel de los TNRs sobre el coste de financiación de la deuda soberana, con atención al nivel y volatilidad del diferencial (spread) de deuda soberana. Segundo, caracterizar los determinantes de la demanda de deuda soberana por parte de los TNRs, con especial énfasis al papel de la calidad de las instituciones económicas nacionales. Tercero, analizar el rol de los TNRs en la liquidez agregada de los títulos de deuda pública. Por último, investigar el vínculo entre los TNRs y la fragmentación del mercado de crédito soberano europeo durante el período 2010-2012. En particular, se examinará el papel de los TNRs en los efectos de huida-hacia-la-liquidez (flight-to-liquidity) y huida-hacia-la-calidad (flight-to-quality) registrados en el mercado europeo de deuda soberana, y su comparación con el comportamiento con respecto a los inversores domésticos.

*Todos los derechos de propiedad intelectual son del autor. Queda prohibida la reproducción total o parcial de la obra sin autorización expresa del autor.

© FUNDACIÓN RAMÓN ARECES. Todos los derechos reservados.