

## Subasta.

Bolsalibre.es 23/11/2011



Imagen 1. Obligaciones americanas son las más negociadas en los mercados.

Continuemos a hablar sobre los bonos del Estado. El Estado debe emitir los bonos y venderlos a los inversores. En EE.UU. las obligaciones se vendían con el rendimiento fijo. Después de la primera guerra mundial creció el mercado con obligaciones. Tradicionalmente los gobiernos se prestaban dinero de otros países, pero después de la primera guerra mundial no hubo países de los que el gobierno estadounidense pudiera prestarse dinero. Pues el gobierno tuvo que pedir a sus ciudadanos a que financiaran su deuda. Aquel entonces las obligaciones se vendían con un interés fijo. Lo que ocurrió fue el exceso de interés de los inversores, ya que las tasas de interés fueron muy interesantes. La demanda por las obligaciones americanas superó a la oferta. ¿Pues, qué pasó?

Aparecieron nuevos especuladores que trataban comprar las obligaciones del Estado para venderlas inmediatamente a otros inversores, ya que hubo demasiado interés. Desde luego, con una ganancia interesante. (Las obligaciones se pueden vender y comprar entre los inversores). El estado se dio cuenta de que vendía su deuda más cara de lo que fuera necesario y por eso en **1929 Tesoro de EE.UU. pasó a un sistema nuevo – a la subasta.**

### ¿Cómo funciona la subasta?

El estado emite las obligaciones en subastas donde cada inversor pone su oferta: Qué volumen y bajo qué condiciones (interés) está dispuesto a prestar su dinero al estado. En la imagen siguiente (imagen 2) os mostraremos como funciona una subasta de los bonos:

	El Volúmen ofrecido	El interés demandado	
Inversor 1	100 mil.	2,7%	✓
Inversor 2	400 mil.	2,9%	✓
Inversor 3	400 mil.	3,1%	✓
Inversor 4	100 mil.	3,3%	✓
Inversor 5	200 mil.	3,5%	⊘

Imagen 2. Subasta de los bonos.

El primer inversor ofrece al estado 100 millones de euros por el interés 2,7%. Esta es la oferta más ventajosa para el estado. El segundo inversor ofrece 400 millones de euros y pide el rendimiento del 2,9%... El quinto inversor es más exigente y por 200 millones de euros pide un interés del 3,5%.

En el inicio fue anunciado que el estado quiere prestarse 1 mil millones de euros. En la imagen 2 podemos ver que los 5 inversores ofrecieron al estado 1,2 mil millones de euros. De todas formas, el gobierno quiere solamente 1 millón de euros, así que de los 5 inversores escogerá las ofertas más ventajosas. En final prestará a 4 inversores un mil millones de euros por el interés del 3% (interés medio de los intereses 2,7% - 3,3%). El inversor 5 no conseguirá las obligaciones del estado y quedará fuera del juego. La regla de esta subasta es simple: **El inversor quiere obtener mayor rendimiento posible, mientras que el estado quiere minimizar el costo de su deuda.**

Cuando crece el rendimiento de los bonos en las subastas, se considera una señal mala para el estado, porque crecen los costos de financiar su deuda y el estado entra en problemas siempre más profundos. Al revés cuando los inversores sienten seguridad, están dispuestos a prestar dinero al estado por un rendimiento bajo. Los costos de la deuda bajan y la financiación de la deuda vuelve siempre más fácil. Hay que decir que estas reglas son generales, y no valen siempre... *La seguridad de la inversión no es el único factor que influye a los rendimientos.*

Un factor muy importante es tasa de inflación. Las obligaciones son interesantes cuando tienen un rendimiento más alto que la tasa de inflación. Cuando la inflación es más grande que el interés que obtenemos de las obligaciones ocurre una situación especial: El estado "gana" de su deuda o la deuda no le cuesta nada, mientras que el

inversor “pierde”. Los inversores suelen invertir hasta en tales situaciones en los bonos estatales, porque se trata siempre de mejor lugar donde depositar el dinero que en su cuenta corriente. Aunque nominalmente ganan, realmente pierden. Esta situación ocurre ahora mismo en EE.UU. (octubre 2011).

Los países que representan riesgo – es decir países con los problemas fiscales donde hay peligro de que no puedan cumplir sus deberes, tienen que pagar mucho más por los intereses que los demás. La diferencia que los países de más riesgo tienen que pagar se denomina también como la prima de riesgo.

También vale que los países con la economía menos eficaz tengan que pagar más por los intereses que los países con una economía fuerte. Los países con las economías débiles no pueden llegar a las deudas públicas tan altas como los países desarrollados. Argentina o Rusia tuvieron declarar la quiebra con las deudas hacia PIB menos grandes que tienen los países desarrollados ahora mismo (por ejemplo Japón tiene deuda pública más del 200% PIB). Los países con las economías desarrolladas pueden tener deudas muy altas (Japón, EE.UU., Gran Bretaña) sin tener que pagar intereses altos (Japón a pesar de su deuda astronómica paga solamente 1% de interés en sus bonos a 10 años).

## El ratio Bid to Cover (BTC).

En las subastas estatales de obligaciones nos encontraremos con el término BTC (**Bid-to-Cover**). El BTC es un ratio que expresa cuanto interés hay por las obligaciones de un país. Si hay un gran interés, veremos números altos, si hay poco interés veremos números bajos. El ratio BTC es muy importante y expresa la credibilidad del Estado. Si el ratio está bajo, significa que la subasta terminó mal y hay riesgo de colapso, mientras que cuando está alto, significa que la subasta terminó bien y los prestamos que necesita el estado podrá realizarlos con mejores condiciones.

En la imagen 2 repetimos la imagen que pudisteis ver en el artículo sobre la subasta. Aquí podemos ver que en la subasta se ofrecieron bonos por valor de **1,0 mil millones** de euros. La oferta de los inversores (en total) fue de **1,2 mil millones** de euros.

	El Volumen ofrecido	El interés demandado	
Inversor 1	100 mil.	2,7%	✓
Inversor 2	400 mil.	2,9%	✓
Inversor 3	400 mil.	3,1%	✓
Inversor 4	100 mil.	3,3%	✓
Inversor 5	200 mil.	3,5%	⊘

Imagen 2. Subasta.

El ratio **BTC** se calcula de forma muy sencilla: **El dinero ofrecido por los inversores/ El dinero demandado por el Estado**. En nuestro caso se trata de 1,2 mil millones / 1,0 mil millones = **1,2**. El número 1,2 significa que la subasta terminó “bien” para el Estado. La oferta de dinero fue 1,2 veces más grande que la demanda. El bien lo pongo entre las comillas, porque el ratio de 1,2 significa que la oferta fue solo levemente superior a la demanda. Cada subasta debería terminar al menos en principio con un ratio superior a 1. El ratio mayor a 2 representa una subasta de éxito, mientras que el ratio óptimo para el estado es el superior a 3, que es típico para los bonos alemanes o estadounidenses. Cuanto mayor es el ratio BTC, tanto menores serán los intereses que el Estado tendrá que pagar a los inversores.

### La subasta sin éxito.

La subasta sin éxito o la subasta fracasada, es una subasta con un ratio BTC inferior a 1. Este ratio significa que el interés de los inversores en comprar las obligaciones es muy bajo. Hay poco dinero ofrecido al Estado, menos de lo que el estado demanda. Imaginemos un supuesto caso utilizando el ejemplo representado en la imagen 2. El estado ofrece bonos en la subasta por mil millones de euros y vienen solamente 2 inversores (Inversor 2 e Inversor 3, de la imagen 2.) que ofrecen en total 800 millones de euros. Podríamos llegar a la conclusión de que no pasó nada tremendo. El estado no consiguió todo el dinero demandado, sino que consiguió el 80% de lo que demandó. Pero en realidad el asunto es más complicado. El fracaso de la subasta, significa una desconfianza de los inversores en el país y en su política. Al enterarse el mundo financiero sobre el fracaso, sigue a menudo el colapso del mercado de los bonos en el país. Cuando esto ocurre, desaparecen los inversores que estaban dispuestos a prestarle dinero al país. Un país en esta situación, está condenado a

imprimir más dinero y puede terminar en default. Por eso los países hacen todo lo posible para que las subastas terminen bien.

### **El default del estado.**

Actualmente, (finales de 2011) estamos ante un escenario de una quiebra estatal, se trata como todos imaginareis de Grecia. El default llega cuando el país no tiene medios para pagar y devolver el dinero a los acreedores (los dueños de los bonos). Llegado este momento, vienen las negociaciones. Casi siempre se encuentra una manera de llegar a un compromiso. Este compromiso no significa otra cosa que no sea la aceptación por parte de los inversores de obtener pérdidas. Se trata de la así llamada **reestructuración de la deuda**. En una reestructuración, los inversores no suelen perder todo su dinero, sino una parte. A esto se le llama **“haircut”**.

Cada haircut puede ser diferente y depende de la fuerza política de los bancos y la situación económica. Un haircut común es el del 30%, sin embargo en el pasado cercano vimos haircuts del 70% como fue el caso de Argentina. En el caso de Grecia se habla sobre el haircut del 50%. La reestructuración de la deuda puede tener otras formas diferentes aparte del haircut. Se puede tratar también del aplazamiento de los pagos o de otras medidas. De todas formas, la reestructuración es un proceso problemático y el inversor puede quedarse mucho tiempo sin obtener nada de su inversión.

El default (la reestructuración de la deuda es de hecho también un default) tiene un impacto fuerte para país y por esta razón no es capaz de conseguir dinero en el mercado financiero. Está condenado a consumir solamente lo que puede ganar o recaudar. La confianza en un país es como un espejo. Se rompe fácilmente, pero es muy difícil reconstruirla nuevamente. Algunos países necesitan décadas para recuperar su imagen.