

BONOS SOBERANOS AUSTRÍACOS CENTENARIOS: HORIZONTES MUY LEJANOS

Ensayos y Notas 7/2020

José M. Domínguez Martínez
Director del proyecto Edufinet

Resumen

Este ensayo tiene como propósito plantear una serie de reflexiones y consideraciones, tanto desde la perspectiva del emisor como del inversor, en relación con los bonos soberanos emitidos por el Tesoro de Austria con vencimiento en el año 2120. En este contexto, se pondera la utilidad de dicha experiencia en el plano de la educación financiera y se comentan algunos de los riesgos generados.

Palabras clave: Bonos soberanos austríacos, Bonos centenarios, Deuda soberana, Riesgos.

Códigos JEL: G12, G53, H63.

“In the long run we are all dead”. Hace ya casi 100 años que John Maynard Keynes escribió esta popular frase, tan utilizada por los seguidores del gran economista británico en defensa de la aplicación de políticas fiscales estabilizadoras a corto plazo. Con todo, la célebre sentencia no ha estado desprovista de distintas interpretaciones. De entrada, es bastante patente que la presencia de los seres humanos en este mundo es, desde un punto de vista individual, transitoria. Cabe suponer que Keynes se refería a los miembros de unas generaciones concretas en un momento dado, y que en modo alguno pretendía anticipar una contraargumentación a la ahora conocida como “tragedia del horizonte”, especialmente relevante en relación con el problema del cambio climático¹.

Confiemos en que el adagio no llegue nunca a verificarse estrictamente en términos absolutos, lo que, según algunos vaticinios, podría llegar a ocurrir si no se afronta eficazmente ese grave problema mundial ligado al medioambiente. Aun así, de superarse, no habría que olvidar que, según los físicos, “el Sol estallará en aproximadamente 5.000 millones de años, en jueves, para ser precisos, con un margen de error de tres días”².

En definitiva, como queda evidenciado, no puede afirmarse que el largo plazo sea un concepto demasiado clarificador. Tampoco, que sea de extrema utilidad el criterio adoptado por la normativa contable general, que fija el umbral en un año, ya que los plazos adquieren otra dimensión cuando hablamos de los títulos de deuda pública. Así, el Tesoro español emite deuda a 3, 5, 10, 15 y 30 años. No, no puede decirse que, especialmente los tres últimos, sean plazos reducidos, sobre todo en una época caracterizada por tanta incertidumbre y por un carrusel de cambios y transformaciones. Es cierto que la existencia de mercados secundarios organizados permite aportar liquidez a los suscriptores de títulos que no puedan esperar al vencimiento, pero eso no evita tener que afrontar determinados riesgos como el de mercado.

¹ Según Mark Carney, el drama del cambio climático consiste en que los impactos catastróficos “se sentirán más allá de los horizontes tradicionales de la mayoría de los actores, imponiendo un costo a las generaciones futuras que la generación actual no tiene un incentivo directo para solucionar”. Vid. “Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability”, discurso en Lloyd’s, Londres, 29 de septiembre.

² Christophe Galfard, “El universo en tu mano. Un viaje extraordinario a los límites del tiempo y el espacio”, Blackie Books, 2016, pág. 29.

¿Tiene sentido, en el escenario actual, emitir títulos de deuda pública con vencimientos muy lejanos, por encima de los 30 años? ¿Estaría usted dispuesto a suscribir bonos públicos con vencimiento dentro de 100 años, es decir, en el año 2120?

Aunque causa bastante vértigo imaginar esos horizontes temporales que se antojan irreales, el Tesoro de Austria acaba de colocar 2.000 millones de euros en una emisión de bonos con ese vencimiento. Y no es la primera vez que experimenta con ese tipo de colocación en el mercado; de hecho, es la tercera desde el año 2017³.

Además, aprovechándose de la situación que rodea a los tipos de interés⁴, el coste de la deuda muestra un perfil descendente, desde un nivel de por sí reducido inicialmente (2,11% anual en 2017) hasta el 0,88% en 2020⁵.

¿Es razonable invertir en bonos a tan largo plazo, y con un tipo de interés tan reducido?

En una primera aproximación, parece evidente que, si el inversor es una persona física, la decisión respondería a un elemento de planificación financiera con fines sucesorios, o bien se trataría de alguien con la expectativa de que los tipos de interés no han agotado su recorrido a la baja, y cree que, desprendiéndose posteriormente en el mercado secundario de los títulos adquiridos, podría cosechar una plusvalía. De hecho, quienes estén en posesión de bonos de las dos emisiones centenarias anteriores ahora estarían ante esa posibilidad. Por otro lado, el inversor podría ser una compañía de seguros que hubiese adquirido el compromiso de satisfacer unas rentas -también con muy bajo rendimiento- durante un largo período, y que quisiera garantizarse la posibilidad de hacerlo con los intereses percibidos anualmente.

En cualquier caso, no hay que perder de vista que las inversiones en renta fija están sujetas a una serie de riesgos⁶. A comienzos del mes de julio de 2020 podemos tener una idea más o menos diáfana del alcance potencial de tales riesgos, pero no hay que descartar que, dentro de 20 años o aún menos, el panorama pueda ser bastante diferente. Así, la emisión de deuda con vencimientos ultralargos, con la gran incertidumbre existente frente a horizontes tan lejanos, ha llevado a algunos escépticos a considerar que nos encontramos ante un signo de “locura financiera”. A este respecto, se ha recordado que la configuración de Austria como país tiene poco más de 60 años, y que la deuda ha sido emitida en una moneda con un recorrido de sólo dos décadas⁷.

Al menos una cosa parece fuera de discusión: la emisión de títulos de deuda soberana a 100 años vista ofrece una experiencia llena de alicientes para su consideración desde la perspectiva de la educación financiera. A título indicativo, se apuntan algunas consideraciones en relación con los principales riesgos asociados:

- Riesgo de crédito: hace referencia a la posibilidad de que el emisor deje de cumplir sus compromisos de pago del cupón y/o de devolución del principal. Actualmente, la prima de riesgo (de la deuda soberana a 10 años) de Austria es muy baja (0,23%, a 29-6-2020)⁸. Por otro lado, aunque su ratio de deuda pública sobre el PIB supera claramente el umbral que ya se marcó para el acceso al euro (60%), se encuentra en una posición privilegiada en términos comparativos dentro de los cuadrantes de la sostenibilidad presupuestaria⁹. Al hilo de lo anterior, no podemos olvidar cuál era el nivel de deuda pública en España en el año 2007 y cuál es hoy.

³ Vid. José M. Domínguez Martínez, “Bono público centenario: ¿una rareza austríaca?, ¿una inversión temeraria?”, blog neotiempovivo.blogspot.com, 21 de septiembre de 2019.

⁴ A 29 de junio de 2020, el tipo de interés del bono soberano alemán se situaba en el -0,47%.

⁵ Vid. Philip Stafford, “Austria sells another ‘century bond’ as borrowing costs fall”, Financial Times, 24 de junio de 2020.

⁶ Tales riesgos se exponen en Edufinet, “Guía Financiera”, 6ª edición, Thomson Reuters Aranzadi, págs. 209-211, y en el portal de internet www.edufinet.com.

⁷ Vid. Robin Wigglesworth, “Austria’s ‘century bond’ rally highlights demand for long-term debt”, Financial Times, 12 de septiembre de 2019.

⁸ Expansión, datosmacro.expansion.com. El diferencial apuntado implica que, al igual que Alemania, también Austria disfruta de tipos de interés negativos.

⁹ Vid. José M. Domínguez Martínez, “La hora de la política fiscal: los cuadrantes de la sostenibilidad presupuestaria”, blog neotiempovivo.blogspot.com, 28 de noviembre de 2019.

- Riesgo de tipo de cambio: riesgo hoy día inexistente en el ámbito de la Eurozona.
- Riesgo de inflación: con una tasa de inflación interanual, medida por el IPC, del -0,3% en España¹⁰, el tipo de rendimiento real se sitúa por encima del nominal, pero el camino por recorrer es largo.
- Riesgo de tipo de interés o de mercado: existe una relación inversa entre el tipo de interés de mercado y el precio de un activo financiero¹¹. Invertir en un título de renta fija con la intención de desprenderse de él antes del vencimiento equivale a hacer una apuesta sobre el curso de los tipos de interés, que puede salir bien o mal.

.../... Viena, junio de 2120. Los responsables del Tesoro austríaco se preparan para amortizar los títulos de deuda que emitieron sus antecesores hace 100 años. ¿Sigue existiendo Austria como Estado soberano independiente? ¿Ha celebrado el euro su 120º aniversario? Estos y otros interrogantes no menos trascendentales podrían plantearse.

¿Qué valor tienen en términos reales, a precios de mediados del año 2020, los 2.000 millones de euros que, supuestamente, se pretenden amortizar en el año 2120, bajo la hipótesis de que los precios se han incrementado a una tasa anual acumulativa del 2% durante los 100 años transcurridos?:

- a. 747 millones de euros.
- b. 141 millones de euros.
- c. 1.000 millones de euros.
- d. 282 millones de euros.
- e. Prefiero no contestar.
- f. Prefiero repasar primero la Guía Financiera de Edufinet (u otra similar).

Ahora podemos tratar de responder a este último interrogante, suscitado con fines didácticos, pero sólo en el año 2120 podrá encontrarse la respuesta definitiva a los otros, y, asimismo, comprobarse si la hipótesis de aumento de los precios se ha desviado mucho o no –en promedio- de la senda real.

¿Serán necesarios, dentro de cien años, los programas de educación financiera? Tampoco podemos saberlo, pero mientras se perciba esa necesidad social, y sigan existiendo personas interesadas en aportar altruistamente su granito de arena, el proyecto Edufinet, seguramente, tratará de ir dejando su pequeña huella, prolongando su trayectoria, que acumula ya sus primeros 15 años.

Desde el verano de 2005 ha sido considerable el esfuerzo para llegar hasta aquí. El viaje ha sido arduo, pero ha merecido la pena. Al echar la vista atrás tomamos conciencia de que, sin estar provistos de excesivos aparejos, hemos ido ascendiendo, una tras otra, por escarpadas laderas. Y aun así quedan muchas cumbres por conquistar. Quizás sea un buen momento para ir comenzando a planificar –a corto, no a largo plazo- el proceso de desescalada personal.

¹⁰ Vid. INE, www.ine.es.

¹¹ Un ejemplo ilustrativo se ofrece en Edufinet, op. cit., pág. 210.