
II. Mercado primario de deuda del Estado

El año 2003 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado. Aunque el déficit de caja alcanzó en el conjunto del año los 4.132 millones de euros, frente a 2.626 millones de euros el año anterior (1), su ejecución ha supuesto, sin embargo, una mejora del 53,4% respecto de la cifra inicialmente presupuestada. Este hecho, junto con una acumulación de activos financieros también inferior a la presupuestada y el recurso a las disponibilidades líquidas del Tesoro como mecanismo de financiación, por un importe igual a 5.735 millones de euros, ha acabado determinando que la emisión neta de deuda anotada se haya visto reducida considerablemente en relación con la del año precedente. De hecho, en septiembre el Tesoro decidió revisar a la baja su programa de emisión neta para el año 2003 en alrededor de 5.300 millones de euros. No obstante, la concentración de vencimientos que debían ser refinanciados en 2003 y la continuidad durante este ejercicio de la política de recompras de deuda han determinado un aumento en el recurso bruto a los mercados por parte del Tesoro. En términos de costes, la tónica favorable que se acaba de describir se ha traducido en que la financiación se ha captado a niveles prácticamente idénticos a los de los países europeos de referencia en los mercados de deuda.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, de la ejecución del programa de recompras de deuda así como de las características y distribución del saldo de deuda anotada del Estado resultantes.

II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

De acuerdo con la información de la Intervención General de la Administración del Estado, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2003 ha presentado un déficit de caja que ascendió a 4.132 millones de euros.

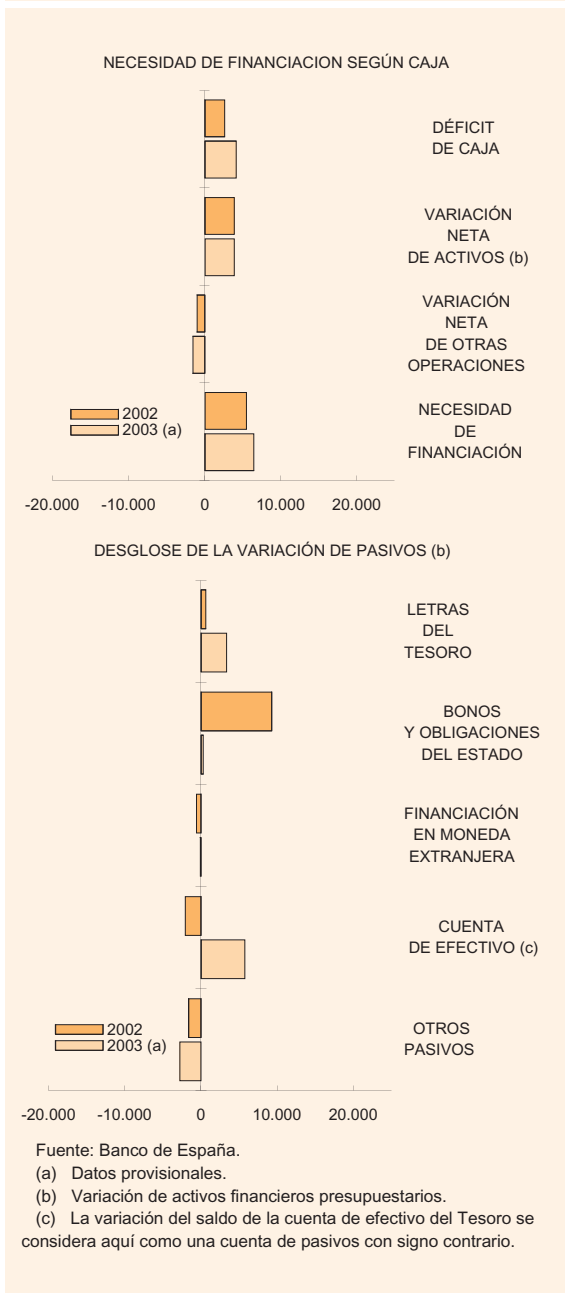
El gráfico II.1 presenta el desglose explicativo de las necesidades de financiación del Estado según un criterio de caja, que ascendieron a 4.938 millones de euros, y de su materialización en términos de efectivo y de instrumentos del mercado de deuda anotada. Concretamente, la financiación se ha cubierto en el mercado doméstico mediante una emisión neta de letras,

(1) Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la necesidad de financiación del Estado durante 2003 se redujo un 38,1% en relación con 2002.

GRÁFICO II.1

Necesidad de financiación según caja y su financiación

millones de €



bonos y obligaciones por un importe nominal igual a 1.793,3 millones de euros (2). Por otro lado, debe recordarse de nuevo que la disminución del saldo del Tesoro en sus cuentas de depósito de efectivo en el conjunto del año ha recortado el recurso a la financiación en los

(2) Completan el capítulo de fuentes de financiación neta la emisión neta en divisas y la deuda asumida por el Estado. En 2003, la financiación neta en partidas distintas de la deuda anotada ascendió a -2.939 millones de euros.

mercados por un importe igual a 5.735 millones de euros en términos efectivos.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro en el mercado interior ha favorecido que se produjera una leve extensión de la vida media del saldo de deuda del Estado, desde 6,02 años a finales de 2002, hasta 6,14 años, al concluir 2003. Este alargamiento se ha producido en un contexto caracterizado por una emisión de letras positiva en términos netos, por un importe de 2.935,2 millones de euros en términos nominales y por una colocación neta negativa de deuda del Estado a medio y largo plazo, la cual ascendió a -1.142,0 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación practicada en 2003, se ha producido un crecimiento del 1% en el saldo de deuda pública anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 284.734,3 millones de euros. Así mismo, el crecimiento registrado por el importe de amortizaciones en el ejercicio 2003 ha determinado que la actividad del Tesoro en el mercado primario haya crecido ligeramente en relación con la de 2002, a pesar de la contracción registrada por la apelación neta al mercado. Así, si en ese último año la emisión bruta de deuda anotada ascendió a 66.862,9 millones de euros, el monto nominal de valores colocados en 2003 ha sido 71.588,8 millones de euros.

Por lo que respecta al perfil temporal de la financiación (véase gráfico II.2), cabe observar, como hechos más destacables, la notable emisión neta que se produjo en abril, fruto de la colocación en dicho mes de una obligación a diez años mediante un procedimiento de sindicación, así como la significativa amortización neta, en enero, debida al vencimiento ese mes de sendos bonos de cupones 5,25% y 3% y, ya más moderadas, de un bono en julio y de sendas obligaciones en agosto y en octubre.

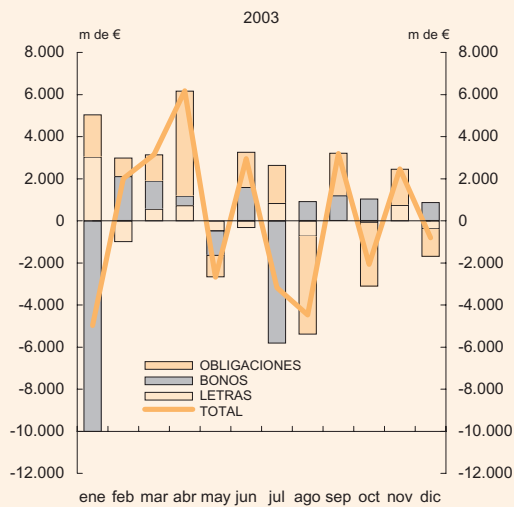
II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Durante el año 2003 el perfil que han seguido los tipos marginales a los que se ha financiado el Tesoro ha respondido, en térmi-

Por otro lado, debe observarse que la cifra de emisión neta de letras, bonos y obligaciones está expresada en términos nominales, por razones de concordancia con el cuadro II.1, con lo que no refleja exactamente el efectivo captado. Obsérvese que es este el motivo por el que el signo de la emisión neta efectiva de bonos y obligaciones durante 2003 en el gráfico II.1 no concuerda con el de la misma variable en el cuadro II.1.

GRÁFICO II.2

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



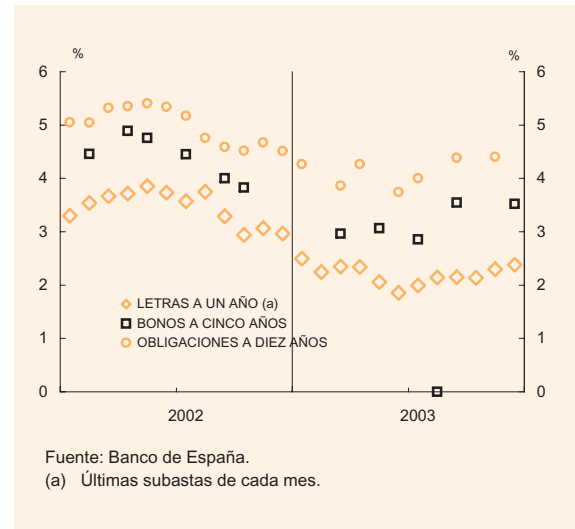
Fuente: Banco de España.

nos generales, a la trayectoria relativamente estable que ha caracterizado a los tipos de interés de mercado (véase gráfico II.3). Así, la diferencia entre los tipos marginales de las últimas subastas de 2003 y 2002 fue de tan solo -11 puntos básicos. Análogamente, un ejercicio similar referido a las letras a un año se salda con una caída en los tipos marginales en 51 puntos básicos. Por otra parte, la comparación con los tipos a los que se han financiado los emisores de referencia en Europa evidencia la mejora en la valoración relativa de la deuda del Estado español en los mercados de capitales, en los que los indicadores sintéticos de diferencial con Alemania y Francia prácticamente se anularon a lo largo de 2003.

Por lo que se refiere al nivel de actividad en el mercado primario, la emisión bruta de deuda del Estado aumentó en 2003 un 7%, como se aprecia en el cuadro II.1. Por instrumentos, la colocación de letras tuvo un mayor dinamismo, al registrar un crecimiento del 12%, en consonancia con el compromiso de fomento del mercado de instrumentos a corto plazo que el Tesoro ha puesto en práctica. El nivel de actividad del mercado primario de deuda a medio y largo plazo registró un crecimiento más modesto, próximo al 2%, a pesar de la concentración de amortizaciones en 2003 de líneas de bonos y obligaciones. En conjunto, como ya se ha indicado anteriormente, la emisión neta en 2003 registró una contracción notable, al cifrarse en 1.793,3 millones de euros, frente a los 9.494,7 millones de 2002. La sobre-financiación alcan-

GRÁFICO II.3

Mercado primario de deuda del Estado Tipos marginales



Fuente: Banco de España.

(a) Últimas subastas de cada mes.

zada en el mercado de letras ha permitido que el peso de esta clase de instrumentos en el conjunto de la deuda anotada haya aumentado en 2003, ya que, al concluir el ejercicio, las mismas suponían el 13,6%, frente al 12,7% en 2002.

La ejecución del programa de financiación se ha vuelto a caracterizar en 2003 por una reducción en el número de subastas y por un incremento en los importes medios captados en cada una. De esta forma, es posible conciliar objetivos más ambiciosos de liquidez para los instrumentos de deuda en el mercado secundario con un recurso al mercado primario que crece en menor medida. En conjunto, esta política limita la frecuencia en el lanzamiento de nuevas referencias. Con todo, en 2003 se lanzó un nuevo bono a tres años de cupón 3,20% y una nueva obligación a diez años con cupón 4,20%. La colocación de este último instrumento se inició mediante un procedimiento de sindicación, al objeto de asegurar una elevada liquidez desde el mismo comienzo de la emisión y de alcanzar objetivos específicos en cuanto a la distribución entre inversores.

II.2.1. Financiación a corto plazo

En 2003 el Tesoro ha seguido poniendo en práctica su política de fomento del papel de las letras en su financiación. En consecuencia, la emisión de letras ha recibido un nuevo impulso en 2003, como ya se anticipaba en la memoria correspondiente a 2002. En concreto, esta voluntad del Tesoro por fomentar el desarrollo de letras se ha manifestado en la introducción de

**Mercado primario de deuda del Estado
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2003	2002	%	2003	2002	%	2003	2002	%	2003	2002	%
Total	71.588,8	66.862,9	7	69.795,5	57.368,2	22	1.793,3	9.494,7	-81	284.734,3	282.941,0	1
Total letras	36.207,9	32.235,4	12	33.272,7	31.988,5	4	2.935,2	246,9	1.089	38.766,2	35.831,0	8
A tres meses	3.258,1	—	—	2.205,1	—	—	1.053,0	—	—	1.053,0	—	—
A seis meses	4.070,8	2.200,0	85	1.594,9	2.200,0	-28	2.475,9	—	—	2.475,9	—	—
A un año	12.366,0	16.270,8	-24	15.008,3	13.568,7	11	-2.642,2	2.702,0	-198	12.366,0	15.008,3	-18
A dieciocho meses	16.513,0	13.764,7	20	14.464,5	16.219,8	-11	2.048,5	-2.455,1	183	22.871,2	20.822,7	10
Total bonos y obligaciones	35.380,9	34.627,5	2	36.522,9	25.379,7	44	-1.142,0	9.247,7	-112	245.968,0	247.110,0	0
A tres años	10.139,5	3.374,5	200	17.328,3	10.852,4	60	-7.188,9	-7.477,9	4	21.988,0	29.176,8	-25
A cinco años	7.191,5	9.498,6	-24	7.412,4	8.647,4	-14	-220,9	851,2	-126	54.608,0	54.829,0	0
A diez años	12.452,7	14.305,7	-13	10.561,1	5.786,9	83	1.891,6	8.518,8	-78	111.747,0	109.855,4	2
A quince años	2.756,4	6.126,9	-55	1.221,0	93,0	1.213	1.535,4	6.033,9	-75	36.938,3	35.402,9	4
A treinta años	2.840,8	1.321,8	115	—	—	—	2.840,8	1.321,8	115	20.686,8	17.845,9	16

Fuente: Banco de España.

una nueva línea a tres meses, en la reactivación de la línea de seis meses y, en términos cuantitativos, en una apreciable colocación positiva en términos netos. En particular, el saldo vivo de letras ha aumentado a lo largo de 2003 en 2.935,2 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto al de finales de 2002.

La financiación neta obtenida mediante letras se ha distribuido, fundamentalmente, entre las de plazo igual a seis meses y las de dieciocho meses, habiéndose registrado una amortización neta en las líneas de plazo igual a doce meses. En este sentido, conviene observar que el fomento de la liquidez de las letras desde su colocación inicial, junto con la fungibilidad que las mismas presentan, ha incentivado en 2003 cierto desplazamiento en la colocación hacia letras a dieciocho meses. En relación con la fungibilidad de las letras, debe observarse que, pasados seis meses, el saldo vivo existente de una letra a dieciocho meses puede ser engrosado mediante nuevas emisiones de la misma referencia, esta vez a doce meses. Un hecho cualitativamente destacado de la política de financiación en 2003, que se inscribe en la política de fomento del mercado de corto plazo, es el recurso neto positivo logrado mediante letras a tres meses y la estabilidad de las emisiones a lo largo del ejercicio.

Como se anticipaba anteriormente, el tradicional protagonismo de las letras a doce meses en la actividad del Tesoro en el corto plazo se ha invertido en 2003, habiéndose registrado una contracción de la emisión bruta de un 24%,

en relación con la registrada en 2002, y colocándose en conjunto un importe nominal de 12.366,0 millones de euros. Así, el saldo de valores emitidos a este plazo ha caído en 2003 también alrededor de un 18% respecto al de cierre del año anterior. De esta forma, las letras originalmente emitidas a doce meses representaban a finales de 2003 alrededor de un 4% del total de la deuda anotada del Estado. En cambio, la actividad emisora en letras a dieciocho meses ha crecido un 20%, alcanzándose una colocación bruta de 16.513,0 millones de euros, por lo que, habida cuenta de que amortizaban 14.464,5 millones en letras emitidas originariamente a ese plazo, el saldo vivo correspondiente a finales de 2003 ha crecido un 10% en relación con el correspondiente a finales de 2002.

En el segmento de más corto plazo, el nulo nivel desde el que partían las condiciones de liquidez, junto con el compromiso adquirido para con la misma, ha determinado el protagonismo de la colocación neta y bruta a tres y seis meses, cuyos importes recoge el cuadro II.1.

La ejecución de la política de emisión a corto plazo que se ha descrito ha permitido que el saldo vivo medio de letras por referencia superase a finales de 2003 los 3.500 millones de euros, frente a alrededor de 2.000 millones de euros a finales de 2002.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

Como se ha venido diciendo, en el año 2003 se ha invertido el papel de la deuda a medio y

largo plazo en la política de financiación del Tesoro en comparación con años anteriores. En términos nominales, la actividad en este conjunto de líneas ha supuesto una aparente detracción de los fondos totales dispuestos, es decir, de la suma de los obtenidos en el mercado de letras y de los dispuestos con cargo al saldo de la cuenta de efectivo. Sin embargo, en términos efectivos la contribución a la financiación ha sido positiva, aunque prácticamente nula. De esta forma, al cierre de 2003 el saldo de bonos y obligaciones se ha mantenido prácticamente estable en relación con el de finales de 2002. Asimismo, la concentración de amortizaciones de bonos y obligaciones en 2003 ha acabado determinando que, pese a la menor apelación neta a estos instrumentos, la colocación bruta de los mismos haya crecido un 2%, en relación con la de 2002.

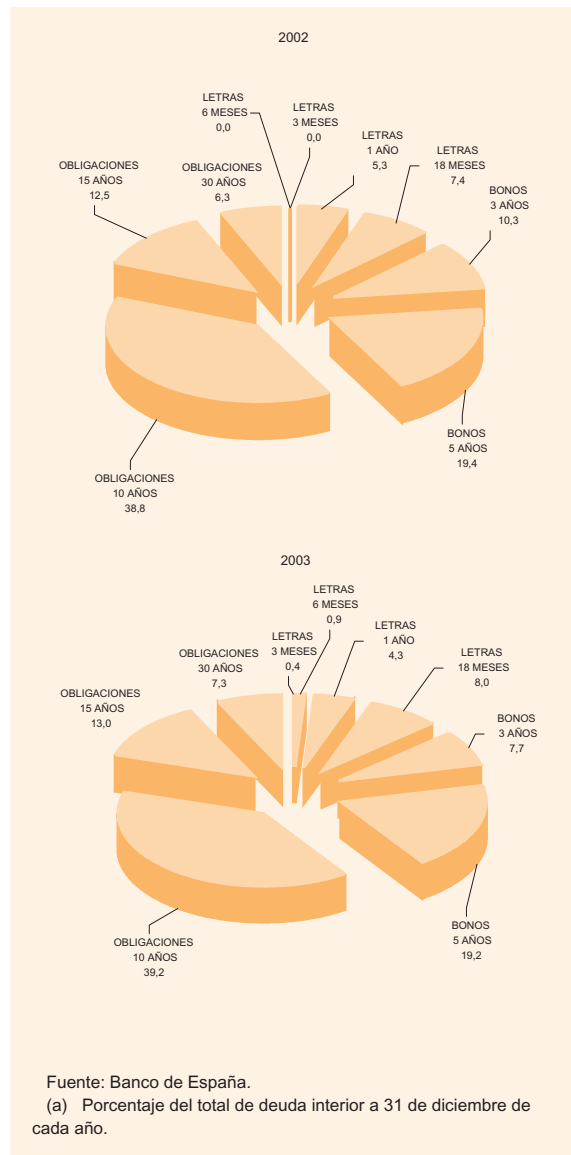
En términos absolutos, el peso de la financiación a medio y largo plazo obtenida en 2003 ha favorecido al tramo de las obligaciones a treinta años, donde se captaron 2.840,8 millones de euros en términos netos, habiéndose concentrado la amortización neta de deuda en las líneas a tres y a cinco años, por importes de 7.188,9 y 220,9 millones de euros, respectivamente. En relación con las cifras de emisión neta y de amortizaciones de deuda a medio y largo plazo, conviene observar que las cifras reflejadas en el cuadro II.1, con las que se viene trabajando, incorporan los resultados del programa de recompras de deuda efectuado durante el año 2003 y que se describirán con más detalles en el apartado II.2.3.

En términos brutos, la actividad de emisión se ha concentrado en las líneas a diez y tres años. En el primer caso, el volumen de emisión bruta registrado en 2003 —12.452,7 millones de euros— ha permitido acomodar el sustancial volumen de amortizaciones registradas —10.561,1 millones de euros—, hasta determinar una emisión neta positiva —1.891,6 millones de euros—, en consonancia con el carácter de referencia que desempeña este instrumento en los mercados. En el segundo caso, un volumen de amortizaciones significativamente mayor —17.328,7 millones de euros— y la menor relevancia relativa de esta línea han determinado la sustancial contracción —25%— registrada en el saldo de bonos originalmente emitidos a tres años, pese al dinamismo que, como se ha dicho, mostró en 2003 este tramo.

Por volumen captado, los bonos a cinco años han canalizado 7.191,5 millones de euros, un 24% menos que el año anterior. Con este nivel de actividad y el volumen de amortizaciones registrado en 2003, al concluir el año el

GRÁFICO II.4

Composición de la deuda anotada (a)

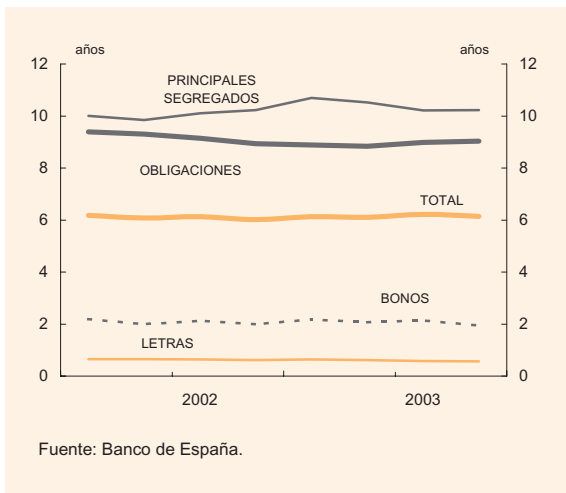


saldo de bonos emitidos originalmente a cinco años se mantenía estable en comparación con el de 2002. En cuanto al segmento de las obligaciones a quince años, el rasgo característico del nivel de actividad en 2003 ha sido un menor volumen bruto emitido. En total, se colocaron 2.756,4 millones de euros, lo que ha supuesto una contracción interanual del 55% respecto a la cifra de 2002, cuando comenzó la emisión de la obligación que actualmente sirve de referencia en este tramo. Al concluir 2003, el saldo de obligaciones originalmente emitidas a quince años había crecido un 4%.

El fuerte crecimiento del nivel de actividad bruta en obligaciones a treinta años —115%— se ha trasladado íntegramente a la emisión neta, dada la ausencia de amortizaciones du-

GRÁFICO II.5

Vida media residual por grupos de instrumentos



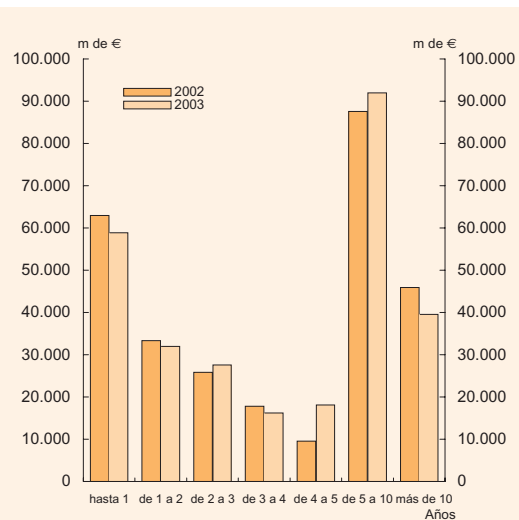
rante 2003. De esta forma, el saldo de obligaciones a treinta años ha crecido un 16%, ascendiendo un punto porcentual —hasta el 7%— el peso de este instrumento en el conjunto de la deuda anotada.

Los valores de deuda que concretamente han canalizado la actividad emisora en 2003 han sido seis. En el plazo de diez años, las obligaciones de cupón 5%, que, al concluirse su emisión, registraba un saldo vivo de 12.770 millones de euros, y la obligación de cupón 4,2%, que comenzó su andadura a través de una sindicación, cuyo importe colocado ascendió a 5.000 millones de euros. En el plazo de tres años, el bono de cupón 3,2% comenzó a emitirse ya en enero mediante subasta convencional. En el plazo de cinco, quince y treinta años, prosiguieron las colocaciones iniciadas con anterioridad de los valores de cupón 4,25%, 5,5% y 5,75%, respectivamente.

Con la política de emisión que se ha venido describiendo, la estructura del saldo de deuda a finales de ejercicio ha registrado una ligera alteración respecto de la de cierre de 2002. Como se puede apreciar en el gráfico II.4, la deuda a medio y largo plazo ha perdido peso a favor de las letras en alrededor de un punto porcentual. En concreto, la proporción de deuda anotada emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 87,3% en 2002, al 86,4% del año 2003. Por el contrario, como ya se apuntó anteriormente, la participación de las letras del Tesoro en el conjunto del saldo de deuda anotada aumenta, a finales de 2003, a niveles de entorno al 13,6%, desde niveles cercanos al 12,7% en 2002.

GRÁFICO II.6

Distribución por vencimientos



Los moderados cambios en la estructura de la deuda que se han descrito se han reflejado también en un ligero aumento de la vida media residual, que ya se ha señalado anteriormente. Como se puede apreciar en el gráfico II.5, esta ha pasado desde niveles de 6,02 años en 2002 hasta los 6,14 años de 2003. Obsérvese que la emisión neta negativa de deuda a medio y largo plazo no es incompatible con este alargamiento en la vida media de la deuda anotada. La razón es que, al hablar de emisiones netas, el saldo que se determina no es homogéneo en lo que se refiere a la vida residual de los instrumentos que forman parte de una misma línea. En otras palabras, la vida residual en origen de un bono cualquiera difiere de la que el mismo presenta cuando llega su vencimiento, sin que por ello deje de pertenecer a la misma clase.

En lo que al riesgo de refinanciación se refiere, puede decirse que parte de las operaciones de recompra acometidas durante 2003 tenían como finalidad gestionar anticipadamente la refinanciación de los bonos que venían en julio, agosto y octubre de 2004. En el gráfico II.6, se presenta el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro al concluir 2003.

II.2.3. Recompas de deuda

Durante 2003, la comodidad con la que se desarrollaba el programa de financiación anual y la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación han permitido que se intensificase el programa de recompras

CUADRO II.2

**Recompras de deuda
Año 2003**

Millones de euros

	Años vida residual (a)	PRO MEMORIA						
		Efectivo	Nominal recomprado	Nominal ofertado	Saldo previo a las recompras	% del saldo ofertado	% del saldo recomprado	% rec/ofe
Total		8.080,2	7.222,0	19.947,0	73.491,2	27,1	9,8	36,2
B-3 (4,60%)	0,2	3.401,6	3.269,0	7.272,0	10.760,0	67,6	30,4	45,0
O-10 (10,90%)	0,3	382,1	347,0	902,0	5.025,0	18,0	6,9	38,5
O-10 (10,50%)	0,4	186,2	170,0	200,0	3.760,8	5,3	4,5	85,0
B-5 (4,50%)	0,6	453,9	440,0	1.257,0	9.393,0	13,4	4,7	35,0
O-10 (8%)	1,1	230,4	203,0	898,0	5.065,0	17,7	4,0	22,6
O-10 (10%)	1,8	92,2	80,0	1.325,0	4.856,0	27,3	1,6	6,0
O-10 (10,15%)	2,2	408,8	333,0	1.116,0	3.363,0	33,2	9,9	29,8
O-10 (8,80%)	3,0	35,3	30,0	482,0	3.206,0	15,0	0,9	6,2
O-10 (7,35%)	3,9	565,5	484,0	1.314,0	4.238,4	31,0	11,4	36,8
O-10 (6%)	4,1	739,0	645,0	1.235,0	16.528,0	7,5	3,9	52,2
O-15 (8,20%)	5,2	1.111,3	876,0	2.910,0	5.535,0	52,6	15,8	30,1
O-15 (8,70%)	8,8	473,9	345,0	1.036,0	1.761,0	58,8	19,6	33,3

Fuente: Banco de España.

(a) Tras la última recompra del período.

de deuda. En total, se ejecutaron recompras a lo largo de siete sesiones distribuidas durante todo el año: comenzando ya en abril y siguiendo en distintas fechas de mayo, noviembre y diciembre. Mediante estas operaciones se procedió a amortizar anticipadamente bonos emitidos originalmente a tres y cinco años, así como obligaciones a diez y quince años. El volumen nominal de las recompras practicadas en 2003 ascendió a 7.222,0 millones de euros.

El cuadro II.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2003. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado están los bonos de cupón 4,60%, 10,90%, 10,50%, 4,5% y 8% con vencimientos a lo largo de 2004. La concentración de vencimientos que se suele producir, debido a exigencias de diseño para los programas de *strips* o a otras consideraciones, habitualmente ha determinado que deban reducirse con antelación los posibles riesgos de refinanciación que pudieran sobrevenir. Con este fin, mediante cuatro subastas se amortizaron anticipadamente 3.269,0 millones de euros del bono de cupón 4,60% y 347,0 de la obligación de cupón 10,90%. Las recompras de la obligación de cupón 8% se concentraron en dos subastas, alcanzándose un importe conjunto de 203,0 millones de euros. Finalmente, la obligación de cupón 10,50% y el bono de cupón 4,50% fueron objeto de recompra en sendas subastas, alcanzándose un importe en las mismas de 170,0 y 440,0 millones

de euros, respectivamente. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que la mayor oferta para su amortización se concentró en el bono de cupón 4,60%. Para el Tesoro, el mayor interés relativo lo concentró la obligación de cupón 10,50%, si se atiende a la *ratio* del 85% del volumen efectivamente recomprado sobre el ofertado. Sin embargo, en términos absolutos el mayor interés para el Tesoro lo supuso el bono de cupón 4,60%, dado el elevado nivel de suscripción de las ofertas presentadas —45%— y el elevado volumen ofertado.

El segundo grupo de operaciones de recompra efectuadas en 2003 hace referencia a obligaciones de cupones relativamente elevados u otros instrumentos cuya cotización se valoró desalineada con niveles relativos adecuados. Cabe destacar que el volumen de estas operaciones, cuya ejecución descansa más intensamente en la comodidad con la que se desarrollan los programas de financiación, ha crecido en términos cuantitativos en relación con el volumen alcanzado en 2002. Así, el importe nominal amortizado anticipadamente en 2003 —2.793 millones de euros— ha sido alrededor de doce veces el que se alcanzó el año anterior. Por otra parte, el mayor interés de las ofertas y/o la mayor comodidad del Tesoro con las mismas quedan puestos de manifiesto por unas tasas de adjudicación muy superiores a las registradas en 2002 y similares a las del primer grupo de instrumentos que han sido objeto de recompra.