

2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2004 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado. El saldo de caja por operaciones no financieras alcanzó en el conjunto del año un superávit de 527 millones de euros, frente a un déficit de 4.132 millones de euros el año anterior¹. Este balance, unido a una acumulación de saldos de tesorería igual a 854 millones de euros y al aumento neto registrado por otros activos financieros en 2.363 millones de euros, ha resultado en una necesidad de endeudamiento igual a 2.690 millones de euros. No obstante, la emisión neta de deuda anotada ha sido superior —8.131,1 millones de euros—, debido a la amortización neta registrada por el capítulo de otros pasivos. Cabe destacar, además, que la comparación interanual en lo relativo a apelación neta al mercado de deuda anotada está distorsionada por la elevada disposición con cargo a la cuenta de tesorería que tuvo lugar en 2003. En términos brutos, el ejercicio 2004 se ha saldado con un crecimiento moderado en el volumen de actividad. En términos de costes, la tónica favorable que se acaba de describir se ha traducido en que la financiación se ha captado a niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro.

En el presente capítulo se analizará brevemente 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.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el avance informativo de la Intervención General de la Administración del Estado, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2004 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 527 millones de euros. El saldo primario del período ha ascendido a 17.287 millones de euros.

Esta favorable evolución no ha determinado una menor presencia del Tesoro en el mercado de deuda anotada. El aumento del saldo de sus cuentas de depósito de efectivo en el conjunto del año por un importe igual a 854 millones de euros así como el incremento registrado por el saldo neto de otros activos financieros han contribuido a un aumento interanual de la necesidad de endeudamiento. Además, la amortización neta registrada en 2004 por los pasivos distintos de la deuda anotada² ha permitido que la financiación neta en el mercado doméstico mediante letras, bonos y obligaciones alcanzase un importe nominal igual a 8.131,1 millones de euros.

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 hasta 6,2 años. Este alargamiento se ha producido en un contexto caracterizado por una emisión de letras negativa en términos netos, por un importe de 1.778,5 millones de euros en términos nominales y por una colocación neta positiva de deuda del Estado a medio y largo plazo, la cual ascendió a 9.909,6 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación practicada en 2004, se ha producido un crecimiento del 3% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la necesidad de financiación del Estado durante 2004 ascendió a 9.863 millones de euros. 2. Un ejemplo de este hecho es que la financiación neta en divisas en términos de caja ascendió a -2.852 millones de euros. Sin embargo, en 2004 tuvo lugar una apelación al mercado de bonos internacionales mediante una emisión en dólares por un importe igual a 1.500 millones de dólares.

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%
Total	75.598,5	71.588,8	6	67.467,4	69.795,5	-3	8.131,1	1.793,3	353	292.865,4	284.734,3	3
Total letras	36.838,5	36.207,9	2	38.617,0	33.272,7	16	-1.778,5	2.935,2	-161	36.987,8	38.766,2	-5
A tres meses	3.850,7	3.258,1	18	4.129,9	2.205,1	87	-279,2	1.053,0	-127	773,9	1.053,0	-27
A seis meses	5.074,9	4.070,8	25	4.544,1	1.594,9	185	530,8	2.475,9	-79	3.006,7	2.475,9	21
A un año	12.350,4	12.366,0	0	13.317,7	15.008,3	-11	-967,3	-2.642,2	63	11.398,7	12.366,0	-8
A 18 meses	15.562,6	16.513,0	-6	16.625,3	14.464,5	15	-1.062,7	2.048,5	-152	21.808,5	22.871,2	-5
Total bonos y obligaciones	38.760,0	35.380,9	10	28.850,4	36.522,9	-21	9.909,6	-1.142,0	968	255.877,6	245.968,0	4
A tres años	8.940,1	10.139,5	-12	11.848,4	17.328,3	-32	-2.908,3	-7.188,9	60	19.079,6	21.988,0	-13
A cinco años	11.446,8	7.191,5	59	10.220,0	7.412,4	38	1.226,8	-220,9	655	55.834,9	54.608,0	2
A diez años	9.184,5	12.452,7	-26	6.290,0	10.561,1	-40	2.894,5	1.891,6	53	114.641,5	111.747,0	3
A quince años	6.082,0	2.756,4	121	492,0	1.221,0	-60	5.590,0	1.535,4	264	42.528,3	36.938,3	15
A treinta años	3.106,6	2.840,8	9	—	—	—	3.106,6	2.840,8	9	23.793,4	20.686,8	15

FUENTE: Banco de España.

concluir ese ejercicio, a 292.865,4 millones de euros. Por otro lado, la ligera caída del importe de amortizaciones registradas en el ejercicio 2004 no ha impedido que la actividad del Tesoro en el mercado primario haya crecido también ligeramente en relación con la registrada en 2003. Así, si en ese último año la emisión bruta de deuda anotada ascendió a 71.588,8 millones de euros, el monto nominal de valores colocados en 2004 ha sido 75.598,5 millones de euros. En términos de costes, la financiación captada durante 2004 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas³ y, en conjunto, a niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro.

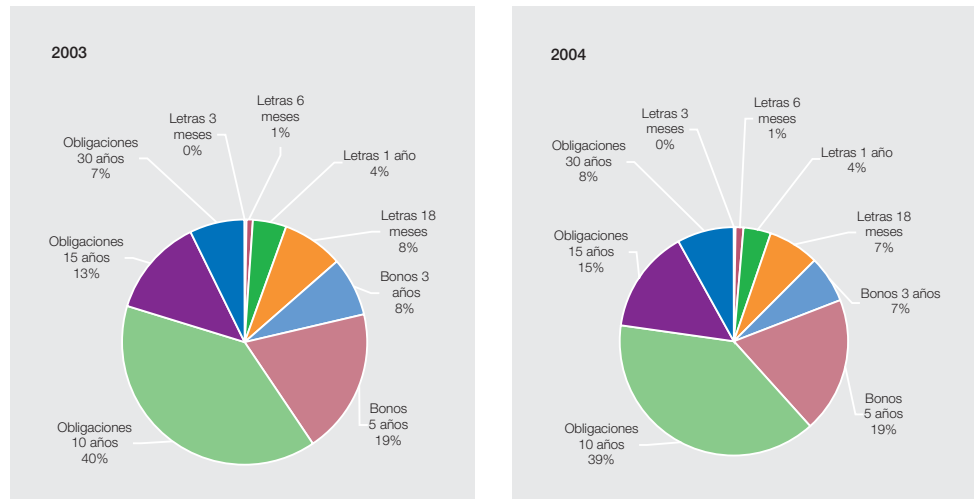
2.2 Evolución del mercado primario

Como se ha apuntado anteriormente, la captación neta de fondos durante 2004 se ha caracterizado por basarse en una sobrefinanciación mediante bonos y obligaciones del Estado, a costa de una disminución del saldo de letras en circulación próxima al 5% en relación con 2003.

De esta forma, al concluir 2004 el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha caído hasta el 12,65%, desde el 13,61% que suponía en 2003. Esta contracción del saldo vivo de letras ha afectado a todas las líneas, salvo a la de letras a seis meses. Con todo, la mayor intensidad absoluta de esta amortización neta de letras se ha producido en las líneas de dieciocho meses y un año, las que registran mayores saldos vivos.

En el cuadro 2.1, puede apreciarse cómo la evolución interanual de la financiación neta en base a letras ha sido compatible con un modesto crecimiento de la actividad bruta próximo al 2% para el conjunto de las distintas líneas. Este efecto, que resulta del ciclo de amortizaciones de letras, ha sido especialmente intenso para las dos líneas de plazos más cortos, como es natural, dada la mayor cadencia con que deben renovarse.

3. El apéndice estadístico contiene una entrada donde se recoge el tipo marginal de la última subasta de cada mes para los distintos instrumentos de deuda anotada.



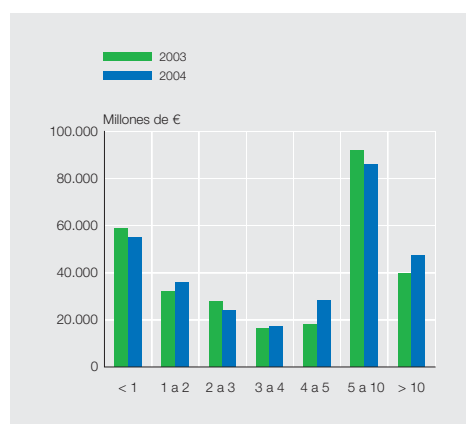
FUENTE: Banco de España.

Por lo que se refiere a la captación de financiación neta a medio y largo plazo, todas las líneas han contribuido positivamente, si se excluye la de bonos a tres años. A la hora de valorar la contribución relativa de las distintas líneas de bonos, de acuerdo con los datos contenidos en el cuadro 2.1, resulta preciso recordar que los distintos tramos de bonos y obligaciones se imputan en el segmento correspondiente al tramo inicial de la línea en cuestión. Este proceder no entraña habitualmente discrepancias significativas entre el plazo residual de las colocaciones y el plazo a vencimiento del primer tramo. Sin embargo, cuando se producen reaperturas de líneas «históricas» surge una divergencia que puede distorsionar la valoración de la contribución de los distintos segmentos de la curva de rentabilidades en los que se ha captado financiación.

En este sentido, conviene observar que en 2004 se procedió a la reapertura de la obligación 4,75%, emitida inicialmente a quince años en 1998. En consecuencia, desde una perspectiva funcional cabe afirmar que la colocación de 1.171,4 millones de euros de esa obligación en 2004 ha supuesto una colocación a diez años. Tomando este hecho en consideración, resulta claro que la sensación de fuerte apelación neta al segmento de quince años que refleja el cuadro 2.1 debe matizarse. En concreto, si se corrige por la distorsión que se indica, el volumen nominal neto emitido a quince años en 2004 ha sido un 20,9% menor que el reflejado. Análogamente, la emisión neta a diez años resulta superior si se corrige de ese efecto, ascendiendo a 4.065 millones de euros.

En cualquier caso, los bonos a cinco años constituyen la línea que más ha crecido en su contribución neta a la financiación del Estado. Sin embargo, en términos absolutos las fuentes principales de captación de fondos han sido las obligaciones a quince y a diez años. Conjuntamente, el saldo de obligaciones emitidas originalmente a estos plazos suponía al concluir 2004 el 53,7% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1). Por lo que se refiere al volumen bruto de actividad en el primario, debe observarse que la disparidad en el comportamiento interanual de las amortizaciones⁴ impide extraer conclusiones que vayan más allá de confirmar el carácter central como referencia de las obligaciones a diez años. De todas formas, la maduración del ciclo de acumulación de volumen emitido en las distintas líneas determinó que en 2004 no solo se lanzara una nueva obligación a diez años (cupón 4,40%), sino también sendos bonos a tres (cupón 3,00%) y cinco años (cupón 3,60%).

4. El gráfico 2.2 refleja el perfil temporal de amortizaciones de deuda anotada.



FUENTE: Banco de España.

La ejecución del programa de financiación se ha materializado a través de un total de 63 subastas, sus correspondientes segundas vueltas y una sindicación. Este último procedimiento se utilizó en la colocación de la nueva referencia a diez años.

2.3 Recompas de deuda

Durante 2004, la comodidad con la que se desarrollaba el programa de financiación anual, la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación y el atractivo que coyunturalmente pueden suponer las distorsiones de precios en el mercado secundario han justificado la continuidad del programa de recompras de deuda. En total, se ejecutaron recompras a lo largo de diecinueve sesiones, concentradas en junio, julio y diciembre. Mediante este conjunto de 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 2004 ascendió a 3.526,6 millones de euros, muy inferior al registrado en 2003.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2004. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortiza-

RECOMPAS DE DEUDA

CUADRO 2.2

Año 2004

Años, millones de euros y %	AÑOS VIDA RESIDUAL (a)	EFFECTIVO	NOMINAL RECOMPRADO	NOMINAL OFERTADO	SALDO PREVIO A LAS RECOMPAS	% DEL SALDO OFERTADO	% DEL SALDO RECOMPRADO	% REC/OFE
Total		3.875,1	3.526,6	14.740,0	47.390,7	31,1	7,4	23,9
B-5 (3,25%)	0,1	525,2	510,0	1.295,0	8.048,0	16,1	6,3	39,4
B-3 (4,65%)	0,4	1.242,5	1.197,1	7.127,0	11.234,0	63,4	10,7	16,8
O-10 (6%)	2,7	1.184,4	1.068,5	4.852,0	15.827,1	30,7	6,8	22,0
O-10 (8,80%)	2,7	125,6	110,0	180,0	3.176,0	5,7	3,5	61,1
O-10 (10,15%)	2,7	172,6	149,0	344,0	3.030,0	11,4	4,9	43,3
O-15 (8,20%)	3,1	504,4	413,0	743,0	4.659,6	15,9	8,9	55,6
O-15 (8,70%)	3,1	120,3	79,0	199,0	1.416,0	14,1	5,6	39,7

FUENTE: Banco de España.

a. Tras la última recompra del período.

ción anticipada. Por un lado están los bonos de cupón 3,25% y 4,65%, cuya amortización iba a tener lugar de manera relativamente inminente, con lo que las recompras efectuadas de los mismos han moderado el riesgo de refinanciación. El resto de operaciones de recompra han tenido una motivación algo diferente. En concreto, en todos los casos el objeto de las mismas han sido obligaciones de cupón relativamente elevado y con vidas residuales en el entorno de los tres años. En relación con el desarrollo de ambas clases de recompras, cabe observar que las mayores ofertas para su amortización se concentraron en el bono de cupón 4,65%, para el primer grupo, y la obligación de cupón 6,00%, para el segundo. Sin embargo, el máximo interés por recomprar se produjo en términos relativos para las obligaciones cuyo saldo vivo era más reducido.