

## 2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2005 se ha desarrollado de forma favorable para la financiación del Estado. El saldo de caja por operaciones no financieras alcanzó en el conjunto del año un superávit de 6.022 millones de euros, frente a los 60 millones de euros de superávit registrados el año anterior<sup>1</sup>. Este resultado, unido al incremento que registraron los saldos de tesorería, por valor de 2.018 millones de euros, y al aumento neto registrado por el resto de activos financieros, por valor de 2.118 millones de euros, ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 1.886 millones de euros.

A pesar de ese excedente de recursos, la recomposición registrada en los pasivos financieros del Estado<sup>2</sup> ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada haya crecido en 5.089,2 millones de euros a lo largo de 2005. En términos de actividad en el primario, el ejercicio 2005 se ha saldado con una moderada contracción en el nivel de colocaciones brutas. En términos de costes, la tónica favorable bajo la que se ha desenvuelto la financiación del Tesoro se ha traducido en unos costes financieros inferiores a los de la media de los emisores soberanos integrados en la zona del euro.

En el presente capítulo se analizarán brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, la ejecución del programa de recompras de deuda y la composición del saldo de deuda anotada del Estado resultante.

### 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 2005 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 6.022 millones de euros. El saldo primario del período ha ascendido a 17.574 millones de euros, lo que supone 3.261 millones de euros más del importe contabilizado en concepto de pago de intereses.

Como se indicaba en la introducción, el Estado ha registrado durante 2005 una capacidad de endeudamiento por un importe de 1.886 millones de euros. Sin embargo, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2005 ha registrado un importe positivo de 5.089,2 millones de euros. Este resultado, que ha sido posible gracias a la recomposición de los pasivos financieros del Estado a favor de la deuda anotada<sup>3</sup>, sitúa la apelación neta del Tesoro mediante letras, bonos y obligaciones un 37% por debajo de la correspondiente al año anterior. De hecho, la evolución del programa de financiación aconsejó recortar en el último trimestre del año el programa de emisiones que se había anunciado para el conjunto de 2005.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una nueva extensión de la vida media del saldo de letras, bonos y obligaciones hasta 6,7 años. En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a una emisión de letras negativa

---

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2005 ascendió a 3.261 millones de euros. 2. A lo largo de 2005 se amortizaron préstamos del interior, así como deuda y préstamos en divisas, por un valor conjunto igual a 10.155 millones de euros. Por su parte, el capítulo de otros pasivos financieros netos aumentó en 3.179,8 millones de euros. En particular, cabe destacar la amortización anticipada por un importe igual a 2.801 millones de euros de préstamos de RENFE que el Estado había asumido en el ejercicio 2004. 3. No obstante, el Tesoro emitió también durante 2005 un bono en dólares a cinco años por un importe igual a 1.000 millones de dólares, mediante el que ha continuado manteniendo su presencia en este mercado y ha captado recursos de bancos centrales asiáticos. Obsérvese que la operación se estructuró sin que finalmente se asumiese riesgo de cambio y, en conjunto, a unos costes inferiores a los vigentes en el momento en el mercado de deuda en euros.

Año 2005

Millones de euros y %

|                            | EMISIÓN BRUTA   |                 |            | AMORTIZACIÓN    |                 |            | EMISIÓN NETA   |                |            | SALDO            |                  |          |
|----------------------------|-----------------|-----------------|------------|-----------------|-----------------|------------|----------------|----------------|------------|------------------|------------------|----------|
|                            | 2005            | 2004            | %          | 2005            | 2004            | %          | 2005           | 2004           | %          | 2005             | 2004             | %        |
| <b>Total</b>               | <b>64.961,4</b> | <b>75.598,5</b> | <b>-14</b> | <b>59.872,2</b> | <b>67.467,4</b> | <b>-11</b> | <b>5.089,2</b> | <b>8.131,1</b> | <b>-37</b> | <b>297.954,6</b> | <b>292.865,4</b> | <b>2</b> |
| Total letras               | 28.998,7        | 36.838,5        | -21        | 32.692,6        | 38.617,0        | -15        | -3.693,9       | -1.778,5       | -108       | 33.293,8         | 36.987,8         | -10      |
| A tres meses               | 0,0             | 3.850,7         | -100       | 773,9           | 4.129,9         | -81        | -773,9         | -279,2         | -177       | 0,0              | 773,9            | -100     |
| A seis meses               | 3.390,4         | 5.074,9         | -33        | 4.677,4         | 4.544,1         | 3          | -1.287,0       | 530,8          | -342       | 1.719,7          | 3.006,7          | -43      |
| A un año                   | 10.715,4        | 12.350,4        | -13        | 12.530,3        | 13.317,7        | -6         | -1.814,9       | -967,3         | -88        | 9.583,8          | 11.398,7         | -16      |
| A 18 meses                 | 14.892,8        | 15.562,6        | -4         | 14.711,0        | 16.625,3        | -12        | 181,8          | -1.062,7       | 117        | 21.990,3         | 21.808,5         | 1        |
| Total bonos y obligaciones | 35.962,7        | 38.760,0        | -7         | 27.179,6        | 28.850,4        | -6         | 8.783,1        | 9.909,6        | -11        | 264.660,7        | 255.877,6        | 3        |
| A tres años                | 6.067,1         | 8.940,1         | -32        | 1.243,0         | 11.848,4        | -90        | 4.824,1        | -2.908,3       | 266        | 23.903,7         | 19.079,6         | 25       |
| A cinco años               | 10.407,9        | 11.446,8        | -9         | 20.681,1        | 10.220,0        | 102        | -10.273,2      | 1.226,8        | -937       | 45.561,7         | 55.834,9         | -18      |
| A diez años                | 10.262,8        | 9.184,5         | 12         | 5.255,5         | 6.290,0         | -16        | 5.007,3        | 2.894,5        | 73         | 119.648,8        | 114.641,5        | 4        |
| A quince años              | 1.204,5         | 6.082,0         | -80        | —               | 492,0           | -100       | 1.204,5        | 5.590,0        | -78        | 43.732,8         | 42.528,3         | 3        |
| A treinta años             | 8.020,4         | 3.106,6         | 158        | —               | —               | —          | 8.020,4        | 3.106,6        | 158        | 31.813,8         | 23.793,4         | 34       |

FUENTE: Banco de España.

en términos netos, por un importe de 3.693,9 millones de euros en términos nominales y a una colocación neta positiva de deuda del Estado a medio y largo plazo, que ascendió a 8.783,1 millones de euros.

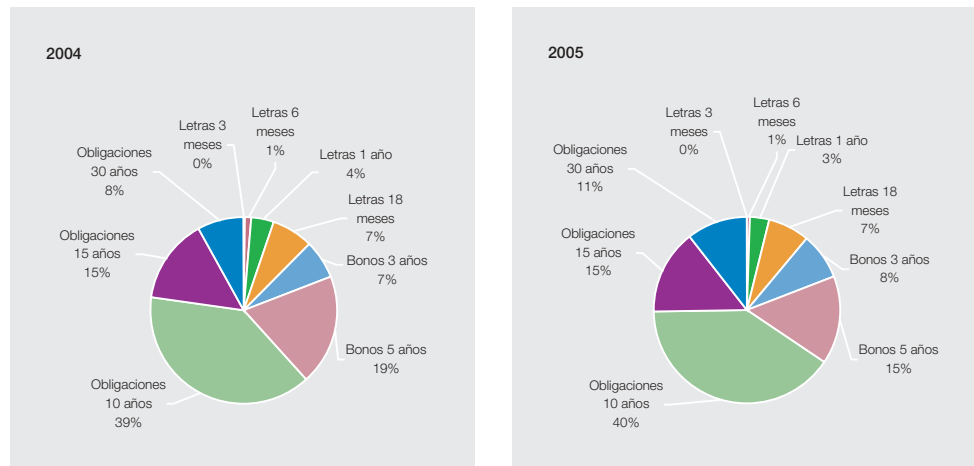
Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2005, se ha producido un crecimiento del 2% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 297.954,6 millones de euros. Por lo que se refiere al nivel de actividad en el primario, la disminución del importe de amortizaciones que tenían lugar durante 2005 y las ya apuntadas menores necesidades netas de fondos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2005 se haya contraído alrededor de un 14% en términos interanuales. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió, en términos nominales, a 64.961,4 millones de euros. Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2005 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas<sup>4</sup> y, en conjunto, a unos niveles inferiores a los de la media de los estados de la zona del euro, e incluso más ventajosos que los vigentes a finales de 2004.

## 2.2 Evolución del mercado primario

Como ya sucediera en 2004, la captación neta de fondos durante 2005 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 más acentuada.

De esta forma, el saldo de letras en circulación a finales de 2005 se contrajo un 10% en relación con el año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha caído a finales de 2005 hasta el 11,17%, desde el 12,65% que suponía en 2004. Esta contracción del saldo relativo de letras ha afectado prácticamente a todas las líneas, con la excepción de las letras a dieciocho meses, que han mantenido finalmente el

4. 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.

tamaño de su saldo vivo. El mayor nivel de amortización neta de letras ha correspondido a la línea de doce meses. La necesidad de concentrar la actividad en las líneas principales ha conducido a suspender la emisión de letras a tres meses<sup>5</sup> y a recortar sustancialmente la de letras a seis meses.

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo la financiación bruta mediante letras ha experimentado en 2005 una contracción del 21% para el conjunto de las líneas. En este ejercicio la emisión bruta no llegó a alcanzar el volumen de amortizaciones, de forma que se produjo una emisión neta negativa y un descenso en el saldo vivo de letras algo más intenso que el que se había producido ya en el ejercicio 2004.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la contribución de todas las líneas ha sido positiva, salvo la de bonos a cinco años. La abultada concentración de amortizaciones durante 2005 de bonos emitidos originalmente a cinco años explica que la emisión neta en este segmento fuera fuertemente negativa, pese a que precisamente en este segmento es en el que se alcanzó el mayor nivel de emisión bruta, con un volumen de colocación en términos nominales de 10.407,9 millones de euros. A partir del mes de abril se inició la emisión de un nuevo bono a cinco años de cupón 3,25%.

Muy próximo al nivel máximo de actividad bruta del tramo de cinco años se situó el volumen de obligaciones a diez años puestas en circulación durante 2005, que alcanzó 10.262,8 millones de euros. La mayor regularidad en la emisión de obligaciones a diez años justifica que el importe emitido en términos netos (5.007,3 millones de euros) no esté demasiado distorsionado por la evolución de las amortizaciones de obligaciones a diez años y, en consecuencia, que esté en consonancia con el papel de referencia de este tramo en las emisiones del Estado. En el caso de las obligaciones a quince y a treinta años, la ausencia de amortizaciones durante el período considerado permite que las cifras de emisión bruta y neta transmitan aproximadamente información similar.

La suspensión de la línea de quince años a partir del mes de febrero explica la contracción registrada en la actividad en este segmento durante 2005. En cambio, el indicador de apelación al tramo de treinta años refleja la concentración de la actividad de emisión en el segmento más largo de la curva de rentabilidades. En efecto, el significativo crecimiento experimenta-

5. La última colocación de letras a tres meses tuvo lugar en noviembre de 2004.

Año 2005

| Años, millones de euros y % |                           |           |                    |                  |                             |                      |                        |              |
|-----------------------------|---------------------------|-----------|--------------------|------------------|-----------------------------|----------------------|------------------------|--------------|
|                             | AÑOS DE VIDA RESIDUAL (a) | EFFECTIVO | NOMINAL RECOMPRADO | NOMINAL OFERTADO | SALDO PREVIO A LAS RECOMPRA | % DEL SALDO OFERTADO | % DEL SALDO RECOMPRADO | % REC./OFER. |
| Total                       |                           | 4.498,0   | 4.307,0            | 11.465,0         | 60.978,5                    | 18,8                 | 7,1                    | 37,6         |
| B-5 (4,95%)                 | 0,3                       | 2.532,0   | 2.425,0            | 2.505,0          | 10.303,0                    | 24,3                 | 23,5                   | 96,8         |
| B-3 (3,20%)                 | 0,3                       | 1.272,9   | 1.243,0            | 6.343,0          | 11.314,0                    | 56,1                 | 11,0                   | 19,6         |
| O-10 (8,80%)                | 0,5                       | 107,6     | 100,0              | 240,0            | 3.066,0                     | 7,8                  | 3,3                    | 41,7         |
| B-5 (4,80%)                 | 1,0                       | 163,8     | 160,0              | 650,0            | 11.307,0                    | 5,7                  | 1,4                    | 24,6         |
| O-10 (7,35%)                | 1,4                       | 63,3      | 57,0               | 499,0            | 3.654,0                     | 13,7                 | 1,6                    | 11,4         |
| O-10 (6%)                   | 2,3                       | 358,4     | 322,0              | 820,0            | 17.088,0                    | 4,8                  | 1,9                    | 39,3         |
| O-15 (8,20%)                | 3,9                       | 0,0       | 0,0                | 408,0            | 4.246,5                     | 9,6                  | 0,0                    | 0,0          |

FUENTE: Banco de España.

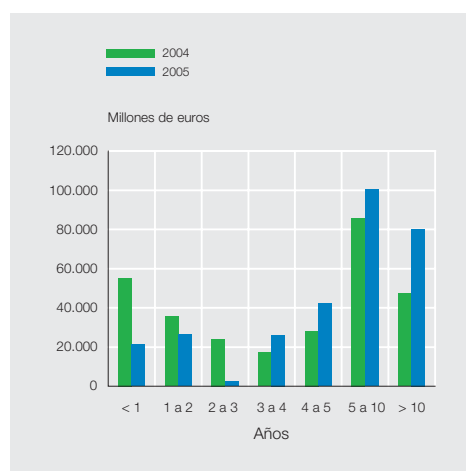
a. Tras la última recompra del período.

do por las emisiones a treinta años durante 2005 ha permitido que el saldo vivo de estas obligaciones creciera un 34% en relación con el de finales de 2004. En este sentido, cabe destacar la significativa contribución resultante de la sindicación de una nueva obligación a treinta años de cupón 4,20% que tuvo lugar en enero, mediante la que se colocaron 6.000 millones de euros en términos nominales. Esta colocación de deuda ha supuesto la emisión de mayor volumen y plazo que ha realizado hasta el momento el Tesoro.

En conjunto, el saldo de bonos y obligaciones suponía, al concluir 2005, el 88,8% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1). En consonancia con el interés que ha venido ofreciendo en el pasado reciente la emisión a largo plazo, las obligaciones constituyen cerca del 74% de ese saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo. A este respecto, debe tenerse en cuenta que la política de fomento de la liquidez en el primario favorece más la acumulación de saldo vivo en las referencias más largas. En este sentido, cabe observar el crecimiento del saldo vivo con que se cerró la emisión de las últimas obligaciones a diez años: mientras la obligación de cupón 4,20% alcanzó 10.225,2 millones de euros tras su última subasta en 2003, la de cupón 4,40% acumulaba 14.411,7 millones de euros al abandonarse en 2005. La nueva obligación a diez años abierta en septiembre tiene un cupón igual a 3,15%.

La ejecución del programa de financiación de 2005 se ha materializado a través de un total de 47 subastas, sus correspondientes segundas vueltas y la sindicación de la obligación a treinta años. La suspensión de la obligación a 15 años y la contracción en la emisión de letras de más corto plazo han permitido reducir en 16 el número de subastas realizadas durante 2005, en relación con las 63 efectuadas en 2004.

En términos medios, la ratio de cobertura de las subastas ha evidenciado la relación negativa con el plazo de los instrumentos subastados, en coherencia con su distinto nivel de riesgo de mercado y sus diferentes exigencias de colocación. Así, la ratio de cobertura media se situó en 2,8 para las letras a doce meses, mientras la correspondiente a obligaciones a diez años fue 1,7. Constituye una excepción a esta tónica la ratio de cobertura media de obligaciones a treinta años, que se situó en 2,2, evidenciando el interés que ha tenido la deuda a más largo plazo en la reciente coyuntura de bajas rentabilidades. El éxito de la sindicación de la nueva obligación a treinta años confirma este mismo hecho.



FUENTE: Banco de España.

### 2.3 Recompas de deuda

Durante 2005, 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 en tres sesiones repartidas en los meses de abril y de octubre. 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 2005 ascendió a 4.307,0 millones de euros, ligeramente superior al registrado en 2004.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2005. 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 3,20% y 4,95% o la obligación de cupón 8,80%, 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 atendido fundamentalmente a las distorsiones de cotización que presentaban los bonos en cuestión en el mercado secundario. En relación con el desarrollo de ambas clases de recompras, cabe observar que las mayores ofertas para su amortización se concentraron en los bonos de cupón 3,20% y 4,95%. La mayor coincidencia de intereses entre oferentes y Tesoro tuvo lugar en la segunda referencia, a juzgar por la ratio de recompras sobre ofertas, que alcanzó 96,2%. En el extremo contrario, las condiciones de la oferta en la subasta correspondiente a la obligación 8,20% determinaron que acabase declarándose desierta. El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2005.