

## 2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2006 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 11.471 millones de euros, frente a los 6.022 millones de euros de superávit registrados el año anterior<sup>1</sup>. Este resultado, unido a la reducción que registraron los saldos de tesorería (por valor de 364 millones de euros) y al incremento neto registrado por el resto de activos financieros (por valor de 5.421 millones de euros), ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 6.414 millones de euros.

Ese excedente de recursos ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada se haya visto reducido en 2.579,6 millones de euros a lo largo de 2006<sup>2</sup>. En cuanto a la actividad en el primario, el ejercicio 2006 se ha saldado con una contracción en el nivel de colocaciones brutas, cifrada en un 13%. Por otra parte, el marcado aplanamiento registrado en la curva de rentabilidades a lo largo del ejercicio ha permitido que, a pesar de la elevación registrada en los tipos de interés oficiales, el coste medio de la captación de fondos por parte del Tesoro se haya mantenido en el nivel de mínimos históricos que se registró en 2005. En términos relativos, la tónica favorable bajo la que se ha desarrollado la financiación del Tesoro se ha traducido, un año más, en unos costes financieros inferiores a los de la media de los emisores soberanos integrados en el área 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 2006 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 11.471 millones de euros. El saldo primario de caja del período ha ascendido a 27.090 millones de euros, lo que supone el 2,78% del PIB.

Como se indicaba en la introducción, el Estado ha registrado durante 2006 una capacidad de endeudamiento por un importe igual a 6.414 millones de euros. En consonancia con este hecho, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2006 ha registrado un importe negativo de 2.579,6 millones de euros. A pesar de que la disponibilidad de capacidad de endeudamiento por parte del Estado ya se ha venido produciendo en los años más recientes, el hecho de que la apelación neta del Tesoro mediante letras, bonos y obligaciones haya sido en conjunto negativa constituye una novedad significativa.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una ligerísima extensión de la vida media del saldo de letras, bonos y obligaciones hasta casi 6,8 años. En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a la concentración de la apelación neta de signo positivo en el segmento de las obligaciones del Tesoro. Gracias a este esfuerzo, la emisión neta conjunta de bonos y obligaciones se contrajo en solo 586,6 millones de euros en términos nominales, frente a la amortización neta por un importe igual a 1.992,9 millones de euros que registró el conjunto de las líneas de letras.

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2006 ascendió a 7.360 millones de euros, lo que supone un 0,75% del PIB. 2. A fin de dar una visión más precisa de la positiva evolución financiera, debe tenerse también en cuenta que durante el ejercicio 2006 se amortizaron préstamos del interior, deuda asumida y deuda y préstamos en divisas por un valor conjunto igual a 4.106 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2006, se ha producido una contracción cercana al 1% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 295.375,0 millones de euros. Por lo que se refiere al nivel de actividad en el primario, el volumen ligeramente inferior de amortizaciones que, en conjunto, tuvieron lugar durante 2006 y, sobre todo, la ausencia de una necesidad de captar fondos en términos netos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2006 se haya contraído alrededor de un 13% en términos interanuales. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 56.461,7 millones de euros.

Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2006 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas<sup>3</sup> y, en conjunto, en unos niveles inferiores a los de la media de los Estados del área del euro. La evolución de los tipos de financiación estuvo marcada por cierta disparidad, como resultado del hecho de que los tipos oficiales ascendieron 125 pb en el conjunto del año, mientras que la rentabilidad a largo plazo (obligaciones a diez años) lo hizo en menor medida (106 pb). En conjunto, esa evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2006, ha determinado que el coste de financiación medio se haya situado aproximadamente en el mismo nivel que en el ejercicio anterior.

## **2.2 Evolución del mercado primario**

La captación neta de fondos durante 2006 se ha caracterizado, como ya se ha apuntado, por el signo negativo de su balance final. En términos de composición, esta amortización neta ha afectado a las letras y a los bonos, mientras que la financiación mediante obligaciones del Estado registró un importe neto positivo. En concreto, si bien la aportación de fondos de las obligaciones a diez y treinta años fue inferior a la registrada en 2005, es destacable su signo positivo, que casi compensó la amortización neta registrada por los bonos a tres y cinco años.

En términos cuantitativos, el saldo de letras en circulación a finales de 2006 se contrajo un 6% en relación con el año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado cayó a finales de 2006 hasta el 10,60%, desde el 11,17% que suponía en 2005. Esta contracción del saldo relativo de letras ha afectado a las líneas a seis y dieciocho meses. Por el contrario, el saldo de letras emitidas a un año ha registrado un crecimiento cercano al 9%.

Esta evolución diferencial de las distintas líneas de letras debe enmarcarse en la reformulación de la estrategia de financiación a corto plazo que ha emprendido el Tesoro en 2006. La coexistencia de líneas de financiación a corto plazo diferenciadas en cuanto a sus plazos y a sus fechas de amortización originaba complicaciones en la gestión de los saldos de tesorería. Este hecho, junto con la creciente dificultad para mantener compromisos de liquidez en una multiplicidad de instrumentos, ha aconsejado configurar una política de emisión a corto plazo basada en letras a un año en las que emisión y amortización se encadenan al efecto de minimizar los efectos en la cuenta de tesorería.

La puesta en marcha de esta política en 2006 ha supuesto la total amortización del saldo de letras a seis meses, el cual ya se había visto recortado sustancialmente en 2005. De acuerdo con la nueva estrategia, las letras emitidas a dieciocho meses se emitieron por última vez en enero de 2007. La decisión de dejar de emitir letras a dieciocho meses no supuso una drástica reducción en 2006 de su colocación bruta, dado el alto volumen de amortizaciones que

---

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.

Año 2006

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%
<b>Total</b>	<b>56.461,7</b>	<b>64.961,4</b>	<b>-13</b>	<b>59.041,3</b>	<b>59.872,2</b>	<b>-1</b>	<b>-2.579,6</b>	<b>5.089,2</b>	<b>-151</b>	<b>295.375,0</b>	<b>297.954,6</b>	<b>-1</b>
Total letras	25.890,9	28.998,7	-11	27.883,9	32.692,6	-15	-1.992,9	-3.693,9	46	31.300,9	33.293,8	-6
A tres meses	0,0	0,0	—	0,0	773,9	-100	0,0	-773,9	100	0,0	0,0	—
A seis meses	0,0	3.390,4	-100	1.719,7	4.677,4	-63	-1.719,7	-1.287,0	-34	0,0	1.719,7	-100
A un año	11.390,8	10.715,4	6	10.561,0	12.530,3	-16	829,9	-1.814,9	146	10.413,7	9.583,8	9
A dieciocho meses	14.500,1	14.892,8	-3	15.603,2	14.711,0	6	-1.103,1	181,8	-707	20.887,2	21.990,3	-5
Total bonos y obligaciones	30.570,8	35.962,7	-15	31.157,4	27.179,6	15	-586,6	8.783,1	-107	264.074,1	264.660,7	0
A tres años	9.919,6	6.067,1	63	11.151,4	1.243,0	797	-1.231,7	4.824,1	-126	22.672,0	23.903,7	-5
A cinco años	5.298,6	10.407,9	-49	12.107,2	20.681,1	-41	-6.808,6	-10.273,2	34	38.753,1	45.561,7	-15
A diez años	11.696,0	10.262,8	14	7.898,9	5.255,5	50	3.797,1	5.007,3	-24	123.445,9	119.648,8	3
A quince años	0,0	1.204,5	-100	0,0	0,0	—	0,0	1.204,5	-100	43.732,8	43.732,8	0
A treinta años	3.656,6	8.020,4	-54	0,0	0,0	—	3.656,6	8.020,4	-54	35.470,4	31.813,8	11

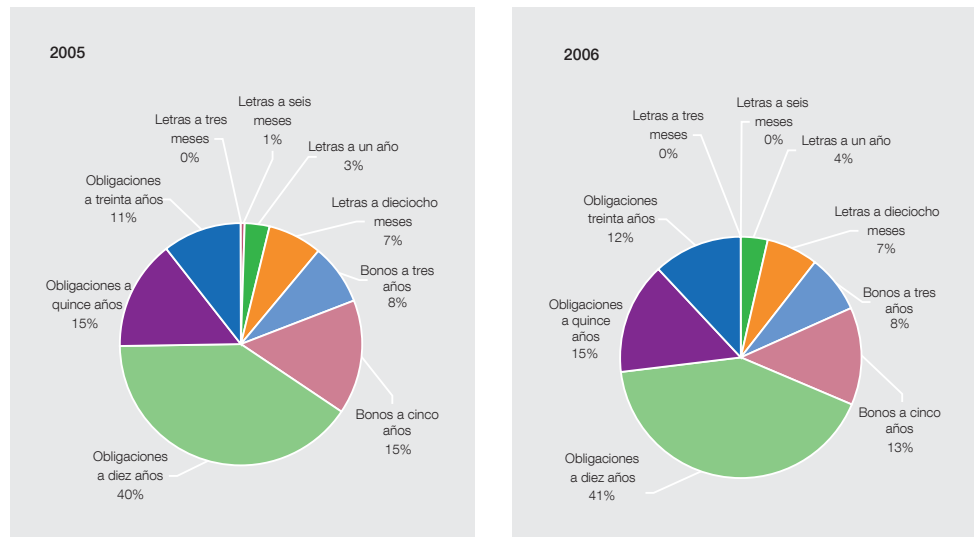
FUENTE: Banco de España.

se debían afrontar y la intención de no afectar negativamente a su liquidez hasta el momento de su emisión final, liquidez que, por otra parte, se suma a la de las letras a un año emitidas seis meses más tarde<sup>4</sup>. Por todo ello, la contracción registrada en el saldo vivo de letras a dieciocho meses durante 2006 fue relativamente moderada (5%).

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo los determinantes que se acaban de describir han dado lugar a que la financiación bruta mediante letras haya experimentado de nuevo una contracción durante 2006, próxima al 11%, tras la caída del 21% que se había producido en 2005. Una evidencia del inicio de la nueva estrategia de emisión en este tramo es el marcado repunte interanual (146%) de las emisiones netas de letras a un año. Ciertamente, la magnitud de este resultado está condicionada por el recurso negativo a este instrumento que tuvo lugar en 2005, lo que ha supuesto un nivel de amortizaciones que se tenían que refinanciar durante 2006 relativamente moderado. Por todo ello, las letras a un año fueron la única de las líneas de financiación a corto plazo cuya emisión bruta creció en 2006, cifrándose dicho incremento en el 6%.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la estrategia de colocación a largo plazo se ha consolidado, al concentrar las obligaciones a diez y treinta años toda la captación neta de fondos. Este hecho, unido a la amortización de un bono emitido originalmente a tres años, ha impedido que el saldo de bonos emitidos a tres años pudiera mantenerse en sus niveles de 2005, pese a que la emisión bruta en este instrumento fue la que experimentó el mayor incremento individual registrado en 2006. En cualquier caso, la magnitud de su contracción (5%) es menos significativa que la correspondiente a los bonos a cinco años (15%), segmento en el que también tuvo lugar en el ejercicio una amorti-

4. Obsérvese que, como este efecto no alcanzará a las letras a un año emitidas en la primera mitad del año 2007, el tesoro ha anunciado que durante ese período estas letras serán objeto de reapertura como letras a seis o siete meses. De esta forma, el saldo vivo de las diferentes líneas de letras no sufrirá distorsiones relativas importantes. La introducción de letras a seis meses responderá, por tanto, a un objetivo instrumental. La reforma del mercado de letras culminará en 2008.



FUENTE: Banco de España.

zación solo parcialmente compensada con un volumen de nuevas emisiones sensiblemente menor al registrado en 2005<sup>5</sup>. La constancia del saldo de obligaciones a quince años a lo largo de 2006 ha sido una consecuencia inmediata de la suspensión de la línea en 2005 y de la ausencia de amortizaciones durante 2006.

En términos de actividad bruta, la condición de referencia que corresponde al plazo a diez años ha determinado que el nivel máximo de emisión se registrase en ese segmento. Del conjunto de la colocación realizada, 5.000 millones de euros se emitieron mediante sindicación, a fin de garantizar una más eficiente colocación en la emisión de una nueva referencia. El saldo de obligaciones emitidas originalmente a diez años ha acabado creciendo un 3% en el conjunto de 2006. Como se indicó anteriormente, la actividad en bonos a tres años puestos en circulación también ha sido significativa en el conjunto del año, habiéndose saldado con la emisión de 9.919,6 millones de euros y el lanzamiento de una nueva referencia de cupón 2,90%.

La magnitud que se alcanza en la colocación bruta de obligaciones a treinta años está condicionada por las menores exigencias en lo referente a la cadencia con que deben introducirse nuevas líneas. En consonancia con este hecho, la actividad registrada durante 2006 ha supuesto una contracción del 54% en relación con la correspondiente a 2005. De hecho, si se atiende a la comparación entre los volúmenes de bonos y obligaciones emitidos durante 2006 con las previsiones de finales de 2005 para el ejercicio siguiente, se confirma que tanto la obligación a treinta años como incluso la de diez años han acomodado en mayor medida el ajuste a la baja necesario, como consecuencia de la cómoda situación financiera. Naturalmente, el crecimiento del saldo vivo de obligaciones a treinta años (11%) es coherente con el hecho de que esta línea constituye uno de los pilares de la estrategia de financiación a medio y largo plazo del Tesoro.

En conjunto, la política de emisión a medio y largo plazo determinó que el saldo de bonos y obligaciones alcanzase, al concluir 2006, el 89,40% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1), lo que supone 0,6 pp más que en 2005. El especial interés que ha revestido la emi-

5. A este respecto, debe observarse que, en su programa de emisión para 2007, el Tesoro contempla la apertura de una nueva referencia en el bono a cinco años.

sión a más largo plazo ha hecho que las obligaciones alcancen alrededor del 77% del saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo.

La política de fomento de la liquidez en las referencias de medio y largo plazo durante 2006 se ha saldado en los siguientes términos. El saldo vivo con que se cerró la emisión de las últimas obligaciones a diez años fue igual a 11.695,5 millones de euros, inferior a los 14.411,7 millones de euros con que se cerró la anterior referencia a diez años de cupón 4,40% y en niveles similares a los que se cerró el segmento de diez años en 2003. El cierre de la anterior referencia a tres años también se produjo con un saldo acumulado elevado (13.782,2 millones de euros)<sup>6</sup>. El saldo vivo al concluir la emisión de la referencia de bonos de cinco años emitidos durante 2006 alcanzaba 13.591,5 millones de euros. Por lo que se refiere al segmento de treinta años, la referencia emitida durante 2006 arrancó ya en 2005 y su emisión sigue estando programada en el primer trimestre de 2007.

La ejecución del programa de financiación de 2006 se ha materializado mediante un total de 40 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de la obligación de diez años de cupón 3,80%. De esta forma, la frecuencia del recurso al mercado por parte del Tesoro ha vuelto a reducirse un año más. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, los ejercicios 2005 y 2006 no se han diferenciado sensiblemente en lo referente a la propensión a su recurso. En 2006, un 55% de las subastas registró solicitudes en la segunda vuelta, recibiendo una adjudicación conjunta que supuso un 5,3% de las colocaciones totales. En el año anterior, esos indicadores fueron 57% y 5%, respectivamente.

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 2,5 para las letras a doce meses, mientras que la correspondiente a obligaciones a diez años fue de 1,8. Como ya ha venido ocurriendo en el pasado, constituye una excepción a esta tónica la ratio de cobertura media de obligaciones a treinta años, que se situó en 2,6, evidenciando una vez más el interés que ha tenido la deuda a más largo plazo en la reciente coyuntura de bajas rentabilidades. En la comparación con los datos correspondientes al ejercicio 2005, destaca la sensible reducción de la ratio de cobertura que se registró durante 2006 en las líneas de letras a doce meses (de 3,34 a 2,55) y de bonos a tres años (de 2,66 a 1,99), así como la mejor acogida que tuvieron las letras a dieciocho meses (de 2,30 a 2,75).

### **2.3 Recompas de deuda**

Durante 2006, 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 intensificación del programa de recompras de deuda. En total, se ejecutaron recompras en cuatro sesiones repartidas en los meses de abril y de mayo. Mediante este conjunto de operaciones se procedió a amortizar anticipadamente un número de bonos más extenso que en 2005. En concreto, se acometieron recompras de once referencias, que habían sido emitidas originalmente como bonos a tres o cinco años, o como obligaciones a diez y quince años. El volumen nominal de las recompras practicadas ascendió a 4.386,0 millones de euros, frente a 4.307,0 millones de euros en 2005.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2006. En el mismo, cabe establecer cierta dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado están las referencias cuya amortización iba a tener lugar durante el

6. El cierre de la referencia emitida durante 2006 ha tenido lugar en febrero de 2007.

Año 2006

Años, millones de euros y %

	AÑOS DE VIDA RESIDUAL (a)	EFFECTIVO	NOMINAL RECOMPRADO	NOMINAL OFERTADO	SALDO PREVIO A LAS RECOMPRAS	% DEL SALDO OFERTADO	% DEL SALDO RECOMPRADO	% REC./OFER. (b)
<b>Total</b>		<b>4.632,4</b>	<b>4.386,0</b>	<b>10.005,0</b>	<b>114.693,4</b>	<b>8,7</b>	<b>3,8</b>	<b>43,8</b>
B-5 (4,80%)	0,5	304,9	295,0	910,0	11.147,2	8,2	2,6	32,4
O-10 (7,35%)	0,9	79,4	76,0	184,0	3.597,0	5,1	2,1	41,3
B-3 (3,00%)	1,2	1.033,1	1.080,0	1.970,0	13.152,0	15,0	8,2	54,8
B-5 (4,25%)	1,5	580,8	560,0	1.430,0	12.560,0	11,4	4,5	39,2
O-10 (6,00%)	1,8	572,1	540,0	931,0	16.767,1	5,6	3,2	58,0
B-5 (3,60%)	2,7	406,6	400,0	880,0	13.508,0	6,5	3,0	45,5
O-15 (8,20%)	2,8	0,0	0,0	60,0	4.246,0	1,4	0,0	0,0
O-10 (5,15%)	3,2	643,2	590,0	1.010,0	12.572,0	8,0	4,7	58,4
O-10 (5,40%)	5,3	603,2	540,0	1.300,0	13.195,1	9,9	4,1	41,5
O-10 (5,35%)	5,4	409,2	305,0	1.330,0	12.612,0	10,5	2,4	22,9
O-15 (8,70%)	5,8	0,0	0,0	0,0	1.337,0	0,0	0,0	—

FUENTE: Banco de España.

a. Tras la última recompra del período.

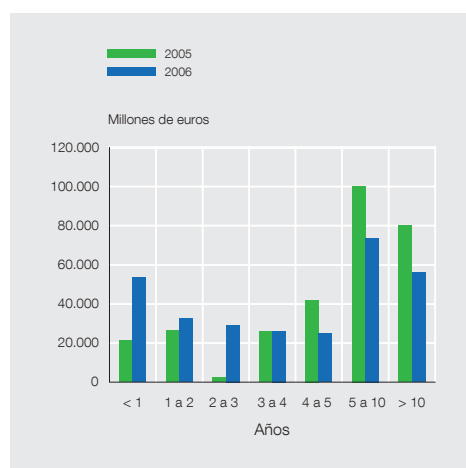
b. Ratio de nominal recomprado sobre nominal ofertado, en porcentaje.

ejercicio 2006 o en los primeros meses de 2007, como los bonos de cupón 4,80%, 3,00% o 4,25%, o las obligaciones de cupón 7,35% o 6,00%. El importe de las recompras efectuadas de las mismas han moderado el riesgo de refinanciación. Por otro lado, el resto de operaciones de recompra ha 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 ofertas para amortización de deuda se distribuyeron con mayor uniformidad que en otros ejercicios. En cualquier caso, el máximo interés lo concentraron los bonos de cupón 3,00% y 4,25%, que vencen, respectivamente, en julio y octubre de 2007. En el ámbito de estas transacciones de

## DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

elevado importe, la mayor coincidencia de intereses entre oferentes y Tesoro tuvo lugar en la primera referencia, a juzgar por la ratio de recompras sobre ofertas, que alcanzó el 54,8%. En cualquier caso, el máximo interés mutuo se alcanzó en referencias cuya amortización no es inminente, como la obligación de cupón 5,15%. En el extremo contrario, las recompras de obligaciones a quince años no tuvieron una favorable acogida, hasta el punto de que la correspondiente a la obligación de cupón 8,70% no registró peticiones de venta, mientras que la correspondiente a la obligación de cupón 8,20% se declaró desierta.

El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2006. Un rasgo destacable en ese gráfico es el significativo aumento en el volumen de amortizaciones en los próximos ejercicios. Aunque en buena medida ese hecho es atribuible a decisiones de emisión de anteriores ejercicios, la reestructuración del mercado de letras que se ha acometido en 2006 ha determinado un aumento en las necesidades de refinanciación en 2007 y 2008.