

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2007 ha vuelto a desarrollarse 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 20.135 millones de euros (1,92% del PIB), frente a los 11.471 millones de euros de superávit (1,17% del PIB) registrados el año anterior¹. Este resultado, unido al incremento que registraron los saldos de tesorería (por valor de 1.597 millones de euros) y a la acumulación neta registrada en el resto de activos financieros (por valor de 10.589 millones de euros), ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 7.949 millones de euros, que supera en cerca del 24% a la del año anterior.

Ese excedente de recursos ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada se haya visto reducido en 2.010,3 millones de euros a lo largo de 2007². En términos de actividad en el mercado primario, el ejercicio 2007 se ha saldado con una contracción en el nivel de colocaciones brutas del 7,7%. De hecho, el volumen de colocaciones ha sido inferior en alrededor de 7.000 millones de euros respecto a lo anunciado en la presentación del programa de emisión para 2007. Sin embargo, el volumen de amortizaciones de deuda que ha debido refinanciar ha estado en línea con el previsto inicialmente, ya que, a diferencia de años anteriores, durante 2007 no se han ejecutado operaciones de recompra.

En términos absolutos, el coste medio de la financiación mediante deuda anotada del Estado a fines del ejercicio 2007 se incrementó en 17 pb respecto del nivel de mínimos históricos registrado en 2006. En términos relativos, la tónica favorable bajo la que se ha desenvuelto la financiación del Tesoro se ha traducido, un año más, en una captación de fondos durante el año a tasas inferiores a las de la media de los emisores soberanos integrados en el área del euro. No obstante, los efectos de las turbulencias financieras desencadenadas en Estados Unidos han ocasionado un deterioro en la comparación con Alemania y con Francia³.

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

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 2007 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 20.135 millones de euros. El saldo primario de caja del período, por su parte, se cifró en 34.674 millones de euros, lo que supone un 3,30% del PIB.

Como se indicaba en la introducción, la evolución de las operaciones no financieras y el resultado de la política financiera del Estado durante 2007 han determinado para el mismo una capacidad de endeudamiento por un importe igual a 7.949 millones de euros. En consonancia

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2007 ascendió a 13.523 millones de euros, lo que supone un 1,29% del PIB. 2. A fin de dar una visión un tanto más precisa de la positiva evolución financiera, debe tenerse en cuenta que durante el ejercicio 2007 también se amortizaron préstamos del interior y deuda asumida, entre la que se encontraba deuda de RTVE por valor de 3.181 millones de euros, así como deuda y préstamos en divisas por un valor conjunto igual a 298 millones de euros. 3. En términos de diferencial de *asset swap*, los costes de financiación del Tesoro se encarecieron a lo largo del ejercicio en alrededor de 15 pb en comparación con Alemania, y en 7 pb en relación con Francia.

con este hecho, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2007 ha podido registrar por segundo año consecutivo un importe negativo, en esta ocasión por un valor nominal de 2.010,3 millones de euros, frente a la emisión neta negativa de 2.579,6 millones que se había registrado el año anterior.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una ligera ampliación de la vida media del saldo vivo de letras, bonos y obligaciones hasta 6,95 años (frente a 6,8 años en 2006). En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a la intensificación durante 2007 de la política de apelación neta con signo positivo en el segmento de las obligaciones del Estado. Esta concentración de la emisión neta en los plazos más largos no ha impedido que la colocación neta de bonos se viera ajustada sustancialmente a la baja. Este desenlace debe entenderse, asimismo, a la luz de la colocación neta positiva que experimentó el conjunto de las líneas de letras por un importe igual a 1.143,6 millones de euros, compensando en parte su contracción en el año precedente.

Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2007, se ha vuelto a producir, al igual que en 2006, una contracción en el saldo de deuda del Estado anotada, en esta ocasión por un importe relativo igual al 0,7%. De esta forma, el saldo de deuda del Estado anotada ascendía, al concluir el ejercicio 2007, a 293.364,7 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 2007, en comparación con el año anterior, y, sobre todo, la ausencia de una necesidad de captar fondos en términos netos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2007 se haya vuelto a contraer, en esta ocasión alrededor de un 7,7% en términos interanuales.

En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 52.090,9 millones de euros. Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2007 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas⁴ y, en conjunto, a unos niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro. No obstante, a lo largo de la segunda mitad del año se pronunció la divergencia entre los costes de captación de fondos del Tesoro español y los correspondientes a los tesoros francés o alemán, hasta alcanzar alrededor de 15 pb frente a este último, en términos de diferencial sintético de *asset swap*. La evolución de los tipos de financiación durante 2007 se ha caracterizado por haber reflejado, a grandes rasgos, la dinámica de los tipos de interés oficiales. Así, la rentabilidad de la deuda a diez años era unos 43 pb superior a la de comienzos del año, un movimiento similar a los 50 pb en que se vio incrementado a lo largo de 2007 el tipo mínimo de las subastas semanales del BCE.

2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2007 se ha caracterizado, como ya se ha apuntado, por el signo negativo de su balance final. En términos de composición, esta amortización neta se ha centrado en los bonos, que en conjunto registraron una emisión neta negativa por importe de 14.292,2 millones de euros. Por el contrario, en los otros dos instrumentos la captación neta de fondos fue positiva, ya que la emisión neta de letras se cifró en 1.143,6 millones de euros, mientras que el conjunto de obligaciones del Estado registró una colocación neta de 11.138,3 millones de euros. Otra demostración de la intensidad de la política de emisión en este segmento es que la apelación al mismo superó en cerca de 3.700 millones de euros a la registrada en 2006,

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.

ejercicio en el que la concentración en el segmento de más largo plazo había sido ya sustancial.

A resultas de la política de financiación ejecutada durante 2007, el saldo de letras en circulación a finales de dicho ejercicio ha aumentado un 3,7% en relación con el del cierre del año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha aumentado a finales de 2007 hasta el 11,06%, desde el 10,60% que suponía en 2006. Este aumento del saldo de letras ha afectado a las líneas de letras a seis meses y a un año, y se ha materializado en términos tanto absolutos como relativos. Por el contrario, el saldo de letras emitidas a dieciocho meses registró una contracción relativa próxima al 65%, lo que equivale a una disminución de su saldo vivo en 13.797,3 millones de euros.

Esta evolución diferencial de las distintas líneas de letras debe enmarcarse en la reformulación de la estrategia de financiación a corto plazo que el Tesoro emprendió ya 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, aconsejó configurar una política de emisión a corto plazo basada en las letras a un año, en las que emisión y amortización se encadenan con el fin de minimizar sus efectos en la cuenta de tesorería.

La puesta en marcha de esta política en 2006 supuso la total amortización del saldo de letras a seis meses durante dicho ejercicio. De acuerdo con la nueva estrategia, las letras emitidas a dieciocho meses tuvieron un idéntico final tras la última colocación en enero de 2007. La política de agrupar los vencimientos de todas las letras en los meses pares del año también se modificó. A partir de febrero de 2007, las letras a un año emitidas cada mes vencen en el mismo mes del año siguiente. Adicionalmente, el volumen emitido mensualmente se pretende que sea relativamente homogéneo y que en el futuro los volúmenes de las emisiones y las amortizaciones tiendan a coincidir. A tal fin, la adaptación hacia la nueva política de emisión de letras aconsejó que en agosto de 2007 los saldos vivos de letras emitidos originalmente a dieciocho meses en agosto de 2006 se ampliaran con una nueva emisión de letras fungibles a seis meses. Con un ánimo idéntico, esta política de emisión de letras a seis meses se ha mantenido mensualmente hasta diciembre. De esta forma, se ha pretendido suavizar los perfiles de las amortizaciones durante el primer semestre de 2008 —en el que se amortizará totalmente el saldo vivo de letras a dieciocho meses y el saldo creado por las nuevas emisiones de letras a seis meses, además de los vencimientos regulares de letras a un año— y buscar una mayor sincronía entre el volumen que se ha de emitir mensualmente y las amortizaciones previstas. En definitiva, la reintroducción de letras a seis meses durante la segunda mitad de 2007 ha respondido a un objetivo meramente instrumental.

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo la estrategia de financiación a corto plazo del Tesoro, que se acaba de describir, ha dado lugar a que la emisión bruta de letras haya experimentado un ligero crecimiento durante 2007, próximo al 4,2% para el conjunto de las líneas. La composición de la financiación bruta obtenida en las diferentes líneas de letras pone en evidencia la nueva estrategia de emisión a corto plazo. La colocación de letras a dieciocho meses se ha contraído fuertemente (94%), dado que en esta línea solo se emitió en enero, mientras que la de letras a un año ha registrado un repunte casi tan significativo (102,1%) como el que ya registrara en 2006.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la estrategia de colocación a largo plazo, al igual que en 2006, ha vuelto a basarse en una captación neta

Año 2007

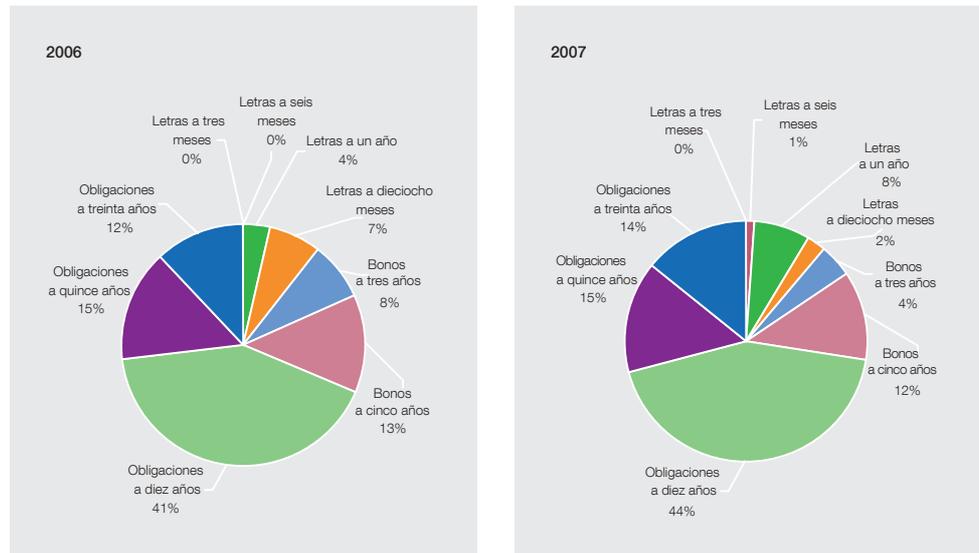
Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%
Total	52.090,9	56.461,7	-7,7	54.101,2	59.041,3	-8,4	-2.010,3	-2.579,6	22,1	293.364,7	295.375,0	-0,7
Total Letras	26.970,8	25.890,9	4,2	25.827,2	27.883,9	-7,4	1.143,6	-1.992,9	157,4	32.444,5	31.300,9	3,7
A seis meses	3.088,7	0,0	—	0,0	1.719,7	-100,0	3.088,7	-1.719,7	279,6	3.088,7	0,0	—
A un año	23.015,8	11.390,8	102,1	11.163,7	10.561,0	5,7	11.852,2	829,9	1.328,2	22.265,8	10.413,7	113,8
A dieciocho meses	866,2	14.500,1	-94,0	14.663,5	15.603,2	-6,0	-13.797,3	-1.103,1	-1.150,8	7.089,9	20.887,2	-66,1
Total bonos y obligaciones	25.120,2	30.570,8	-17,8	28.274,0	31.157,4	-9,3	-3.153,9	-586,6	-437,6	260.920,2	264.074,1	-1,2
A tres años	1.684,9	9.919,6	-83,0	12.752,3	11.151,4	14,4	-11.067,4	-1.231,7	-798,5	11.604,6	22.672,0	-48,8
A cinco años	8.775,6	5.298,6	65,6	12.000,4	12.107,2	-0,9	-3.224,8	-6.808,6	52,6	35.528,3	38.753,1	-8,3
A diez años	8.633,7	11.696,0	-26,2	3.521,4	7.898,9	-55,4	5.112,3	3.797,1	34,6	128.558,2	123.445,9	4,1
A quince años	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—	43.732,8	43.732,8	0,0
A treinta años	6.026,0	3.656,6	64,8	0,0	0,0	—	6.026,0	3.656,6	64,8	41.496,4	35.470,4	17,0

FUENTE: Banco de España.

positiva de las obligaciones a diez y a treinta años, exclusivamente. La emisión neta de bonos a medio plazo (tres y cinco años) ha registrado así una nueva contracción. La considerable emisión neta negativa del bono a tres años se explica por el hecho de que dejó de emitirse tras la subasta realizada en febrero de 2007 y, por lo tanto, la emisión neta es reflejo en gran medida del volumen que se amortizó durante el ejercicio. No obstante, la magnitud de la emisión bruta y neta, recogida en el cuadro 2.1, debe, sin embargo, cualificarse por una actuación atípica en la política de emisión durante 2007 en relación con los bonos a tres años. En diciembre de 2007 se procedió a la reapertura como bono de tres años de una obligación emitida originalmente (en mayo de 1999) como obligación a diez años, por un importe igual a 1.461,7 millones de euros. Teniendo en cuenta que, como viene siendo habitual, la construcción del cuadro 2.1 está basada en las especificaciones originales de la línea de la que se dispone, resulta claro que el mismo sobreestima la amortización neta de bonos a tres años por el importe de la referida colocación atípica. De forma recíproca, cabe decir también que la emisión neta positiva de obligaciones a diez años está sobreestimada en esa misma magnitud. Sin embargo, la imagen ofrecida por el cuadro 2.1 sobre el volumen neto emitido en las líneas catalogadas como de cinco o treinta años está libre de distorsiones. En cuanto al bono a cinco años, pese a que el volumen emitido fue notable, las amortizaciones que se debieron afrontar durante el ejercicio, muy superiores, explican el signo negativo de la emisión en términos netos.

Por su parte, el crecimiento en la emisión neta de obligaciones a diez años refleja la política de concentración de la liquidez en esa línea, que constituye la referencia principal del mercado. Igualmente, el crecimiento interanual del 17% registrado en el saldo de obligaciones a treinta años confirma inequívocamente la estrategia de captación de fondos en el más largo plazo seguida por el Tesoro. La constancia del saldo de obligaciones a quince años a lo largo de 2007 ha supuesto una confirmación de la suspensión de esta línea de emisión en 2005, así como la ausencia de amortizaciones a lo largo de 2007.



FUENTE: Banco de España.

En términos de actividad bruta, la buena evolución de la tesorería del Estado ha permitido recortar las emisiones en casi 7.000 millones de euros frente a lo inicialmente previsto. Por instrumentos, los máximos de actividad se alcanzaron, por distintos motivos, en letras a un año y, en menor medida, en bonos a cinco años y obligaciones a diez años. La condición de referencia que ostentan las obligaciones a diez años y el protagonismo exclusivo que las letras a un año están llamadas a mantener, tras la reforma del mercado de letras, explican los abultados volúmenes de colocaciones registrados en 2007. No obstante, el recurso a la obligación de cupón 3,8% durante todo 2007, sin que se emitiera una nueva obligación de diez años, contribuye a explicar la contracción interanual que se registró en la emisión bruta en este segmento.

Por el contrario, durante 2007 se procedió a la colocación de una nueva obligación a treinta años (cupón 4,90% y vencimiento en julio de 2040), así como de un nuevo bono a cinco años (cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012). La nueva obligación de treinta años se emitió en junio, mediante el procedimiento de sindicación, por un importe de 4.000 millones de euros. En enero se emitió mediante subasta ordinaria el nuevo bono de cinco años, mientras que en febrero se cerraba la emisión del último bono de tres años (cupón 2,90%).

En conjunto, la política de emisión a medio y largo plazo ha determinado que el saldo de bonos y obligaciones suponga al concluir 2007 el 88,94% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1), lo que supone 0,46 pp menos que en 2006. Así pues, a pesar del especial interés que sigue revistiendo la emisión a más largo plazo, especialmente en la coyuntura reciente de bajas rentabilidades, la reforma del mercado de letras ha exigido proceder a mayores emisiones a corto plazo, lo que ha exigido una moderada detracción de liquidez del medio y largo plazo. De hecho, esta detracción ha tenido lugar a costa de los bonos, ya que al concluir 2007 las obligaciones suponían alrededor del 82% del saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo, frente al 77% en el año 2006.

La política de fomento de la liquidez en las referencias de medio y largo plazo durante 2007 se ha saldado en los siguientes términos. Aunque al cierre de 2007 la referencia de diez años vigente en ese momento no se había cerrado, el saldo vivo acumulado de la

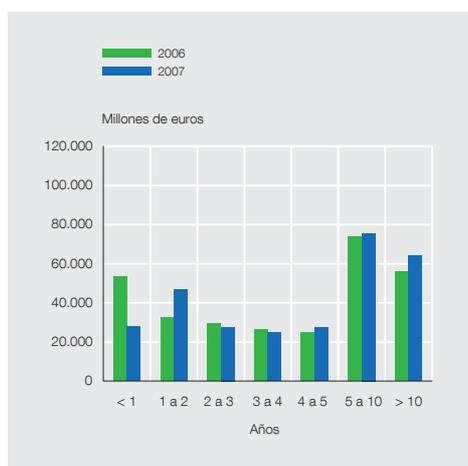
misma ascendía a 12.165,9 millones de euros, importe superior a los 11.695,5 millones de euros con que se cerró la anterior referencia a diez años de cupón 3,15%. Por su parte, la obligación a treinta años cuya emisión concluyó en febrero alcanzó, tras algo más de dos años de estar activa, un saldo vivo igual a 11.878,7 millones euros, frente a los 10.931,2 millones de euros que había alcanzado la anterior obligación a treinta años. Ambas comparaciones ponen en evidencia que, a pesar del escaso margen que dejan los logros en materia de consolidación fiscal, las referencias de más largo plazo todavía pueden verse favorecidas por la política de fomento de la liquidez. Sin embargo, esta no puede tener alcance universal, como lo muestra el saldo vivo con el que se procedió al cierre del último bono a tres años (9.907,6 millones de euros), que contrasta negativamente con los 13.782,2 millones de euros que alcanzó la anterior referencia a tres años. Por lo que se refiere a la referencia vigente en el bono a cinco años, no tiene sentido en estos momentos proceder a comparación alguna, puesto que se han cubierto tan solo cuatro subastas, faltando alrededor de tres o cuatro más.

La ejecución del programa de financiación de 2007 se ha materializado mediante un total de 30 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de la nueva obligación de treinta años. En consecuencia, se ha vuelto a reducir un año más el recurso al mercado por parte del Tesoro, ya que en el año anterior se habían realizado 40 subastas y una sindicación. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, durante el ejercicio 2007 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 60% de las ocasiones. Más precisamente, el recurso a la segunda vuelta de letras se materializó en el 64% de las subastas, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, esa ratio ascendió al 47%. La adjudicación en las segundas vueltas de deuda del Estado supuso un 7,9% de los importes nominales colocados en sus respectivas subastas de deuda. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total durante 2007, el recurso a la segunda vuelta ha supuesto el 5,3% de las colocaciones totales, ratio que coincide con la alcanzada el año anterior.

Los rasgos más destacables sobre la ratio de cobertura de las distintas subastas efectuadas durante 2007 son los siguientes. Las colocaciones de obligaciones a treinta años han recibido el máximo interés por parte de los inversores, a juzgar por el hecho de que el nivel medio de sus peticiones fue 2,8 veces el de la adjudicación. Las subastas de instrumentos cuya emisión se cerraba, como las letras a dieciocho meses o los bonos a tres años, también cosecharon un especial interés, como evidencian sus respectivas ratios de cobertura de 3,4 y 2,6 veces. Las subastas de obligaciones a diez años se desarrollaron dentro de la tónica habitual en este instrumento de referencia para el Tesoro, registrándose ratios de cobertura holgadas, en el entorno de 2,3 veces. Solo la subasta de julio supuso cierto retroceso, al haber supuesto la demanda únicamente 1,6 veces la adjudicación. Por lo que se refiere a las letras a un año, la ratio de cobertura se situó en 2,1 veces.

2.3 Perfil de vencimientos

El volumen de amortizaciones de deuda que el Tesoro ha debido refinanciar durante 2007 ha estado en línea con el previsto inicialmente, ya que, a diferencia de años anteriores, no se han ejecutado operaciones de recompra. Esta decisión debe entenderse en el marco de una política de financiación que, como se ha comentado más arriba, ha desestimado nuevas colocaciones en el tramo medio de la curva (letras a dieciocho meses y bonos a tres años), es decir, en aquel en el que con mayor intensidad suelen recaer los efectos de las recompras. En definitiva, la ausencia de recompras ha obedecido, fundamentalmente, a un objetivo de preservar la liquidez en el tramo medio-corto de la curva, en unas circunstancias de por sí desfavorables para la misma.



FUENTE: Banco de España.

El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2007. En el mismo cabe destacar la mayor comodidad del Tesoro durante 2008 por lo que se refiere al volumen previsto de amortizaciones, casi la mitad del que tuvo que afrontar en el último ejercicio.

