

## 2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO



## 2 Mercado primario de deuda del Estado

En el presente capítulo se analiza brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario de deuda del Estado, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas, a menos que se indique lo contrario, se refieren a deuda del Estado denominada en euros.

### 2.1 Evolución de la financiación del Estado

El año 2008 ha supuesto un cambio de tendencia en la financiación del Estado. Mientras que en los últimos años la capacidad de endeudamiento del Estado había permitido reducciones del saldo de deuda del Estado anotada, en 2008 la situación ha sido la opuesta.

De acuerdo con el Informe de la Intervención General de la Administración del Estado, el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 18.747 millones de euros (-1,71% del PIB), frente al superávit de 20.135 millones de euros (1,92% del PIB) registrado en 2007<sup>1</sup>. Este resultado, unido al aumento que registraron los saldos de tesorería (por valor de 10.722 millones de euros) y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 18.312 millones de euros), ha acabado determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 47.781 millones de euros, que, comparada con la capacidad de endeudamiento por valor de 7.988 millones de euros registrada en 2007, supone un cambio significativo<sup>2</sup>.

Esta creciente necesidad de financiación se originó principalmente durante los últimos meses del año, como consecuencia de las diversas medidas de política económica emprendidas por el Gobierno español para hacer frente a los efectos de la crisis financiera internacional. Entre ellas destacan la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y el programa de otorgamiento de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito.

Para financiar las nuevas medidas económico-financieras, el Tesoro incrementó el volumen de sus emisiones y subastas, al tiempo que recurrió a instrumentos poco habituales en los últimos años. Es el caso de las emisiones en divisas, que pasaron de no realizarse en 2006 y 2007 a alcanzar la cifra de 2.600 millones de euros en 2008. Se trata de dos emisiones en dólares a cinco y tres años que fueron muy bien acogidas por los inversores, permitiendo al Tesoro Público financiarse a un coste menor respecto a las emisiones en euros. Por otro lado, como se detalla en el apartado 2.2, también hubo que hacer uso de instrumentos no previstos en la estrategia fijada a principios de año, como las letras a seis meses.

En cuanto a costes se refiere, la financiación captada durante 2008 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 similares a los de la media de los Estados del área del euro. La evolución de los tipos de financiación reflejó solo parcialmente la dinámica de los tipos de interés oficiales. Así, mientras el tipo mínimo de las subastas del Banco Central Europeo bajó 150 pb en el conjunto del año, la rentabilidad a largo plazo de la deuda pública espa-

1. El saldo primario de caja para 2008, por su parte, se cifró en -2.818 millones de euros, lo que supone un -0,26% del PIB. 2. Para una visión más precisa de la evolución financiera hay que tener en cuenta que durante el ejercicio 2008 se amortizaron préstamos del interior y en divisas por valor de 1.311 millones de euros y 1.716 millones de euros, respectivamente; además de deuda asumida por valor de 2.459 millones de euros, de los cuales 2.158 millones eran deuda de RTVE. 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.

ñola, medida por la de las obligaciones a diez años, lo hizo en 49 pb. Esta evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2008, ha determinado que el coste medio de la financiación captada se haya situado 39 pb por debajo del registrado en 2007.

## **2.2 Evolución del mercado primario**

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2008 se ha caracterizado tanto por su signo positivo como por la amplia diferencia con respecto a las previsiones iniciales. Ambos aspectos suponen un punto de inflexión frente a la evolución registrada en los ejercicios anteriores más recientes.

En efecto, el mayor volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2008, en comparación con el año anterior, y, especialmente, la mayor necesidad de captar fondos en términos netos acabaron determinando que la emisión bruta durante 2008 experimentase un aumento del 116,2% interanual, después de las contracciones experimentadas en los años previos. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 112.609,9 millones de euros, frente a los 52.090,9 millones de 2007. Además, esta cifra de colocaciones brutas fue significativamente superior a la anunciada a principios de año, rompiendo la tendencia a los recortes que había caracterizado los tres ejercicios anteriores.

La mayor parte de las colocaciones recayó sobre bonos y obligaciones del Estado, cuya emisión bruta ascendió a 59.952,6 millones de euros; mientras, las emisiones a corto plazo fueron también significativas, al cifrarse en 52.657,2 millones. En el segmento del largo plazo destacan las dos nuevas obligaciones a diez y quince años introducidas por sindicación bancaria. La primera de ellas fue emitida en el mes de febrero por un importe de 5.000 millones de euros. La segunda, que se emitió en septiembre por un valor nominal de 3.000 millones, es especialmente relevante por cuanto significa que el Tesoro Público retoma las emisiones a quince años.

Con respecto al desglose por instrumentos de la emisión bruta, los máximos de actividad se alcanzaron, por distintos motivos, en las letras a un año y, en menor medida, en las obligaciones a diez años y los bonos a tres y cinco años. La condición de referencia que caracteriza a las obligaciones a diez años y el protagonismo reservado a las letras a un año, tras la reforma del mercado de letras, explican los abultados volúmenes de colocaciones registrados en 2008 en los dos primeros instrumentos. Con respecto a los bonos del Estado, el crecimiento especialmente intenso que experimentó su emisión bruta responde a la fuerte demanda por parte de los inversores en este segmento y a los tipos favorables vigentes en los mercados para estos plazos.

En términos netos, la financiación captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2008 ha registrado un importe positivo, por un valor nominal de 51.750,9 millones de euros, frente a la emisión neta negativa de 2.010,3 millones que se había registrado el año anterior. En el cuadro 2.1<sup>4</sup> puede apreciarse cómo, en términos de composición, esta emisión neta de signo positivo se ha materializado para todos los instrumentos individualmente, a excepción de las letras a dieciocho meses, que desaparecieron del mercado, y se ha repartido de forma equilibrada entre letras, bonos y obligaciones. Así, la captación neta de fondos mediante letras se cifró en 19.629,9 millones de euros, mientras que los importes captados mediante bonos y obligaciones del Estado fueron de 15.143,9 millones de euros y 16.977,1 millones de euros, respectivamente.

4. La construcción del cuadro 2.1 está basada en las especificaciones originales de cada línea.

Año 2008

| Millones de euros y %      |                  |                 |              |                 |                 |             |                 |                 |                |                  |                  |             |
|----------------------------|------------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|-------------|-----------------|-----------------|----------------|------------------|------------------|-------------|
|                            | EMISIÓN BRUTA    |                 |              | AMORTIZACIÓN    |                 |             | EMISIÓN NETA    |                 |                | SALDO            |                  |             |
|                            | 2008             | 2007            | %            | 2008            | 2007            | %           | 2008            | 2007            | %              | 2008             | 2007             | %           |
| <b>Total</b>               | <b>112.609,9</b> | <b>52.090,9</b> | <b>116,2</b> | <b>60.859,0</b> | <b>54.101,2</b> | <b>12,5</b> | <b>51.750,9</b> | <b>-2.010,3</b> | <b>2.674,3</b> | <b>345.115,6</b> | <b>293.364,7</b> | <b>17,6</b> |
| Total letras               | 52.657,3         | 26.970,8        | 95,2         | 33.027,4        | 25.827,2        | 27,9        | 19.629,9        | 1.143,6         | 1.616,6        | 52.074,3         | 32.444,5         | 60,5        |
| A tres meses               | 5.033,4          | 0,0             | —            | 0,0             | 0,0             | —           | 5.033,4         | 0,0             | —              | 5.033,4          | 0,0              | —           |
| A seis meses               | 3.316,3          | 3.088,7         | 7,4          | 2.962,2         | 0,0             | —           | 354,1           | 3.088,7         | -88,5          | 3.442,8          | 3.088,7          | 11,5        |
| A un año                   | 44.307,6         | 23.015,8        | 92,5         | 22.975,3        | 11.163,7        | 105,8       | 21.332,3        | 11.852,2        | 80,0           | 43.598,1         | 22.265,8         | 95,8        |
| A dieciocho meses          | 0,0              | 866,2           | -100,0       | 7.089,9         | 14.663,5        | -51,6       | -7.089,9        | -13.797,3       | 48,6           | 0,0              | 7.089,9          | -100,0      |
| Total bonos y obligaciones | 59.952,6         | 25.120,2        | 138,7        | 27.831,6        | 28.274,0        | -1,6        | 32.121,0        | -3.153,9        | 1.118,5        | 293.041,3        | 260.920,2        | 12,3        |
| A tres años                | 15.542,1         | 1.684,9         | 822,5        | 11.604,5        | 12.752,3        | -9,0        | 3.937,6         | -11.067,4       | 135,6          | 15.542,2         | 11.604,6         | 33,9        |
| A cinco años               | 11.206,3         | 8.775,6         | 27,7         | 0,0             | 12.000,4        | -100,0      | 11.206,3        | -3.224,8        | 447,5          | 46.734,6         | 35.528,3         | 31,5        |
| A diez años                | 20.944,3         | 8.633,7         | 142,6        | 16.227,1        | 3.521,4         | 360,8       | 4.717,2         | 5.112,3         | -7,7           | 133.275,4        | 128.558,2        | 3,7         |
| A quince años              | 5.869,7          | 0,0             | —            | 0,0             | 0,0             | —           | 5.869,7         | 0,0             | —              | 49.602,5         | 43.732,8         | 13,4        |
| A treinta años             | 6.390,2          | 6.026,0         | 6,0          | 0,0             | 0,0             | —           | 6.390,2         | 6.026,0         | 6,0            | 47.886,6         | 41.496,4         | 15,4        |

FUENTE: Banco de España.

Por tanto, fue el segmento de medio y largo plazo el que soportó la mayor parte de la financiación neta captada, con 32.121,0 millones de euros. Aunque la aportación de bonos y obligaciones al total neto emitido fue similar, e incluso ligeramente mayor para las obligaciones, el análisis individual de los distintos instrumentos revela la preponderancia de los bonos a cinco años, que no registraron amortizaciones durante el año y aportaron 11.206,3 millones de euros a la financiación neta total, representando un 34,8% de la financiación captada a medio y largo plazo. Por otra parte, destaca el moderado descenso en la emisión neta de las obligaciones a diez años, que constituyen la referencia principal del mercado, fruto de unos niveles de amortizaciones que casi quintuplicaron los del año anterior. Aún así, la emisión neta de este instrumento fue positiva e incrementó su saldo vivo al final del período en un 3,7%.

No obstante, el desglose de la emisión neta total por instrumentos revela el papel preponderante de las letras a un año sobre cualquier otra referencia, con una captación neta de fondos de 21.332,3 millones de euros. La evolución diferencial de las distintas líneas de letras, así como el consiguiente cambio en la composición de la financiación bruta, debe enmarcarse en la reformulación de la estrategia de financiación a corto plazo que el Tesoro emprendió ya en 2006 con el objetivo de finalizarla en 2008. 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 un núcleo formado por subastas mensuales de letras a un año, en las que la emisión y amortización se encadenasen con el fin de minimizar sus efectos en la cuenta de tesorería; acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año que funcionasen como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado.

La puesta en marcha de esta política en 2006 supuso la total amortización del saldo de letras a seis meses durante dicho ejercicio. Además, las letras emitidas a dieciocho meses tuvieron un idéntico final tras la amortización total de su saldo vivo en el primer semestre de 2008. Aunque la programación inicial de esta nueva estrategia de emisión del Tesoro a corto plazo solamente preveía emisiones a tres meses y a un año, en 2008 se realizaron también emisiones de letras a seis meses, debido a las mayores necesidades de financiación que, como se comenta más arriba, se originaron en los últimos meses del año.

Por último, la ejecución del programa de financiación de 2008 se ha materializado mediante un total de 43 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de dos nuevas obligaciones a diez y quince años. Es decir, se ha aumentado el recurso al mercado por parte del Tesoro, al contrario que en años anteriores. Así, mientras que en 2007 se realizaron 30 subastas y una sindicación, en 2006 se habían realizado 40 subastas y una sindicación. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, durante el ejercicio 2008 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 79% de las ocasiones. Más precisamente, el recurso a la segunda vuelta de letras se materializó en el 83% de las subastas, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones esta ratio ascendió al 76%. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2008, la adjudicación en las segundas vueltas supuso un 9,3%. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total (tanto mediante subastas como por sindicación), el recurso a la segunda vuelta ha supuesto el 8,6% de las colocaciones, valor ligeramente superior al 5,3% alcanzado en 2007.

Los rasgos más destacables sobre la ratio de cobertura de las distintas subastas efectuadas durante 2008 son los siguientes. Las colocaciones de letras a seis meses han recibido el máximo interés por parte de los inversores, a juzgar por el hecho de que el nivel de sus peticiones fue en media 2,8 veces el de la adjudicación. Las subastas de letras a tres meses, realizadas todas en el último trimestre del año, también despertaron un especial interés, como evidencia su ratio media de cobertura de 2,3 veces. En el otro extremo se sitúan las letras a un año, cuya cobertura media fue de solo 1,5 veces, el mínimo de todos los instrumentos. Destaca también el retroceso experimentado por las subastas de las obligaciones a diez años, instrumento de referencia para el Tesoro, que registraron una ratio de cobertura media de solo 1,7 veces, frente a las 2,3 veces de 2007. En cuanto al resto de instrumentos, tanto las obligaciones a treinta y quince años como los bonos a cinco y tres años se situaron en niveles similares en este aspecto: la ratio de cobertura media de las primeras fue de 1,8 y 1,7 veces, respectivamente; y la de los últimos, de 1,9 y 1,7 veces, respectivamente.

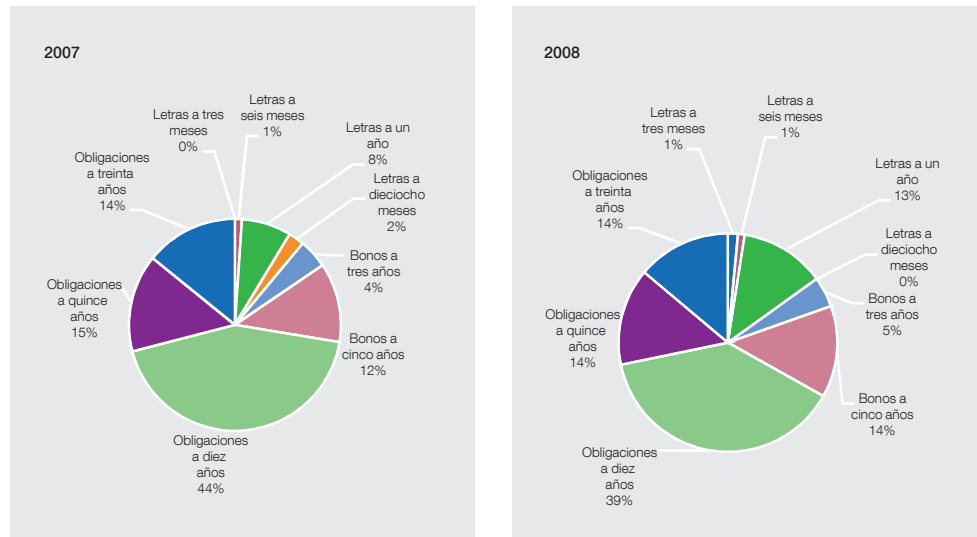
### **2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada**

Si a comienzos del año se esperaba que el saldo vivo de deuda del Estado en circulación apenas variase con respecto a 2007, finalmente se ha producido, a diferencia de los últimos años, un aumento del saldo de deuda del Estado anotada, por un importe de 51.750,9 millones de euros, lo que supone un aumento del 17,6% con respecto al año anterior. De esta forma, el saldo vivo de deuda del Estado ascendía, al concluir el ejercicio 2008, a 345.115,6 millones de euros.

En cuanto a su composición, la política de financiación del Tesoro durante 2008 ha tenido como consecuencia un aumento de la concentración en el corto y el medio plazo (véase gráfico 2.1). Ello se ha debido, principalmente, al cambio de signo, con respecto al año anterior, de la política de apelación neta en el segmento de los bonos del Estado, así como a la intensificación de las emisiones netas de letras del Tesoro. Aunque la financiación obtenida mediante obligaciones del Estado también se incrementó con respecto a 2007, lo hizo en menor medida que en los instrumentos a corto y medio plazo.

## COMPOSICIÓN DE LA DEUDA ANOTADA

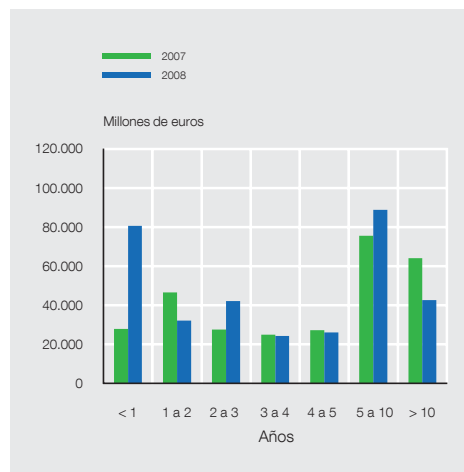
GRÁFICO 2.1



FUENTE: Banco de España.

## DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

Así, la proporción que representaban las letras del Tesoro y los bonos del Estado sobre el total era a final de año del 33,1%, frente al 27,6% de 2007, incremento que se debió en mayor medida al aumento relativo de las letras que al de los bonos. De hecho, el saldo de letras del Tesoro en circulación a finales de 2008 era un 60,5% superior al valor de 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 2008 hasta el 15,1%, desde el 11,1% que suponía en 2007. A su vez, este aumento del saldo de letras ha provenido básicamente de la línea de letras a un año, que han aumentado su saldo vivo en un 95,8% con respecto a 2007, mientras que el saldo de las letras a dieciocho meses se extinguió, y las letras a seis y tres meses realizaron una aportación relativamente menos significativa al aumento del saldo total de letras del Tesoro en circulación. Por su parte, el saldo de los bonos a tres y cinco años creció en torno al 30%, destacando el aumento en dos puntos porcentuales en el peso del saldo vivo de los bonos a cinco años en el conjunto de la deuda del Estado.

Ahora bien, a pesar de su pérdida de peso relativo, las obligaciones del Estado siguen representando más de dos tercios del saldo vivo total de deuda pública. De hecho, todas sus líneas muestran saldos individuales superiores a los de cualquier línea de letras del Tesoro o de bonos del Estado. Las obligaciones a diez años siguen destacando en términos absolutos, con un 57,8% del saldo global de obligaciones y un 38,6% del saldo total de deuda, aunque han sido las obligaciones a quince y treinta años las que más han contribuido al aumento registrado por el saldo vivo de obligaciones, que fue del 7,9%.

La mayor concentración en el segmento de corto y medio plazo se concretó en una reducción de la vida media del saldo vivo de deuda del Estado hasta los 6,27 años, frente a los 6,95 años de 2007. Como consecuencia inmediata, el Tesoro tendrá que afrontar durante 2009 un volumen de amortizaciones previsto que casi triplica las cantidades a las que se enfrentaba para el ejercicio 2008. El gráfico 2.2 refleja este cambio en los distintos perfiles de amortizaciones a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2007 y 2008.