

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

El presente capítulo analiza brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario de deuda del Estado durante el año 2009, 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

En 2009, la financiación del Estado acentuó la tendencia iniciada en 2008. Tras años de estabilidad e incluso de reducción del saldo de deuda del Estado anotada, en 2008 se había producido un incremento de la deuda del Estado en circulación, que en 2009 fue aún más significativo.

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 87.281 millones de euros (-8,3% del PIB), frente al déficit de 18.747 millones de euros (-1,72% del PIB) registrado en 2008¹. Este resultado, unido al descenso que registraron los saldos de tesorería² (por valor de 1.113 millones de euros) y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 30.121 millones de euros), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 116.288 millones de euros, que, comparada con la necesidad de endeudamiento por valor de 47.775 millones de euros registrada en 2008, supone un aumento muy significativo (143,4%)³.

Esta mayor necesidad de endeudamiento fue consecuencia de la financiación de las distintas medidas de estímulo económico-financiero puestas en marcha por el Gobierno español para hacer frente a los efectos de la crisis. Entre ellas se encuentran el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, el programa de avales del Estado a nuevas emisiones de deuda de las entidades de crédito, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, el aumento del capital del Instituto de Crédito Oficial, el préstamo especial a dicha entidad para la financiación de pymes y las diversas medidas recogidas en el Plan Español para el Estímulo de la Economía y del Empleo. Además, es necesario señalar que las necesidades financieras del Tesoro en 2009 no solamente fueron significativamente superiores a las de 2008, sino que estuvieron por encima de las previsiones hechas a principios de año debido a la debilidad experimentada por la economía española.

Los costes de la financiación captada durante 2009 se situaron en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas⁴ 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 que 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 española, medida por la de las obligaciones a diez años, lo hizo solamente en 5 pb. Esta evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2009, ha determinado que el coste medio de la financiación captada se haya situado 164 pb por debajo del registrado en 2008.

1. El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2009 un valor de -69.631 millones de euros, lo que supone un -6,6% del PIB. 2. Variación de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España y depósitos en instituciones financieras. 3. Para una visión más precisa de la evolución financiera hay que tener en cuenta que durante el ejercicio 2009 se amortizaron préstamos del interior por valor de 680 millones de euros. 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.

2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2009 se caracterizó tanto por el significativo aumento con respecto a la emisión neta en 2008, como por superar ampliamente las previsiones realizadas a principios de año.

El mayor volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2009, en comparación con el año anterior, así como la mayor necesidad de captar fondos en términos netos, acabaron determinando que la emisión bruta durante 2009 experimentase un aumento interanual del 97,8%. Como muestra el cuadro 2.1⁵, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 222.774,4 millones de euros, frente a los 112.609,9 millones de euros de 2008. Esta cifra de colocaciones brutas fue significativamente superior a la anunciada a principios de año. A este respecto, debe tenerse en cuenta que la desviación con respecto a las necesidades financieras previstas inicialmente se cubrió casi en su totalidad con una mayor emisión de instrumentos a medio y largo plazo. De este modo, la emisión de letras del Tesoro evolucionó de acuerdo con lo previsto.

La mayor parte de las colocaciones volvió a recaer sobre bonos y obligaciones del Estado, cuya emisión bruta ascendió a 112.883,6 millones de euros, mientras que las emisiones a corto plazo fueron también significativas, al cifrarse en 109.890,7 millones de euros. En el segmento del medio plazo debe subrayarse el lanzamiento en el mes de julio, por primera vez por parte del Tesoro, de un bono a tipo de interés variable al plazo de tres años, introducido por sindicación bancaria y subastado posteriormente. Además, tras haber retomado en 2008 las emisiones en dólares, el Tesoro realizó en 2009 dos emisiones en dicha moneda a medio plazo. En el mes de febrero emitió una nota a medio plazo, con vencimiento en marzo de 2012, por un importe de 1.000 millones de dólares; y en septiembre, otra, con vencimiento en octubre de 2012, por 2.500 millones de dólares. Por otra parte, en el segmento del largo plazo destacan tres nuevas obligaciones introducidas por sindicación bancaria. En febrero y junio se recurrió a dicho procedimiento para emitir dos nuevas obligaciones a diez años, por un valor de 7.000 millones de euros cada una, cifras claramente superiores a los volúmenes que había colocado el Tesoro por sindicación hasta dicha fecha. Posteriormente, en septiembre, se lanzó también por sindicación una nueva obligación a treinta años, colocando más de 4.000 millones de euros.

Con respecto al desglose por instrumentos de la emisión bruta, los máximos de actividad se alcanzaron en las letras a un año y, en menor medida, en las obligaciones a diez años. El protagonismo reservado a las letras a un año, tras la reforma del mercado de letras, así como la condición de referencia que caracteriza a las obligaciones a diez años, explican los abultados volúmenes de colocaciones registrados en 2009 en estos dos instrumentos, como ya ocurrió en 2008.

En términos netos, la financiación captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2009 registró un importe positivo, por un valor nominal de 116.880,7 millones de euros, frente a la emisión neta de 51.750,9 millones de euros que se había registrado en 2008 y a la emisión neta negativa de 2007. Como puede apreciarse en el cuadro 2.1, esta emisión neta de signo positivo se materializó para todos los instrumentos individualmente, repartiéndose de forma equilibrada entre letras, bonos y obligaciones. Así, la captación neta de fondos mediante letras se cifró en 33.334,1 millones de euros, mientras que los importes captados mediante bonos y obligaciones del Estado fueron de 40.264,9 millones y 43.281,7 millones de euros, respectivamente.

5. La construcción del cuadro 2.1 está basada en las especificaciones originales de cada línea. Así, por ejemplo, en la reapertura de una obligación a diez años a la que quedan tres años de vida hasta el vencimiento, la emisión se atribuye al plazo de diez años y no al de tres.

Año 2009

Millones de euros y %												
	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2009	2008	%	2009	2008	%	2009	2008	%	2009	2008	%
Total	222.774,4	112.609,9	97,8	105.893,7	60.859,0	74,0	116.880,7	51.750,9	125,9	461.996,3	345.115,6	33,9
Total letras	109.890,7	52.657,3	108,7	76.556,7	33.027,4	131,8	33.334,1	19.629,9	69,8	85.408,4	52.074,3	64,0
A tres meses	19.587,7	5.033,4	289,2	18.592,5	0,0	—	995,3	5.033,4	-80,2	6.028,7	5.033,4	19,8
A seis meses	31.726,6	3.316,3	856,7	13.656,7	2.962,2	361,0	18.069,9	354,1	5.003,2	21.512,7	3.442,8	524,9
A un año	58.576,4	44.307,6	32,2	44.307,5	22.975,3	92,8	14.268,9	21.332,3	-33,1	57.867,0	43.598,1	32,7
A dieciocho meses	0,0	0,0	—	0,0	7.089,9	-100,0	0,0	-7.089,9	100,0	0,0	0,0	—
Total bonos y obligaciones	112.883,6	59.952,6	88,3	29.337,0	27.831,6	5,4	83.546,6	32.121,0	160,1	376.587,9	293.041,3	28,5
A tres años	28.650,3	15.542,1	84,3	0,0	11.604,5	-100,0	28.650,3	3.937,6	627,6	44.192,5	15.542,2	184,3
A cinco años	24.722,8	11.206,3	120,6	13.108,2	0,0	—	11.614,6	11.206,3	3,6	58.349,2	46.734,6	24,9
A diez años	34.030,0	20.944,3	62,5	11.982,3	16.227,1	-26,2	22.047,7	4.717,2	367,4	155.323,1	133.275,4	16,5
A quince años	13.235,6	5.869,7	125,5	4.246,6	0,0	—	8.989,1	5.869,7	53,1	58.591,5	49.602,5	18,1
A treinta años	12.245,0	6.390,2	91,6	0,0	0,0	—	12.245,0	6.390,2	91,6	60.131,6	47.886,6	25,6

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 83.546,6 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 tres años, que no registraron amortizaciones durante el ejercicio y aportaron 28.650,3 millones de euros a la financiación neta total, representando un 34,3% de la financiación captada a medio y largo plazo.

En el segmento de corto plazo, pese al ya citado papel predominante de las letras a un año en términos brutos, fueron las letras a seis meses las que captaron la mayor parte de la financiación neta, con 18.070 millones de euros. Este instrumento fue, además, el que mostró un mayor incremento, multiplicando prácticamente por seis la emisión neta que registró en 2008. Por otra parte, destaca el descenso en la emisión neta de las letras a tres meses y a un año, como resultado de los elevados niveles de amortización. Aun así, la emisión neta de estos instrumentos fue positiva, incrementándose su saldo vivo al final del período en un 19,8% y un 32,7%, respectivamente.

Esta evolución de las distintas líneas de letras refleja una redefinición de la estrategia de financiación a corto plazo que el Tesoro había emprendido en 2006. Dicha estrategia estaba basada en un núcleo formado por subastas mensuales de letras a un año, en las que la emisión y la 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. Ahora bien, 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, ya en 2008 también hubo que realizar algunas emisiones

de letras a seis meses, debido a las mayores necesidades de financiación. En 2009, las mayores necesidades de financiación aconsejaban que se produjera una mayor diversificación de los instrumentos emitidos, por lo que se procedió a realizar subastas de letras a tres y a seis meses con periodicidad mensual.

Por último, la ejecución del programa de financiación de 2009 se materializó mediante un total de 73 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de cuatro referencias: un nuevo bono a tres años, dos obligaciones a diez años y una obligación a treinta años. Es decir, el Tesoro aumentó el recurso al mercado, como ya ocurrió en 2008. Mientras que en 2007 se habían realizado 30 subastas y una sindicación, en 2008 se realizaron 43 subastas y dos sindicaciones. En lo referente al desarrollo de las segundas vueltas, durante el ejercicio 2009 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 70% de las ocasiones. Concretamente, el recurso a la segunda vuelta de letras se materializó en el 94% de las subastas, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones esta ratio ascendió al 46%. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2009, la adjudicación en las segundas vueltas supuso un 6,7%. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total (tanto mediante subastas como mediante sindicación), el recurso a la segunda vuelta supuso el 6,0% de las colocaciones, valor ligeramente inferior al 8,6% alcanzado en 2008.

En cuanto a la ratio de cobertura, los rasgos más destacables de las diversas subastas efectuadas durante 2009 fueron los siguientes: en términos agregados, el nivel de peticiones fue en media 2,2 veces el de adjudicación, frente a 1,8 veces de 2008, lo que indica un aumento del interés por parte de los inversores. Por instrumentos, las letras a tres meses fueron el instrumento más atractivo, a juzgar por el hecho de que su ratio media de cobertura fue de 3,5 veces. Las subastas de obligaciones a diez años y de letras a seis meses también despertaron un interés especial, como evidencian sus ratios medias de cobertura de 2,2 y 2,1 veces, respectivamente. En el otro extremo se situaron las obligaciones a treinta años, cuya cobertura media fue de solo 1,7 veces, el mínimo de todos los instrumentos. El resto de instrumentos se situó en niveles similares en este aspecto: la ratio de cobertura media fue de 1,9 veces para los bonos a cinco años y las letras a doce meses, mientras que los bonos a tres años y las obligaciones a quince años registraron una cifra de 1,8 veces.

2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

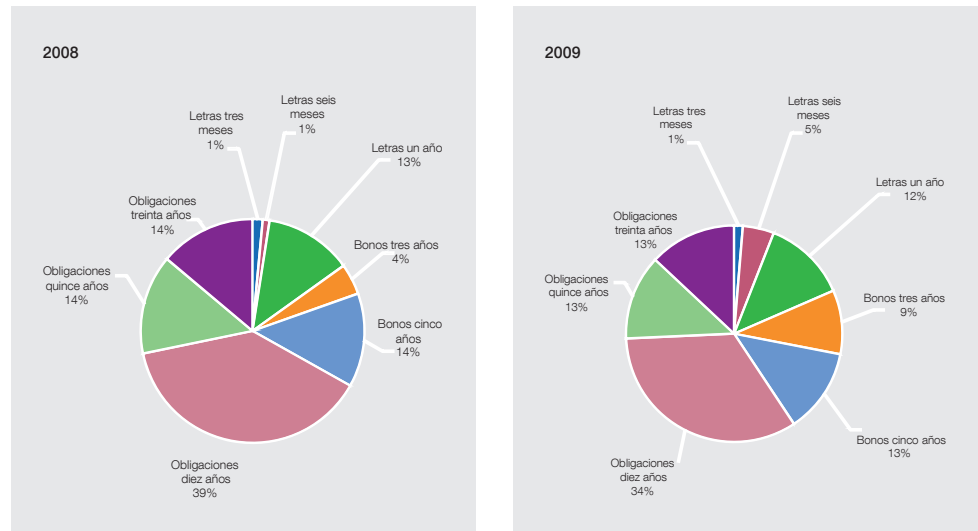
Como se ha señalado anteriormente, al igual que ocurrió en 2008, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación aumentó durante 2009, superando las previsiones iniciales. Si a comienzos del año se esperaba que el saldo de deuda del Estado anotada aumentase en 88.000 millones de euros, finalmente se produjo un incremento de 116.881 millones de euros, lo que supone un aumento del 33,9% con respecto al año anterior. Por tanto, el saldo vivo de deuda del Estado ascendía, al concluir el ejercicio 2009, a 461.996,3 millones de euros.

En cuanto a su composición, la estrategia de financiación del Tesoro durante 2009 tuvo como consecuencia un aumento de la concentración en el corto y el medio plazo (véase gráfico 2.1), como ya había ocurrido en el ejercicio anterior. Ello ha sido el resultado de la intensificación de las emisiones netas de letras del Tesoro y bonos del Estado. Aunque la financiación obtenida mediante obligaciones del Estado también aumentó con respecto a 2008, lo hizo en menor medida que en los instrumentos a corto y medio plazo.

Así, a final de año la proporción que representaban letras del Tesoro y bonos del Estado sobre el total de deuda era del 40,7%, frente al 33,1% de 2008, incremento que, moderadamente, se debió en mayor medida al aumento relativo de los bonos que al de las letras. En efecto, el saldo de bonos del Estado en circulación a final de 2009 era un 64,7% superior al valor de

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA ANOTADA

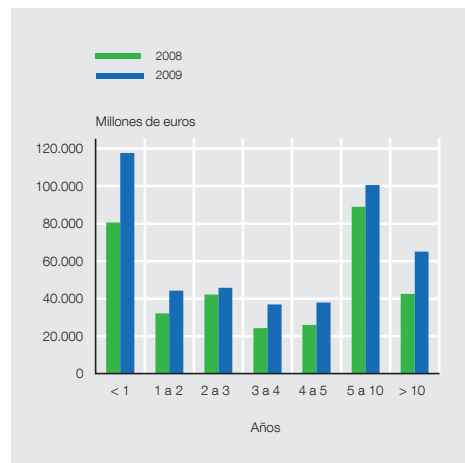
GRÁFICO 2.1



FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

cierre del año anterior. Así, el peso del saldo vivo de bonos dentro del conjunto de deuda del Estado había aumentado a finales de 2009 hasta el 22,2%, desde el 18,0% que suponía en 2008. Este avance de los bonos se produjo gracias a la contribución de los bonos a tres años, que incrementaron su saldo vivo en un 184,3% con respecto a 2008, mientras que los bonos a cinco años realizaron una aportación muy poco significativa al aumento del saldo total de bonos del Estado en circulación, disminuyendo incluso su peso relativo en el total de deuda anotada desde un 13,5% en 2008 a un 12,6% en 2009.

Las letras del Tesoro, por otra parte, experimentaron durante 2009 un aumento del saldo en circulación del 64,0%, en línea con lo previsto al principio del año. Como consecuencia de ello, las letras aumentaron su participación en el total del saldo vivo de deuda del Estado hasta el 18,5%, desde el 15,1% que suponía en 2008. A su vez, este aumento del saldo de letras provino principalmente de la línea de letras a seis meses, que incrementó su saldo vivo en un 524,9% con respecto a 2008, mientras que las letras a tres y a doce meses experimentaron aumentos de saldo más moderados, de un 19,8% y un 32,7%, respectivamente. Por su parte, el saldo de letras a dieciocho meses se mantuvo en cero, tras extinguirse en 2008.

Ahora bien, pese a su pérdida de peso relativo, las obligaciones del Estado siguen representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública. Todas sus líneas continúan mostrando 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 56,7% del saldo global de obligaciones y un 33,6% del saldo total de deuda, aunque han sido las obligaciones a quince y treinta años las que más han contribuido al aumento relativo registrado por el saldo vivo de obligaciones, que fue del 18,8%.

A pesar del aumento del peso de la financiación en el segmento de corto y medio plazo, la vida media del saldo vivo deuda del Estado se mantuvo prácticamente invariable, cifrándose en 6,2 años al final de 2009, frente a los 6,3 años de 2008. Durante 2010, el Tesoro tendrá que atender un volumen de amortizaciones previsto que supera en un 45,9% las cantidades a las que se enfrentaba al comenzar el ejercicio 2009. El gráfico 2.2 refleja este cambio en el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2008 y 2009.