

## 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 durante el año 2010, 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 el año 2010 la financiación del Estado estuvo marcada por el inicio del proceso de consolidación fiscal, previsto en los Presupuestos Generales del Estado mediante reducciones del gasto y aumentos moderados y selectivos de impuestos, así como por la estabilización de la actividad económica. Ambos factores contribuyeron a reducir significativamente las necesidades financieras del Tesoro con respecto a 2009.

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 52.235 millones de euros (-4,9% del PIB), frente al déficit de 87.281 millones de euros (-8,3% del PIB) registrado en 2009<sup>1</sup>. Este resultado, unido al aumento que registraron los saldos de tesorería<sup>2</sup> (por valor de 4.107 millones de euros) y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 9.710 millones de euros), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 66.052 millones de euros, que, comparada con la necesidad de endeudamiento por valor de 116.286 millones de euros registrada en 2009, supone una reducción muy significativa (-43,2%)<sup>3</sup>. Debe recordarse que en 2009 la necesidad de endeudamiento había aumentado considerablemente debido a 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.

Hay que subrayar además que, a diferencia del año anterior, las necesidades financieras del Tesoro en 2010 fueron menores que las previsiones hechas a principios de año (véase sección 2.3). Mientras que en 2009 la emisión neta superó ampliamente a la proyectada inicialmente, debido principalmente al deterioro de los ingresos públicos y a los diversos programas de estímulo fiscal, en 2010 la austeridad en el gasto y la recuperación de los ingresos tributarios resultaron en una reducción considerable de la necesidad de financiación del Estado con respecto a lo previsto en la estrategia del Tesoro.

En lo referente a los costes, la financiación captada durante 2010 se vio condicionada por las crisis de confianza que afectaron al mercado europeo de deuda pública, a las que España no fue ajena. Frente a las dificultades que sufrieron algunos Estados miembros de la zona del euro para financiarse en los mercados, el Tesoro completó su programa de financiación manteniendo la confianza de los inversores, pero a un coste superior. Así, mientras que el tipo mínimo de las subastas del Banco Central Europeo se mantuvo sin variación durante todo el año, la rentabilidad a largo plazo de la deuda pública española, medida por la de las obligaciones a diez años, inició en el segundo trimestre del año una tendencia ascendente que, pese a ceder durante el tercer trimestre, volvió a repuntar en la parte final del año, hasta registrar en diciembre un incremento de 157 pb con respecto a la media de diciembre de 2009. Esta evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2010, determinó

1. El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2010 un valor de -32.597 millones de euros, lo que supone un -3,1% 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.

que el coste medio de la financiación captada aumentase ligeramente, situándose 37 pb por encima del registrado en 2009. Por otra parte, el coste de financiación se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas<sup>4</sup>.

## 2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2010 se caracterizó tanto por el significativo descenso con respecto a la emisión neta en 2009 como por no alcanzar las previsiones de comienzos de año. Ambos aspectos suponen un cambio de sentido con respecto a la evolución registrada el ejercicio anterior.

Aunque el volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2010 fue sensiblemente mayor que el de 2009, la menor necesidad de captar fondos en términos netos determinó que la emisión bruta durante 2010 experimentase un descenso del 6,7 % interanual. Como muestra el cuadro 2.1<sup>5</sup>, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 207.959,1 millones de euros, frente a los 222.774,4 millones de 2009. Esta cifra de colocaciones brutas fue significativamente inferior a la anunciada a principios de año, como consecuencia de los programas de austeridad en el gasto y de la recuperación de los ingresos tributarios. De acuerdo con el objetivo del Tesoro de alargar la vida media del saldo vivo de deuda, esta reducción de la emisión con respecto a las previsiones iniciales afectó en mayor medida a las letras del Tesoro que al resto de instrumentos<sup>6</sup>. A pesar de ello, y al contrario que en los ejercicios precedentes, la mayor parte de las colocaciones recayó sobre las letras del Tesoro, cuya emisión bruta ascendió a 113.995,8 millones de euros, mientras que las emisiones a medio y largo plazo fueron también significativas, cifrándose en 93.963,3 millones en total.

En el segmento del medio plazo cabe reseñar que el Tesoro volvió a lanzar, por segundo año consecutivo, una emisión a tipo de interés variable. Se trató en este caso de un bono a cinco años, que se introdujo en marzo mediante el procedimiento de sindicación por un volumen de 1.500 millones de euros. Además, el Tesoro siguió recurriendo a la sindicación para emitir los primeros tramos de las obligaciones del Estado. Mediante este método se lanzaron dos nuevas referencias a diez años en los meses de enero y julio, por importe de 5.000 y 6.000 millones de euros, respectivamente, así como la nueva obligación de referencia a quince años, por un importe de 5.000 millones de euros. Todas ellas fueron bien recibidas por los inversores, contribuyendo a abrir el mercado también a otros emisores españoles privados. Por otro lado, tras haber realizado emisiones en dólares en 2008 y 2009, las condiciones desfavorables en el mercado de divisas hicieron que la emisión en 2010 se concentrara exclusivamente en el mercado en euros. De hecho, pese a los problemas de liquidez experimentados por el mercado europeo durante el último año, el Tesoro ha emitido de forma regular en los principales tramos de su curva de deuda en euros a tipo de interés fijo. Además, con el objetivo de dar más liquidez a la curva de la deuda del Estado, se mantuvo la práctica de reabrir en las subastas ordinarias referencias *off the run* para aproximarlas al saldo objetivo. Como novedad, el Tesoro decidió en 2010 hacer depender dicho saldo objetivo del plazo de los valores emitidos. Así, se mantuvo el objetivo de 15.000 millones de euros para los bonos, pero se elevó a 16.500 millones para las obligaciones. Por otro lado, debe destacarse como novedosa la incorporación de una entidad japonesa al grupo de Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones a partir del mes de agosto, con el objetivo de consolidar el interés de los inversores asiáticos en la deuda pública española.

4. Los nueve primeros cuadros informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento. En ellos se incluye una columna con el tipo marginal de la última subasta de cada mes para los distintos instrumentos de deuda anotada. 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. 6. La emisión bruta de bonos y obligaciones, que en la Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro para 2010 se preveía en torno a 97.000 millones de euros, finalmente quedó solo un 3,1 % por debajo de dicha cifra. Sin embargo, como se comenta en la sección 2.3, en el caso de las letras la emisión neta fue un 76,5 % inferior al importe previsto a principios de año.

Año 2010

Millones de euros y %												
	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2010	2009	%	2010	2009	%	2010	2009	%	2010	2009	%
<b>Total</b>	<b>207.959,1</b>	<b>222.774,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>143.811,8</b>	<b>105.893,7</b>	<b>35,8</b>	<b>64.147,3</b>	<b>116.880,7</b>	<b>-45,1</b>	<b>526.143,6</b>	<b>461.996,3</b>	<b>13,9</b>
Total letras	113.995,8	109.890,7	3,7	110.416,9	76.556,7	44,2	3.578,9	33.334,1	-89,3	88.987,2	85.408,4	4,2
A tres meses	20.675,5	19.587,7	5,6	19.619,1	18.592,5	5,5	1.056,4	995,3	6,1	7.085,0	6.028,7	17,5
A seis meses	20.721,9	31.726,6	-34,7	32.116,9	13.656,7	135,2	-11.395,0	18.069,9	-163,1	10.117,7	21.512,7	-53,0
A un año	53.486,1	58.576,4	-8,7	58.680,9	44.307,5	32,4	-5.194,8	14.268,9	-136,4	52.672,2	57.867,0	-9,0
A dieciocho meses	19.112,3	0,0	—	0,0	0,0	—	19.112,3	0,0	—	19.112,3	0,0	—
Total bonos y obligaciones	93.963,3	112.883,6	-16,8	33.394,9	29.337,0	13,8	60.568,4	83.546,6	-27,5	437.156,4	376.587,9	16,1
A tres años	20.658,9	28.650,3	-27,9	0,0	0,0	—	20.658,9	28.650,3	-27,9	64.851,4	44.192,5	46,7
A cinco años	22.261,9	24.722,8	-10,0	16.183,3	13.108,2	23,5	6.078,6	11.614,6	-47,7	64.427,9	58.349,2	10,4
A diez años	28.593,4	34.030,0	-16,0	17.211,6	11.982,3	43,6	11.381,8	22.047,7	-48,4	166.704,9	155.323,1	7,3
A quince años	14.241,2	13.235,6	7,6	0,0	4.246,6	-100,0	14.241,2	8.989,1	58,4	72.832,7	58.591,5	24,3
A treinta años	8.207,9	12.245,0	-33,0	0,0	0,0	—	8.207,9	12.245,0	-33,0	68.339,5	60.131,6	13,6

FUENTE: Banco de España.

Cabe mencionar que ya en el año 2011 han tenido lugar otras novedades en lo que a la operativa del Tesoro se refiere, todas ellas en el mes de febrero. En primer lugar, se produjo una unificación en la práctica de las figuras del creador de mercado de letras y del creador de mercado de bonos y obligaciones. En segundo lugar, se puso en marcha un nuevo sistema de crédito al Tesoro con determinadas entidades financieras preseleccionadas, consistente en líneas de crédito en euros de las que se puede disponer mediante operaciones simultáneas de letras del Tesoro. Por último, comenzaron a celebrarse subastas de liquidez del Tesoro al plazo de un mes, que tienen lugar con periodicidad mensual y con carácter adicional a las subastas de liquidez existentes previamente<sup>7</sup>, de modo que cada mes se celebran dos subastas.

Con respecto al desglose por instrumentos de la emisión bruta, los máximos de actividad volvieron a corresponder a las letras a un año y, en menor medida, a las obligaciones a diez años. El motivo de los abultados volúmenes de colocaciones registrados en los últimos ejercicios en estos dos instrumentos reside, por un lado, en el protagonismo reservado a las letras a un año tras la reforma del mercado de letras; y, por otro, en la condición de referencia que caracteriza a las obligaciones a diez años.

En términos netos, la financiación captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2010 registró un importe positivo, por un valor nominal de 64.147,3 millones de euros, frente a la emisión neta de 116.880,7 millones que se había registrado en 2009 y los 51.750,9 millones de 2008. En el cuadro 2.1 puede apreciarse que esta emisión neta de signo positivo se materializó individualmente para todos los instrumentos, salvo para las letras a seis meses y a un año. Ahora bien, en términos de composición, el grueso de la emisión neta total se instrumentó mediante bonos y obligaciones. Mientras que la captación neta de fondos mediante

7. Aunque las subastas de liquidez originales se realizan con periodicidad mensual, los saldos del Tesoro en la cuenta del Banco de España son transferidos diariamente a las entidades mediante operaciones simultáneas a un día. A diferencia de estas, las nuevas subastas de liquidez a un mes se instrumentan mediante operaciones simultáneas a un plazo próximo al mes (normalmente, períodos de cuatro semanas o de cinco semanas).

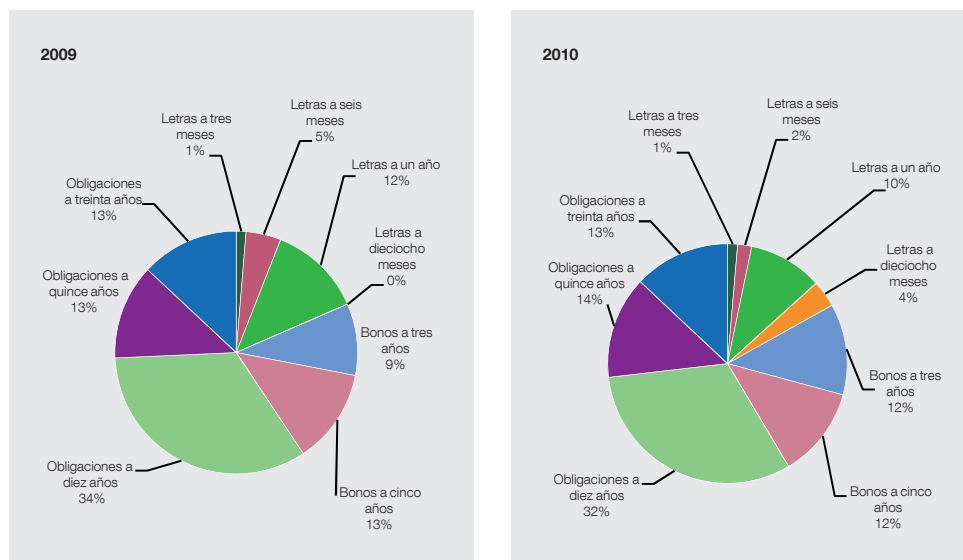
letras se cifró en solamente 3.578,9 millones de euros, los importes captados mediante bonos y obligaciones del Estado fueron de 26.737,5 y 33.830,9 millones de euros, respectivamente. Este hecho contrasta con lo ocurrido en años anteriores, cuando el importe neto emitido se repartía de forma más equilibrada entre letras, bonos y obligaciones.

Por tanto, fue el segmento de medio y largo plazo el que soportó el 94,4 % de la financiación neta captada, con 60.568,4 millones de euros. Aunque la aportación de las obligaciones al total neto emitido superó la de los bonos, el análisis individual de los distintos instrumentos revela la preponderancia de los bonos a tres años, al igual que en 2009. Este instrumento no registró amortizaciones durante el ejercicio y aportó 20.658,9 millones de euros a la financiación neta total, representando un 34,1 % de la financiación captada a medio y largo plazo.

En el segmento de corto plazo, pese al citado papel predominante de las letras a un año en términos brutos, fueron las letras a dieciocho meses las que captaron la mayor parte de la financiación neta, con 19.112,3 millones de euros. Además, la reintroducción de este instrumento, tras la interrupción de su emisión en 2007, constituye la principal novedad en este mercado durante el último ejercicio. La reforma que el Tesoro había emprendido en 2006 suponía un cambio en el esquema de mercado, pasando a crear un núcleo formado por subastas mensuales de letras a doce meses acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año. De este modo, en 2006 se produjo la amortización total del saldo vivo de letras a seis meses y en 2008 la de las letras a dieciocho meses. Sin embargo, aunque en principio solamente estaba prevista la emisión de letras a doce y a tres meses, las necesidades de financiación hicieron necesaria la reformulación de esta estrategia, recuperándose las subastas a seis meses en el último trimestre de 2008. Ya en 2009, las mayores necesidades financieras condujeron también a la realización de subastas de letras a tres y a seis meses con periodicidad mensual. Por último, la ausencia de una referencia de bonos a plazo de dos años, junto con la existencia de una demanda potencial a este plazo, llevó al Tesoro a volver a utilizar también las letras a dieciocho meses, que se han emitido regularmente desde febrero de 2010.

Por el contrario, la emisión neta de letras tanto a seis meses como a un año registró valores negativos, como resultado de los elevados niveles de amortización. Como consecuencia de ello, el saldo vivo de estos instrumentos al final del período se había reducido en un 53 % y en un 9 %, respectivamente.

Por último, la ejecución del programa de financiación de 2010 se materializó mediante un total de 76 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de las cuatro referencias citadas anteriormente: un nuevo bono a cinco años a tipo de interés variable, dos obligaciones a diez años y una obligación a quince años. El Tesoro continuó por tanto aumentando su recurso al mercado, como ya había ocurrido en los ejercicios previos, aunque el incremento en el número de subastas en relación con 2009 fue más moderado que la variación que se había producido en 2009 respecto al año precedente. En efecto, mientras que en 2009 se realizaron 73 subastas y cuatro sindicaciones, en 2008 se habían realizado 43 subastas y dos sindicaciones. En cuanto al desarrollo de las segundas vueltas, durante 2010 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 68 % de las ocasiones. Concretamente, en el caso de las letras el recurso a la segunda vuelta se materializó en el 87 % de las subastas, mientras que para bonos y obligaciones esta ratio ascendió al 38 %. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2010, la adjudicación en las segundas vueltas supuso un 5,7 %. 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 5,2 % de las colocaciones, valor ligeramente inferior al 6 % alcanzado en 2009.



FUENTE: Banco de España.

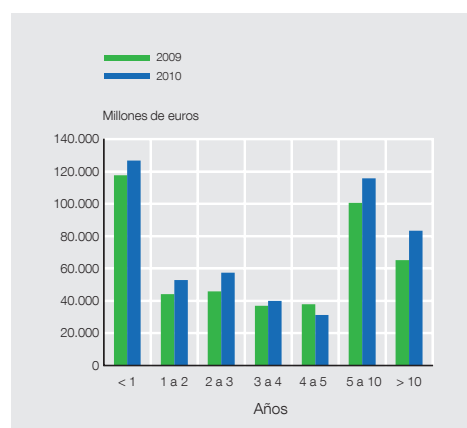
Los rasgos más destacables sobre la ratio de cobertura de las distintas subastas efectuadas durante 2010 fueron los siguientes. En términos agregados, el nivel de peticiones fue en media 2,9 veces el de adjudicación, superior a las 2,2 veces de 2009, lo que refleja un mantenimiento del interés por parte de los inversores. Por instrumentos, las colocaciones de letras a seis meses fueron las que registraron una mayor ratio de cobertura, ya que el nivel de sus peticiones fue en media 5,6 veces el de adjudicación. Las subastas de letras a tres y a dieciocho meses también despertaron una demanda relativa elevada, como evidencian sus ratios medias de cobertura de 3,5 y 3 veces, respectivamente. En el otro extremo se situaron los bonos a cinco años, cuya cobertura media fue de 1,7 veces, la menor de todos los instrumentos. El resto de instrumentos se situó en niveles similares en este aspecto, dentro de un rango definido por unas ratios de cobertura media de 1,8 veces para las letras a un año y de 2,1 veces para las obligaciones a quince años.

### 2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Al igual que ha ocurrido en los ejercicios más recientes, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación aumentó durante 2010, aunque finalizó el año por debajo de las previsiones iniciales. Aunque a principios de año se esperaba un aumento del saldo de deuda del Estado de algo más de 78.000 millones de euros, finalmente se incrementó en 64.147 millones de euros, lo que supone un aumento del 13,9% con respecto al ejercicio anterior. Así, el saldo vivo de deuda del Estado ascendía, al concluir el ejercicio 2010, a 526.143,6 millones de euros.

En cuanto a su composición, la estrategia de financiación del Tesoro durante 2010 tuvo como consecuencia un aumento de la concentración en el medio plazo (véase gráfico 2.1). Aunque la financiación obtenida tanto mediante letras del Tesoro como a través de obligaciones del Estado aumentó con respecto a 2009, lo hizo en menor medida que la captada mediante instrumentos a medio plazo.

En efecto, el saldo de bonos del Estado en circulación a finales de 2010 era un 26,1% superior al valor de cierre del año anterior y la proporción que representaban estos instrumentos sobre el saldo total de deuda en circulación pasó a ser del 24,6%, frente al 22,2% de 2009. Este incremento se debió en su totalidad a la contribución relativa de los bonos a tres años, cuyo saldo aumentó un 46,7%, llegando a sobrepasar el saldo de bonos a cinco años. Estos



FUENTE: Banco de España.

últimos, sin embargo, realizaron una menor aportación al aumento del saldo total de bonos del Estado, e incluso perdieron algo de importancia relativa en el total de deuda anotada, pasando de representar un 12,6 % en 2009 a un 12,3 % en 2010.

Las letras del Tesoro, por otra parte, experimentaron durante 2010 un aumento del saldo en circulación de solo 3.578,8 millones de euros, cifra muy inferior a los 15.200 millones previstos a comienzos del año y que supone una reducción significativa frente al aumento de 33.334,1 millones con que se cerró 2009. Como consecuencia de ello, la participación de las letras en el total del saldo vivo de deuda del Estado disminuyó hasta el 16,9 %, desde el 18,5 % que suponía en 2009. El reducido aumento del saldo global de letras fue el resultado de una evolución muy dispar de las distintas líneas de letras. Mientras que las letras a seis y a doce meses experimentaron descensos de su saldo vivo con respecto a 2009 —especialmente las primeras, con una disminución del 53 %—, la reintroducción de las letras a dieciocho meses más que compensó dichas reducciones, con una emisión neta de 19.112,3 millones de euros. Por su parte, el saldo de letras a tres meses se incrementó en un 17,5 % durante el año.

Finalmente, pese a su pérdida de peso relativo, las obligaciones del Estado siguen representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública (concretamente, un 58,5 % en 2010, frente al 59,3 % del año anterior). Todas sus líneas continúan mostrando saldos individuales superiores a los de cualquier línea de letras del Tesoro o de bonos del Estado. En términos absolutos, siguen destacando las obligaciones a diez años, que representan un 54,1 % del saldo global de obligaciones y un 31,7 % del saldo total de deuda; aunque han sido las obligaciones a quince años las que más han contribuido al aumento relativo registrado por el saldo vivo de obligaciones, que fue del 12,3 %.

Como consecuencia del aumento del peso de la financiación en el segmento de medio plazo, la vida media del saldo vivo de deuda del Estado se mantuvo prácticamente invariable, cifrándose en 6,3 años a final de 2010, frente a los 6,2 años de 2009. En cuanto al volumen de amortizaciones al que el Tesoro tendrá que enfrentarse en 2011, está ligeramente por encima del que tenía que atender al comenzar el ejercicio 2010, superándolo en solo un 7,6 %. El gráfico 2.2 refleja la similitud existente entre los perfiles de amortizaciones a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2009 y 2010, con una distribución por plazos de vencimiento que solamente ha sufrido cambios marginales.