

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 2011, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas se refieren a deuda del Estado denominada en euros registrada en el Mercado de Deuda Pública Anotada.

Las necesidades de endeudamiento en 2011 fueron notablemente inferiores (28,2 %) a las registradas en 2010. El programa para cubrir las necesidades de fondos del Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria, pese a la persistencia de la crisis de la deuda soberana en Europa, que, en el caso de España, se manifestó de forma más acentuada durante la segunda mitad del año. En consecuencia, la implementación de la política de emisión ha debido adaptarse al entorno imperante en cada momento del año, sin por ello dejar de mantener su fidelidad con los principios de predictibilidad y transparencia que tradicionalmente la guían.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

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 46.950 millones de euros (4,4 % del PIB), frente al déficit de 52.235 millones de euros (5 % del PIB) registrado en 2010¹. Este resultado, unido a la acumulación neta experimentada por los activos financieros (por importe de 456 millones de euros), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 47.406 millones de euros, que, comparada con la cifra de 66.051 millones de euros registrada en 2010, supone una reducción significativa del 28,2 %, fruto de la continuidad del ajuste en las cuentas del Estado. Entre los activos financieros, cabe observar el incremento por un importe de 1.718 millones de euros en el saldo neto de caja que el Tesoro mantiene en el Banco de España o en depósito en instituciones financieras.

En 2011, los costes de la financiación que ha permitido cubrir las necesidades de fondos del Tesoro han estado fuertemente condicionados por la dinámica que adquirió la crisis de confianza que afectó al mercado europeo de deuda pública, a la que España no fue ajena. En conjunto, el balance que han dejado esos acontecimientos en términos de costes de financiación para el Estado se salda con un incremento del coste medio de los fondos tomados a lo largo de 2011, de aproximadamente 130 pb². Este endurecimiento en las condiciones de financiación que se había producido ya en el cuarto trimestre de 2010 dio paso a una ligera relajación en el primer trimestre de 2011, para iniciar a partir de ese momento una senda ascendente que se prolongó hasta el mes de noviembre, para finalmente ceder de forma significativa durante el mes de diciembre, terminando el año en niveles en el entorno de los observados en diciembre de 2010. Este comportamiento se produjo con mayor o menor intensidad en los distintos plazos de la curva de rendimientos, registrándose los mayores repuntes en los meses de julio y noviembre, coincidiendo con la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos.

¹ El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2011 un valor de -24.746 millones de euros, lo que supone un 2,3 % del PIB.

² Los nueve primeros cuadros del apéndice estadístico 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.

2.2 Evolución del mercado primario

Durante 2011, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con una nueva disminución interanual, lo que evidencia la continuidad del proceso de consolidación presupuestaria en la Administración Central del Estado. En efecto, las cifras de emisión neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2011 registraron un importe positivo, por un valor nominal de 53.603,4 millones de euros, frente a 64.812,0 millones en 2010, lo que representa una reducción en la captación neta de fondos del 17,3 %, como se refleja en el cuadro 2.1³.

Aunque el volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2011 fue ligeramente mayor que el de 2010, la menor necesidad de captar fondos en términos netos determinó que la emisión bruta durante 2011 experimentara un descenso del 4,3 % interanual. En efecto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 199.723,7 millones de euros, frente a los 208.624,0 millones de 2010. La composición de esta emisión bruta entre letras del Tesoro y bonos y obligaciones tendió a equilibrarse en términos nominales, como consecuencia de un descenso en la colocación de letras del 11,2 % respecto a 2010, y un incremento del recurso bruto al mercado mediante bonos y obligaciones de un 4,2 % sobre el ejercicio precedente. Esta evolución vino marcada en gran medida por los vencimientos que había que afrontar en ambos segmentos del mercado en 2011 en comparación con el ejercicio anterior, menores en letras y superiores en bonos y obligaciones, como puede apreciarse en el cuadro 2.1. En 2011, los máximos de actividad volvieron a concentrarse en las letras a un año y en las obligaciones a diez años.

Por lo que se refiere al capítulo de letras del Tesoro, la emisión bruta en todas ellas fue menor que la realizada en 2010. Como ya se ha mencionado, el mayor volumen de financiación bruta correspondió a las letras a un año, con 49.700,8 millones de euros, casi un 8 % menos que los importes que vencían. El ajuste ha sido más intenso en las letras a dieciocho meses, para las que una reducción de la emisión bruta en casi un 24 % ha situado el nivel de fondos captados en 14.686,8 millones de euros. Las letras a tres y a seis meses supusieron desembolsos por un importe nominal igual a 18.057,8 y 19.397,5 millones de euros.

La composición de la actividad de emisión en bonos y obligaciones favoreció a la parte intermedia de la curva, ya que las obligaciones a diez años y los bonos a cinco años concentraron cerca del 70 % de la emisión, al registrar 46.460,5 y 25.174,1 millones de euros, respectivamente. Estos niveles de actividad han supuesto crecimientos cercanos al 63 % y al 13 %, respectivamente, en relación con los registrados en 2010, y contrastan con la caída en la emisión bruta a tres años (29,2 %), a quince años (37 %) y a treinta años (67,7 %).

No obstante, para extraer conclusiones sobre los importes de emisión bruta de bonos y obligaciones recogidos en el cuadro 2.1, es preciso destacar que durante 2011 se realizó una intensa reapertura de bonos y obligaciones que ya se habían dejado de emitir. Esta política, que con menor intensidad se había realizado en la segunda parte de 2010, permitió al Tesoro diversificar su emisión en un mayor número de instrumentos, complementando la —en todo caso, predominante— colocación en tramos sucesivos de títulos de reciente emisión. El cuadro 2.2 da una idea cuantitativa del recurso a esta operativa durante 2011,

3 A ese respecto, es importante recordar que las cifras que se presentan en esta Memoria muestran importes nominales representativos de saldos de deuda en circulación y no importes efectivos. Esta observación resulta especialmente relevante en 2011, debido al mayor recurso este año a la financiación instrumentada mediante la reapertura de bonos que ya se habían dejado de emitir, cuyo precio de mercado se encontraba, en general, por debajo de su valor nominal. Igualmente, es preciso recordar que la construcción del cuadro está basada en las especificaciones originales de cada línea. Así, por ejemplo, en la reapertura de una obligación a diez años a la que le quedan tres años de vida hasta el vencimiento, la emisión se atribuye al plazo de diez años y no al de tres.

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2011	2010	%	2011	2010	%	2011	2010	%	2011	2010	%
TOTAL	199.723,7	208.624,0	-4,3	146.120,3	143.812,0	1,6	53.603,4	64.812,0	-17,3	580.516,4	526.913,0	10,2
Total letras	101.842,9	114.661,0	-11,2	100.991,7	110.417,0	-8,5	851,1	4.244,0	-79,9	90.607,1	89.756,0	0,9
A tres meses	18.057,8	20.676,0	-12,7	17.455,6	19.723,0	-11,5	602,2	953,0	-36,8	7.687,2	7.085,0	8,5
A seis meses	19.397,5	20.772,0	-6,6	17.603,8	32.117,0	-45,2	1.793,8	-11.345,0	115,8	11.251,8	9.458,0	19,0
A un año	49.700,8	53.941,0	-7,9	53.941,2	58.577,0	-7,9	-4.240,4	-4.636,0	8,5	49.700,6	53.941,0	-7,9
A dieciocho meses	14.686,8	19.272,0	-23,8	11.991,1	—	—	2.695,6	19.272,0	-86,0	21.967,6	19.272,0	14,0
Total bonos y obligaciones	97.880,8	93.963,0	4,2	45.128,6	33.395,0	35,1	52.752,3	60.568,0	-12,9	489.909,3	437.157,0	12,1
A tres años	14.630,3	20.659,0	-29,2	15.542,0	—	—	-911,7	20.659,0	-104,4	61.101,3	62.013,0	-1,5
A cinco años	25.174,1	22.262,0	13,1	—	16.183,0	-100,0	25.174,1	6.079,0	314,1	86.501,1	61.327,0	41,0
A diez años	46.460,5	28.594,0	62,5	29.586,6	17.212,0	71,9	16.873,9	11.382,0	48,3	189.518,9	172.645,0	9,8
A quince años	8.966,7	14.241,0	-37,0	—	—	—	8.966,7	14.241,0	-37,0	81.799,7	72.833,0	12,3
A treinta años	2.649,3	8.207,0	-67,7	—	—	—	2.649,3	8.207,0	-67,7	70.988,3	68.339,0	3,9

FUENTE: Banco de España.

al descomponer en tramos de distinto plazo residual la parte de la emisión bruta de bonos que se habían dejado de emitir, que viene registrada en el cuadro 2.1 en su correspondiente segmento de plazo original. El importe total de las reaperturas realizadas en 2011 ascendió a 35.152 millones de euros⁴. Combinando el cuadro 2.1 y el cuadro 2.2, se podría concluir que, desde el punto de vista del plazo residual hasta el vencimiento, el tramo de emisión en el entorno del tres años subiría en unos 10 mm de euros y el tramo en el entorno de los diez años bajaría en un volumen similar, con lo que la emisión bruta con plazos residuales en los entornos de tres, cinco y diez años habría estado bastante más equilibrada de lo que parecería indicar el cuadro 2.1.

Finalmente, la emisión bruta a quince y a treinta años ascendió a 8.966,7 y a 2.649,3 millones de euros, respectivamente, y se concentró en la primera parte del año. En comparación con 2010, supuso un descenso de la colocación bastante notable.

En términos netos, la financiación del Tesoro ha tenido lugar fundamentalmente mediante las líneas de deuda a medio y largo plazo, que concentraron un 98 % del total, ya que la aportación neta de fondos mediante letras se cifró en el modesto importe de 851,1 millones de euros. Los importes captados mediante bonos se situaron en 24.262,4 millones de euros, mientras que la emisión neta de obligaciones alcanzó los 28.489,9 millones. Esta composición relativa de la colocación neta por instrumentos no difiere sustancialmente de la realizada en 2010.

Un examen de la financiación neta por líneas de actividad revela que, en el segmento de corto plazo, la emisión neta negativa de letras a un año, cifrada en 4.240,4 millones de euros, se ha visto compensada tanto por la aportación positiva de las letras a dieciocho meses,

⁴ Un efecto adicional de la reapertura de líneas ya emitidas lo constituye el hecho de que el saldo objetivo para algunos bonos y obligaciones en circulación se ha incrementado por encima del límite anteriormente establecido en 16.500 millones de euros.

Año 2011

Millones de euros

	Plazo residual (años)					Total
	2-4	4-8	8-13	13-20	20-30	
TOTAL	10.645,0	8.799,0	12.725,0	1.058,0	1.925,0	35.152,0
PLAZO ORIGINAL:						
A tres años						
A cinco años	8.121,0					8.121,0
A diez años	1.378,0	8.799,0	12.725,0			22.902,0
A quince años	1.146,0			1.058,0		2.204,0
A treinta años					1.925,0	1.925,0

FUENTE: Banco de España.

por importe de 2.695,6 millones de euros, como por fondos netos obtenidos a través de las letras a tres y a seis meses, que en conjunto aportaron otros 2.396 millones de euros⁵. El hecho de que la emisión neta en letras a un año, el instrumento predominante en el segmento de corto plazo, fuera negativa refleja que el volumen de amortizaciones en este instrumento superó la suma de vencimientos de las otras líneas de financiación mediante letras del Tesoro.

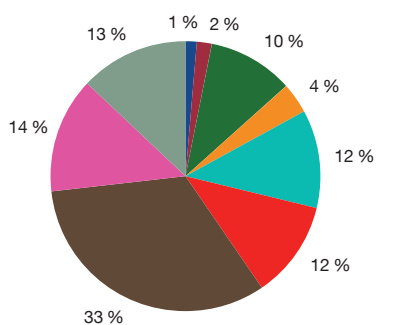
En cuanto el segmento de la deuda a medio y largo plazo, destaca la emisión neta de bonos a cinco años en 2011, hasta registrar 25.174,1 millones de euros, resultado que en gran parte refleja la ausencia de amortizaciones durante este año de bonos emitidos originalmente a cinco años.

La instrumentación del programa de financiación se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. Sin alterar en sustancia la transparencia y predictibilidad que viene caracterizando tradicionalmente la actuación del Tesoro como emisor, al comienzo de 2011 se procedió a adaptar ligeramente el margen de maniobra de los anuncios de emisión. Al objeto de hacer frente a los retos que ya se vislumbraban al comienzo del año, esa reforma de los anuncios de emisión ha supuesto dotar al emisor de mayor flexibilidad para gestionar la mayor volatilidad en las condiciones de demanda, al pasar a realizar mensualmente el anuncio de los bonos y obligaciones emitidos cada mes, frente a la periodicidad y alcance trimestrales con que se realizaban en 2010.

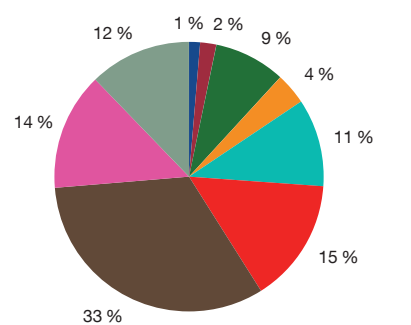
En conjunto, el programa de emisión bruta se saldó con 91 subastas (48 de letras y 43 de bonos y obligaciones), las correspondientes segundas vueltas y dos colocaciones mediante sindicación. Las dos sindicaciones realizadas en 2011 de sendas obligaciones a diez y a quince años tuvieron lugar en el primer trimestre del año (enero y marzo, respectivamente). En la segunda parte del año, las condiciones del mercado secundario alteraron la política habitual de abrir el primer tramo de una nueva obligación mediante sindicación, aunque el importe de la colocación de la nueva referencia a diez años por el procedimiento de subasta (4.330 millones de euros en noviembre) permitió asegurar también la liquidez desde el lanzamiento del nuevo instrumento.

⁵ La subasta de letras a tres meses celebrada en diciembre registró una demanda muy fuerte, cercana a los 10.500 millones de euros, que, pese a ser solo satisfecha parcialmente, determinó el signo ligeramente positivo que registró el recurso neto a esta línea de financiación del Tesoro en 2011 (véase cuadro A.1 del apéndice estadístico).

2010



2011



FUENTE: Banco de España.

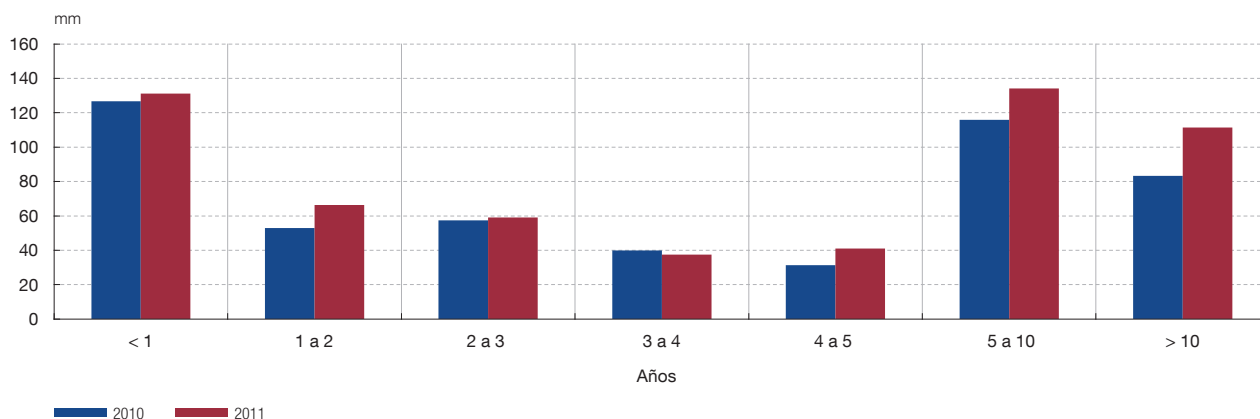
En cuanto a la ejecución de las subastas, el mayor nivel relativo de demanda se concentró, al igual que en 2010, en las letras, para las que la ratio de cobertura media fue de alrededor de cuatro veces. Por lo que se refiere a los bonos a tres y a cinco años, por un lado, y a las obligaciones a diez años, por otro, la ratio de cobertura ascendió a 2,2 y a 2,0 veces, respectivamente. En cuanto al desarrollo de las segundas vueltas, los creadores de mercado accedieron a ellas en un 70 % de las ocasiones. El recurso a las segundas vueltas fue menor para bonos y obligaciones, para los que este canal de oferta se utilizó en un 35 % de las ocasiones, frente a las letras, cuya utilización fue del 100 % en las de doce y dieciocho meses y del 80 % en las de más corto plazo. El importe colocado mediante segundas vueltas para letras, bonos y obligaciones representó alrededor del 6 % del total emitido, porcentaje similar al correspondiente a 2010.

2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2011 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 10,2 %. El saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2011, a 580.516,4 millones de euros.

La composición por líneas de ese saldo vivo debe interpretarse con las mismas cautelas que se mencionaban anteriormente. No obstante, algunas conclusiones son claras. La estabilización del saldo nominal de letras en 2011 en cerca de 90.500 millones de euros supone una reducción de 1,4 pp en el peso de esta línea de financiación para el Tesoro, hasta 15,6 % (véase gráfico 2.1). En términos de composición, las letras a un año concentraban alrededor del 55 % del saldo vivo de instrumentos a corto plazo, frente al 24 % que suponían las letras a dieciocho meses.

Por lo que se refiere a bonos y obligaciones, la concentración de la emisión neta en este conjunto de líneas ha determinado que su saldo creciese cerca del 12 %, hasta alcanzar 489.909,3 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y de las obligaciones en la financiación del Estado al cierre de 2011 era del 84,4 %, frente al 83 % el año 2010. El desglose entre bonos, por un lado, y obligaciones, por otro, muestra que el saldo de los bonos creció un 20 %, por lo que su peso en el saldo total en circulación ganó 2 pp,



FUENTE: Banco de España.

situándose en un 25,4 % en 2011, frente al crecimiento más moderado (del 9 %) en el saldo de obligaciones, que hizo que perdiera peso relativo desde el 59,6 % de 2010 al 59 % en 2011. No obstante, las obligaciones del Estado siguen representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública.

En términos de composición por cada una de las líneas individuales, destaca el crecimiento de 3,3 pp en el peso que representan los bonos originalmente emitidos a cinco años, hasta situarse en casi un 15 %. De esta forma, el peso de esta línea en la financiación del Tesoro sobrepasa en 2011 el que tienen las obligaciones a quince o a treinta años, cuyo saldo en circulación ha crecido de forma más moderada y alcanza un peso del 14,1 % y el 12,3 %, respectivamente. No obstante, el núcleo de la financiación mediante bonos y obligaciones lo aporta la línea de diez años, cuyo peso en el conjunto del saldo de deuda viva al cierre de 2011 era del 32,6 %, lo que supone casi el 39 % de la aportación del conjunto de bonos y obligaciones.

Desde una perspectiva más centrada en el plazo residual del saldo vivo de deuda, la actividad a lo largo de 2011 en líneas emitidas originalmente a tres o a cinco años se ha saldado en una ligera reducción de la vida media en aproximadamente tres meses. En cambio, la vida residual del conjunto de las obligaciones se mantuvo aproximadamente estable a pesar de la menor emisión de obligaciones a quince y a treinta años. Si se tiene en cuenta la ligera reducción registrada en la vida media del saldo de letras, en conjunto la cartera de deuda del Estado ha reducido su vida residual media en solo dos meses, aproximadamente, pasando de 6,7 años en 2010 a 6,5 años en 2011.

El gráfico 2.2 refleja la similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2011 y 2010, con una distribución por plazos de vencimiento que solamente ha sufrido cambios marginales.