

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 2012, 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.

En un resumen del entorno en el que se ha desarrollado la ejecución del programa de financiación del Estado durante 2012, cabe subrayar que la superposición en 2012 de actuaciones de financiación del Estado propiamente dicha con otras de apoyo a las CCAA y de recapitalización del sistema bancario distorsiona las comparaciones entre las cifras de necesidades de endeudamiento de 2012 y las registradas en 2011. En cualquier caso, el programa para cubrir en los mercados las necesidades de fondos a las que se enfrentó el Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria, pese a la agudización en determinados momentos de la crisis de la deuda soberana en Europa. Actuando en consecuencia, la implementación de la política de emisión por parte del Tesoro ha debido adaptarse al entorno cambiante que registró el mercado a lo largo 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 29.013 millones de euros (2,76 % del PIB), frente al déficit de 46.950 millones de euros (4,42 % del PIB) registrado en 2011¹. Este resultado, unido a la acumulación neta de activos financieros por importe nominal igual a 68.098 millones de euros, acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 97.111 millones de euros, cuya comparación con la cifra de 47.392 millones de euros de 2011 está afectada por las actuaciones especiales para la recapitalización de una parte del sistema financiero y la financiación de las CCAA que el Estado llevó a cabo en 2012.

En concreto, de acuerdo con información de la Intervención General de la Administración del Estado, el aumento neto de activos financieros registrado en 2012 recoge el pago del préstamo al FROB correspondiente a la ejecución del programa de asistencia financiera europea para la recapitalización de nuestras entidades financieras por un importe de 39.468 millones de euros. Asimismo, en el capítulo de aportaciones patrimoniales desde el presupuesto en 2012 destacan las realizadas al Fondo de Liquidez Autonómico por 16.800 millones de euros, al FROB por 6.000 millones y al MEDE por 3.809 millones, entre otras. Sin embargo, en 2012 tuvo lugar la amortización del saldo remanente (6.002 millones de euros) de la posición acreedora del Estado frente a las entidades financieras adjudicatarias de la financiación concedida con motivo del FAAF. Finalmente, entre los activos financieros cabe destacar que el saldo neto de caja que el Tesoro mantiene en el Banco de España o en depósitos en instituciones financieras aumentó en 2012 en 4.384 millones de euros.

Con el objeto de poder comparar el programa de financiación del Tesoro en los mercados en 2012 con la de ejercicios anteriores, conviene corregir la necesidad de endeudamiento

¹ El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2012 un valor de -2.958 millones de euros, lo que supone un -0,28 % del PIB, frente a -24.746 millones de euros y -2,33 % del PIB en 2011.

del Estado por el importe de los préstamos concedidos por el MEDE al Reino de España por 39.468 millones de euros. La variación de pasivos financieros en circulación, una vez descontado este efecto, ascendió a 28.630 millones de euros. En consecuencia, una medida de la necesidad de endeudamiento ajustada, representativa de las necesidades que han precisado recurso a los mercados asciende a 57.643 millones de euros, frente a los 47.392 millones de la medida comparable en 2011.

En 2012 los costes de la financiación que ha permitido cubrir las necesidades de fondos del Tesoro han venido marcados por la volatilidad de los mercados, como resultado de la sucesión de episodios de crisis de confianza y recuperación de la misma que afectaron al mercado europeo de deuda pública. No obstante, en conjunto, el balance que han dejado esos acontecimientos en términos de costes de financiación para el Estado se salda con una disminución del coste medio de los fondos tomados a lo largo de 2012 de, aproximadamente, 50 pb². En línea con el resto de este capítulo, este resultado computa exclusivamente el efecto de los costes de la financiación obtenida en el Mercado de Deuda Pública Anotada y no tiene en cuenta la financiación adicional obtenida fuera del mismo.

2.2 Evolución del mercado primario

Durante 2012, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con un aumento interanual que, como se ha descrito, obedece tanto al incremento registrado en la variación de activos financieros, excluida la financiación concedida por el MEDE, como al déficit de caja incurrido. En efecto, las cifras de emisión neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2012 registró un importe positivo, por un valor nominal de 60.944,5 millones de euros, frente a 53.603,4 millones en 2011, lo que representa un aumento en la captación neta de fondos del 13,7 %, como se refleja en el cuadro 2.1³.

La emisión bruta en 2012 registró un incremento del 6,6 % debido tanto a la mayor emisión neta mencionada en el párrafo anterior como al ligero incremento en el volumen de amortizaciones, que creció en un 4 %. En efecto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 212.854,1 millones de euros, frente a los 199.723,1 millones de 2011. La composición de esta emisión bruta entre letras del Tesoro, por un lado, y bonos y obligaciones, por otro, ha favorecido al segundo conjunto de instrumentos, como consecuencia del descenso en la colocación de letras del 2,3 %, y el incremento en el recurso bruto al mercado mediante bonos y obligaciones en 15,8 %. Para ambas categorías de instrumentos, esta evolución no ha venido marcada tanto por el

2 Los nueve primeros cuadros del apéndice estadístico informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento según su plazo original. Además, se incluye una columna con el tipo marginal de una subasta representativa mensual de los distintos instrumentos de deuda anotada en los que emite el Tesoro a distintos plazos. La subasta representativa es la correspondiente al *benchmark* al plazo del cuadro en cuestión o la del instrumento de plazo residual correspondiente con mayor captación de financiación. Los distintos referentes de la columna de emisión bruta (plazo original) y tipo marginal (plazo residual) determinan aparentes discordancias (véase nota a pie de página 3) entre ambas columnas que no son tales.

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 o captados y, por tanto, no importes efectivos. Esta observación resulta siempre relevante por su incidencia en la capacidad de reconciliar financiación y saldos. Pero en 2012 es también importante por la relevancia de la financiación instrumentada mediante la reapertura de bonos que ya se habían dejado de emitir cuyo precio de mercado se podía encontrar por debajo de su valor nominal. Igualmente, es preciso recordar que la construcción de los datos de volumen en los distintos cuadros está basada, salvo advertencia en contrario, 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. Este mismo criterio explica que en algunos meses y para algunos instrumentos, especialmente los de largo plazo, en los nueve primeros cuadros del apéndice estadístico las entradas correspondientes a emisión bruta y a tipo marginal puedan aparecer discordantes, cuando a un saldo positivo no está asociado un tipo marginal.

Año 2012

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2012	2011	%	2012	2011	%	2012	2011	%	2012	2011	%
Total	212.854,1	199.723,7	6,6	151.909,6	146.120,3	4,0	60.944,5	53.603,4	13,7	641.460,9	580.516,4	10,5
Total letras	99.499,0	101.842,9	-2,3	105.493,5	100.991,7	4,5	-5.994,5	851,1	-804,3	84.612,7	90.607,1	-6,6
A tres meses	18.247,4	18.057,8	1,1	21.495,2	17.455,6	23,1	-3.247,8	602,2	-639,3	4.439,4	7.687,2	-42,2
A seis meses	25.801,0	19.397,5	33,0	18.226,1	17.603,8	3,5	7.574,9	1.793,8	322,3	18.826,7	11.251,8	67,3
A un año	39.360,8	49.700,8	-20,8	49.700,8	53.941,2	-7,9	-10.340,0	-4.240,4	-143,8	39.360,6	49.700,6	-20,8
A dieciocho meses	16.089,7	14.686,8	9,6	16.071,4	11.991,1	34,0	18,4	2.695,6	-99,3	21.986,0	21.967,6	0,1
Total bonos y obligaciones	113.355,1	97.880,8	15,8	46.416,1	45.128,6	2,9	66.939,0	52.752,3	26,9	556.848,2	489.909,3	13,7
A tres años	35.266,2	14.630,3	141,0	17.238,1	15.542,0	10,9	18.028,1	-911,7	2077,4	79.129,4	61.101,3	29,5
A cinco años	36.312,6	25.174,1	44,2	14.967,1	—	—	21.345,6	25.174,1	-15,2	107.846,6	86.501,1	24,7
A diez años	34.145,7	46.460,5	-26,5	12.873,2	29.586,6	-56,5	21.272,5	16.873,9	26,1	210.791,4	189.518,9	11,2
A quince años	6.359,1	8.966,7	-29,1	1.337,8	—	—	5.021,3	8.966,7	-44,0	86.821,0	81.799,7	6,1
A treinta años	1.271,5	2.649,3	-52,0	—	—	—	1.271,5	2.649,3	-52,0	72.259,8	70.988,3	1,8

FUENTE: Banco de España.

comportamiento del volumen de amortizaciones que había que refinanciar en el ejercicio 2012 como por el de las respectivas emisiones netas registradas. El cuadro 2.1 resume la evolución de la emisión bruta y neta para estas clases de instrumentos, así como el detalle para cada uno de los instrumentos del programa de emisión del Tesoro y el efecto resultante en términos de saldos.

En 2012 la actividad máxima en términos de emisión correspondió a las letras a un año, si bien la financiación captada mediante instrumentos de uno, tres, cinco y diez años de plazo original fue relativamente similar. En concreto, el mayor volumen de financiación bruta alcanzado mediante letras a un año supuso 39.360,8 millones de euros, a pesar de la significativa disminución (20,8 %) en relación con el volumen emitido en 2011. El resto de líneas de letras no experimentaron recortes en sus respectivas emisiones brutas. El mayor incremento respecto al año anterior se registró en las letras a seis meses, que alcanzó una financiación bruta en términos nominales de 25.801,0 millones de euros, un 33 % superior a la de 2011. Por su parte, la financiación mediante letras a dieciocho meses registró un crecimiento del 9,6 % en relación con 2011, hasta alcanzar el importe nominal de 16.089,7 millones de euros. La aportación de las letras a tres meses a la financiación bruta en 2012, 18.247,4 millones de euros, no cambió sensiblemente en relación con la correspondiente a 2011.

Como se anticipaba anteriormente, la composición de la actividad de emisión en bonos y obligaciones ha sido muy similar en cada uno de los instrumentos del tramo intermedio de la curva, que va desde tres años a diez años, siempre en términos de plazo original en la emisión. Los 113.355,1 millones de euros captados mediante bonos y obligaciones se repartieron aproximadamente en partes iguales en bonos de plazo original de tres años y de cinco años, y obligaciones de plazo original de diez años. Las emisiones de instrumentos de largo plazo han sido relativamente modestas, suponiendo las obligaciones a quince años alrededor del 6 % de las emisiones a medio y largo plazo y las de treinta años apenas en torno al 1 %. Estos niveles de actividad en bonos y obligaciones han supuesto evoluciones dispares por instrumentos en relación con la correspondiente a 2011, a saber,

crecimientos del 141 % y 44,2 % en bonos a tres y cinco años, respectivamente, y disminuciones superiores al 25 % para las distintas líneas de obligaciones.

No obstante, para cualificar las conclusiones sobre los importes de emisión bruta de bonos y obligaciones que se recogen en el cuadro 2.1, es preciso destacar que durante 2012 se realizó una intensa reapertura de bonos y obligaciones para los que el plazo residual difería sensiblemente de su plazo original a la emisión. Esta política de emisión, que ya se había aplicado en 2011, permitió al Tesoro diversificar su emisión en un mayor número de instrumentos. El cuadro 2.2 da una idea cuantitativa del recurso a esta operativa durante 2012, 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, por el contrario, en el cuadro 2.1 en su correspondiente segmento de plazo original. El importe total de las reaperturas realizadas en 2012 ascendió a 26.304,5 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 de tres años subiría en unos 16.000 millones de euros, y el tramo en el entorno de los cinco años quedaría prácticamente equilibrado (reducción de unos mil millones), mientras que el de los diez y el de los quince años caerían en unos 9.000 millones y 6.000 millones, respectivamente. En definitiva, la emisión bruta en 2012 ha favorecido el tramo intermedio de la curva más allá de lo que se refleja en el cuadro 2.1.

Como se deduce de los párrafos anteriores, la emisión bruta a quince y treinta años en 2012 ha sido testimonial, habiendo alcanzado 6.359,1 millones y 1.271,5 millones de euros, respectivamente. Al comparar los dos cuadros anteriormente referidos, se puede observar que las emisiones a quince años fueron todas ellas reaperturas de referencias con vida residual en torno a los cinco años. Al contrario de lo que sucediera en 2011, la mayor parte de la emisión en 2012 de estos tramos de plazo original más largo tuvo lugar en la segunda mitad del año.

En términos netos, la financiación del Tesoro ha tenido lugar fundamentalmente mediante las líneas de deuda de la parte central de la curva de largo plazo (tres, cinco y diez años), que concentraron un 99,5 % del total, ya que la aportación neta de fondos mediante letras fue negativa en su conjunto. En concreto, los importes nominales captados mediante bonos (a tres y cinco años de plazo original) se situaron en 39.379,7 millones de euros, mientras que mediante obligaciones se obtuvieron en términos nominales 28.489,9 millones. La financiación neta mediante letras registró un balance nominal negativo conjunto de 5.994,5 millones de euros.

Un examen por componentes de la financiación neta a corto plazo en 2012 evidencia un ajuste generalizado en la captación de fondos mediante letras del que solo se salvan las letras a seis meses. En concreto, la emisión nominal mediante este instrumento ascendió a 7.574,9 millones de euros, mientras que las letras a un año detrajeron financiación en términos nominales en 10.340,0 millones de euros. Las letras a dieciocho meses tuvieron una aportación neutral, revirtiendo así la relativa relevancia que mostraron en 2011. Por lo que respecta a las letras a tres meses, el recurso neto negativo supuso una detracción nominal de 3.247,8 millones de euros sobre la financiación total en 2012.

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 hasta llegar para algunos bonos al entorno de los 20.000 millones de euros.

Año 2012

Millones de euros

	Plazo residual (años)					Total
	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	
TOTAL	15.925,6	10.379,0	0,0	0,0	0,0	26.304,5
PLAZO ORIGINAL:						
A tres años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A cinco años	11.257,9	0,0	0,0	0,0	0,0	11.257,9
A diez años	3.395,9	5.291,6	0,0	0,0	0,0	8.687,5
A quince años	1.271,7	5.087,4	0,0	0,0	0,0	6.359,1
A treinta años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

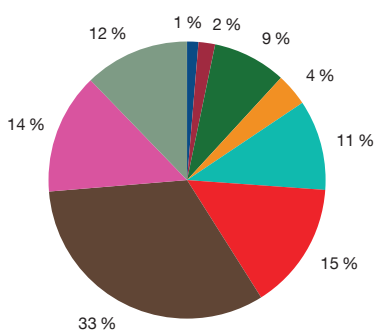
FUENTE: Banco de España.

La instrumentación del programa de financiación bruta se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. No obstante, en febrero se procedió a la reapertura por sindicación de la obligación *benchmark* a diez años en ese momento (con cupón 5,85 % y vencimiento en enero de 2022), habiéndose captado 4.000 millones de euros en términos nominales. Caen también fuera del ámbito de los procedimientos ordinarios de colocación diversas emisiones de letras, bonos y obligaciones realizadas entre septiembre y diciembre con motivo de operaciones de colocaciones de deuda de carácter finalista que implicaron al FROB y al Fondo de Liquidez Autonómico. El volumen de este conjunto de emisiones de carácter finalista realizadas en 2012 ascendió a 18.646,9 millones de euros.

Sin alterar en sustancia la transparencia y predictibilidad que viene caracterizando tradicionalmente la actuación del Tesoro como emisor, al comienzo de 2012 se procedió a adaptar el margen de maniobra que ofrecían los anuncios de emisión. Al objeto de hacer frente a los retos derivados de la volatilidad del mercado, 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 semanalmente el anuncio de los bonos y obligaciones emitidos cada mes, frente a la periodicidad y alcance mensual con que se realizaban en 2011.

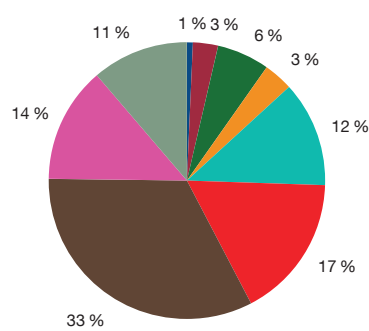
Dejando de lado las colocaciones con propósito finalista, el programa de emisión del Tesoro en 2012 se saldó con 116 subastas, de las cuales 48 correspondieron a letras y 67 a bonos y obligaciones. El incremento de esta última categoría en 24 subastas en relación con la cifra alcanzada en 2011 responde al aumento de número de bonos en oferta en cada fecha de subasta. Por plazos residuales, el número de bonos en oferta fue mayor para los bonos a tres y cinco años (50 subastas) que para las obligaciones (17 subastas), lo que resulta consistente con las apreciaciones realizadas anteriormente en relación con el cuadro 2.2. La cobertura de las segundas vueltas fue decreciente con el plazo. Las letras a más corto plazo registraron un nivel de cobertura próximo al 90 %, mientras que para el resto de letras y bonos la cobertura rondó el 60 %. La cobertura de las segundas vueltas de las obligaciones fue muy moderada (30 % para las obligaciones a diez años). En definitiva, el importe colocado mediante segundas vueltas representó alrededor del 6 % del total emitido en 2012, porcentaje similar a los correspondientes a 2011 y 2010.

2011



■ LETRAS A TRES MESES
 ■ LETRAS A UN AÑO
 ■ BONOS A TRES AÑOS
 ■ OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS
 ■ OBLIGACIONES A TREINTA AÑOS

2012



■ LETRAS A TRES MESES
 ■ LETRAS A SEIS MESES
 ■ LETRAS A UN AÑO
 ■ LETRAS A DIECIOCHO MESES
 ■ BONOS A TRES AÑOS
 ■ BONOS A CINCO AÑOS
 ■ OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS
 ■ OBLIGACIONES A QUINCE AÑOS
 ■ OBLIGACIONES A TREINTA AÑOS

FUENTE: Banco de España.

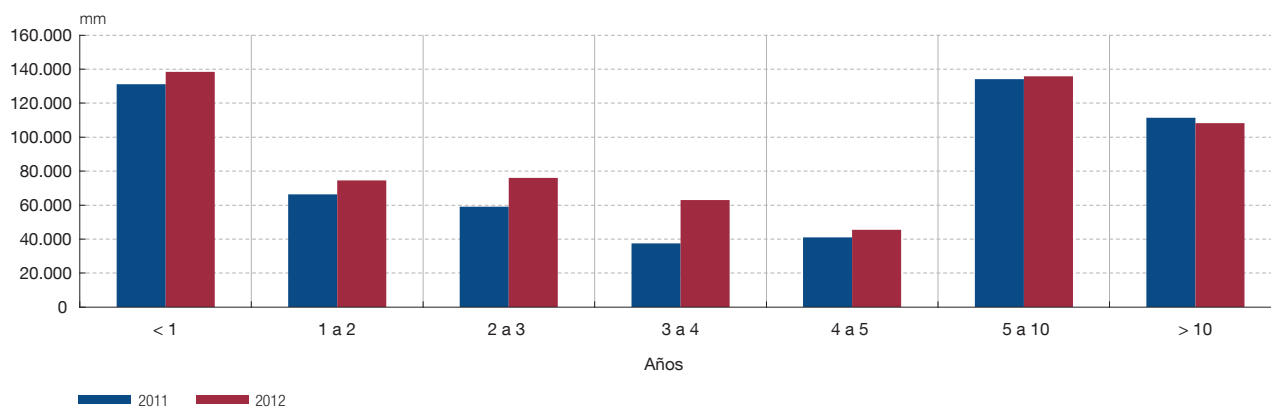
En cuanto a la ejecución de las subastas, el mayor nivel relativo de demanda se concentró, al igual que en 2011, en las letras, para las que en general la ratio de cobertura media fue de alrededor de 4 veces, salvo para las letras a un año, para las que la ratio de cobertura de alrededor de 2,4 veces refleja también la mayor oferta media por subasta de esta línea de corto plazo. En el caso de bonos y obligaciones, la demanda relativa promedio medida por la ratio de cobertura fue aproximadamente igual para bonos a cinco años y obligaciones a diez años (alrededor de 2,5 veces). Por su parte, los bonos a tres años registraron niveles de cobertura medios alrededor de 2,2 veces.

2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2012 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 10,5 %. El saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2012, a 641.460,9 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 ligera disminución del saldo nominal de letras en 2012 hasta estabilizarse en 84.612,7 millones de euros se traduce en una reducción relativamente importante, cifrada en 2,4 puntos porcentuales, en el peso de esta línea de financiación para el Tesoro hasta 13,2 % (véase gráfico 2.1). En términos de composición, las letras a un año concentraban alrededor del 46,5 % del saldo vivo de instrumentos a corto plazo, frente al 26 % 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 13,7 %, hasta alcanzar 556.848,2 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y obligaciones en la financiación del Estado al cierre de 2012 era de 86,8 %, frente a 84,4 % el año 2011. El desglose entre bonos, por un lado, y obligaciones, por otro, muestra que el saldo de los bonos creció un 26,7 %, por lo que su peso en el saldo total en circulación ganó 3,7 pp, situándose en un 29,1 % en 2012, frente al crecimiento más moderado (8,1 %) en el saldo de obligaciones, que hizo que perdiera peso rela-



FUENTE: Banco de España.

tivo desde el 59 % de 2011 hasta el 57,6 % en 2012. 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 1,9 puntos porcentuales en el peso que representan los bonos originalmente emitidos a cinco años hasta situarse en casi un 16,8 %. La continuidad en el crecimiento del saldo de bonos emitidos originalmente a cinco años ha determinado que el peso de esta línea continúe distanciándose del que tienen las obligaciones a quince o treinta años tomadas individualmente, que se situaron en 13,5 % y 11,3 %, respectivamente. 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 2012 era de 32,8 %, lo que supone aproximadamente el mismo nivel que en 2011.

Desde una perspectiva más centrada en el plazo residual del saldo vivo de deuda, la actividad a lo largo de 2012 en líneas emitidas originalmente a tres o cinco años ha propiciado que al concluir el año la vida media de los bonos era casi coincidente con la de 2011. En cambio, la vida residual del conjunto de las obligaciones se ha reducido en alrededor de 10 meses. Si se tiene en cuenta la estabilidad en la vida media del saldo de letras, en conjunto la cartera de deuda del Estado ha reducido su vida residual desde 6,5 años en 2011 a 6,0 años en 2012.

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 2012 y 2011, con una distribución por plazos de vencimiento que solamente ha sufrido cambios marginales.