

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 2013, 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 en Anotaciones.

La estrategia de emisión del Tesoro para 2013 estaba diseñada para hacer frente a tres importantes desafíos: el elevado volumen que financiar, dados los vencimientos de deuda y la canalización de una parte de la financiación autonómica; el acuerdo europeo para introducir Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)¹ en las nuevas referencias de valores del Tesoro con vencimiento superior a un año; y la inestabilidad del mercado de deuda pública en Europa. La progresiva normalización en 2013 de la situación de dicho mercado permitió al Tesoro cumplir el programa de financiación previsto a principios de año con tipos de interés menores y menos volátiles, así como con una mejor composición de la emisión neta, que se desplazó hacia plazos más largos, muestra de su capacidad de acceso al mercado de capitales.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el informe provisional de la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 39.678 millones de euros (-3,9 % del PIB), frente al déficit de 29.013 millones de euros (-2,8 % del PIB) registrado en 2012². Este resultado, unido al aumento que registraron los saldos de tesorería³ (por valor de 16.716 millones de euros) y a la reducción neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 51.037 millones de euros), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 73.998 millones de euros, que, comparada con la necesidad de endeudamiento por valor de 97.099 millones de euros registrada en 2012, supone una reducción significativa (-23,8 %). Estas cifras, así como su comparación con las correspondientes a ejercicios anteriores, están afectadas por las actuaciones especiales sobre el sistema financiero y la financiación regional que el Estado llevó a cabo durante 2012 y 2013.

En concreto, de acuerdo con la información de la IGAE, el aumento de préstamos registrado en 2013 incluye el pago del préstamo al Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores (FFPP), por un importe de 17.265 millones de euros. Asimismo, en el capítulo de aportaciones patrimoniales destacan las realizadas al Fondo de Liquidez Autonómico, por un valor de 23 mm de euros, y al MEDE, por 3.809 millones. Además, debe recordarse que la necesidad de endeudamiento del Estado en los años 2012 y 2013 incluye el importe de los préstamos concedidos por el MEDE al Reino de España, con un primer

¹ Los Estados miembros de la zona del euro acordaron la introducción de CAC en sus instrumentos de deuda soberana emitidos a partir del 1 de enero de 2013 con vida residual de más de un año. Para el caso español, las CAC están reguladas en el anexo de la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014 y se recogen las CAC normalizadas. Se trata de reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos que, ante la posibilidad de modificación de las condiciones de dichos instrumentos, evitan la necesidad de lograr unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar tales modificaciones con carácter vinculante, evitando así que puedan ser bloqueadas por una minoría.

² El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2013 un valor de -11.270 millones de euros, lo que supone un -1,1 % del PIB.

³ Variación de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España y depósitos en instituciones financieras.

tramo en diciembre de 2012 por 39.468 millones de euros y un segundo tramo en febrero de 2013 por 1.865 millones de euros.

En lo referente a los costes de la financiación captada durante 2013, el Tesoro se benefició de la normalización del mercado de deuda del Estado, tras varios años sufriendo los efectos de la volatilidad debida a los distintos episodios de la crisis de deuda soberana europea. De este modo, el programa de financiación previsto para 2013 se cumplió con tipos de interés menores y menos volátiles, resultando un coste medio de emisión del 2,46 %, 92 pb por debajo de la cifra de 2012, año en el que ya había registrado un descenso de unos 50 pb con respecto al ejercicio anterior. En línea con el resto de este capítulo, en este resultado no se computa el efecto de los costes de la financiación obtenida fuera del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. 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 respectivas⁴.

2.2 Evolución del mercado primario

Durante 2013, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con un ligero aumento interanual. Como se refleja en el cuadro 2.1⁵, la cifra de emisión neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2013 registró un importe positivo, por un valor nominal de 70.316,8 millones de euros, frente a 60.944,5 millones en 2012, lo que representa un aumento en la captación neta de fondos del 15,4 %.

La emisión bruta en 2013 registró un incremento del 10,5 % con respecto al ejercicio previo, debido tanto a la mayor emisión neta mencionada en el párrafo anterior como al incremento en el volumen de amortizaciones, que creció un 8,6 %. Además, el volumen de emisión bruta superó la cifra prevista en la Estrategia del Tesoro para 2013, debido a que en los primeros meses del año se subastó un volumen de letras mayor que el planeado inicialmente, que, al ser instrumentos a corto plazo, tuvieron que refinanciarse dentro del mismo año. Así, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 235.280 millones de euros, frente a los 212.854,1 millones de 2012. La mayor parte de esta emisión bruta correspondió a bonos y obligaciones, como consecuencia del mayor volumen de amortizaciones que refinar en el ejercicio 2013 en este tipo de instrumentos, aunque las emisiones a corto plazo fueron también significativas. En efecto, la emisión bruta de bonos y obligaciones del Estado ascendió a 126.117 millones de euros, un 11,3 % mayor que en 2012, mientras que el recurso bruto al mercado mediante letras del Tesoro se cifró en 109.163 millones de euros, lo que supone un incremento del 9,7 % sobre 2012.

Con respecto al desglose por instrumentos de la emisión bruta, los máximos de actividad correspondieron, como es habitual, a las letras a un año y, en menor medida, a las obligaciones a diez años. Concretamente, el volumen de financiación bruta alcanzado mediante letras a un año fue de 43.547 millones de euros, que supone un aumento del 10,6 % con respecto al volumen emitido en 2012, mientras que el importe emitido en obligaciones a diez años alcanzó 39.956,6 millones de euros, un 17 % más que el año anterior.

Respecto al segmento de letras, cabe destacar aquí como novedad la introducción en febrero de 2013 de las letras a nueve meses, que alcanzaron una emisión bruta a lo largo

⁴ El apéndice estadístico contiene una entrada donde se recoge el tipo marginal de la subasta representativa (en caso de haberse celebrado más de una) de cada mes para los distintos instrumentos de deuda anotada.

⁵ El cuadro 2.1 detalla la evolución de la emisión bruta y neta para los distintos instrumentos del programa de emisión del Tesoro y el efecto resultante en términos de saldos. Su construcción 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 diez años y no al de tres.

Año 2013

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2013	2012	%	2013	2012	%	2013	2012	%	2013	2012	%
TOTAL	235.280,0	212.854,1	10,5	164.963,2	151.909,6	8,6	70.316,8	60.944,5	15,4	711.777,4	641.460,6	11,0
Total letras	109.163,0	99.499,0	9,7	104.601,6	105.493,5	-0,8	4.561,3	-5.994,5	176,1	89.174,0	84.612,7	5,4
A tres meses	14.031,5	18.247,4	-23,1	14.191,4	21.495,2	-34,0	-159,9	-3.247,8	95,1	4.279,5	4.439,4	-3,6
A seis meses	19.140,5	25.801,0	-25,8	29.411,7	18.226,1	61,4	-10.271,2	7.574,9	-235,6	8.555,5	18.826,7	-54,6
A nueve meses	29.935,0	0,0	—	6.271,7	0,0	—	23.663,3	0,0	—	23.663,3	0,0	—
A un año	43.547,0	39.360,8	10,6	39.360,8	49.700,8	-20,8	4.186,2	-10.340,0	140,5	43.546,8	39.360,6	10,6
A dieciocho meses	2.509,0	16.089,7	-84,4	15.366,1	16.071,4	-4,4	-12.857,1	18,4	-70.097,0	9.129,0	21.986,0	-58,5
Total bonos y obligaciones	126.117,0	113.355,1	11,3	60.361,5	46.416,1	30,0	65.755,5	66.939,0	-1,8	622.603,4	556.847,9	11,8
A dos años	10.540,3	0,0	—	0,0	0,0	—	10.540,3	0,0	—	10.540,3	0,0	—
A tres años	25.663,2	35.266,2	-27,2	31.125,9	17.238,1	80,6	-5.462,6	18.028,1	-130,3	73.666,8	79.129,4	-6,9
A cinco años	35.929,2	36.312,6	-1,1	0,0	14.967,1	-100,0	35.929,2	21.345,6	68,3	143.775,8	107.846,6	33,3
A diez años	39.955,6	34.145,7	17,0	14.949,8	12.873,2	16,1	25.005,8	21.272,5	17,5	235.797,2	210.791,4	11,9
A quince años	7.996,3	6.359,1	25,7	14.285,9	1.337,8	967,9	-6.289,6	5.021,3	-225,3	80.531,1	86.820,7	-7,2
A treinta años	6.032,4	1.271,5	374,4	0,0	0,0	—	6.032,4	1.271,5	374,4	78.292,2	72.259,8	8,3

FUENTE: Banco de España.

del año de 29.935 millones de euros, en sustitución de las letras a dieciocho meses, que solamente se subastaron en el mes de enero, aportando 2.509 millones de euros al volumen total emitido en términos brutos. El resto de líneas de letras experimentó recortes en sus respectivas emisiones brutas. Así, el recurso a letras a tres meses supuso una financiación bruta en términos nominales de 14.031,5 millones de euros, un 23,1 % inferior a la de 2012. Por su parte, la financiación mediante letras a seis meses registró un descenso del 25,8 %, hasta alcanzar el importe nominal de 19.140,5 millones de euros. En su conjunto, la emisión bruta de letras, que por otra parte fue muy similar a la del año anterior, vino explicada en un 96 % por los vencimientos que hubo que afrontar en 2013.

En cuanto a la composición de la actividad de emisión en bonos y obligaciones, debe señalarse que durante 2013 el Tesoro emitió por primera vez una referencia con vencimiento a dos años, que alcanzó un volumen total emitido a lo largo del año de 10.540,3 millones de euros. El 57 % de los 126.117 millones de euros emitidos en bonos y obligaciones se captó mediante instrumentos del tramo intermedio de la curva, con plazo original de vencimiento entre dos y cinco años, frente al 63 % que habían supuesto en 2012. Así, mientras que los nuevos bonos a dos años contribuyeron con 10.540 millones de euros a la financiación bruta, la financiación obtenida mediante bonos a tres y a cinco años disminuyó un 27,2 % y un 1,1 %, registrando volúmenes de 25.663,2 millones de euros y 35.929,2 millones de euros, respectivamente. En el segmento de largo plazo, las obligaciones a diez años aportaron 39.955,6 millones de euros brutos, un 17 % más que en el ejercicio previo; la emisión bruta de obligaciones a quince años aumentó un 25,7 %, hasta alcanzar 7.996,3 millones de euros; y el volumen emitido en obligaciones a treinta años se multiplicó prácticamente por cinco, registrando 6.032,4 millones de euros.

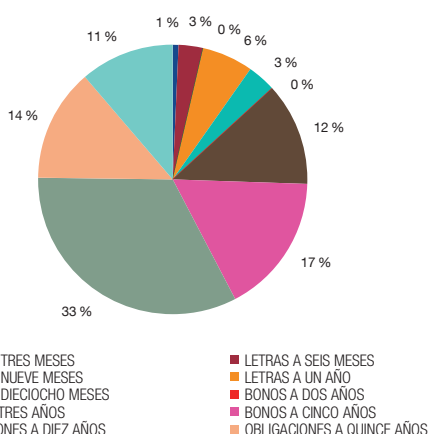
Debe señalarse que la reorganización de plazos, consistente en la desaparición de las letras a dieciocho meses y en la introducción de las letras a nueve meses y de los bonos a dos años, fue consecuencia de la adaptación al compromiso vinculante para todos los Estados miembros de la zona del euro, según el cual las emisiones con plazo de amortización superior a un año y cuyo primer tramo se emitiese después del 1 de enero de 2013 deberían incorporar CAC, lo que constituyó la principal novedad en el mercado europeo de deuda soberana durante 2013. Por lo tanto, esta reorganización de plazos permitió que no fuera necesario introducir las CAC en el segmento de letras del Tesoro, al no superar ninguna de ellas el plazo de un año.

En términos netos, la financiación captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2013 registró un importe positivo, por un valor nominal de 70.316,8 millones de euros, que representa un incremento del 15,4 % con respecto al año anterior. En cuanto a su composición, el 93,5 % de la emisión neta total se instrumentó mediante bonos y obligaciones, que captaron 65.755,5 millones de euros, un 1,8 % menos que en 2012. A diferencia de dicho ejercicio, la financiación neta mediante letras registró en 2013 un balance conjunto positivo, por un valor nominal de 4.561,3 millones de euros. Por instrumentos, destacan las líneas de deuda a cinco y a diez años, seguidas por la de las novedosas letras a nueve meses, que lógicamente no afrontó vencimientos hasta el último trimestre del año. En concreto, el importe nominal captado mediante bonos a cinco años se situó en 35.929,2 millones de euros, mientras que mediante obligaciones a diez años y letras a nueve meses se obtuvieron 25.005,8 y 23.663,3 millones de euros, respectivamente.

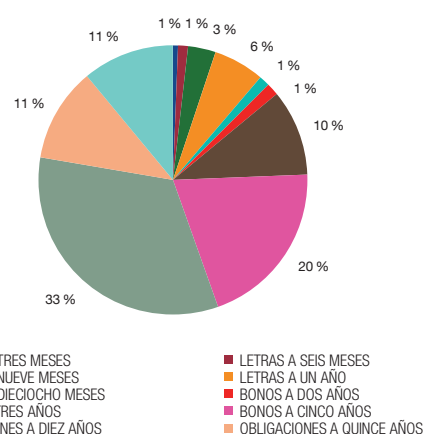
El programa de financiación de 2013 se materializó fundamentalmente mediante subastas, celebrándose un total de 111 subastas ordinarias, de las cuales 48 correspondieron a letras y 63 a bonos y obligaciones. Además, el Tesoro siguió recurriendo a la sindicación para emitir los primeros tramos de las obligaciones del Estado. Mediante este método se lanzaron dos nuevas referencias a diez años en los meses de enero y mayo, por importe de 7 mm de euros cada una de ellas; así como la nueva obligación de referencia a quince años, por un importe de 3,5 mm de euros, en julio; y otra a treinta años, por importe de 4 mm de euros, en octubre. Todas ellas fueron bien recibidas por los inversores, contribuyendo a abrir el mercado a otros emisores españoles. Por otro lado, 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*, es decir, referencias cuya emisión se había interrumpido, para aproximarlas al saldo objetivo.

En cuanto a la ejecución de las subastas, en términos agregados, el nivel de peticiones fue en media 2,8 veces el de adjudicación, lo que refleja un elevado interés por parte de los inversores. Por instrumentos, el mayor nivel relativo de demanda se concentró, al igual que en años anteriores, en las letras a tres y a seis meses, para las que la ratio de cobertura media fue de alrededor de cuatro veces. En el otro extremo se situaron las letras a un año, para las que la ratio media de cobertura de 2,1 veces es consecuencia también de la mayor oferta media por subasta de esta línea de corto plazo. Con respecto al desarrollo de las segundas vueltas, durante 2013 los creadores de mercado accedieron a ellas en un 67 % de las ocasiones. Concretamente, en el caso de las letras el recurso a la segunda vuelta se materializó en el 71 % de las subastas, mientras que para bonos y obligaciones esta ratio fue del 63 %. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2013, la adjudicación en las segundas vueltas supuso un 9,7 %. 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 8,8 % de las colocaciones.

2012



2013



FUENTE: Banco de España

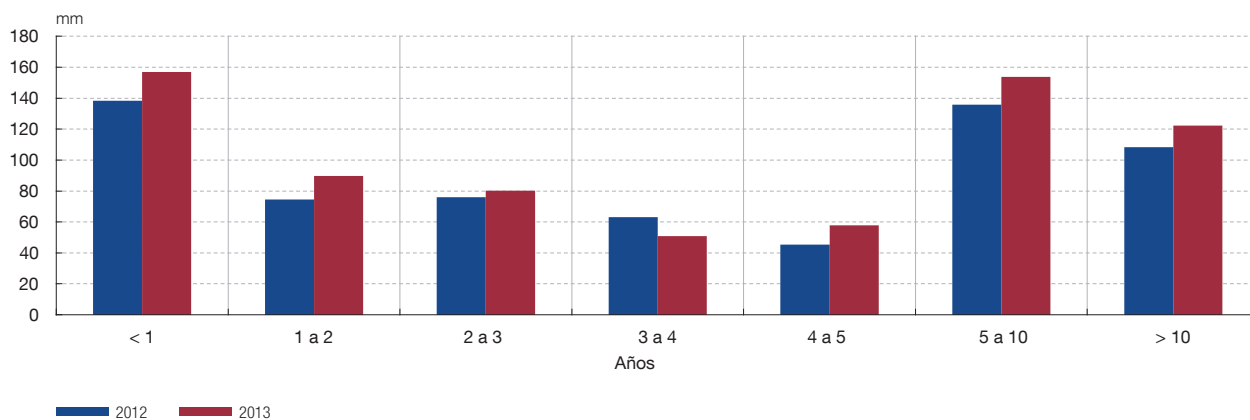
2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2013 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 11 % con respecto al ejercicio anterior. El saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2013, a 711.777,4 millones de euros.

En cuanto a su composición, la estrategia de financiación del Tesoro durante 2013 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 2012, lo hizo en menor medida que la captada mediante instrumentos a medio plazo.

El saldo de bonos del Estado en circulación al final de 2013 era un 21,9 % 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 32 %, frente al 29,1 % de 2012. Este incremento se debió principalmente a la contribución relativa de los bonos a cinco años, cuyo saldo aumentó un 33,3 %; aunque también cabe comentar la contribución positiva de los bonos a dos años, emitidos por primera vez en 2013, que registraron un saldo vivo a final del ejercicio de 10.540 millones de euros. Los bonos a tres años, por el contrario, disminuyeron su saldo vivo un 6,9 % con respecto al ejercicio previo.

Las letras del Tesoro, por otra parte, experimentaron durante 2013 un aumento del saldo en circulación de 4.561,3 millones de euros, cifra significativamente inferior a la prevista a comienzos del año. Este reducido aumento del saldo global de letras fue el resultado de una evolución dispar de sus distintas líneas. Mientras que las letras a tres, seis y dieciocho meses experimentaron descensos de su saldo vivo con respecto a 2012 —especialmente las segundas, con una disminución del 55 %—, la introducción de las letras a nueve meses más que compensó dichas reducciones, con una emisión neta de 23.663,3 millones de euros. Por su parte, el saldo de letras a un año se incrementó un 10,6 % durante el ejercicio. En términos de peso relativo, la participación de las letras en el total del saldo vivo de deuda del Estado se redujo durante 2013 hasta el 12,5 %, frente al 13,2 % que supuso en 2012.



FUENTE: Banco de España

Pese a su pérdida de peso relativo, las obligaciones del Estado siguieron representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública (concretamente, un 55,4 %) en 2013. En términos absolutos, continuaron destacando las obligaciones a diez años, que constituyeron el 33,1 % del saldo total de deuda al final de 2013, una cifra muy similar al 32,8 % del cierre de 2012.

Como consecuencia del aumento del peso de la financiación en el segmento de medio plazo, la vida media de la cartera de deuda del Estado en circulación atenuó el descenso que había experimentado en los últimos ejercicios, cuando, debido a la crisis de deuda soberana, el Tesoro se había visto obligado a centrar sus emisiones en plazos más cortos de lo habitual. Así, a finales de 2013 la vida media era de 5,9 años, frente a los 6 años de 2012. En cuanto al volumen de amortizaciones al que el Tesoro tendrá que enfrentarse en 2014, está ligeramente por encima del que preveía al comenzar el ejercicio 2013. El gráfico 2.2 refleja la similitud existente entre los perfiles de amortizaciones a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2012 y 2013, con una distribución por plazos de vencimiento que solamente ha sufrido cambios marginales.