

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 2014, 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 Anotada¹.

En un resumen sucinto del entorno en el que se ha desarrollado la ejecución del programa de financiación del Estado durante 2014, cabe subrayar la sustancial mejora en las condiciones de financiación que se fue materializando gradualmente a lo largo del año. La caída registrada en las rentabilidades en el mercado secundario de la deuda del Estado a diez años, superior a 225 pb en el conjunto del año, constituye una referencia ilustrativa de esa mejora. En consecuencia, el programa para cubrir en los mercados las necesidades de fondos a las que se enfrentó el Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria y, además, registró destacadas innovaciones. No obstante, la ejecución de la política de emisión por parte del Tesoro ha mantenido 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 23.957 millones de euros (2,26 % del PIB), frente al déficit de 39.678 millones de euros (3,78 % del PIB) registrado en 2013². Este resultado, unido a la variación neta positiva de activos financieros por un importe nominal de 33.228 millones de euros, acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 57.185 millones de euros. El aumento neto de activos financieros registrado en 2014 recoge el incremento del saldo conjunto de la cuenta corriente en el Banco de España y de la de otros depósitos por valor de 8.841 millones de euros, frente al recurso neto por un importe total de 14.716 millones de euros en 2013.

En 2014, los costes de la financiación que ha permitido cubrir las necesidades de fondos del Tesoro han reflejado tanto la mejoría general registrada en los mercados europeos de deuda de Gobiernos como la mejora específica que ha correspondido a la deuda del Tesoro español. En conjunto, el balance general en términos de costes de financiación para el Estado se salda con una reducción del coste medio de los fondos tomados a lo largo de 2014 de aproximadamente 100 pb³. Esto ha permitido que el coste medio de la cartera de deuda del Estado en circulación se haya reducido al finalizar el año en casi 25 pb en comparación con el de finales de 2013. En línea con el resto de este capítulo, el resultado anterior refleja exclusivamente el efecto de los costes de la financiación obtenida en el Mercado de Deuda Pública Anotada y no tiene en cuenta la financiación obtenida fuera de este.

-
- ¹ No obstante, este capítulo no hace referencia a la deuda del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores asumida por el Estado de acuerdo con la Ley 13/2014, que se trata en el capítulo 5.
 - ² El saldo primario de caja, por otra parte, alcanzó en 2014 un superávit por valor de 7.866 millones de euros, lo que supone un 0,74 % del PIB, frente al déficit de 11.271 millones de euros (1,07 % del PIB) en 2013.
 - ³ Los primeros cuadros del apéndice estadístico informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento según su plazo original para bonos y obligaciones y su plazo residual para letras. 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. La subasta representativa es la correspondiente al *benchmark* del plazo del cuadro en cuestión o la del instrumento de plazo residual correspondiente con mayor captación de financiación.

2.2 Evolución del mercado primario

Durante 2014, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con una reducción interanual que obedece tanto al menor déficit de caja, que cayó un 39,6 %, como al ligero recorte, cifrado en un 3,2 %, en la acumulación de activos financieros. En efecto, la cifra de emisión neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2014 registró un importe nominal de 57.569,4 millones de euros, frente a 70.316,8 millones en 2013, lo que representa una reducción en la captación neta de fondos del 18,1 %, como se refleja en el cuadro 2.1⁴.

La emisión bruta de letras, bonos y obligaciones en 2014 ascendió a 239.535,4 millones de euros en términos nominales, frente a los 235.280 millones emitidos en 2013. Es decir, que prácticamente se estabilizó respecto al año precedente, ya que la menor necesidad neta de financiación se vio en parte compensada por un mayor (10,3 %) volumen de amortizaciones respecto a 2013. La composición de la emisión bruta entre letras del Tesoro, por un lado, y bonos y obligaciones, por otro, ha favorecido al segundo conjunto de instrumentos mencionado, como consecuencia fundamentalmente de la emisión neta negativa de letras en 2014.

Para poner en contexto esta composición de la financiación neta captada y valorar la actividad bruta en el mercado primario, conviene observar, además, que el saldo de bonos y obligaciones que se amortizaban en 2014 creció un 18,5 % y el de letras lo hizo en un 5,6 %. En conjunto, la emisión bruta de bonos y obligaciones acabó registrando en 2014 un crecimiento interanual del 11,3 %, frente a la contracción del 9,1 % registrada para las letras. 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.

Los instrumentos que registraron una mayor actividad emisora en 2014 fueron las obligaciones a diez años (55.044,9 millones de euros) y las letras a un año (45.160,4 millones de euros). Las voluminosas sindicaciones de obligaciones a diez años ejecutadas en 2014 contribuyeron decisivamente al crecimiento interanual del 37,8 % alcanzado en la actividad emisora en dicho segmento. El volumen de colocaciones en bonos a cinco años (31.688,7 millones de euros) convierte esta línea en el tercer canal más relevante en el mercado primario en 2014. Aunque la emisión en letras a nueve meses no es cualitativamente comparable a la de los instrumentos que aportan financiación neta en el conjunto del año, el nivel (30.089,1 millones de euros) y la estabilidad de las emisiones a nueve meses (crecieron un 0,5 %) confirman la relevancia de esta línea introducida en 2013, tras decidirse la supresión de las letras a dieciocho meses.

Desde una perspectiva cualitativa, merece una mención destacada el inicio en 2014 de la emisión de obligaciones indexadas a la inflación (véase más adelante). En realidad, la cifra de 12.394,1 millones de euros captados mediante obligaciones indexadas a la inflación representa en sí misma un porcentaje significativo (8,8 %) de las colocaciones realizadas a medio y largo plazo. Asimismo, resulta destacable desde un punto de vista cualitativo la colocación a cincuenta años concertada en septiembre por 1.000 millones de euros.

La actividad en el mercado primario en el resto de líneas de corto o de medio y largo plazo ha estado marcada por diversos condicionantes específicos a cada una de ellas. En el corto

⁴ 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.

Año 2014

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2014	2013	%	2014	2013	%	2014	2013	%	2014	2013	%
Total	239.535,4	235.280,0	1,8	181.966,0	164.963,2	10,3	57.569,4	70.316,8	-18,1	769.374,6	711.777,4	8,1
Total letras	99.193,6	109.163,0	-9,1	110.440,7	104.601,6	5,6	-11.247,1	4.561,3	-346,6	77.926,9	89.174,0	-12,6
A tres meses	11.283,3	14.031,5	-19,6	12.943,1	14.191,4	-8,8	-1.659,9	-159,9	-938,1	2.619,7	4.279,5	-38,8
A seis meses	12.660,7	19.140,5	-33,9	14.924,9	29.411,7	-49,3	-2.264,2	-10.271,2	78,0	6.291,3	8.555,5	-26,5
A nueve meses	30.089,1	29.935,0	0,5	29.896,7	6.271,7	376,7	192,5	23.663,3	-99,2	23.855,8	23.663,3	0,8
A un año	45.160,4	43.547,0	3,7	43.547,0	39.360,8	10,6	1.613,4	4.186,2	-61,5	45.160,2	43.546,8	3,7
A dieciocho meses	0,0	2.509,0	-100	9.129,0	15.366,1	-40,6	-9.129,0	-12.857,1	29,0	0,0	9.129,0	-100,0
Total bonos y obligaciones	140.341,8	126.117,0	11,3	71.525,4	60.361,5	18,5	68.816,5	65.755,5	4,7	691.447,7	622.603,4	11,1
Hasta tres años (a)	24.207,2	36.203,5	-33,1	16.957,8	31.125,9	-45,5	7.249,4	5.077,7	42,8	91.456,5	84.207,1	8,6
A cinco años	31.688,7	35.929,2	-11,8	38.172,5	0,0	—	-6.483,8	35.929,2	-118,0	137.292,1	143.775,8	-4,5
A diez años	55.044,9	39.955,6	37,8	0,0	14.949,8	-100,0	55.044,9	25.005,8	120,1	290.842,0	235.797,2	23,3
A quince años	11.344,1	7.996,3	41,9	16.395,1	14.285,9	14,8	-5.051,0	-6.289,6	19,7	75.480,1	80.531,1	-6,3
A treinta años o más	5.662,9	6.032,4	-6,1	0,0	0,0	—	5.662,9	6.032,4	-6,1	83.955,1	78.292,2	7,2
Indexados a la inflación (b)	12.394,1	0,0	—	0,0	0,0	—	12.394,1	0,0	—	12.421,9	0,0	—

FUENTE: Banco de España.

a Incluye la línea de dos años, iniciada e interrumpida en 2013 (véase cuadro A.6).

b Incluye las emisiones a cinco y a diez años (véanse cuadros A.12 y A.13). El saldo refleja la capitalización de la inflación realizada al final del año.

plazo, la emisión de letras a tres y a seis meses se ha reducido notablemente (19,6 % y 33,9 %, respectivamente) a resultas de las menores necesidades de fondos con vencimiento a corto plazo. En el largo plazo, el vencimiento de obligaciones a quince años y las favorables condiciones de financiación en plazos largos explican un repunte interanual (41,9 %) en la emisión bruta en este tramo, aunque insuficiente para neutralizar la amortización, por lo que la emisión neta volvió a ser negativa (5.051,0 millones de euros), como ya lo fue en 2013. Para las obligaciones a treinta años, lo más destacable es la relativa estabilidad interanual en términos de colocaciones (5.662,9 millones de euros). En el segmento de tres años, conviene observar que el cuadro 2.1 consolida la actividad propiamente en bonos a tres años con las emisiones a dos años iniciadas en 2013, pero interrumpidas poco después. El cuadro A.7 del apéndice estadístico refleja la actividad exclusivamente en bonos a tres años, cuyo importe en 2014 ascendió a 24.207,2 millones de euros.

En términos netos, la financiación del Tesoro ha tenido lugar fundamentalmente mediante la línea de deuda a diez años, que concentró aproximadamente el 95 % de la financiación neta agregada y por encima del 75 % de la financiación neta a medio y largo plazo. La financiación neta mediante líneas de largo plazo en origen (quince y treinta años) se compensó mutuamente en términos aproximados, ya que la emisión neta positiva en el de treinta años se contrarrestó con la emisión neta negativa en el de quince años. Lo mismo cabe decir del tramo medio de la curva, donde la emisión neta a tres años fue positiva por importe de 7.249,4 millones de euros, mientras que fue negativa a cinco años por importe nominal de 6.483,8 millones de euros. En definitiva, las líneas a medio y largo plazo que han mantenido un crecimiento neto positivo han sido las obligaciones a diez años y las obligaciones indexadas.

Un examen similar por componentes de la financiación neta a corto plazo en 2014 evidencia el desplazamiento hacia el largo plazo, reflejo de las ventajosas condiciones de financiación y del volumen de amortizaciones en 2014. Así, salvo las modestas aportaciones positivas de las letras a un año (1.613,4 millones de euros) y a nueve meses (192,5 millones de euros), los restantes instrumentos de corto plazo registraron emisiones apreciablemente inferiores a las amortizaciones que se iban produciendo. En particular, las letras emitidas originalmente a dieciocho meses han dejado de tener representación en el saldo de deuda del Estado en circulación.

La instrumentación del programa de financiación bruta se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. No obstante, las sindicaciones realizadas durante el conjunto del año canalizaron un apreciable volumen de la financiación captada a medio y largo plazo (30.000 millones de euros). Además de las sindicaciones de obligaciones indexadas a la inflación realizadas en 2014 (5.000 millones de euros a cinco y a diez años) y la colocación a cincuenta años, contribuyeron de forma significativa las colocaciones de nuevas obligaciones a diez años realizadas en enero (O-3,80 % 04/2024) y en junio (O-2,75 % 04/2024) por importes de 10.000 y 9.000 millones de euros en términos nominales, respectivamente. La primera supuso la ejecución de la mayor emisión sindicada de la historia del Tesoro, con peticiones por parte de inversores de 39.600 millones de euros. La segunda alcanzó también un notable nivel de colocación de deuda (9.000 millones de euros), si bien destacó especialmente por la modalidad de contraprestaciones a la colocación de deuda. En concreto, además de la captación de fondos, la emisión de deuda a diez años se saldó con la amortización de bonos a tres años (B-4 % 07/2015 y B-3,75 % 10/2015, por 604,3 y 914,8 millones de euros, respectivamente) y a cinco años (B-3 % 04/2015, por 2.143,3 millones de euros) entregados en canje de la obligación emitida a diez años.

Por lo que respecta a las colocaciones de obligaciones indexadas a la inflación, el año 2014 ha supuesto el inicio de una actividad que se venía preparando desde hacía algún tiempo. Aun cuando la evolución de las expectativas de inflación a medio plazo no favorecía una demanda por razones de cobertura, las especificaciones de las nuevas líneas introducidas por el Tesoro (Obligación€i-1,80 % 11/2024) y (Bono€i-0,55 % 11/2019) han recibido una buena acogida por los inversores en esta clase activos⁵. En concreto, el cupón anual y el principal de las nuevas obligaciones están indexados al Índice Armonizado de Precios de Consumo ex-tabaco (IAPC) para la zona del euro publicado mensualmente por Eurostat, con arreglo al cual ya emiten deuda indexada países de referencia como Alemania, Francia o Italia, entre otros.

Además, comparten con este estándar europeo para bonos indexados a la inflación la protección del nominal frente al riesgo de deflación, en el sentido de que el importe reembolsable a la amortización no cae por debajo del importe facial, incluso si el índice de referencia que capitaliza el crecimiento de los precios hasta la fecha de vencimiento fuera inferior al índice base. Conviene observar que la cobertura de los bonos indexados a la inflación exige ciertas adaptaciones en la compilación de las estadísticas de este capítulo. A saber, si bien las cifras de flujos colocados se seguirán reflejando en el cuadro 2.1 y en el apéndice estadístico en términos nominales corrientes, los saldos a fin de período deben capitalizarse de acuerdo con la inflación realizada hasta dicho momento, teniendo en cuenta la protección del principal.

⁵ En la primera sindicación de bonos indexados a diez años, se registró una demanda de 20.000 millones de euros, habiéndose resuelto a un tipo real que suponía una inflación umbral del 1,07 % frente a la obligación nominal de plazo comparable. Para el bono indexado a cinco años, la misma variable ascendió al 0,70 %.

Un rasgo específico de las líneas de emisión de bonos indexados a la inflación iniciadas por el Tesoro es la elección de noviembre como mes de vencimiento y mes base para el cómputo de los ajustes por inflación. Esta elección, guiada por el patrón de estacionalidad del índice de precios empleado, supone la introducción de una nueva opción de patrón de estacionalidad para los inversores europeos en bonos indicados a la inflación.

El programa de emisión del Tesoro en 2014 se saldó con 105 subastas y 5 operaciones de sindicación. El número de subastas de letras celebradas ascendió a 48, frente a 57 para bonos y obligaciones, excluyendo las sindicaciones realizadas. El número de segundas vueltas con adjudicación ascendió en total a 67, de las cuales 19 correspondieron a letras. El importe conjunto emitido mediante segundas vueltas supuso alrededor del 11,9 % de la emisión total. Los instrumentos a corto plazo concentraron menor interés, al haberse registrado para las series de letras a tres, seis, nueve y doce meses adjudicaciones positivas medias situadas en el intervalo de entre el 4 % y el 9 % del total emitido. Por su parte, para los bonos y obligaciones a tres, cinco, diez, quince y treinta años, la media de las adjudicaciones positivas sobre el total emitido a esos plazos se situó en el intervalo de entre el 10 % y el 16 %, aproximadamente. Los bonos indexados colocados mediante subasta no tuvieron una segunda vuelta, al haber tenido un carácter especial la convocatoria correspondiente.

En cuanto a la ejecución de las subastas, en términos generales el mayor nivel relativo de demanda se concentró en las letras de más corto plazo (a tres y a seis meses), para los que la ratio de volumen de peticiones en relación con el importe emitido se situó en 3,6 y 4 veces, respectivamente. Las letras a nueve y a doce meses registraron en término medio unas demandas relativas de 2,3 y 2,1 veces, respectivamente. El tramo medio de la curva (bonos a tres y a cinco años) también cosechó en ocasiones un alto nivel de demanda en relación con la emisión, al haberse registrado en alrededor de un 30 % de las subastas una ratio superior a 3 veces. En media, la demanda del bono a tres años supuso 2,8 veces la emisión. Dejando de lado las sindicaciones, para las obligaciones a diez años el nivel promedio de demanda relativa ascendió a alrededor de las 2,1 veces la emisión. Las obligaciones a más largo plazo tuvieron una similar recepción en las subastas.

Ante el contexto de rentabilidades decrecientes e incluso negativas que se perfilaba, el Tesoro Público introdujo en agosto modificaciones normativas para proteger al pequeño inversor frente a la posibilidad de que los valores a más corto plazo llegasen a alcanzar tipos de interés por debajo de cero en la subasta. En concreto, la modificación consiste en que las peticiones de letras que se realicen en modalidad de suscripción no competitiva se declararán automáticamente como no presentadas en caso de que el tipo medio de una subasta resultase negativo.

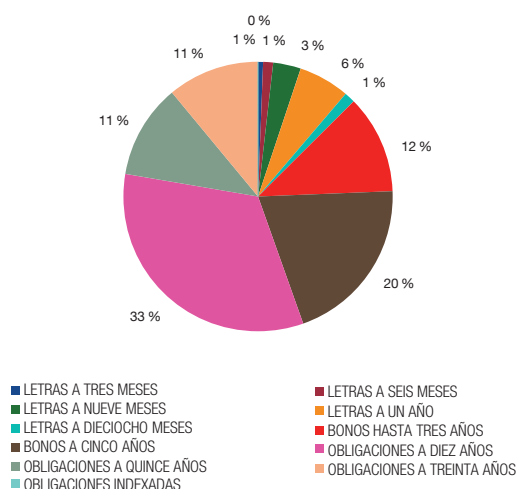
2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2014 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 8,1 %. El saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2014, a 769.374,6 millones de euros⁶.

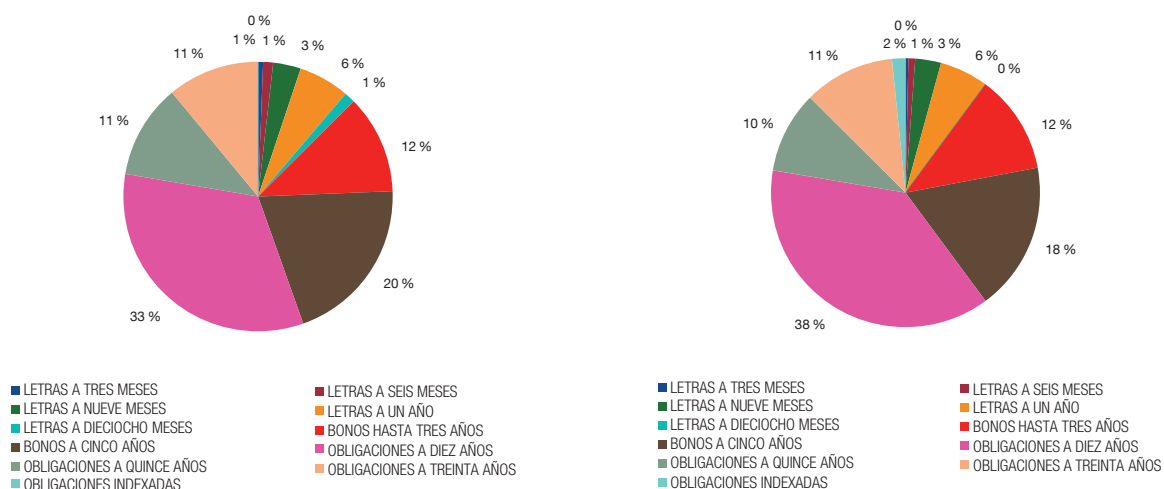
La composición por líneas de ese saldo vivo debe interpretarse con las mismas cautelas mencionadas anteriormente sobre su homogeneidad, más allá del programa formal inicial

⁶ En esta cifra se incorpora el efecto de la inflación realizada a fin de período sobre el principal de las obligaciones indexadas.

2013



2014



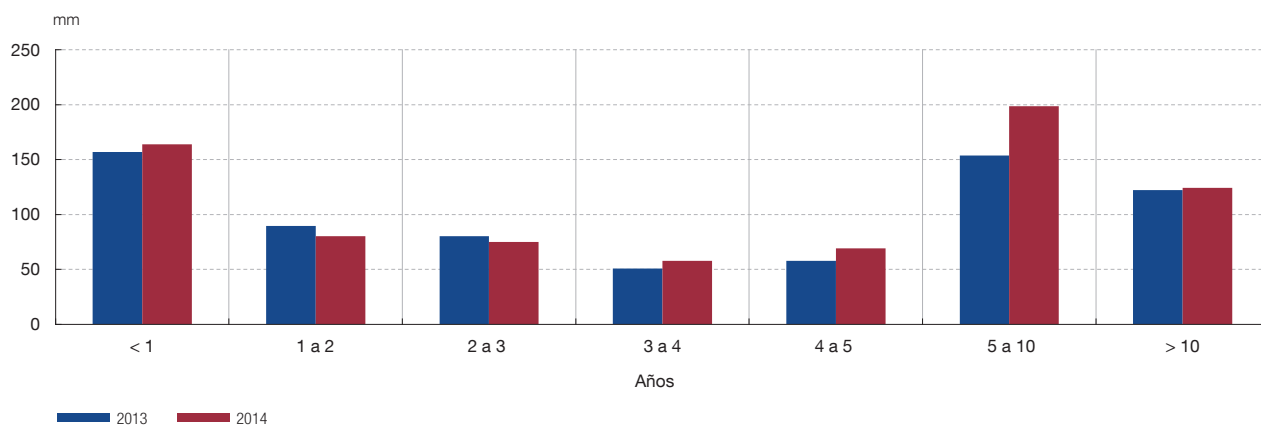
FUENTE: Banco de España.

al que respondió su emisión. No obstante, algunas conclusiones son claras. La disminución del saldo nominal de letras en 2014 hasta 77.926,9 millones de euros supone una reducción de 2,40 pp en el peso de esta línea de financiación para el Tesoro, hasta el 10,1 % (véase gráfico 2.1). En términos de composición, las letras a un año concentraban alrededor del 57,9 % del saldo vivo de instrumentos a corto plazo, seguidas por el 30,6 % que suponían las letras a nueve 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 11,1 %, hasta alcanzar 691.447,7 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y obligaciones en la financiación del Estado al cierre de 2014 era del 89,9 %, frente al 87,5 % del año 2013. El desglose entre bonos, por un lado, y obligaciones, por otro, muestra que el saldo de los bonos se estabilizó, al crecer solo un 0,3 %, por lo que su peso en el saldo total en circulación perdió 2,3 pp, situándose en un 29,7 % en 2014, frente al crecimiento (17,3 %) en el saldo de obligaciones, que hizo que ganaran peso relativo desde el 55,4 % de 2013 al 60,1 % en 2014. Conviene observar que todas las obligaciones indexadas se computan con independencia de su plazo inicial en esta categoría.

En términos de composición por cada una de las líneas individuales, destaca el crecimiento de 4,2 pp en el peso que representan las obligaciones originalmente emitidas a diez años, hasta suponer un 37,8 % del total de la deuda anotada en circulación. Asimismo, la destacable contribución inicial de las obligaciones indexadas ha significado que al finalizar 2014 alcanzasen el 1,6 % de la cartera de deuda del Estado anotada.

Desde una perspectiva más centrada en el plazo residual del saldo vivo de deuda, la actividad a lo largo de 2014 en líneas emitidas originalmente a diez años y a treinta años o más ha propiciado que, al concluir el año, la vida media del conjunto de la cartera de deuda del Estado anotada fuese de 6,17 años, alrededor de 3,4 meses superior a la correspondiente a 2013. Por componentes, el saldo de la cartera de letras presentaba, al finalizar 2014, una vida residual unos 7 días más larga que la de finales de 2013. Por lo que se refiere a bonos, el incremento en la vida residual media registrada a lo largo del año ascendía a unos 20 días.



FUENTE: Banco de España.

Para el caso de las obligaciones, su vida residual se redujo en 2,2 meses en comparación con la de finales de 2013.

El gráfico 2.2 refleja la relativa similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2014 y 2013, con una distribución por plazos de vencimiento cuyos cambios más apreciables radican en el crecimiento de las amortizaciones en el tramo 5-10 años.