

1 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

1 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 durante el año 2015, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas se refieren a deuda del Estado emitida por el Tesoro denominada en euros y registrada en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones¹.

El entorno económico en el que se ha desarrollado la actividad en el mercado de deuda ha venido caracterizado por el mantenimiento durante 2015 de la recuperación económica en la zona del euro, la cual perdió cierto impulso en el segundo semestre. Además, dentro de la variación conjunta, las evoluciones nacionales fueron desiguales y, en concreto, la economía española mostró un comportamiento destacado, con un crecimiento del PIB del 3,2 % en términos reales. Por su parte, la inflación en la zona del euro, medida en tasas de variación interanual, pasó del -0,2 % en diciembre de 2014 al 0,2 % en diciembre de 2015, cifra todavía lejana del 2 % que tiene por objetivo la política monetaria del BCE.

En este sentido, hay que recordar que la política monetaria del BCE reforzó significativamente su carácter expansivo en el último trimestre de 2014 con el inicio de dos programas de compras de activos privados y en marzo de 2015 con el comienzo de un programa de compras de activos públicos. Estos programas se añadieron a las operaciones habituales de refinanciación del Eurosistema y a las cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) realizadas en 2015. Durante todo el año, el BCE mantuvo en el 0,05 % su tipo de interés oficial, si bien redujo en diciembre el tipo de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos (pb), fijándolo en el -0,30 %².

Esta actuación por parte de la autoridad monetaria, además de tener efectos sobre la actividad y los precios, siempre de difícil medición, ha favorecido descensos en las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública, que han sido menores en los países centrales del área del euro que en los llamados «periféricos». En concreto, en el caso de España la rentabilidad de la deuda pública a diez años en diciembre de 2015 se situó en el 1,69 %, 10 pb por debajo de la correspondiente a diciembre de 2014; este descenso es mayor que los 4 pb observados en la deuda pública alemana, por lo que la denominada «prima de riesgo» se redujo en 6 pb.

En conjunto, puede afirmarse que las buenas condiciones generales de financiación vigentes ya a finales de 2014 continuaron durante 2015. Además, el programa de compras de activos públicos extendió este favorable marco de financiación a todos los instrumentos de financiación del Tesoro. En este contexto, el programa de emisión en el mercado primario para cubrir las necesidades de fondos a las que se enfrentó el Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria y permitió simultanear una reducción de costes con una extensión de la vida media.

1 No obstante, conviene observar que 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 el artículo 9, apartado 2, de la Ley 13/2014. A 31 de diciembre de 2015, el saldo de aquella registrado en el mercado de deuda pública ascendía a 9.596 millones de euros.

2 En 2016, el BCE siguió haciendo más expansiva su política monetaria con ampliaciones en el programa de compras, con la convocatoria de una nueva serie de TLTRO, con ciertas variaciones respecto a las de la primera serie, y continuando la reducción de tipos.

Por último, cabe reseñar que el 2 de octubre de 2015 Standard & Poor's subió el *rating* de la deuda soberana española hasta BBB+, desde la calificación BBB que le había otorgado en mayo de 2014. Por su parte, las otras dos principales agencias de calificación crediticia mantuvieron su calificación: Moody's en Baa2 y Fitch en BBB+.

1.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el informe 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 13.679 millones de euros (1,27 % del PIB), frente al déficit de 23.957 millones de euros (2,30 % del PIB) registrado en 2014³. Este resultado, unido a la variación neta de activos financieros por un importe nominal de 37.212 millones de euros, acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 50.891 millones de euros, frente a 57.185 millones de euros en 2014. El aumento neto de activos financieros registrado en 2015 incorpora el efecto de la disposición neta que hizo el Estado del saldo conjunto de su cuenta corriente en el Banco de España y de otros depósitos, por un importe igual a 2.562 millones de euros, frente a la inversión neta por un importe de 8.841 millones de euros que se produjo en 2014.

En 2015, los reducidos costes de la financiación con los que se han cubierto las necesidades de fondos del Tesoro han sido reflejo, en líneas generales, de los efectos de la intensificación del tono expansivo de la política monetaria llevada a cabo por el Eurosistema, tras la puesta en marcha en marzo del programa de compra de activos públicos. No obstante, la operación de mecanismos de anticipación y de ajuste en las expectativas sobre los efectos de las actuaciones de política monetaria en los mercados de deuda determinó cierta dinámica oscilante de las rentabilidades a lo largo de 2015. Así, al finalizar 2015 la rentabilidad de las obligaciones a diez años en el mercado secundario era solo 15 pb inferior a la vigente a finales de 2014, si bien el impulso de ajuste a la baja de las rentabilidades se había extendido más uniformemente a lo largo de la curva, como lo manifiesta el aplanamiento en cerca de 20 pb de la pendiente de la curva entre los tramos de treinta y diez años. En los tramos más cortos de la curva, el rasgo más destacable, por su influencia en el desempeño general del Tesoro durante 2015, ha sido la materialización de rentabilidades próximas a cero o negativas.

En conjunto, el balance general en términos de costes de financiación para el Estado se salda con una reducción del rendimiento medio de los fondos tomados a lo largo de 2015 más intensa que la que refleja la evolución de las rentabilidades de la deuda de referencia a diez años, al haber caído el coste medio en aproximadamente 65 pb⁴. Esto ha permitido que el coste medio de la cartera de deuda del Estado en circulación se haya reducido al finalizar el año en cerca de 30 pb en comparación con el de finales de 2014. 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 en Anotaciones y no tiene en cuenta la financiación captada fuera de este.

1.2 Evolución del mercado primario

Durante 2015, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con un ligero aumento interanual. En efecto, la cifra de emisión neta captada me-

³ El saldo primario de caja, por otra parte, alcanzó en 2015 un superávit por valor de 18.071 millones de euros, lo que supone un 1,67 % del PIB, frente al superávit de 7.866 millones de euros (0,76 % del PIB) en 2014.

⁴ 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 según su plazo residual para letras. Los cuadros incluyen 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.

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta (b)			Saldo		
	2015	2014	%	2015	2014	%	2015	2014	%	2015	2014	%
TOTAL	237.424,7	239.535,4	-0,9	179.351,6	181.966,1	-1,4	58.073,1	57.569,4	0,9	827.463,6	769.374,6	7,6
Total letras	97.871,1	99.193,6	-1,3	93.361,9	110.440,7	-15,5	4.509,2	-11.247,1	140,1	82.436,1	77.926,9	5,8
A tres meses	6.576,2	11.283,3	-41,7	7.279,0	12.943,1	-43,8	-702,8	-1.659,9	57,7	1.916,9	2.619,7	-26,8
A seis meses	9.032,1	12.660,7	-28,7	10.572,0	14.924,9	-29,2	-1.539,9	-2.264,2	32,0	4.751,4	6.291,3	-24,5
A nueve meses	30.027,1	30.089,1	-0,2	30.351,1	29.896,7	1,5	-324,0	192,5	-268,3	23.531,8	23.855,8	-1,4
A un año	52.235,6	45.160,4	15,7	45.159,8	43.547,0	3,7	7.075,9	1.613,4	338,6	52.236,1	45.160,2	15,7
Total bonos y obligaciones	139.553,7	140.341,8	-0,6	85.989,8	71.525,4	20,2	53.563,9	68.816,5	-22,2	745.027,5	691.447,7	7,7
Hasta tres años	24.508,5	24.207,2	1,2	44.686,0	16.957,8	163,5	-20.177,5	7.249,4	-378,3	71.279,0	91.456,5	-22,1
A cinco años	27.141,3	31.688,7	-14,4	20.327,9	38.172,5	-46,7	6.813,4	-6.483,8	205,1	144.105,5	137.292,1	5,0
A diez años	48.443,4	55.044,9	-12,0	20.975,8	0,0	—	27.467,6	55.044,9	-50,1	318.309,6	290.842,0	9,4
A quince años	19.257,4	11.344,1	69,8	0,0	16.395,1	-100,0	19.257,4	-5.051,0	481,3	94.737,6	75.480,1	25,5
A treinta años o más	11.796,9	5.662,9	108,3	0,0	0,0	—	11.796,9	5.662,9	108,3	95.751,9	83.955,1	14,1
Indexados a la inflación (a)	8.406,2	12.394,1	-32,2	0,0	0,0	—	8.406,2	12.394,1	-32,2	20.844,0	12.421,9	67,8

FUENTE: Banco de España.

- a Incluye las emisiones a cinco, diez y quince años. El saldo recoge el efecto de la capitalización de la inflación acumulada realizada a final del año correspondiente.
- b La amortización acumulada de letras incluye el vencimiento en 2014 de todas las de dieciocho meses. No se recogen entradas adicionales por ausencia de cualquier otra actividad en ese instrumento en 2014 o en 2015.

diantre letras, bonos y obligaciones durante 2015 registró un importe nominal de 58.073,1 millones de euros, frente a 57.569,4 millones en 2014, lo que representa un aumento en la captación neta de fondos del 0,9 %, como se refleja en el cuadro 1.1⁵. A fin de reconciliar este ligero incremento con la reducción interanual de las necesidades de endeudamiento mencionada anteriormente, conviene observar, además, que, de acuerdo con la información de la IGAE, en 2015 se amortizaron, por un importe igual a 5.065 millones de euros, deudas distintas a las que interesan a este capítulo de la memoria⁶.

La emisión bruta de letras, bonos y obligaciones en 2015 ascendió a 237.424,7 millones de euros en términos nominales, frente a los 239.535,4 millones emitidos en 2014. Esta estabilización relativa en el nivel de actividad colocadora ha venido determinada por comportamientos contrapuestos de la apelación neta a la financiación, referida anteriormente, y del volumen de amortizaciones, que cayó un 1,4 %. La composición de la emisión bruta entre letras del Tesoro, por un lado, y bonos y obligaciones, por otro, también se ha caracterizado por una significativa estabilización, a pesar de las diferencias apreciables en la composición de la financiación neta entre letras, por un lado, y bonos y obligaciones, por el otro. Así, mientras que la financiación neta mediante letras experimentó un repunte relativo destacado, al pasar de una amortización neta de cierta consideración en 2014 a una

5 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 para reconciliar financiación obtenida y saldos.

6 Entre ellas, 4 mm de euros correspondieron a amortizaciones de deuda frente al MEDE.

emisión neta positiva moderada en 2015, la emisión neta positiva mediante bonos y obligaciones registró una reducción del 22 %.

Para poner en contexto la composición de la financiación neta captada, y poder así valorar la actividad bruta en el mercado primario, conviene observar que el saldo de bonos y obligaciones que se amortizaban en 2015 creció un 20,2 % en relación con 2014, mientras que el de letras se contrajo un 15,5 %. A este respecto, conviene recordar que este último hecho está condicionado por la amortización total de las letras a dieciocho meses que tuvo lugar en 2014. Estos elementos, unidos a la política de acomodación de la dinámica en las amortizaciones seguida por el Tesoro, han acabado determinando la relativa estabilidad descrita en la actividad bruta de letras, por un lado, y de bonos y obligaciones, por otro. En concreto, la emisión bruta de este último grupo de instrumentos acabó registrando en 2015 una ligera reducción interanual (del 0,6 %), mientras que la colocación bruta de letras se saldó con una caída solo ligeramente superior (-1,3 %). El cuadro 1.1 resume la evolución de la emisión bruta y neta para las distintas 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 sus saldos respectivos.

Los instrumentos que registraron una mayor actividad emisora en 2015 fueron las letras a un año (52.235,6 millones de euros) y las obligaciones a diez años (48.443,4 millones de euros), dada su tradicional condición de referencias centrales para la política de emisión a corto y largo plazo, respectivamente. Por su parte, el volumen de emisión bruta en bonos con plazo original a cinco años (27.141,3 millones de euros) ha convertido a esta línea en el segundo canal más relevante en el mercado primario de medio y largo plazo en 2015. Dentro de este segmento, conviene destacar que, si bien la ejecución de sindicaciones de bonos y obligaciones por un importe de 24,5 mm de euros fue algo inferior a la de 2014 (cifrada en 30 mm), continúa suponiendo cerca del 18 % de todas las colocaciones a medio y largo plazo. 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 de emisión alcanzado (30.027,1 millones de euros) —el tercero en una comparación para el conjunto de las líneas— y su estabilidad desde una perspectiva de comparación interanual evidencian un año más la relevancia de esta línea introducida en 2014, tras decidirse la supresión de las letras a dieciocho meses. La actividad en las líneas de letras de plazo más corto (tres y seis meses) se ha caracterizado por su regularidad durante todo el año, si bien los importes captados por subasta han sido significativamente inferiores a los de 2014 y, en general, representan los instrumentos de menor apelación bruta.

Un rasgo destacable de la actividad de emisión durante 2015 es el significativo aumento de las emisiones convencionales de más largo plazo. Las condiciones de mercado imperantes han permitido que las líneas de obligaciones a treinta y a quince años crecieran alrededor del 110 % y del 70 %, respectivamente. Así, en conjunto, incluyendo la emisión de indexados a quince años, los fondos captados a más largo plazo han supuesto alrededor de un 25 % del total captado a medio y largo plazo. Este hecho, unido a la ausencia durante 2015 de amortizaciones de instrumentos emitidos originalmente a estos plazos más largos, explica los abultados incrementos interanuales en la emisión neta de instrumentos a quince y a treinta años reflejados en el cuadro 1.1.

El desplazamiento descrito en la política de emisión a medio y largo plazo ha tenido como consecuencia natural unos menores niveles de actividad en bonos a cinco años y en obligaciones a diez, con caídas interanuales en el entorno del 12 % y del 14 %, respectivamente. La amortización en enero de una obligación emitida originalmente a diez años

explica, además, la sustancial caída en la emisión neta registrada en ese plazo original. Por el contrario, la comparación interanual de la emisión neta de bonos emitidos a cinco años está afectada por la caída en términos netos de esta línea de instrumentos durante 2014. Así, pese a la mencionada reducción interanual en términos brutos, la emisión neta registra un crecimiento notable (205 %), debido a una amortización considerablemente menor en 2015. En el segmento de tres años, conviene observar que el cuadro 1.1 sigue consolidando la actividad propiamente en bonos a tres años con las emisiones a dos años iniciadas en 2013, aunque interrumpidas poco después. No obstante, esta consolidación afecta solo a las cifras de amortización en 2015. Además, se hará innecesaria en el futuro, al haber amortizado en marzo de 2015 la totalidad de los bonos emitidos originalmente a dos años.

Por lo que respecta a la emisión de bonos y obligaciones indexados a la inflación, las condiciones de mercado y las expectativas sobre la evolución de la inflación han motivado un descenso en el nivel de actividad próximo al 30 %. No obstante, desde un punto de vista cualitativo destaca el inicio de la emisión de obligaciones a quince años indexadas a la inflación. De hecho, de los 8.406,2 millones de euros captados con obligaciones indexadas, alrededor de la mitad correspondieron a esta nueva línea de instrumentos.

Los rasgos estructurales de la nueva línea indexada a quince años coinciden con los de las líneas indexadas a cinco y a diez años introducidas en 2014. A saber, el cupón anual y el principal de las nuevas obligaciones están indexados al Índice de Precios de Consumo Armonizado ex-tabaco 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, se mantiene 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, supuso la introducción de una nueva opción de patrón de estacionalidad para los inversores europeos en bonos indexados a la inflación.

En conjunto, la actividad en bonos indexados a la inflación en 2015 ha supuesto la ampliación de los puntos de la curva en los que el Tesoro capta financiación. La cobertura estadística de los bonos indexados a la inflación en esta Memoria se materializa mediante las entradas correspondientes en el cuadro 1.1 general y en los cuadros específicos A.11 a A.13. Conviene recordar que las entradas correspondientes a los saldos vivos reflejan la capitalización de los flujos colocados a la fecha en cuestión de acuerdo con la inflación realizada hasta el momento, ajustando por protección de principal que contiene el instrumento.

La instrumentación del programa de financiación bruta se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. Casi el 90 % de los fondos totales tomados se obtuvo mediante subastas. Si se acota este análisis a los fondos tomados a medio y largo plazo, las subastas suponen todavía un 82 %. En 2015 se sindicaron cuatro obligaciones, tres de ellas nominales y una indexada a la inflación. En enero y en junio se colocaron por sindicación dos nuevas obligaciones a diez años (O-1,60 % y O-2,15 %, respectivamente), captándose 9 mm de euros en la primera y 5 mm de euros en la segunda. El mayor tipo de interés nominal de la obligación O-2,15 % es reflejo de la dinámica oscilante de rentabilidades referida anteriormente. Las otras dos sindicaciones realizadas en 2015 se refieren a dos instrumentos a quince años, uno nominal y el otro indexado a la inflación. En concreto, la colocación en marzo de la obligación convencional O-1,95 % fue de 7 mm de euros, mientras que la sindicación de la obligación indexada O-1,00 %, también en marzo,

ascendió en términos nominales a 3,5 mm de euros. Por los procedimientos de emisión ordinarios, se colocaron, además, dos nuevos bonos a tres y a cinco años. En concreto, en mayo se abrió el primer tramo del bono de interés nominal 0,25 % y vencimiento en abril de 2018, y en junio se inició la colocación mediante subasta del bono de cupón 1,15 % y vencimiento en 2020.

Los rasgos más destacables del programa de subastas son los siguientes. En un total de 48 sesiones (24 de letras y otras 24 de bonos y obligaciones), se llevaron a cabo 48 subastas de letras y 75 de bonos y obligaciones. De esta forma, el número medio de bonos y obligaciones subastados por sesión ascendió a tres, mientras que se continúan emparejando las emisiones de letras a tres y a nueve meses, por un lado, y las de seis y doce, por otro. El número de segundas vueltas que tuvieron adjudicación, con independencia del instrumento, ascendió a 59, lo que representa aproximadamente la mitad de las celebradas. La evolución de las rentabilidades favoreció una utilización más intensa de las segundas vueltas de bonos y obligaciones, instrumentos para los que 40 segundas subastas alcanzaron adjudicación, frente a 19 en el caso de las letras.

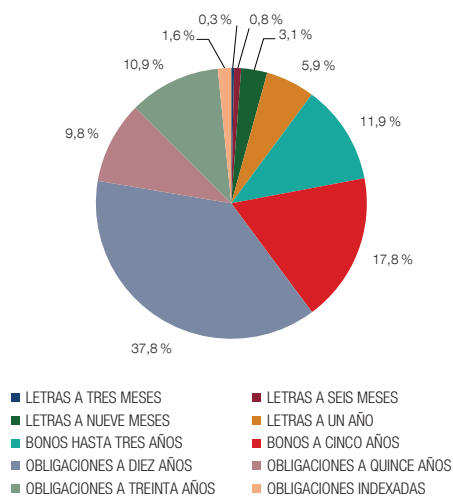
El importe total emitido mediante segundas vueltas ascendió a 38.720 millones de euros, lo que representa el 16 % de la emisión bruta total. Las letras contribuyeron con 5.442 millones de euros, cerca del 5 % del volumen emitido de letras. La contribución de los bonos supuso, a su vez, casi el 24 % de lo emitido mediante bonos y obligaciones. El recurso medio por clases de instrumentos no revela patrones destacables, dejando de lado la mayor utilización en bonos y obligaciones frente a letras.

En cuanto a la ejecución de las subastas, en términos generales el mayor nivel relativo de demanda se concentró en las letras, para las que la ratio de volumen de peticiones en relación con el importe emitido alcanzó en términos medios una relación invertida con el plazo del instrumento subastado. Así, el valor de esa relación para las letras a tres, seis, nueve y doce meses ascendió a 4,9, 4,7, 2,5 y 1,9, respectivamente. Esta menor ratio de cobertura para las letras a doce meses se refleja también en un diferencial entre tipo marginal y tipo medio ligeramente superior al resto de instrumentos de corto plazo.

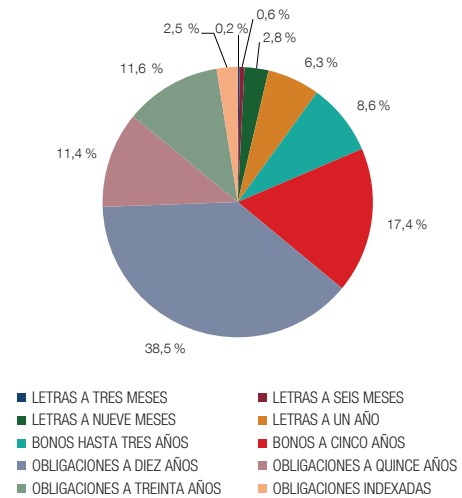
El tramo medio de la curva (bonos a tres y a cinco años) también cosechó en ocasiones un alto nivel medio de demanda en relación con la emisión. Para los bonos a tres años, esa relación fue de 2,9 veces, mientras que para los de cinco años fue de 2,5. Dejando de lado las sindicaciones, para las obligaciones a diez años el nivel promedio de demanda relativa ascendió a alrededor de 2,1 veces la emisión. En el caso de las obligaciones a quince y a treinta años, esa relación ascendió a 1,9 y a 1,7, respectivamente. El análisis de la dispersión de las rentabilidades cotizadas en la subasta evidencia una mayor unanimidad media de los participantes en las subastas a tres y a treinta años, para las que el diferencial medio ascendió a alrededor de 1,3 pb. Para las obligaciones a diez y a quince años esta medida fue ligeramente superior (1,5 pb), y más acusada en las subastas de bonos a cinco años (2,1 pb).

El coste medio de la financiación obtenida en 2015 ascendió al 0,80 %. El coste medio de los fondos obtenidos mediante bonos y obligaciones ascendió al 1,31 %, mientras que el correspondiente a las letras se situó en el 0,05 %. A este respecto, conviene observar que las letras a tres meses registraron tipos marginales negativos ya en abril, algo que se hizo extensivo a todos los plazos de letras al finalizar el año. En el caso de bonos y obligaciones, los rendimientos con los que se han saldado las distintas subastas se han mantenido en valores positivos, salvo en el caso de los bonos a cinco

2014



2015



FUENTE: Banco de España.

años indexados a la inflación, para los que ya en mayo la rentabilidad marginal real se situó en -25 pb.

La generalización de tipos negativos a lo largo de 2015, especialmente en instrumentos preferidos por inversores minoristas, ha desplegado el efecto de la reforma normativa acometida por el Tesoro en agosto 2014 ante la previsión de esta situación. De acuerdo con ese cambio, las peticiones de letras que se realizan como suscripción no competitiva se declaran automáticamente como no presentadas cuando el tipo medio de una subasta resulta negativo.

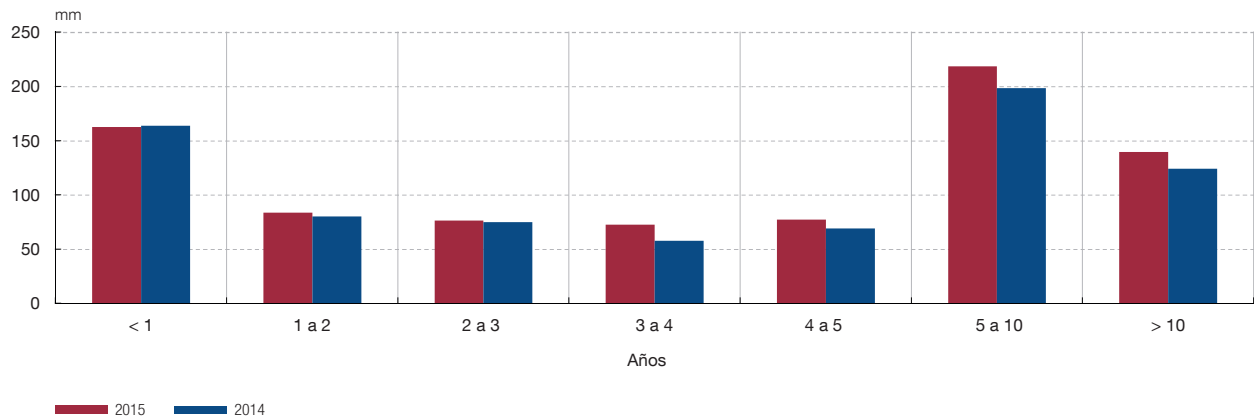
1.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2015 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación que ocupa a este capítulo acabó registrando un aumento del 7,6%. En concreto, el saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública y emitida bajo sus programas regulares ascendía, al concluir el ejercicio 2015, a 827.463,6 millones de euros⁷.

La composición de ese saldo vivo por líneas de mismo plazo original debe interpretarse con las cautelas que suscita la heterogeneidad natural que supone el paso del tiempo. No obstante, en términos agregados resulta claro que el saldo nominal de letras creció en 2015 un 5,8%, hasta alcanzar 82.436,1 millones de euros, lo que ha supuesto aproximadamente mantener el peso de esta línea de financiación para el Tesoro en torno al 10% (véase gráfico 1.1). En términos de composición, las letras a un año han aumentado su peso en el conjunto de instrumentos de corto plazo, hasta suponer el 63,4% del saldo vivo a corto plazo, a costa de una reducción en el peso de las letras a nueve meses, que han pasado a suponer el 28,5%, así como del resto de instrumentos de más corto plazo.

Por lo que se refiere a bonos y obligaciones, el saldo conjunto creció el 7,7%, hasta alcanzar 745.027,5 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y obliga-

⁷ En esta cifra se incorpora el efecto de la inflación realizada a fin de período sobre el principal de las obligaciones indexadas.



FUENTE: Banco de España.

ciones en la financiación del Estado al cierre de 2015 era del 90,0 %, frente al 89,9 % de 2014. El desglose entre bonos, obligaciones e instrumentos indexados muestra que el saldo vivo de los bonos suponía al finalizar 2015 alrededor del 29 % de los instrumentos vivos a medio y largo plazo, frente a alrededor del 68 % para el caso de las obligaciones nominales, y casi el 3 % para los valores indexados a la inflación. Este resultado ha supuesto un aumento del peso de los instrumentos de más largo plazo en el conjunto de la cartera en alrededor de 4 puntos porcentuales (pp) y, como consecuencia, el alargamiento en la vida media hasta 6,43 años, desde los 6,17 del año anterior. En efecto, este alargamiento de alrededor de tres meses en la vida media de la cartera ha tenido lugar sin que la vida media de los distintos grupos de instrumentos de emisión por plazo original se alterase de forma reseñable.

El gráfico 1.2 refleja la relativa similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2015 y 2014, si bien se puede apreciar el aumento de los saldos cuyo vencimiento cae entre cinco y diez años o por encima de este último horizonte.