

1 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

1 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

En el presente capítulo se analizan brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y la del mercado primario de deuda durante el año 2016, 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 desarrolló la actividad en el mercado de deuda estuvo caracterizado por el mantenimiento durante 2016 de la recuperación económica en la zona del euro, iniciada en 2013. El crecimiento del PIB del área fue del 1,7 %, ligeramente por debajo del 1,9 % registrado en 2015, que había sido la mayor cifra alcanzada desde 2010. Dentro del área del euro, la economía española continuó mostrando un comportamiento destacado, con un crecimiento del PIB del 3,2 % por segundo año consecutivo. Por su parte, la inflación en la zona del euro, medida en tasas de variación interanual, pasó del 0,2 % en diciembre de 2015 al 1,1 % en diciembre de 2016, cifra todavía inferior al 2 % que tiene por objetivo la política monetaria del Eurosistema.

En este sentido, hay que recordar que el Eurosistema ha reforzado significativamente el carácter expansivo de su política monetaria durante los últimos años. Tras el inicio en 2014 de dos programas de compras de activos privados y en 2015 de un programa de compras de activos públicos, en 2016 se añadió otro de compra de bonos corporativos. Además, se convocó una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II), similares a las ocho que se realizaron entre septiembre de 2014 y junio de 2016 pero con ciertas variaciones. Asimismo, el BCE continuó la reducción de tipos oficiales, fijando el tipo de las operaciones principales de financiación en cero (desde el 0,05 %) y el tipo de la facilidad de depósito en el -0,40 % (desde el -0,30 %).

Esta actuación por parte de la autoridad monetaria, además de tener efectos sobre la actividad y los precios, ha marcado la evolución de los mercados financieros, y en particular la de los mercados de deuda pública. Así, las rentabilidades continuaron reduciéndose en términos interanuales, a pesar de su ascenso a finales del año como resultado de factores globales. En concreto, en el caso de España, la rentabilidad de la deuda pública a diez años se situó en el mes de diciembre de 2016 en el 1,44 %, 25 puntos básicos (pb) por debajo de la correspondiente a diciembre de 2015. Dado que el descenso observado en la deuda pública alemana fue de 29 pb en el mismo período, la denominada «prima de riesgo» aumentó ligeramente, situándose al final de 2016 en 114 pb.

En conjunto, puede afirmarse que las buenas condiciones generales de financiación vigentes desde finales de 2014 siguieron mejorando durante 2016. 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 de nuevo simultáneas 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 2016, el saldo de aquella registrado en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ascendía a 4.094 millones y su tratamiento sigue incluyéndose en el capítulo 4, relativo a «Otros emisores».

Por último, cabe señalar que las principales agencias de calificación crediticia mantuvieron durante 2016 el *rating* de la deuda soberana española: Standard & Poor's en BBB+, 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, el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 16.203 millones (1,45 % del PIB), frente al déficit de 13.703 millones (1,27 % del PIB) registrado en 2015². Este resultado, unido a la reducción que registraron los saldos de tesorería (por valor de 830 millones) y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 17.493 millones), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 32.867 millones, frente a 50.894 millones en 2015.

En 2016, los reducidos costes de la financiación con los que se han cubierto las necesidades de fondos del Tesoro han continuado siendo reflejo, en líneas generales, del tono expansivo de la política monetaria llevada a cabo por el Eurosistema. Las rentabilidades en los mercados de deuda mostraron en general una senda decreciente en la primera mitad del año, aunque durante el último trimestre recuperaron parte del descenso acumulado como consecuencia de diversos factores globales. A pesar de ello, al finalizar el año las rentabilidades negociadas en el mercado secundario registraron descensos interanuales para todos los plazos. Merece ser destacada, por su influencia en el desempeño general del Tesoro durante 2016, la materialización de rentabilidades negativas en los tramos más cortos de la curva, que se generalizó en el caso de las letras pero que llegó a afectar también a los bonos a tres años.

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 captados en 2016 prácticamente igual a la que refleja la evolución de las rentabilidades de la deuda de referencia a diez años, al haber caído el coste medio de emisión en aproximadamente 24 pb³. Esto ha permitido que el coste medio de la cartera de deuda del Estado en circulación se haya reducido, hasta situarse al finalizar el año en un 2,79 %, alrededor de 35 pb por debajo del de finales de 2015. 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 2016, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado fue inferior al del año previo y también menor que la cifra prevista en la Estrategia del Tesoro, dada la positiva evolución de los ingresos públicos y el uso más eficiente de la tesorería del Estado. El cuadro 1.1 resume la evolución de la emisión bruta y neta, 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 respectivos⁴. En él se recoge que la cifra de emisión

2 El saldo primario de caja, por otra parte, alcanzó en 2016 un superávit por valor de 15.875 millones, lo que supone un 1,43 % del PIB, frente al superávit de 18.047 millones (1,67 % del PIB) en 2015.

3 Los primeros cuadros del apéndice estadístico informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento según su plazo original. 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 en cada mes. 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.

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 para reconciliar financiación obtenida y saldos.

Año 2016

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2016	2015	%	2016	2015	%	2016	2015	%	2016	2015	%
TOTAL	220.754,8	237.424,7	-7,0	181.217,7	179.351,6	1,0	39.537,0	58.073,1	-31,9	867.149,2	827.463,6	4,8
Total letras	100.995,9	97.871,1	3,2	101.068,5	93.361,9	8,3	-72,6	4.509,2	-101,6	82.363,5	82.436,1	-0,1
A tres meses	6.982,2	6.576,2	6,2	6.629,1	7.279,0	-8,9	353,0	-702,8	150,2	2.269,9	1.916,9	18,4
A seis meses	9.173,3	9.032,1	1,6	10.176,7	10.572,0	-3,7	-1.003,3	-1.539,9	34,8	3.748,1	4.751,4	-21,1
A nueve meses	31.574,2	30.027,1	5,2	32.027,0	30.351,1	5,5	-452,9	-324,0	-39,8	23.078,9	23.531,8	-1,9
A un año	53.266,2	52.235,6	2,0	52.235,6	45.159,8	15,7	1.030,6	7.075,9	-85,4	53.266,6	52.236,1	2,0
Total bonos y obligaciones	119.758,9	139.553,7	-14,2	80.149,3	85.989,8	-6,8	39.609,6	53.563,9	-26,1	784.785,7	745.027,5	5,3
A tres años	16.983,4	24.508,5	-30,7	17.107,6	44.686,0	-61,7	-124,2	-20.177,5	99,4	71.154,7	71.279,0	-0,2
A cinco años	23.025,6	27.141,3	-15,2	42.403,1	20.327,9	108,6	-19.377,5	6.813,4	-384,4	124.727,9	144.105,5	-13,4
A diez años	38.140,7	48.443,4	-21,3	20.638,5	20.975,8	-1,6	17.502,2	27.467,6	-36,3	335.811,8	318.309,6	5,5
A quince años	13.816,9	19.257,4	-28,3	0,0	0,0	—	13.816,9	19.257,4	-28,3	108.554,4	94.737,6	14,6
A treinta años o más	20.004,3	11.796,9	69,6	0,0	0,0	—	20.004,3	11.796,9	69,6	115.756,3	95.751,9	20,9
Indexados a la inflación (a)	7.788,0	8.406,2	-7,4	0,0	0,0	—	7.788,0	8.406,2	-7,4	28.780,6	20.844,0	38,1

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 al final del año correspondiente.

neta de letras, bonos y obligaciones durante 2016 alcanzó un importe nominal de 39.537 millones, frente a 58.073,1 millones en 2015, lo que representa una disminución del 31,9 %.

Dicha reducción se materializó tanto en el segmento de letras como en el de bonos y obligaciones, aunque fue en el primero donde la reducción relativa fue más significativa. En efecto, las letras terminaron el año con una emisión neta negativa de 72,6 millones, cuando en 2015 habían registrado un balance positivo por valor de 4.509,2 millones; por su parte, la emisión neta de bonos y obligaciones se situó en 39.609,6 millones, importe un 26,1 % menor que el de 2015. Por instrumentos, destacaron las líneas de deuda a más largo plazo, seguidas por la referencia a diez años; en concreto, el importe nominal neto captado mediante instrumentos a treinta años o más ascendió a 20.004,3 millones, favorecido —al igual que el de quince años— por no afrontar amortizaciones, mientras que mediante obligaciones nominales a diez años se obtuvieron 17.502,2 millones, en términos netos.

La emisión bruta en 2016 registró un descenso interanual del 7 %, determinado principalmente por la menor apelación neta a la financiación, mencionada en el párrafo anterior, ya que el volumen de amortizaciones se mantuvo estable, con un aumento de solo el 1 %. Así, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 220.754,8 millones, frente a los 237.424,7 millones emitidos en 2015. La mayor parte de esa emisión bruta correspondió a bonos y obligaciones, aunque las emisiones a corto plazo fueron también significativas e incluso aumentaron su peso relativo. En efecto, la emisión bruta de bonos y obligaciones del Estado se cifró en 119.758,9 millones, un 14,2 % inferior a la de 2015, mientras que el recurso bruto al mercado mediante letras del

Tesoro ascendió a 100.995,9 millones, lo que supone un incremento del 3,2 % con respecto a 2015.

En lo que se refiere al desglose de la emisión bruta por instrumentos individuales, los máximos de actividad correspondieron, como es habitual, a las letras a un año (53.266,2 millones) y, en menor medida, a las obligaciones a diez años (38.140,7 millones), dada su tradicional condición de referencias centrales para la política de emisión. Por su parte, los bonos nominales con plazo original a cinco años (23.025,6 millones) se mantuvieron como el segundo canal más relevante en el mercado primario de medio y largo plazo. Dentro de este segmento debe subrayarse que el Tesoro continuó emitiendo en 2016 bonos y obligaciones ligados a la inflación europea, que, desde su introducción en 2014, han ampliado las opciones para los inversores europeos en bonos indexados a la inflación. Con una emisión total de 7.788 millones, distribuida en plazos a cinco, diez y quince años, estos instrumentos supusieron en 2016 el 6,5 % del total de la emisión a medio y largo plazo, superior al 6 % registrado en 2015⁵.

Las únicas líneas de bonos y obligaciones que aumentaron su emisión bruta con respecto al año anterior fueron las obligaciones a treinta años o más, que crecieron un 69,6 %, y los instrumentos indexados a cinco y a diez años, que aumentaron su emisión bruta en un 83,3 % y un 18 %, respectivamente. Como resultado, en 2016 aumentó el peso de los instrumentos con plazos más largos en la emisión bruta de este segmento, aunque su papel aún sigue siendo menor que el del medio plazo. Teniendo en cuenta los instrumentos indexados, el 71 % de los 119.758,9 millones emitidos en bonos y obligaciones se captó mediante instrumentos del tramo de medio plazo de la curva, con plazo original de vencimiento entre tres y diez años, frente al 74,8 % que habían supuesto en 2015. El 29 % restante correspondió a las emisiones de plazo superior a los diez años.

En el segmento del corto plazo, las distintas líneas de letras mostraron volúmenes de emisión bruta similares a los del año anterior, registrando incrementos moderados en todos los casos. Concretamente, por orden de importancia en términos de emisión bruta, las citadas letras a un año experimentaron un aumento del 2 % con respecto al volumen emitido en 2015; las letras a nueve meses avanzaron un 5,2 %, aportando 31.574,2 millones; las letras a seis meses registraron un ascenso del 1,6 %, hasta alcanzar 9.173 millones, y, por último, las letras a tres meses aumentaron un 6,2 %, hasta 6.982,2 millones.

El programa de financiación bruta de 2016 volvió a materializarse fundamentalmente mediante subastas, que sirvieron para colocar el 89,6 % de los nominales emitidos. En un total de 47 sesiones (24 de letras y 23 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 se mantuvo en tres, mientras que se continuaron emparejando las emisiones de letras a tres y a nueve meses, por un lado, y las de seis y doce, por otro. En cuanto a la ejecución de las subastas, en términos agregados, el nivel de peticiones fue, en media, 2,7 veces el de adjudicación, reflejo del elevado interés por parte de los inversores. Por instrumentos, el mayor nivel relativo de demanda se concentró, como es habitual, en las letras a tres y a seis meses, para las que la ratio de cobertura media fue cercana a 5. También los instrumentos indexados a cinco y a diez años co-

⁵ La cobertura estadística de los bonos indexados a la inflación está recogida en el cuadro 1.1 general y en los cuadros específicos A.10 a A.12. 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.

secharon un alto nivel medio de demanda en relación con la emisión, con ratios de 2,6. Con respecto al desarrollo de las segundas vueltas, durante 2016 los creadores de mercado accedieron a ellas en un 62 % de las ocasiones. Concretamente, en el caso de las letras, el recurso a la segunda vuelta se materializó en el 44 % de las subastas, mientras que para bonos y obligaciones esta ratio fue del 73 %. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2016, la adjudicación en segundas vueltas ascendió a 14.296,7 millones, lo que supuso un 7,2 %. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total (tanto mediante subastas como por sindicación), el recurso a la segunda vuelta supuso el 6,5 % de las colocaciones.

Por los procedimientos de emisión ordinarios se colocaron un nuevo bono a tres años en enero, uno a cinco años en marzo y otro indexado a cinco años en mayo, siendo la primera vez que se lanza una nueva referencia indexada mediante subasta. Asimismo, se hizo uso de la sindicación para emitir los primeros tramos de las obligaciones del Estado. Mediante este procedimiento se lanzaron dos nuevas referencias nominales a diez años en los meses de enero y julio, con emisiones de 9.000 y de 6.000 millones, respectivamente; del mismo modo, se emitió la nueva obligación de referencia a treinta años, con un importe de 5.000 millones, y otra a cincuenta años, por importe de 3.000 millones, que constituye la primera emisión sindicada de una referencia a ese plazo en la historia del Tesoro. En conjunto, la ejecución de sindicaciones supuso el 19,2 % del total de colocaciones a medio y largo plazo.

El coste medio de la financiación obtenida en 2016 ascendió al 0,56 %, frente al 0,8 % de 2015. Desagregando por plazos, el coste medio de los fondos captados mediante bonos y obligaciones ascendió al 1,2 %, mientras que el correspondiente a las letras se situó en el -0,2 %. A este respecto, conviene observar que, de las 48 subastas de letras celebradas, 47 se adjudicaron a tipos negativos. En el caso de bonos y obligaciones, los rendimientos con los que se saldaron las distintas subastas se mantuvieron en valores positivos, salvo en el caso de los bonos a tres años entre los meses de julio y octubre y los bonos a cinco años indexados a la inflación, para los que la rentabilidad marginal llegó a situarse en octubre en -59 pb.

1.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2016 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 4,8 % con respecto al ejercicio anterior. En concreto, el saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2016, a 867.149,2 millones⁶.

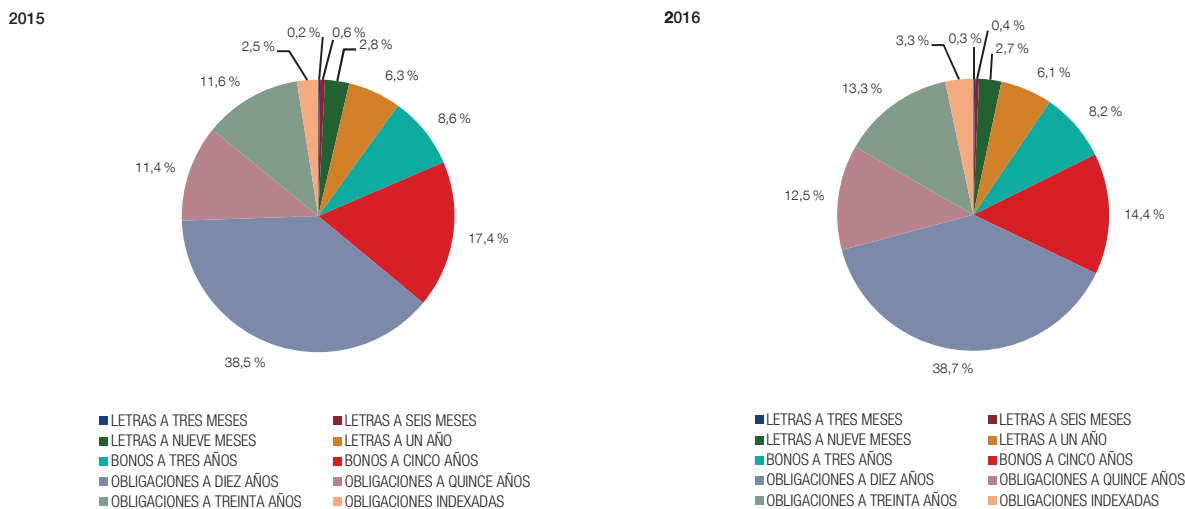
La composición de ese saldo vivo por líneas del mismo plazo original debe interpretarse con las cautelas que suscita la heterogeneidad natural que ocasiona el paso del tiempo. No obstante, en términos agregados resulta claro que ha aumentado el peso de los instrumentos de más largo plazo en el conjunto de la cartera (véase gráfico 1.1).

Por lo que se refiere a bonos y obligaciones, el saldo conjunto creció un 5,3 %, hasta alcanzar, al final de 2016, 784.785,7 millones, lo que representa un 90,5 % del saldo total de deuda en circulación, frente al 90,0 % que suponía en 2015. Este moderado incremento se debió principalmente a la contribución relativa de los instrumentos indexados y de las obligaciones a treinta años o más, cuyos saldos aumentaron un 38,1 % y un 20,9 %, respecti-

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

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA ANOTADA

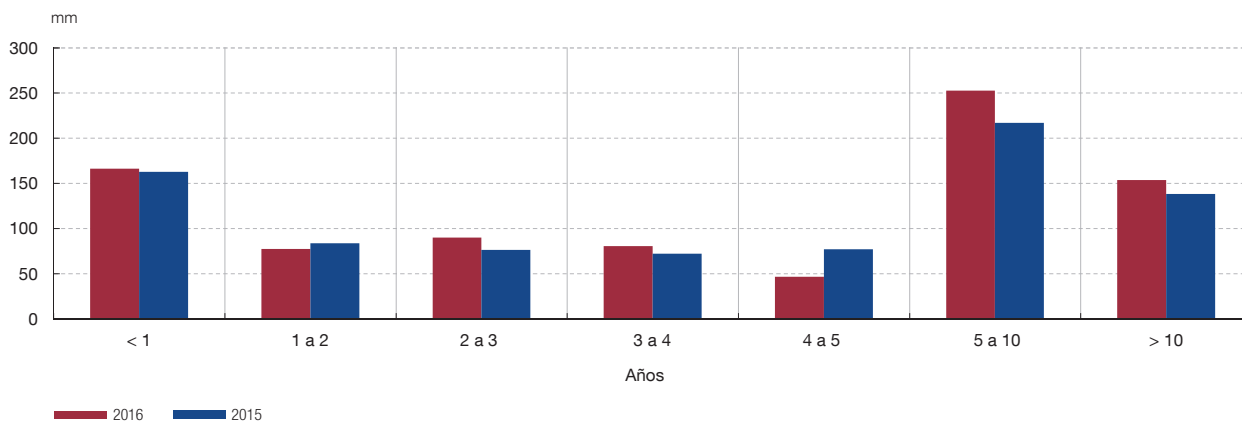
GRÁFICO 1.1



FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 1.2



FUENTE: Banco de España.

vamente. Los bonos, por el contrario, disminuyeron su saldo vivo con respecto al ejercicio previo: al finalizar 2016, su saldo vivo suponía alrededor del 25 % de los instrumentos a medio y largo plazo, frente al 71,4 % para el caso de las obligaciones nominales, y el 3,7 % para los valores indexados a la inflación, que han ido aumentando progresivamente su peso en el saldo total de deuda en los tres años de vida del programa.

El saldo nominal de letras, por su parte, se mantuvo prácticamente inalterado, registrando 82.363,5 millones al final de 2016, lo que ha supuesto una variación interanual de tan solo un -0,1 %. Dado el aumento del saldo total, el peso de esta línea de financiación para el Tesoro disminuyó ligeramente, desde un 10 % en 2015 hasta un 9,5 % en 2016. En términos de composición no hubo tampoco grandes variaciones, ya que las letras a un año se mantuvieron como el principal instrumento a corto plazo, representando a final de año el 64,7 % del saldo vivo a corto plazo; tras ellas, se encontraban las letras a nueve meses, que suponían el 28 %.

Como consecuencia del aumento del peso de la financiación en el segmento del largo plazo, la vida media de la cartera de deuda del Estado en circulación continuó alargándose, al igual que ha ocurrido en los últimos ejercicios. Así, a finales de 2016 la vida media era de 6,78 años, frente a los 6,43 años de 2015, fruto de una estrategia del Tesoro que potencia la emisión en los tramos más largos de la curva y que le ha permitido, por otra parte, seguir reduciendo el coste de emisión. En cuanto al volumen de amortizaciones al que el Tesoro tendrá que enfrentarse en 2017, es prácticamente igual al que preveía al comenzar el ejercicio 2016. El gráfico 1.2 refleja la similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2016 y 2015, si bien destaca el aumento de los saldos cuyo vencimiento se halla entre cinco y diez años, así como el descenso relativo de aquellos que vencen entre cuatro y cinco años.