
II. Mercado primario de deuda anotada del Estado

El año 2000 ha vuelto a ser muy favorable para la financiación del Estado. La reducción de las necesidades de financiación del Estado y la disminución de los vencimientos que debían ser refinanciados han permitido cubrir sin dificultades las necesidades financieras así como proseguir con programas de reestructuración del perfil temporal de los saldos de deuda. Por otro lado, el entorno de mayor competencia en el que se desenvuelve la actividad de los emisores nacionales desde la introducción del euro no ha supuesto obstáculo alguno para los programas de financiación del Tesoro español.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, incluyendo un análisis de los canjes realizados, así como de las características y distribución del saldo de deuda anotada del Estado.

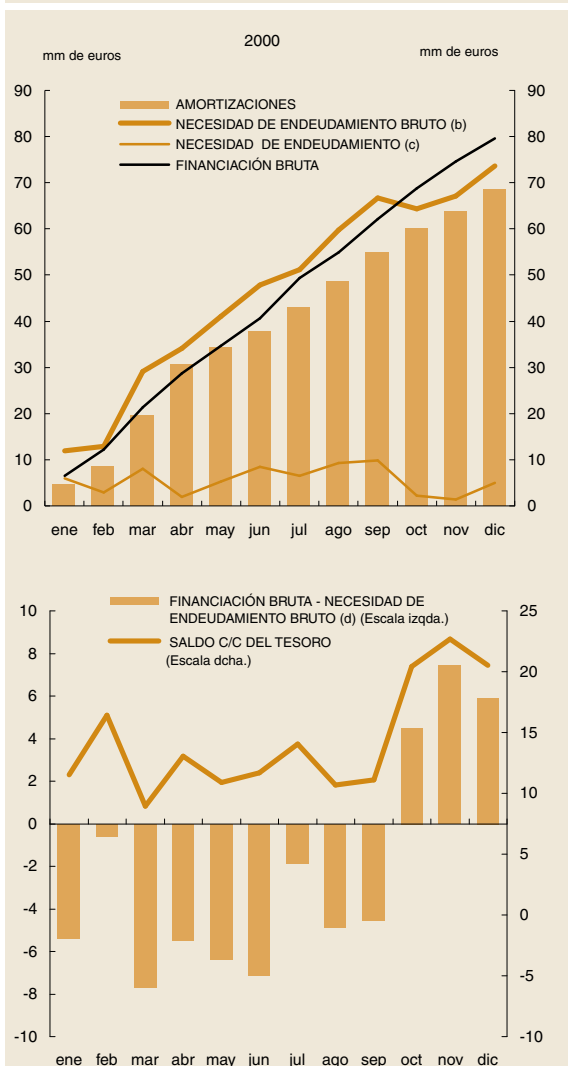
II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

Según el avance provisional, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2000 presenta un déficit de caja que ascendió a 2.431 millones de euros, lo que representa un descenso del 61,7 % respecto a 1999. Además, habida cuenta del importe satisfecho por intereses de la deuda en el año 2000, el superávit primario de caja ha registrado un crecimiento del 0,2 % en relación con el del año anterior, hasta alcanzar 15.283 millones de euros.

El proceso de consolidación de las cuentas del Estado realizado estos últimos años, auspiciado por los compromisos cuantitativos requeridos para la incorporación a la Unión Monetaria, ha supuesto una mayor comodidad para el Tesoro a la hora de satisfacer sus necesidades financieras. Así, la tesorería del Estado ha continuado aprovechado la disminución en los fondos netos necesarios, que se ha registrado en el año 2000, para ajustar la estructura de la deuda a sus objetivos, sustituyendo un año más financiación a corto plazo por los instrumentos de más largo vencimiento. De este modo, el menor nivel de costes financieros derivados del marco de estabilidad, al que ha dado lugar la introducción del euro, se puede extender durante un período más dilatado, además de permitir optimizar la estructura del mercado de deuda pública española en los segmentos de largo plazo en los que más intensamente compete con otros Tesoros nacionales. Por otra parte, la evolución de la pendiente de la curva de tipos de interés durante el año 2000 también ha favorecido un cierto desplazamiento en la emisión neta hacia plazos más largos.

GRÁFICO II.1

Necesidad de endeudamiento del Estado (a)



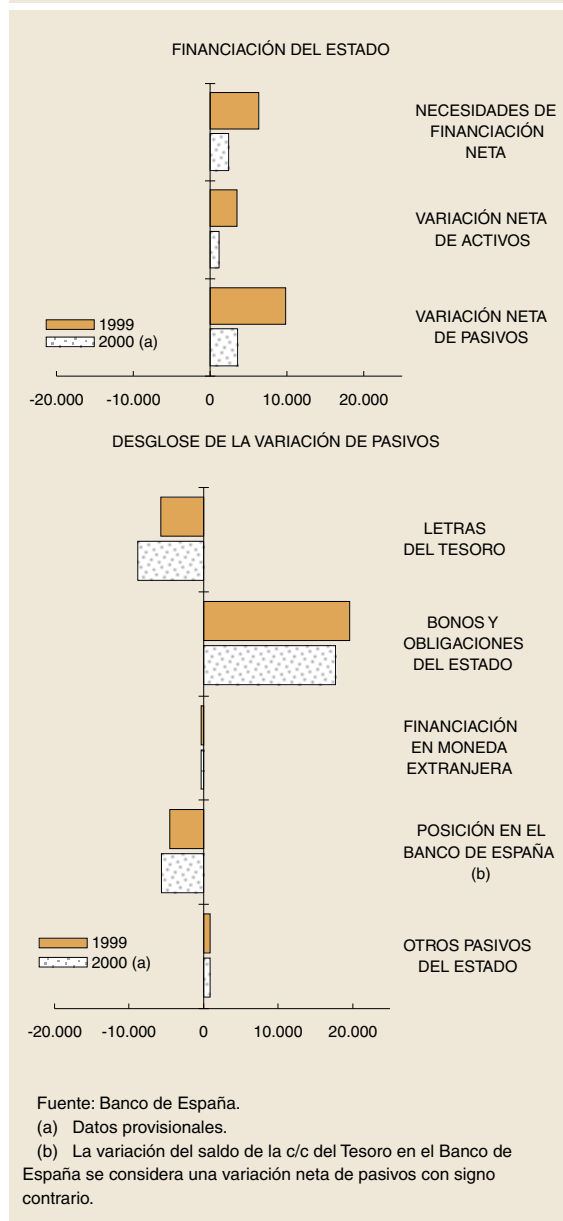
Fuentes: Banco de España e IGAE.
 (a) Variación anual acumulada.
 (b) Necesidad de endeudamiento + amortizaciones.
 (c) Déficit de caja + variación de activos - Contravalor en euros de la financiación neta en divisas.
 (d) Positivo: sobrefinanciación; negativo: infrafinanciación.

Un año más, el Tesoro ha ejecutado un ambicioso programa de canje de deuda, sustituyendo emisiones antiguas por emisiones actuales, cuyo resultado ha comportado un adelanto de gastos financieros previstos para próximos ejercicios aunque inferior al de años pasados. Además, como novedad de 2000, el Tesoro ha acometido este año un programa de recompra de deuda que, con un importe efectivo de 5.058 millones de euros, ha tenido por objeto principal el reducir el abultado volumen de deuda que debía refinanciarse en el año 2001. Asimismo, cabe mencionar que el exceso de financiación captada por el Tesoro en el mercado, sobre las

GRÁFICO II.2

Composición de la financiación del Estado

Millones de euros



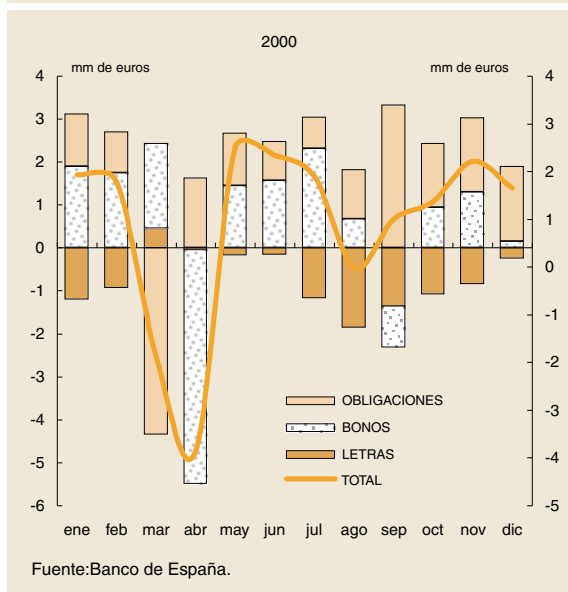
Fuente: Banco de España.
 (a) Datos provisionales.
 (b) La variación del saldo de la c/c del Tesoro en el Banco de España se considera una variación neta de pasivos con signo contrario.

que han sido sus necesidades de endeudamiento bruto, ha supuesto que el saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España haya aumentado al cierre del ejercicio 2000, en relación con el de final de 1999, en unos 5.690 millones de euros.

Resultado de esta política financiera es un crecimiento del 4 % del saldo nominal de la deuda pública anotada. Este aumento se reduce al 1 % si se descuenta el mencionado exceso de financiación que ha ido a engrosar la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España. El efecto de los canjes y recompras de deuda realizados en 2000 ha supuesto una

GRÁFICO II.3

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



emisión nominal neta negativa de deuda de unos 4.201 millones de euros.

Como consecuencia de lo dicho hasta el momento, la actividad del Tesoro en el mercado primario en 2000 ha vuelto a ser inferior a la del año precedente. Si en 1999 la emisión bruta había disminuido hasta 89.000 millones de euros, desde cerca de 100.000 el año anterior, el monto nominal de valores colocados en 2000 ha ascendido a 79.578 millones de euros, incluyendo en ese importe los 6.810 millones de euros derivados de los canjes.

Consideración especial merece la cuenta corriente que el Tesoro mantiene en el Banco de España, aunque no tanto por su evolución cuantitativa como por los preparativos de cambio en la misma que se han estado elaborando en 2000. En efecto, desde un punto de vista cuantitativo los gráficos II.1 y II.2 muestran que, un año más, el Tesoro ha obtenido una financiación bruta superior a su necesidad de endeudamiento bruto, por lo que el saldo de la cuenta corriente que mantiene en el Banco de España se ha incrementado hasta los 20.536 millones de euros que alcanzaba al finalizar el año. Sin embargo, en la segunda mitad del año 2000 han culminado los preparativos para la que será una importante modificación de la composición de los activos líquidos del Tesoro en 2001, al posibilitarse un traslado parcial de los saldos de la cuenta corriente del Tesoro hacia depósitos en el sistema bancario (véase capítulo VIII).

Por lo que respecta al perfil temporal de financiación, la financiación obtenida a lo largo

CUADRO II.1

Deuda negociable del Estado Composición a 31 de diciembre de 2000

Millones de euros

| | Saldo vivo | Porcentaje sobre el total |
|----------------------------|------------------|---------------------------|
| TOTAL | 291.282,6 | 100,0 |
| Deuda interior | 269.888,4 | 92,7 |
| Letras del Tesoro | 44.664,7 | 15,3 |
| Bonos del Estado | 96.377,9 | 33,1 |
| Obligaciones del Estado | 128.345,8 | 44,1 |
| Notas cancelables | 500,0 | 0,2 |
| Deuda exterior | 21.394,2 | 7,3 |
| Euros | 10.728,2 | 3,7 |
| Libras esterlinas | 97,9 | 0,0 |
| Dólares estadounidenses | 4.606,1 | 1,6 |
| Yenes japoneses | 5.962,3 | 2,0 |
| PRO MEMORIA: | | |
| Deuda con riesgo de cambio | 10.666,3 | 3,7 |

Fuentes: Banco de España y Tesoro.

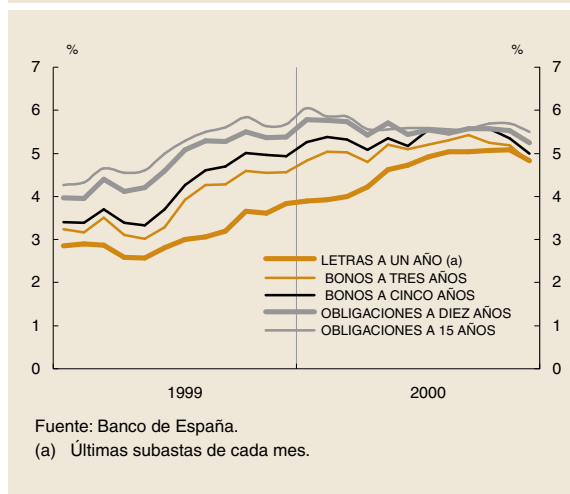
del año 2000 por parte del Tesoro ha seguido una evolución paralela a las necesidades, a excepción del último trimestre del año (véase gráfico II.1), período en el que el Tesoro incrementó sustancialmente el saldo de su cuenta en el banco central. Por otro lado, en el perfil temporal de las emisiones netas por instrumentos (véase gráfico II.3) cabe observar, como hechos destacables, el impacto negativo de las amortizaciones de bonos y obligaciones en marzo y en abril, y, en sentido contrario, el efecto positivo de la emisión especial de obligaciones a diez años que tuvo lugar en septiembre.

En el apartado de financiación en divisas, la emisión neta del Tesoro durante el año 2000 ha sido negativa en 411 millones de euros, como resultado de un volumen de amortizaciones de deuda por un contravalor en euros de 2.141 millones y de unas emisiones brutas que han ascendido a unos 1.730 millones de euros. En este último capítulo, cabe destacar la emisión de un bono global en dólares en julio por un importe de 1.500 millones de la divisa norteamericana.

En cualquier caso, como ha venido ocurriendo con otros tesoros nacionales del área euro, el desarrollo del mercado financiero en la moneda común europea ha relegado a un plano muy secundario los saldos de financiación del Tesoro generadores de riesgo cambiario, los cuales, al finalizar el año 2000, suponían alrededor del 3,7 % del total de su deuda negociable. Sin embargo, el legado de las emisiones de deuda denominadas en divisas precursoras

GRÁFICO II.4

Mercado primario de deuda anotada del Estado Tipos marginales



del euro y no sometidas a redenominación (véase Memoria de 1999) eleva el saldo de deuda emitida en el exterior al 7,3 % de la deuda negociable del Estado. El importe incluido entre las divisas de países de la Unión Monetaria ascendía a 10.728 millones de euros (véase cuadro II.1).

II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Tras el repunte que experimentaron en 1999 los tipos de emisión, durante el año 2000 el perfil que han seguido los tipos marginales ha sido más estable, en términos generales, como se aprecia en el gráfico II.4.

La emisión bruta de deuda del Estado se redujo en 2000 un 10,9 %, como se aprecia en el cuadro II.2, si bien su distribución entre letras y deuda a medio y largo plazo fue desigual. En el primer caso, se produjo una reducción de hasta el 14,4 %, mientras que las emisiones en los plazos medios y largos sufrieron una caída del 7,6 %. Además, la emisión neta ha registrado en 2000 una disminución del 35,4 % en relación con la de 1999, y ello a pesar de la reducción de las amortizaciones en un 5,1 % y de la continuación de los canjes de deuda, aunque con la contribución favorable del programa de recompra de deuda llevado a cabo.

II.2.1. Financiación a corto plazo

Como en los últimos años, el Tesoro ha continuado con su política de progresiva sustitución de las letras, instrumento básico de mercado en la financiación del Estado desde su crea-

ción en 1987, por los bonos y obligaciones. Esta voluntad del Tesoro de sustituir la financiación a corto plazo por endeudamiento a mayor plazo se ha vuelto a poner de manifiesto en una emisión neta de letras del Tesoro que ha sido negativa en todos los plazos. El año 2000 no ha sido, pues, distinto a los anteriores, registrando la emisión neta de letras un importe negativo de 8.477 millones de euros. De hecho, este importe ha supuesto una intensificación del 28 % en relación con la emisión neta, también negativa, que se produjo en 1999. Como consecuencia de esta evolución, el saldo final de letras del Tesoro se ha reducido en un 16 % respecto al de cierre de 1999.

A diferencia de lo sucedido en 1999, la amortización neta de fondos ha afectado en 2000 especialmente a las letras a 12 meses y a 6 meses, siendo relativamente reducida para las letras a 18 meses. De esta forma, y dada la evolución de la composición de la emisión neta de letras en años anteriores, parece confirmarse que los plazos a 18 y a 12 meses canalizan la financiación del Tesoro en el corto plazo con cierta alternancia, mientras que la emisión en el plazo de 6 meses ha venido acomodando esa estrategia.

Esa alternancia se manifiesta también en las amortizaciones. Así, mientras las amortizaciones de letras a 18 meses han registrado en 2000 una disminución respecto a 1999 del 17,5 %, el vencimiento de letras a un año creció un 4,3 %.

En el plazo de 6 meses, se ha vuelto a producir un año más una fuerte reducción de la emisión bruta, siguiendo la política iniciada en 1998. En conjunto, el año 2000 ha registrado una emisión neta negativa de 2.079 millones de euros, que duplica a la que ya se registrara en 1999. De esta forma, el saldo de este tipo de valores a finales de 2000 ascendió a 806 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 72 % y deja reducida la representación de esta línea de instrumentos al 0,3 % del total de deuda viva anotada. El tipo de interés marginal aumentó 1,24 puntos porcentuales a lo largo del año, hasta el 4,64 % de la última subasta.

En el caso de las letras a 12 meses, la disminución de la emisión bruta ha sido de un 35 % en relación con la registrada en 1999, registrándose en conjunto un importe nominal de 11.832 millones de euros. Con unos vencimientos de letras a 12 meses superiores a esa última cifra, el saldo de valores emitidos a 1 año se ha contraído un 35 % respecto al de cierre de 1999, hasta representar un 4,4 % del total de la deuda viva anotada. El tipo de interés

CUADRO II.2

**Mercado primario de deuda del Estado
Año 2000**

Millones de euros

| | Emisión bruta | | | Amortización | | | Emisión neta | | | Saldo | | |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|-------------|-----------------|-----------------|--------------|------------------|------------------|--------------|
| | 2000 | 1999 | % | 2000 | 1999 | % | 2000 | 1999 | % | 2000 | 1999 | % |
| Total | 79.578,5 | 89.267,4 | -10,9 | 68.659,1 | 72.355,6 | -5,1 | 10.919,4 | 16.911,8 | -35,4 | 269.388,4 | 258.968,3 | 4,0 |
| Total Letras | 36.828,1 | 43.010,2 | -14,4 | 45.305,4 | 49.622,7 | -8,7 | -8.477,3 | -6.612,5 | -28,2 | 44.664,7 | 53.142,0 | -16,0 |
| A seis meses | 3.736,9 | 5.215,3 | -28,3 | 5.816,0 | 6.358,6 | -8,5 | -2.079,1 | -1.143,3 | -81,9 | 805,9 | 2.885,0 | -72,1 |
| A un año | 11.832,4 | 18.189,4 | -34,9 | 18.186,5 | 17.438,9 | 4,3 | -6.354,1 | 750,5 | -946,7 | 11.834,9 | 18.189,0 | -34,9 |
| A 18 meses | 21.258,8 | 19.605,5 | 8,4 | 21.302,9 | 25.825,2 | -17,5 | -44,1 | -6.219,7 | 99,3 | 32.023,9 | 32.068,0 | -0,1 |
| Total bonos y obligaciones | 42.750,4 | 46.257,2 | -7,6 | 23.353,7 | 22.732,9 | 2,7 | 19.396,7 | 23.524,3 | -17,5 | 224.723,7 | 205.826,3 | 9,2 |
| A tres años | 11.297,3 | 13.844,5 | -18,4 | 9.863,0 | 10.785,6 | -8,6 | 1.434,3 | 3.058,9 | -53,1 | 40.725,3 | 39.291,0 | 3,7 |
| A cinco años | 11.259,6 | 13.853,6 | -18,7 | 5.069,0 | 6.398,2 | -20,8 | 6.190,6 | 7.455,4 | -17,0 | 55.652,6 | 49.462,0 | 12,5 |
| A diez años | 14.939,2 | 11.238,9 | 32,9 | 8.235,7 | 5.549,1 | 48,4 | 6.703,5 | 5.689,8 | 17,8 | 88.487,5 | 81.784,0 | 8,2 |
| A quince años | 2.785,8 | 3.866,9 | -28,0 | 186,0 | 0,0 | — | 2.599,8 | 3.866,9 | -32,8 | 27.665,8 | 25.066,0 | 10,4 |
| A treinta años | 2.468,5 | 3.453,3 | -28,5 | 0,0 | 0,0 | — | 2.468,5 | 3.453,3 | -28,5 | 12.192,5 | 9.724,0 | 25,4 |

Fuente: Banco de España.

marginal de estas emisiones se elevó a lo largo del año en un punto porcentual, hasta el 4,82 % de la última subasta de diciembre.

Como se ha dicho anteriormente, las letras a 18 meses han cobrado en 2000 especial protagonismo, siendo el único instrumento del corto plazo cuya emisión bruta ha crecido (8,4 %) en relación con el año anterior. Este hecho, unido al menor volumen de amortizaciones que han tenido lugar, han elevado la emisión neta de esta línea de instrumentos monetarios hasta casi alcanzarse el equilibrio, dado que han faltado apenas 44 millones de euros para que la oferta neta fuera nula. Con esa cifra, el saldo vivo de letras a dieciocho meses se ha visto reducido solo ligeramente, mientras que el peso en el saldo vivo de la deuda anotada ha pasado a ser a finales del año el 11,9 %. El tipo de interés marginal ha registrado un aumento de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 4,83 % de cierre de diciembre.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

La emisión de deuda a medio y largo plazo se ha venido constituyendo en el transcurso del tiempo en el núcleo y referente básico de la financiación del Estado. La primera vertiente de esa afirmación la justifica, a grandes rasgos, la creciente comodidad que ha venido encontrando el Tesoro en los últimos años para financiarse en los plazos más largos de la curva, como consecuencia de los logros en materia de esta-

bilidad macroeconómica. Más recientemente, el papel del largo plazo como referente básico para la emisión de deuda pública en España ha venido dictado, además, por la creciente competencia entre Tesoros nacionales de países pertenecientes al área del euro para financiarse en esos plazos.

En el año 2000, esta política se ha materializado, en términos agregados, en una emisión neta de bonos y obligaciones que, aunque se ha visto reducida un 17,5 % en relación con el año anterior, todavía ha excedido en más de un 75 % a la financiación neta aportada por el conjunto de la emisión de deuda anotada. Expresándolo de forma equivalente, la preferencia por una composición de la deuda en la que predominen los vencimientos más largos ha conducido a que el Tesoro haya acentuado en 2000 su política de financiarse en exceso mediante bonos y obligaciones, para proceder a una amortización neta de letras. Esa actuación ha sido compatible, sin embargo, con el hecho de que la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo haya registrado así mismo una reducción del 7,6 %, habida cuenta de las menores necesidades de fondos. En conjunto, esta política de alargamiento de plazos se ha vuelto a traducir en una ampliación de la vida media de la deuda anotada en el conjunto del año, que, aunque ligera (0,2 años), ha permitido superar a cierre de 2000 los 5,5 años.

El peso de la financiación obtenida a medio y largo plazo se ha desplazado al tramo de las

obligaciones a 10 años, y en menor medida a los bonos a 5 años, al tiempo que ha decaído significativamente el recurso neto mediante bonos a tres años y, con menor intensidad, la financiación captada mediante obligaciones a 15 y 30 años. Este último dato, junto con la casi ausencia de amortizaciones naturales en estos segmentos más extremos de la curva de rentabilidades, supone que la emisión bruta se haya reducido en relación con 1999. Sin embargo, la continuada acumulación de saldos vivos en estos plazos, producto también de la ausencia de amortizaciones, garantiza su liquidez. De hecho, el interés del Tesoro por mantenerse activo en el más largo plazo ha quedado puesto de manifiesto por el lanzamiento de una nueva referencia de 30 años a comienzos de 2001.

El desplazamiento de la financiación neta a favor de las obligaciones a diez años debe ser valorado en el contexto de las transformaciones que están experimentando los mercados de deuda pública de los países europeos integrados en la UME. La competencia entre emisores nacionales para atraer o mantener a los inversores ha suscitado que, con el objeto de favorecer la liquidez de los bonos en emisión, se haya producido una ampliación generalizada de los tamaños de las líneas abiertas. En este mismo sentido, cabe observar que en septiembre el Tesoro llevó a cabo con la colaboración de los creadores de mercado una subasta especial de una nueva referencia a diez años en la que la colocación alcanzó 3.030 millones de euros, más del triple del tamaño medio de las subastas previas del año.

La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo ha registrado una disminución (7,6 %) más moderada que la que ha correspondido a la emisión neta. El crecimiento del 2,7 % en las amortizaciones de deuda en el año 2000, en relación con las del año anterior, explica esa moderación registrada en las colocaciones brutas. En este punto, conviene recordar que, conforme viene siendo criterio habitual, las cifras de amortizaciones y emisión bruta recogen el impacto de los canjes y recompras de deuda, de modo que el importe reflejado en el cuadro II.2 no incorpora exclusivamente los vencimientos naturales.

De hecho, el Tesoro ha llevado a cabo en el año 2000 un nuevo programa de canjes de deuda superior, en cuanto a nominal amortizado, al que se efectuó en 1999. Pero, además, a lo largo de la segunda mitad de 2000 también se procedió a amortizar anticipadamente, mediante recompras, un conjunto de bonos que vencían en el año 2001 por un importe nominal de 4.859 millones de euros. El apartado II.2.3 describe con más detalle estas operaciones.

Por lo que a los tipos de interés se refiere, se han producido aumentos en el primario, aunque hayan sido moderados (30 puntos básicos), en los bonos a 3 años, el segmento de la deuda a medio y largo plazo contiguo al que forman las letras. Precisamente, contrastando con la evolución ascendente de los tipos marginales de estas últimas, y como reflejo de la «torsión» que registró la curva de rentabilidades en 2000, el tipo de corte de las subastas de obligaciones a diez años se ha mantenido estable en términos generales (gráfico II.4), mientras que los tipos marginales para las obligaciones a 30 años registraron una reducción de alrededor de 50 puntos básicos en el conjunto del año.

En un análisis más detenido por plazos, el segmento de 10 años ha constituido, en línea con lo apuntado anteriormente, el centro de la actividad del Tesoro en el mercado primario. El elevado crecimiento de las amortizaciones totales (48,4 %) y la política de emisión descrita anteriormente, que persigue elevar el saldo vivo de la deuda de referencia para los mercados, han determinado, conjuntamente, que la emisión bruta de obligaciones a diez años creciera en 2000 casi un 33 %. Como resultado, el saldo de obligaciones a diez años ascendía a cierre de 2000 a 88.487 millones de euros, lo que supone un aumento del 8,2 % respecto al saldo de finales de 1999 y un peso del 32,8 % dentro del conjunto de la deuda anotada. Dos han sido las obligaciones objeto de emisión durante 2000: hasta septiembre, la obligación de cupón 4 %, con vencimiento en enero de 2010, y desde ese mes la obligación de cupón 5,4 %, que vence en julio de 2011. Este último valor constituye un buen ejemplo de la nueva política que el Tesoro ha puesto en marcha en 2000, de acelerar la acumulación de saldos vivos de la deuda de referencia. Así, a los ya referidos 3.030 millones de euros de esa obligación emitidos, hay que añadir los 2.049 millones de euros de la misma que también se pusieron en circulación, esta vez a través de canjes.

Aproximadamente al mismo nivel, en lo que se refiere a las colocaciones brutas, se han situado los bonos a tres y cinco años, con 11.297 y 11.259 millones de euros emitidos en términos nominales. Aunque este resultado también supone una reducción interanual semejante para la emisión bruta en ambos segmentos, en torno al 18 %, su desglose difiere en uno y otro caso. Mientras la emisión de bonos a 3 años ha disminuido, fundamentalmente, por un menor recurso neto a esta línea de instrumentos, la reducción en la emisión bruta de bonos a cinco años ha recogido también el efecto del menor volumen de amortizaciones que, en relación con el registrado en 1999, se han producido du-

rante el año 2000 en ese segmento. En conjunto, los saldos vivos de bonos a 3 y a 5 años han crecido, en relación con los de cierre de 1999, un 3,7 % y un 12,5 %, respectivamente, adquiriendo de esta forma un peso en el saldo vivo de la deuda anotada que asciende al 15,1 % y al 20,7 %, respectivamente.

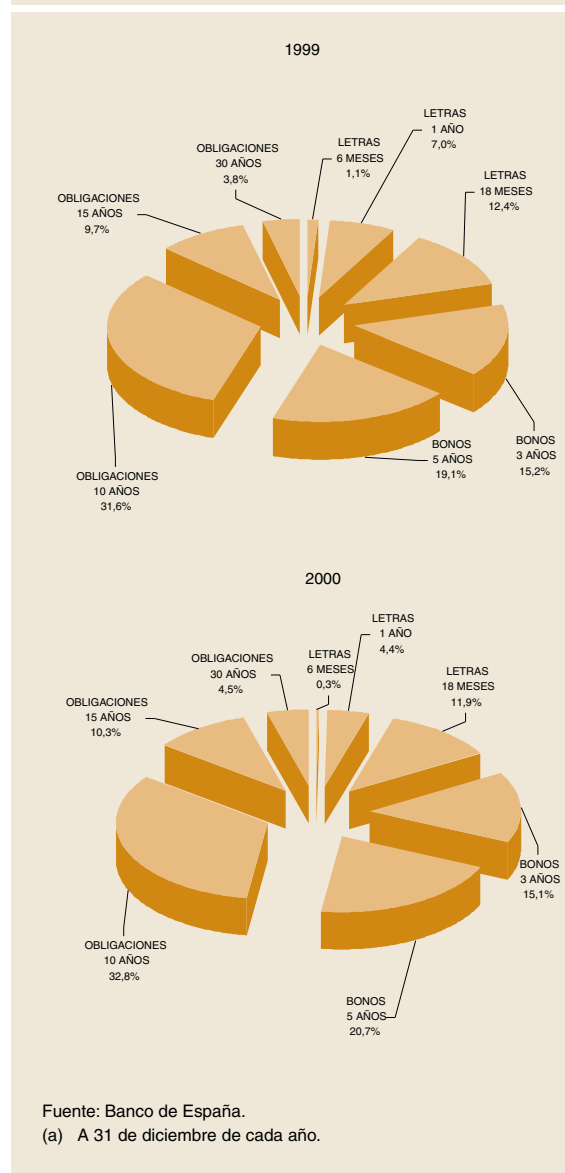
Por lo que respecta a los tipos de emisión en estos tramos intermedios de la curva de rentabilidades, cabe observar que la ligera «torsión» que en esta se ha producido en 2000 ha tenido al tramo de 3 años como punto de pivote. Así, mientras los tipos marginales a la emisión en ese segmento más corto han acabado el 2000 al mismo nivel al que tuvo lugar la primera subasta del año, para el segmento de cinco años esa misma comparación se salda con una reducción de 25 puntos básicos. Los bonos que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2000 en los plazos de 3 y 5 años han sido, respectivamente, los bonos de cupones 4,6 % y 4,95 %, cuyo primer tramo se abrió para ambos en febrero. Con ellos, se cerraba en enero la emisión de los bonos de cupón 3 % y 3,25 %, los cuales han acabado acumulando un saldo vivo de 9.595 y 8.893 millones de euros, respectivamente. Al igual que lo mencionado anteriormente para el desglose de la emisión bruta a diez años, la aportación de las operaciones de canje al crecimiento en el saldo de las nuevas referencias en emisión a 3 y 5 años ha sido apreciable, ascendiendo a 2.258 y 2.503 millones de euros, respectivamente.

La colocación de valores emitidos a 15 y a 30 años ha registrado una reducción notable y similar en el año 2000. De todas formas, los moderados saldos vivos acumulados hasta el momento para estas obligaciones de mayor duración han permitido que el saldo bruto emitido de las mismas en 2000 se haya traducido en crecimientos significativos de sus saldos respectivos a cierre de año, los cuales han ascendido un 10,4 %, para las obligaciones a 15 años, y un 25,4 %, para las obligaciones a 30 años. De esta forma, su peso respectivo dentro del conjunto de la deuda anotada ascendía a cierre de 2000 al 10,3 %, para las obligaciones a 15 años, y al 4,5 %, para las obligaciones a 30 años. El significativo peso que acumulan las obligaciones a 15 años en el pasivo del Estado español refleja el interés que siempre ha mantenido el Tesoro por cultivar este tramo, en el cual comparte el liderazgo de liquidez en el primario junto a Italia. Recientemente, el Tesoro francés también ha mostrado su interés por explotar este segmento de la curva a partir de 2001.

Tras su inauguración en 1998, las emisiones a 30 años han cubierto ya una etapa al concluir el año 2000. Con la última subasta a

GRÁFICO II.5

Composición de la deuda anotada (a)

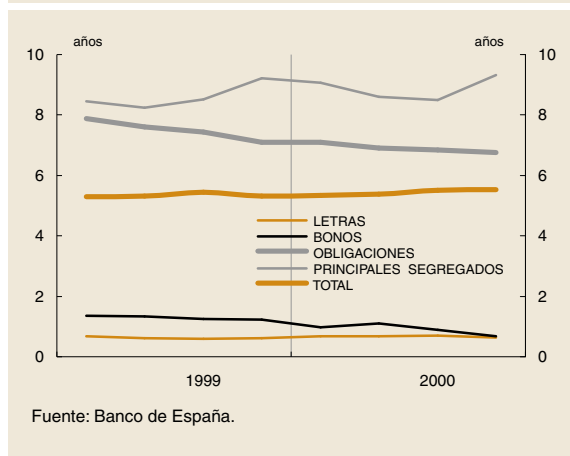


treinta años, se daba por cerrada, con un saldo emitido de 12.193 millones de euros, la que ha sido la primera línea a este plazo, la obligación 6 % de vencimiento en enero de 2029. La emisión realizada mediante este instrumento durante 2000 ha ascendido a 2.469 millones de euros, un 28,5 % inferior a la de 1999. Sin embargo, testimonio del interés del Tesoro por este segmento es el lanzamiento en enero de 2001 de una nueva obligación cuyo cupón es 5,75 %.

Con la política de emisión que se ha venido describiendo, la estructura del saldo de deuda a finales de ejercicio se ha modificado ligeramente respecto a la de cierre de 1999. Como se puede apreciar en el gráfico II.5, continúa el

GRÁFICO II.6

Vida media residual por grupos de instrumentos

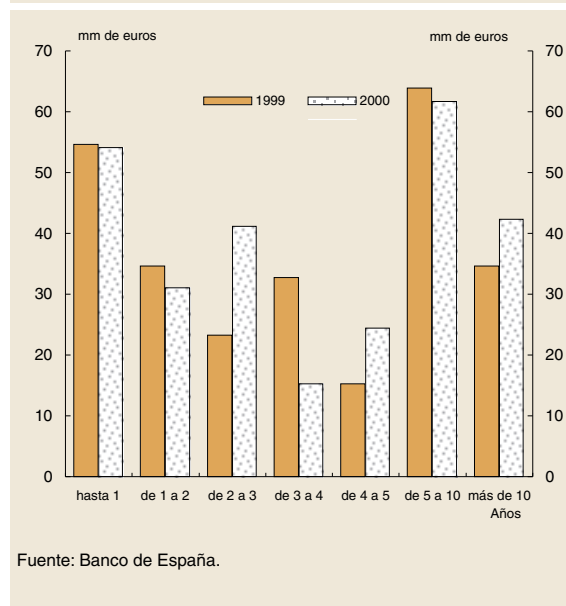


paulatino aumento del peso de la deuda a medio y largo plazo a costa del saldo vivo de letras. En concreto, la proporción de deuda emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 79 % en 1999, a niveles superiores al 83,4 % en 2000. Por el contrario, como es lógico, en el caso de las letras del Tesoro, la participación en el conjunto del saldo de deuda desciende, a finales de 2000, a niveles de en torno al 16 %, desde niveles superiores al 20 % en 1999, 24 % en 1998, 30 % en 1997 y al 36 % en 1996.

Fruto de este cambio progresivo en la estructura de la deuda ha sido el nuevo aumento de la vida media residual que ya se ha señalado anteriormente y que, dados los niveles alcanzados, es ya más reducido que en años anteriores. Como se puede apreciar en el gráfico II.6, esta ha pasado desde niveles de 5,3 años en 1999 hasta los 5,5 años de 2000. Como es lógico, un alargamiento de la vida media de la deuda presenta, entre otras ventajas, el incremento en el margen de maniobra para refinanciar los saldos vivos de deuda. En este sentido, antes de las operaciones de reestructuración de la deuda efectuadas en 2000, el volumen de vencimientos de bonos que se concentraban en 2001 merecía la consideración de los potenciales riesgos asociados a su refinanciación. Precisamente, con objeto de limitarlos, y dada la comodidad que encontró el Tesoro para obtener financiación en 2000, este procedió a la ejecución de un programa de recompra de bonos cuya descripción se recoge en el apartado siguiente, junto con la relativa a los dos programas de canjes que también se llevaron a cabo. Tras los mismos, el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro en 2001 es, como se aprecia en el gráfico II.7, similar al de 2000.

GRÁFICO II.7

Distribución por vencimientos



II.2.3. Canjes y recompras de deuda

Durante el año 2000, el Tesoro ha realizado un total de 13 subastas (1) de canje de deuda del Estado, continuando una política que se viene llevando a cabo año tras año desde 1996. En este ejercicio, la comodidad del Tesoro para cumplir sus objetivos de financiación permitió que la ejecución de las subastas de canje comenzase ya en julio, extendiéndose hasta diciembre. De hecho, el programa, inicialmente dispuesto en Resolución de 21 de junio,

(1) El procedimiento de canje ha sido común a todas las subastas realizadas. En concreto, las ofertas de valores a entregar podían ser competitivas —con un importe mínimo de 1 millón de euros, con múltiplos de un céntimo de euro— o no competitivas —con un importe máximo de 1 millón de euros—. En cada una de las pujas se debía especificar el importe nominal ofrecido en cada una de las emisiones a canjear. En las ofertas competitivas, se debía especificar, además, el precio solicitado, incluido el cupón corrido, en tanto por ciento con dos decimales.

Previamente a cada subasta, el Banco de España hizo público el precio al que se valoraron los valores entregados en el canje.

La resolución de las subastas ha seguido el sistema mixto utilizado en las emisiones habituales de deuda, si bien con la diferencia de que en estas subastas se pujaba por un precio de amortización de valores y no de suscripción. De esta forma, se ordenaron las peticiones de menor a mayor precio y se adjudicaron todas las peticiones competitivas, salvo prorrateo, cuyos precios fueran inferiores o iguales al precio máximo de adjudicación. Las pujas no competitivas se adjudicaron al precio medio ponderado de las competitivas aceptadas. Asimismo, se adjudicaron a este precio las solicitudes competitivas con precios iguales o inferiores al precio medio ponderado, mientras que el resto de las competitivas aceptadas fueron adjudicadas al precio ofertado.

CUADRO II.3

**Efectivo canjeado por bonos a tres y cinco años
Año 2000**

Millones de euros

| | Años vida residual en el 11/07 | Nuevos bonos entregados | | | Pro memoria A | | | | | |
|------------------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------------------|----------------|--------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------|----------------------|-------------|
| | | 3 años al 4,6% Vto: 30/07/03 | 5 años al 4,95% Vto: 30/07/05 | Total | Nominal amortizado | Nominal solicitado | Saldo previo a los canjes (11/07) | % del saldo solicitado | % del saldo canjeado | % adj/sol |
| | | | | | | | | | | |
| Total | | 1.992,2 | 2.478,6 | 4.470,8 | 4339 | 9542 | 27.872 | 34,2 | 15,5 | 45,3 |
| B-5 (10,10%) | 0,6 | 1.100,0 | — | 1.100,0 | 1229 | 1654 | 4.900 | 33,7 | 25,0 | 74,1 |
| O-10 (11,30%) | 1,5 | 465,8 | — | 465,8 | 416 | 754 | 3.222 | 23,4 | 12,9 | 55,0 |
| O-10 (10,30%) | 1,9 | 426,4 | — | 426,4 | 385 | 598 | 3.235 | 18,5 | 11,8 | 64,0 |
| B-5 (5,25%) | 2,5 | — | 1.816,9 | 1.816,9 | 1756 | 5359 | 10.809 | 49,6 | 16,2 | 32,7 |
| O-10 (10,90%) | 3,1 | — | 324,6 | 324,6 | 278 | 574 | 5.303 | 10,8 | 5,2 | 47,9 |
| O-10 (10,50%) | 3,3 | — | 337,1 | 337,1 | 275 | 603 | 4.035 | 14,9 | 6,7 | 45,1 |
| PRO MEMORIA B: | | | | | | | | | | |
| Nominal emitido | | 2.258,0 | 2.503,0 | 4.761,0 | | | | | | |
| Saldo a 31/12/2000 | | 10.347,0 | 10.283,0 | 20.626,0 | | | | | | |
| % emitido por canjes | | 21,8 | 24,3 | 23,0 | | | | | | |

Fuente: Banco de España.

fue objeto de ampliación posteriormente, en noviembre, a tres subastas más. En conjunto, ambas tandas de canjes han cubierto objetivos similares de profundización y mejora de la liquidez del mercado de deuda, aunque haya sido distinto el segmento del mercado al que se han referido una y otra. Así, mientras que en la primera serie de canjes las emisiones entregadas por el Tesoro eran las referencias en proceso de colocación a 3 y 5 años con cupón del 4,6 % y 4,95 %, respectivamente, en la segunda, el valor emitido por el Tesoro a través del canje ha sido la obligación a diez años de cupón 5,4 % inaugurada en septiembre. Sin pretender repetir las ventajas de estos programas de reestructuración del mercado de deuda, ya descritas en otras ediciones de esta memoria, sí conviene poner en contexto la actuación llevada a cabo en 2000 en el segmento de 10 años.

Como se ha venido indicando anteriormente, la conveniencia de concentrar la emisión en un número suficientemente limitado de referencias, de cara a ser más competitivo en la captación de financiación, ha estimulado al Tesoro a acelerar la acumulación de saldo vivo de la nueva referencia a 10 años no solo mediante colocaciones de mayor tamaño, sino también mediante canjes por obligaciones antiguas con

cupones desfasados respecto a las condiciones actuales de mercado. En concreto, un 23,9 % del saldo vivo a cierre de 2000 de la obligación 5,4 % se ha puesto en circulación mediante este procedimiento.

Como en años anteriores, los canjes de deuda han posibilitado un adelanto en la asunción de costes financieros por parte del Tesoro, aunque el importe de este efecto ha sido inferior al de años anteriores, toda vez que la elevación de las rentabilidades ocurrida en 1999 ha estrechado la diferencia entre los cupones de las referencias a amortizar y los de las que se emitían en canje. Sobra con esto decir que la coyuntura presupuestaria del Estado en 2000, con un notable superávit primario, ha permitido proceder a ese inferior adelanto de intereses.

En los cuadros II.3 y II.4 se presenta un resumen global de los resultados de las subastas de canje referidas a bonos a 3 y 5 años, por un lado, y a las obligaciones a 10 años, por otro. En la primera columna, se recogen las emisiones susceptibles de canje en cada uno de los casos, ordenadas de forma creciente según su vida residual (columna siguiente), previa al inicio de esta tanda de subastas en julio. Las emi-

CUADRO II.4

**Efectivo canjeado por bonos a diez años
Año 2000**

Millones de euros

| | Años vida residual en el 21/11 | Nuevo bono entregado | | Pro memoria A | | | | |
|------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------|----------------------|-------------|
| | | 10 años al 5,4% Vto: 30/07/01 | Nominal amortizado | Nominal solicitado | Saldo previo a los canjes (21/11) | % del saldo solicitado | % del saldo canjeado | % adj/sol |
| Total | | 1.980,9 | 4.508 | 4.508 | 24.153,0 | 18,6 | 6,7 | 36,0 |
| O-10 (10,00%) | 4,3 | 278,4 | 1.179 | 1.179 | 5.036,0 | 18,6 | 4,3 | 19,0 |
| O-10 (10,15%) | 5,2 | 296,4 | 724 | 724 | 3.823,0 | 18,6 | 5,9 | 31,0 |
| O-10 (8,80%) | 5,4 | 550,3 | 790 | 790 | 3.437,0 | 18,6 | 13,1 | 57,0 |
| O-10 (7,35%) | 6,4 | 617,8 | 806 | 806 | 4.238,0 | 18,6 | 12,5 | 66,0 |
| O-15 (8,20%) | 8,3 | 174,5 | 486 | 486 | 5.808,0 | 18,6 | 2,4 | 29,0 |
| O-15 (8,70%) | 11,3 | 63,5 | 523 | 523 | 1.811,0 | 18,6 | 2,6 | 9,0 |
| PRO MEMORIA B: | | | | | | | | |
| Nominal emitido | | 2.049,0 | | | | | | |
| Saldo a 31/12/2000 | | 8.558,0 | | | | | | |
| % emitido por canjes | | 23,9 | | | | | | |

Fuente: Banco de España.

siones nuevas con carácter segregable se incluyen en las dos columnas siguientes. En la zona sombreada del cuadro se recogen los importes efectivos canjeados de las correspondientes emisiones representadas en las respectivas filas y columnas, además de los totales parciales, recogidos en negrita.

De esta forma, a medida que nos situamos más cerca del extremo superior izquierdo, el canje efectuado indica un cambio de referencias antiguas por nuevas, con una duración corta y similar. Por el contrario, en el extremo inferior derecho, el canje se refiere a emisiones con duración mayor que en el caso anterior.

El resto del cuadro, representado como dos pro memorias, incluye la correspondencia en términos nominales de los importes efectivos recogidos en la zona sombreada. De esta forma, en las siguientes columnas se incluyen (pro memoria A), sucesivamente, los importes nominales aceptados y, por tanto, amortizados de cada emisión antigua canjeada, los importes nominales solicitados al canje, los saldos nominales vivos previos a los canjes, los porcentajes solicitados respecto al saldo existente, los porcentajes aceptados del saldo vivo previo y la proporción entre lo solicitado y adjudicado de cada referencia.

De forma equivalente, en las 3 últimas filas de la parte inferior del cuadro (pro memoria B), se recogen, sucesivamente, los importes nominales emitidos de cada una de las emisiones segregables, el saldo a final del ejercicio y la proporción del saldo final emitida a través de los canjes.

Como se puede apreciar en el cuadro II.3, y al igual que sucediera en 1999, la concepción del programa de canjes a 3 y 5 años ha respetado, dentro de los términos naturales al canje, la estructura temporal de pasivos del Tesoro. Expresado de otra manera, los participantes tan solo han tenido la opción de intercambiar bonos de duración similar. En conjunto, se han llevado a cabo canjes de bonos por un montante efectivo de 4.470 millones de euros, que representan una amortización nominal de 4.339 millones de euros y una emisión de 4.761 millones de euros, asimismo en términos nominales. Como ya ocurriera en 1999, y debido básicamente a la continuidad que vienen teniendo estos programas, los importes de bonos a tres y cinco años canjeados han experimentado una nueva reducción. De entre las referencias que se canjearon en 1999, cuatro han seguido siendo amortizadas por intercambio de deuda a 3 y 5 años en 2000; en concreto, las obligaciones

CUADRO II.5

**Recompras de deuda
Año 2000**

Millones de euros

| | Años vida residual en el 27/07 | Pro memoria | | | | | | % rec/ofe |
|--------------|---|----------------|-----------------------|---------------------|---|----------------------------|------------------------------|--------------|
| | | Efectivo | Nominal recomprado | Nominal ofertado | Saldo previo a las recompras (27/07) | % del saldo ofertado | % del saldo recomprado | |
| Total | | 5.058,0 | 4.859 | 15.708 | 28.617 | 54,9 | 16,9 | 30,9 |
| B-3 (5,00%) | 0,5 | 2.864,3 | 2.770 | 11.277 | 13.136 (a) | 85,5 | 21,1 | 24,5 |
| B-5 (8,40%) | 0,7 | 1.535,4 | 1.466 | 3.628 | 5.167 | 70,2 | 28,3 | 40,4 |
| B-5 (5,25%) | 2,5 | 658,3 | 623 | 803 | 10.314 | 7,8 | 6,0 | 77,5 |

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye el principal segregado.

de cupones 11,3 %, 10,3 %, 10,9 % y 10,5 %. Sin embargo, el bono con una amortización por canjes de mayor volumen en 2000 ha sido el de cupón 5,25 %, intercambiado por otro de cupón y plazo similar, el 4,95 %.

El interés por esta última operación ha correspondido a los inversores más que al Tesoro, como demuestra el que en términos porcentuales sobre el saldo previo a los canjes, la demanda de amortización del bono 5,25 % haya sido la máxima, con casi un 50 %. Sin embargo, la relación entre saldos adjudicados y solicitados demuestra que el interés natural del Tesoro en los canjes se centra en las referencias desfasadas respecto a las condiciones de mercado. En conjunto, tomando como criterio el porcentaje que han supuesto los saldos de los bonos ofrecidos en canje, en relación con los vivos previos a los mismos, demuestra el nuevo éxito del programa, al pasar de un 29,9 % en 1999 al 34,2 % en 2000. Además, la tasa de adjudicación también ha crecido, hasta el 45,3 % de media.

En el cuadro II.4 se resume información similar a la que se viene describiendo hasta ahora, esta vez para las operaciones de canje efectuadas en el segmento de diez años. Con un importe efectivo de 1.981 millones de euros, las tres subastas celebradas entre noviembre y diciembre han permitido intercambiar seis obligaciones, con cupones relativamente distantes de las condiciones de mercado actuales, por la nueva referencia a 10 años. En total, la obligación 5,4 % ha acumulado 2.049 millones de eu-

ros por esta vía de emisión. Aunque este programa también se ha saldado con un éxito en términos de los saldos ofrecidos por los inversores en los canjes (en media, 18,6 % sobre los previos), los saldos vivos tras estas operaciones permitirán la ejecución de nuevos programas.

El cuadro II.5 resume lo que ha sido una novedad del año 2000 en lo referente a operaciones de reestructuración del mercado. La concentración de vencimientos que se suele producir a finales de los meses de enero, debido a exigencias de diseño para los programas de *strips*, y, más concretamente, la que se iba a producir en el primer trimestre de 2001, aconsejó aliviar los riesgos de refinanciación asociados, mediante la recompra de los bonos que vencían. Así, en un conjunto de diez subastas se procedió, por un importe efectivo de 5.058 millones de euros, a la recompra de los bonos de cupón 5 % y 8,4 % que vencen en 2001, además del bono de cupón 5,25 % con vencimiento en enero de 2003. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que la mayor parte del saldo vivo de los bonos que vencían en 2001 fue puesta en oferta para la amortización anticipada por parte del Tesoro, aunque la valoración con que se realizaron las pujas limitaron que el interés para este último alcanzara la misma medida, razón por la cual la tasa de adjudicación en los bonos más cortos fue inferior a aquella a la que tuvo lugar la recompra del bono de cupón 5,25 %. Sin embargo, el grueso de las amortizaciones anticipadas se concentró en los dos primeros bonos.