
II. Mercado primario de deuda anotada del Estado

El año 2001 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado, a pesar del aumento que se ha producido en las necesidades de financiación. La reducción en el volumen de vencimientos que debía ser refinanciado ha permitido cubrir sin dificultades esas mayores necesidades financieras, así como proseguir con el programa de reestructuración de la composición de la deuda. Además, el recurso al saldo de efectivo disponible a corto plazo ha permitido también disminuir la apelación neta a la financiación en los mercados. De esta forma, el Tesoro español ha destacado dentro del conjunto de sus homólogos europeos por la reducción de su endeudamiento neto.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, de la ejecución del programa de recompras de deuda, así como de las características y distribución del saldo de deuda anotada del Estado resultantes.

II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

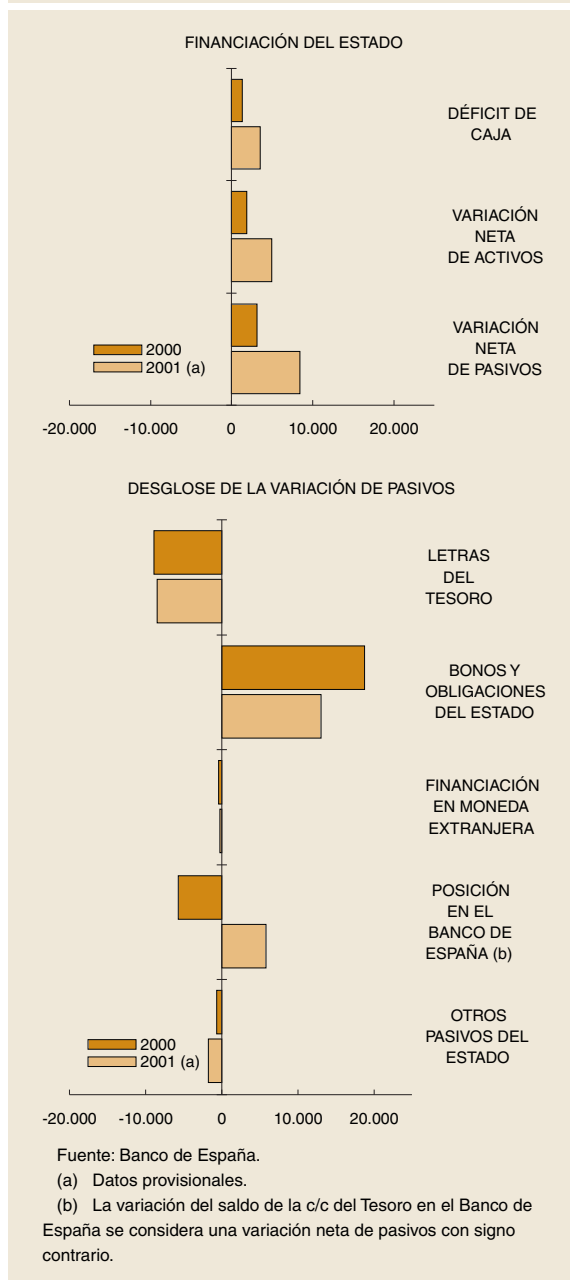
Según el avance provisional, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2001 presenta un déficit de caja que ascendió a 2.884,2 millones de euros, lo que representa un incremento del 18,7 % respecto a 2000. Al detraer de la cifra anterior el importe satisfecho en 2001 en concepto de intereses de la deuda, se obtiene que el superávit primario de caja ha registrado una contracción del 7,5 % en relación con el del año anterior, hasta alcanzar 14.126,3 millones de euros.

La ampliación registrada en el déficit de caja del Estado en 2001 refleja el efecto combinado en las cuentas públicas de la desaceleración económica, de la inercia en las transferencias corrientes, que crecieron 5,9 %, y del dinamismo en las inversiones reales, cuya tasa de avance interanual alcanzó el 7,1 %. En cualquier caso, la comparación con el año 2000 del comportamiento de la cuenta de ingresos y gastos no financieros del Estado pierde protagonismo cuando se considera el espectacular aumento (166,4 %) que han registrado las necesidades financieras del Estado en 2001 en comparación con el año anterior, hasta suponer 8.444,2 millones de euros (véase gráfico II.1). La razón hay que buscarla en el comportamiento expansivo que han registrado los activos financieros del Estado, destacando en tal sentido la suscripción de acciones de diversas Sociedades Estatales, los préstamos concedidos y las aportaciones patrimoniales a entes públicos. En cualquier

GRÁFICO II.1

Composición de la financiación del Estado

Millones de euros



caso, la magnitud de esta desviación en las necesidades financieras en 2001 en relación con la cifra inicialmente prevista, siendo positiva, ha sido, sin embargo, inferior a la indicada anteriormente, alcanzando el 44 % para el conjunto del año.

La financiación de estas necesidades se ha cubierto a través de dos fuentes. Por un lado, mediante una emisión neta de letras, bonos y obligaciones por un importe nominal igual a 4.081,2 millones de euros. Y, por otro, mediante un recurso neto de 5.823,8 millones de euros

al saldo del Tesoro en sus cuentas de depósito de efectivo (1).

Conviene observar que la cuenta del Tesoro en el Banco de España ha registrado una disminución de 20.141 millones de euros en el conjunto del año. La diferencia entre esta disposición y la apuntada más arriba para el conjunto de las cuentas de efectivo queda explicada por el procedimiento iniciado en febrero de 2001, por el cual se traspasa la mayor parte del saldo del Tesoro en su cuenta del Banco de España a entidades de depósito mediante operaciones repo. En definitiva, la disminución del saldo de sus cuentas de efectivo ha permitido al Tesoro reducir su apelación neta a los mercados, pese a sus mayores necesidades de financiación. En este sentido, debe recordarse que en 2000 el Tesoro se financió en el mercado por encima de sus necesidades teóricas, al objeto de dotar su cuenta en el Banco de España. Es precisamente esta observación la que permite compatibilizar la reducción en la emisión neta registrada en 2001 y las mayores necesidades financieras de este ejercicio.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro en mercado interior ha vuelto a favorecer un año más la extensión de la vida media del saldo de deuda del Estado. La amortización neta de Letras por un importe de 9.079,3 millones de euros y la colocación neta de 13.160,5 millones de euros de deuda a medio y largo plazo, ambas cifras en términos nominales, han permitido la extensión del plazo medio de vida residual del conjunto de la deuda del Estado hasta 5,93 años, al concluir 2001.

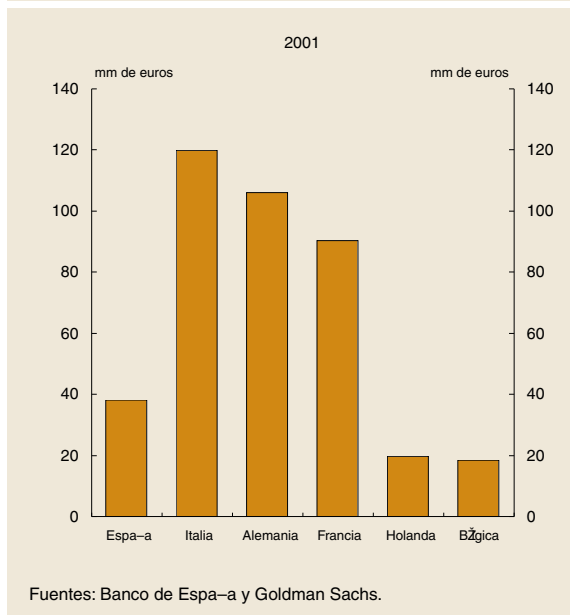
Prácticamente la totalidad de la reducción neta en la emisión de deuda se ha instrumentado mediante la ejecución de una nueva edición de un programa de recompra de deuda por parte del Tesoro, cuyo importe nominal ha supuesto 6.959,5 millones de euros. Sin embargo, en 2001 no han tenido continuidad los programas de canje de deuda que se habían venido registrando en años anteriores.

Como resultado de esta política financiera se ha producido un crecimiento del 1,5 % en el saldo de deuda pública anotada, cuyo importe nominal alcanzaba, al concluir 2001, 273.946,3 millones de euros. En términos comparativos

(1) Completan el capítulo de fuentes de financiación neta la emisión neta en divisas y la deuda asumida por el Estado, ambas de menor importancia cuantitativa que las señaladas anteriormente. Además, debe observarse que la cifra de emisión neta de letras, bonos y obligaciones, expresada en términos nominales por concordancia con el cuadro II.2, no refleja exactamente el efectivo captado.

GRÁFICO II.2

Emisión bruta de deuda a medio y largo plazo en la UME



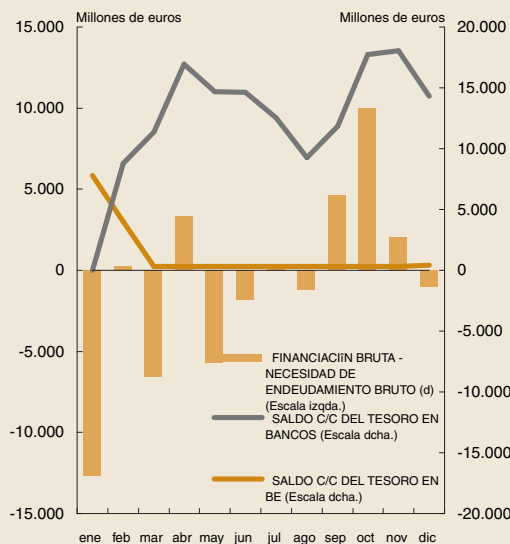
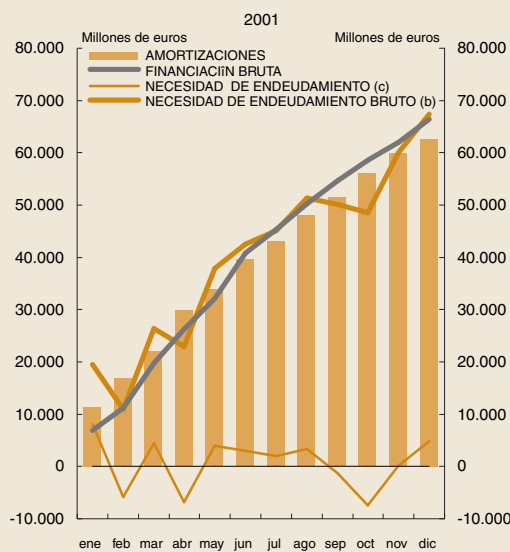
con la actividad de otros Tesoros nacionales del área del euro, la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo llevada a cabo por parte del Tesoro español ha supuesto alrededor de un 8,7 % de la efectuada en los países de la UME (véase gráfico II.2).

Como consecuencia del comportamiento descrito para la financiación neta y de la reducción del importe de amortizaciones registrado en 2001, la actividad del Tesoro en el mercado primario ha vuelto a ser el último año inferior a la de 2000. Si en este último la emisión bruta ya había disminuido hasta 79.578 millones de euros, desde cerca de 89.000 en 1999, el monto nominal de valores colocados en 2001 ha ascendido a 65.226,7 millones de euros. En términos efectivos, la financiación bruta captada mediante esta actividad ascendió a 63.246,0 millones de euros.

Por lo que respecta a su perfil temporal, la financiación del Tesoro a lo largo del año 2001 ha seguido una evolución paralela a las necesidades, a excepción de comienzos del año (véase gráfico II.3), período en el que el Tesoro dispuso del saldo que había acumulado en su cuenta en el Banco de España. En cuanto al perfil temporal de las emisiones netas por instrumentos (véase gráfico II.4), cabe observar, como hecho más destacable, el impacto negativo de la amortización en enero del bono de cupón 5 % emitido originalmente a tres años, y, en sentido contrario, el efecto positivo de la emisión de obligaciones en junio.

GRÁFICO II.3

Necesidad de endeudamiento del Estado (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Variación acumulada.

(b) Necesidad de endeudamiento + amortizaciones.

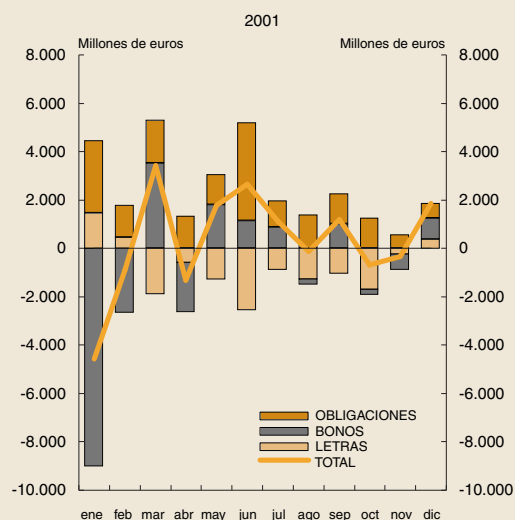
(c) Déficit de caja + variación de activos + Otras cuentas financieras.

(d) Positivo: sobrefinanciación; negativo: infranfinanciación.

En el apartado de financiación en divisas, la emisión neta del Tesoro durante el año 2001 ha sido de nuevo negativa en 254,6 millones de euros, como resultado de un volumen de amortizaciones de deuda por un contravalor en euros de 1.412,4 millones y de unas emisiones brutas que han ascendido a unos 1.157,8 millones de euros. Este último capítulo ha consistido en la emisión de un bono en dólares en junio por un importe de 1.000 millones de la moneda estadounidense.

GRÁFICO II.4

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



Fuente: Banco de España.

Cabe observar que, como ya se comentó en la Memoria del ejercicio anterior, el desarrollo del mercado financiero en la moneda común europea está relegando gradualmente a un plano muy secundario los saldos de financiación del Tesoro generadores de riesgo cambiario. Al finalizar 2001 estos suponían alrededor del 3,3 % del total de su deuda negociable, frente

al 3,7 % a finales del año 2000. Sin embargo, el legado de las emisiones de deuda denominadas en divisas precursoras del euro y no sometidas a redenominación (véase Memoria de 1999) eleva el saldo de deuda emitida en el exterior al 6,9 % de la deuda negociable del Estado. El importe de deuda emitida en divisas de países de la Unión Monetaria ascendía a 10.655,5 millones de euros (véase cuadro II.1).

II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Durante el año 2001 el perfil que han seguido los tipos marginales han seguido, en términos generales, una trayectoria estable o descendente (véase gráfico II.5). El mercado de letras ha capitalizado especialmente las expectativas y la materialización de reducción en los tipos oficiales de interés, hasta el punto de acumularse un descenso de 167 puntos básicos entre los tipos marginales correspondientes a las últimas subastas de 2001 y de 2000. Los bonos y, especialmente, las obligaciones han seguido una senda más contenida.

En ese contexto de tipos, la emisión bruta de deuda del Estado se redujo en 2001 un 18,0 %, como se aprecia en el cuadro II.2, afectando ese descenso desigualmente, un año más, a letras y a deuda a medio y largo plazo. En el primer caso, la reducción en la colocación alcanzó el 26,5 %, mientras que la caída en las emisiones en los plazos medios y largos fue del 10,7 %. Como se ha indicado anteriormente, la emisión neta en 2001 registró también una disminución sustancial, del 62,6 % en términos nominales, que fue acomodada, principalmente, por la reducción en la financiación neta mediante deuda a medio y largo plazo (-32,2 %). Con todo, esta línea de instrumentos suponía a finales de 2001 el 80,8 % del saldo de deuda negociable del Estado, frente al 12,1 % en el caso de las letras.

II.2.1. Financiación a corto plazo

En cualquier caso, la sustancial reducción neta en la emisión de deuda a medio y largo plazo, que se acaba de señalar, no es incompatible con que el Tesoro haya mantenido en 2001 su política de sustitución de las letras como instrumento básico en la financiación del Estado por bonos y obligaciones. En efecto, esta voluntad del Tesoro de sustituir la financiación a corto plazo por endeudamiento a mayor plazo se ha vuelto a poner de manifiesto en 2001 con una emisión neta de letras del Tesoro que ha sido en su conjunto negativa. El año 2001 no ha sido, pues, distinto a los anteriores, al haberse

CUADRO II.1

Deuda negociable del Estado Composición a 31 de diciembre de 2001

Millones de euros

	Saldo vivo	Porcentaje sobre el total
TOTAL	294.355,3	100,0
Deuda interior	273.946,3	93,1
Letras del Tesoro	35.584,0	12,1
Bonos del Estado	90.632,6	30,8
Obligaciones del Estado	147.229,7	50,0
Notas cancelables	500,0	0,2
Deuda exterior	20.409,0	6,9
Euros	10.655,5	3,6
Libras esterlinas	96,6	0,0
Dólares estadounidenses	4.447,0	1,5
Yenes japoneses	5.209,9	1,8

PRO MEMORIA:

Deuda con riesgo de cambio	9.753,5	3,3
----------------------------	---------	-----

Fuentes: Banco de España y Tesoro.

contraído el saldo vivo de letras en 9.079,3 millones de euros. De esta forma, en términos relativos al saldo de finales de 2000, las existencias de letras del Tesoro han experimentado en 2001 una reducción próxima al 20 %.

La amortización neta de fondos ha afectado en 2001 a las letras a seis meses y, especialmente, a las letras a dieciocho meses. La financiación neta obtenida mediante letras a doce meses ha sido, en cambio, ligeramente positiva, confirmándose la alternancia con la que los plazos a dieciocho y a doce meses canalizan la financiación del Tesoro en el corto plazo.

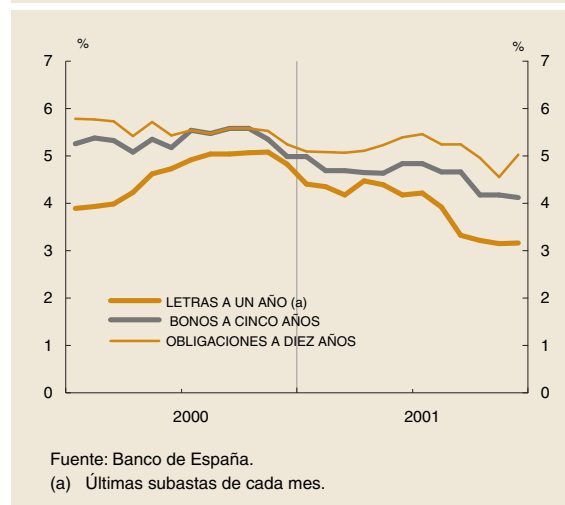
Esa alternancia se manifiesta, obviamente, en las amortizaciones. Así, mientras las amortizaciones de letras a dieciocho meses han registrado en 2001 un crecimiento en relación con 2000 del 9,8 %, el vencimiento de letras a un año ha caído un 34,9 %.

El plazo de seis meses ha venido acomodando tradicionalmente la alternancia entre las letras a doce y dieciocho meses, aunque siempre dentro de la política, iniciada en 1998, de reducir el tamaño de esta línea de financiación a corto plazo. En 2001, este proceso se ha saldado con la amortización total de las letras a seis meses. Tan solo se llegaron a emitir 125,0 millones de euros a comienzos del año, acumulándose posteriormente una amortización de 930,9 millones de euros.

El protagonismo de las letras a doce meses en la actividad del Tesoro en el corto plazo se ha

GRÁFICO II.5

Mercado primario de deuda anotada del Estado Tipos marginales



saldado con un crecimiento de la emisión bruta del 4,0 %, en relación con la registrada en 2000, colocándose en conjunto un importe nominal de 12.306,2 millones de euros. El saldo de valores emitidos a un año ha crecido en 2001 también alrededor de un 4 % respecto al de cierre del año anterior. De esta forma, pasa a representar un 4,2 % del total de la deuda negociable del Estado.

Frente al protagonismo de las letras a un año en términos de emisión neta, cuyo crecimiento fue del 107,4 % en 2001, las letras a dieciocho me-

CUADRO II.2

Mercado primario de deuda del Estado Año 2001

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2001	2000	%	2001	2000	%	2001	2000	%	2001	2000	%
Total	65.226,7	79.578,5	-18,0	61.145,5	68.659,1	-10,9	4.081,2	10.919,4	-62,6	273.446,3	269.388,4	1,5
Total letras	27.070,4	36.828,1	-26,5	36.149,7	45.305,4	-20,2	-9.079,3	-8.477,3	-7,1	35.584,0	44.664,7	-20,3
A seis meses	125,0	3.736,9	-96,7	930,9	5.816,0	-84,0	-805,9	-2.079,1	61,2	—	805,9	-100,0
A un año	12.306,2	11.832,4	4,0	11.832,9	18.186,5	-34,9	473,3	-6.354,1	107,4	12.306,2	11.834,9	4,0
A dieciocho meses	14.639,2	21.258,8	-31,1	23.385,9	21.302,9	9,8	-8.746,7	-44,1	-19.736,5	23.277,8	32.023,9	-27,3
Total bonos y obligaciones	38.156,3	42.750,4	-10,7	24.995,8	23.353,7	7,0	13.160,5	19.396,7	-32,2	237.862,3	224.723,7	5,8
A tres años	9.128,8	11.297,3	-19,2	13.200,4	9.863,0	33,8	-4.071,6	1.434,3	-383,9	36.654,8	40.725,3	-10,0
A cinco años	8.861,4	11.259,6	-21,3	10.530,2	5.069,0	107,7	-1.668,8	6.190,6	-127,0	53.977,8	55.652,6	-3,0
A diez años	13.605,4	14.939,2	-8,9	740,0	8.235,7	-91,0	12.865,4	6.703,5	91,9	101.336,6	88.487,5	14,5
A quince años	2.229,9	2.785,8	-20,0	525,2	186,0	182,4	1.704,6	2.599,8	-34,4	29.368,9	27.665,8	6,2
A treinta años	4.330,8	2.468,5	75,4	—	—	—	4.330,8	2.468,5	75,4	16.524,1	12.192,5	35,5

Fuente: Banco de España.

ses han debido acomodar el grueso de la reducción neta de letras del ejercicio. Con una colocación bruta de 14.639,2 millones de euros y un volumen de amortizaciones de 23.385,9 millones, el saldo vivo de letras emitidas a dieciocho meses se ha contraído en 2001 en 27,3 % en relación con el correspondiente a finales de 2000.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

En el año 2001, la política de financiación del Tesoro ha continuado apostando por la deuda interior a medio y largo plazo como fuente clave para cubrir sus necesidades. De hecho, tanto es así, que los recursos netos obtenidos en 2001 mediante deuda a medio y largo plazo han excedido en más del 200 % el conjunto de la financiación neta captada en el año, dada la abultada amortización neta de letras que ha tenido lugar. Con todo, los 13.160,5 millones de euros obtenidos en términos nominales durante 2001 han supuesto una reducción del 32,2 % de la financiación neta en relación con la obtenida en 2000. De esta forma, puede decirse, de nuevo, que la preferencia por una composición de la deuda en la que predominen los vencimientos más largos ha conducido a que el Tesoro haya acentuado de nuevo en 2001 su política de financiarse en exceso mediante bonos y obligaciones, para proceder a una amortización neta de letras. Sin embargo, también es cierto que el margen para la continuidad de esa política es cada vez menor. De hecho, el Tesoro ya ha anunciado su intención de aumentar la captación de fondos vía letras en el año 2002.

Con todo, la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo no ha registrado una expansión. De hecho, a pesar de que el volumen nominal de amortizaciones en 2001 ha crecido un 7 % en relación con 2000, la colocación bruta de deuda interior a medio y largo plazo se ha visto reducida un 10,7 % en 2001. Sin embargo, en conjunto, la política de alargamiento de plazos en la financiación ha permitido que el saldo de bonos y obligaciones a finales de 2001 fuera un 5,8 % superior al de finales de 2000. Así, se ha vuelto a producir una ampliación de la vida media de la deuda anotada en el conjunto del ejercicio en 0,4 años, lo que la ha acabado situando en 5,9 años. A la luz de la evolución de la pendiente de rentabilidades de la deuda, cabe observar que esta extensión de la vida media de la deuda durante 2001 no ha estado exenta de costes.

El peso de la financiación a medio y largo plazo obtenida en 2001 ha favorecido un año más al tramo de las obligaciones a diez años, cuya emisión neta creció, en términos nomina-

les, el 91,9 %. El tramo de las obligaciones a treinta años también concentró los esfuerzos de financiación neta, habiendo registrado la captación neta de fondos en este segmento un incremento del 75,4 % en relación con 2000. Por el contrario, las obligaciones a quince años han moderado su aportación neta de fondos al Tesoro, habiéndose reducido esta en relación con la cifra correspondiente a 2000 un 34,4 %. En el caso de los bonos a tres y cinco años, la aportación neta ha sido incluso negativa, al haberse registrado en 2001 una amortización neta de 5.740,4 millones de euros de deuda a medio plazo en términos nominales.

El desplazamiento de la financiación neta a favor de las obligaciones a diez años debe ser valorado en el contexto de la competencia entre emisores nacionales para atraer o mantener a los inversores en el marco de la UME y en la condición de referencia que tiene ese plazo en el mercado. La relevancia que tiene la liquidez de los bonos para los inversores ha venido estimulando, en los últimos años, que se practicasen políticas de financiación en las que los tamaños de las líneas abiertas fuera suficientemente grande.

Conviene recordar que las cifras de emisión neta y amortizaciones de deuda, que se han venido presentando, incorporan los resultados del programa de recompras de deuda efectuado durante el año 2001. Sin embargo, en dicho año no se ha ejecutado operación alguna de canje. En el apartado II.2.3 se describirán con más detalle las operaciones del mercado secundario con las que se amortizó anticipadamente deuda a medio y largo plazo por un importe de 5.616,5 millones de euros.

Por lo que a los tipos marginales de resolución de las subastas se refiere, su comportamiento ha reflejado con mayor fidelidad la evolución del tono monetario esperado en el caso de los instrumentos de más corto plazo. Así, los correspondientes a los bonos a tres años registraron un descenso de 153 pb en el conjunto del año, mientras que la caída alcanzaba 87 pb para los bonos a cinco años. Sin embargo, el tipo de corte de las subastas de obligaciones a diez años se ha mantenido estable en términos generales (gráfico II.5), habiendo descendido tan solo 22 pb en el conjunto del año.

Centrando ahora la atención en el segmento de diez años, en el que el Tesoro se ha mostrado más activo, cabe observar que el desplazamiento de la política de financiación a medio y largo plazo hacia este tramo, señalado más arriba, no es incompatible con que, de hecho, la emisión bruta de obligaciones a diez años se haya visto reducida en un 8,9 % en relación

con la registrada en 2000. El escaso volumen de deuda emitida a diez años que vencía en 2001 (740,0 millones de euros) permite justificar contablemente ese balance. En conjunto, el saldo de obligaciones emitidas a diez años con que ha concluido el ejercicio 2001 ha sido un 14,5 % superior al de finales de 2000. De esta forma, con 101.336,6 millones de euros de saldo vivo, esta línea de financiación supone el 34,4 % del conjunto de la deuda negociable del Estado. Las obligaciones que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2001 en el plazo de diez años han sido las de cupones 5,40 % y 5,35 %. El primer tramo de esta última, con el que se cerraba la emisión de la anterior, tuvo lugar en junio. Al darse por concluida la emisión de la obligación de cupón 5,40 %, su saldo acumulado alcanzaba 13.161,9 millones de euros.

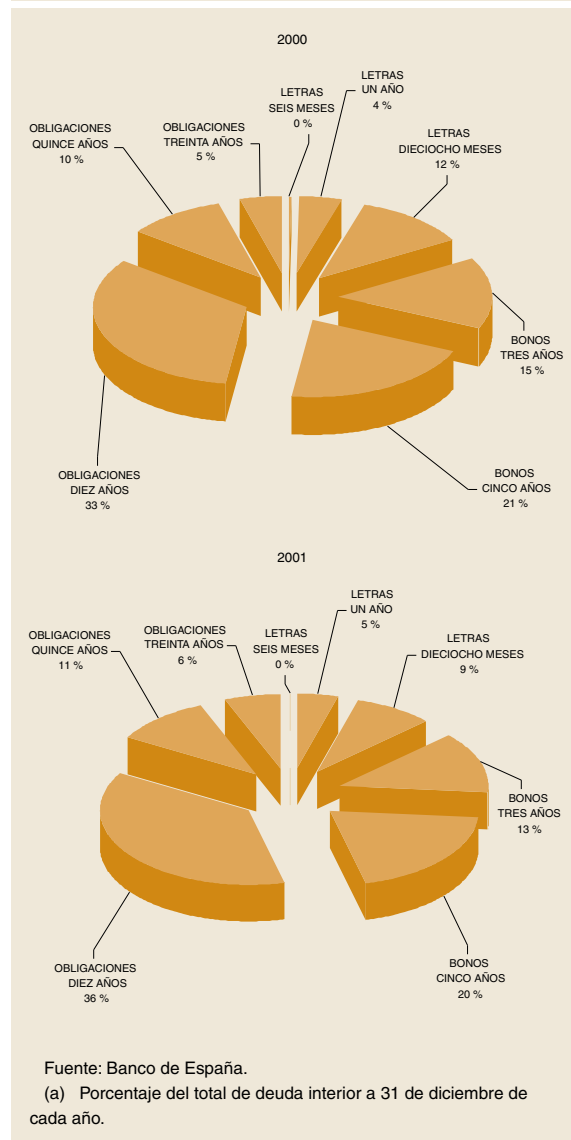
El recurso bruto a bonos a tres y cinco años, habiendo alcanzado 9.128,8 y 8.861,4 millones de euros, respectivamente, se ha situado alrededor de un 30 % por debajo del de las obligaciones a diez años. Este resultado supone, de nuevo, una reducción interanual para la emisión bruta en ambos segmentos próxima al 20 %. Cabe observar, sin embargo, que en términos netos el recurso a estas líneas de financiación de medio plazo ha sido más desigual. Así, la amortización neta de bonos a tres años registrada en 2001 (4.071,6 millones de euros, en términos nominales) ha sido dos veces y media superior a la correspondiente a bonos emitidos a cinco años (1.668,8 millones de euros, en términos nominales). En conjunto, las evoluciones que se vienen describiendo para los bonos de medio plazo suponen que los saldos vivos de bonos a tres y a cinco años han disminuido, en relación con los de cierre de 2000, el 10,0 % y el 3,0 %, respectivamente.

Los bonos que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2001 en los plazos de tres y cinco años han sido, respectivamente, los bonos de cupones 4,65 % y 4,80 %, cuyos primeros tramos se abrieron en marzo y abril, respectivamente. Con ellos se cerraba en enero la emisión de los bonos de cupón 4,60 % y 4,95 %, los cuales han acabado acumulando un saldo vivo de 10.864,8 y 11.859,1 millones de euros. Estas cifras suponen que el tamaño al que se ha dado por cerrada la emisión de las líneas a tres y cinco años se ha ampliado en el ejercicio de 2001 un 13,2 % y un 33,3 %, respectivamente.

La colocación de valores emitidos a quince y a treinta años ha registrado una evolución desigual. Mientras que las emisiones bruta y neta de los de más largo plazo han registrado incrementos del 75 %, en relación con las mismas cifras de 2000, las obligaciones a quince años han re-

GRÁFICO II.6

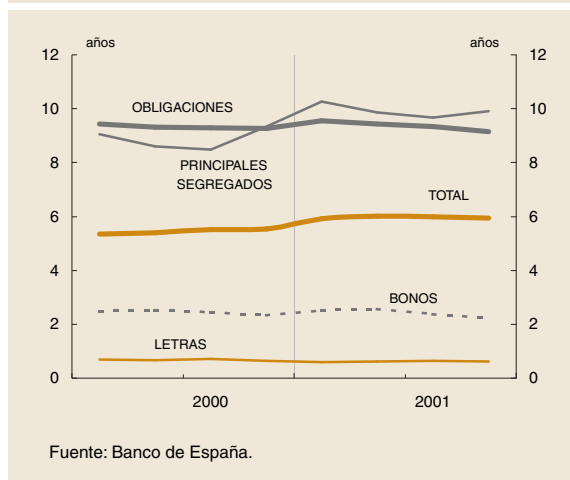
Composición de la deuda anotada (a)



ducido su aportación neta de fondos al Tesoro un 34,4 % en relación con la de 2000. De todas formas, el saldo de obligaciones a quince y treinta años ha podido concluir el año 2001 con incrementos del 6,2 % y 35,5 % en relación con los de finales de 2000. De esta forma, su peso respectivo dentro del conjunto de la deuda negociable del Estado ascendía, al cierre de 2001, al 9,4 % para las obligaciones a quince años, y al 4,1 % para las obligaciones a treinta años. El significativo peso que acumulan las obligaciones a quince 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. Las obligaciones a quince y treinta años en emisión durante 2001 han sido, respec-

GRÁFICO II.7

Vida media residual por grupos de instrumentos



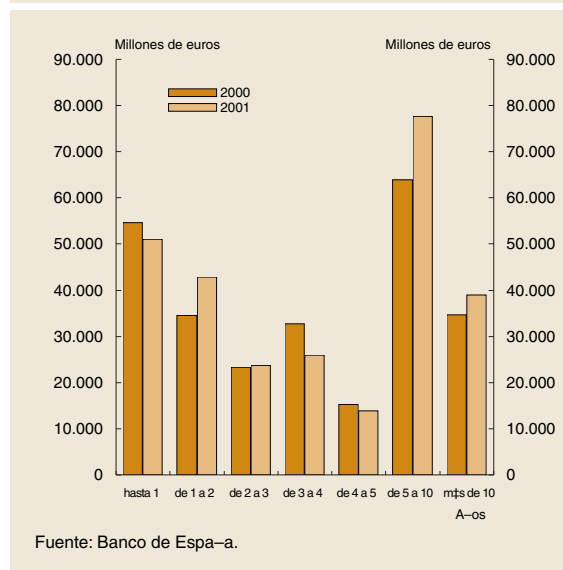
tivamente, las de cupones 4,75 % y 5,75 %. Los saldos vivos de las mismas al finalizar 2001 ascienden a 9.922,8 y 4.245,8 millones de euros, respectivamente, importes que aseguran por el momento la continuidad de estas líneas.

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 2000. Como se puede apreciar en el gráfico II.6, continúa el 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 interior emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 83,4 % en 2000, al 86,8 % del año 2001. Por el contrario, como es lógico, en el caso de las letras del Tesoro, la participación en el conjunto del saldo de deuda interior desciende, a finales de 2001, a niveles de en torno al 13 %, desde niveles superiores al 16 % en 2000, 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. Como se puede apreciar en el gráfico II.7, esta ha pasado desde niveles de 5,5 años en 2000 hasta los 5,9 años de 2001. 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 2001, el volumen de vencimientos de bonos que se concentraban en enero de 2002 merecía la consideración de los potenciales riesgos asociados a su refinanciación. Precisamente, con objeto de

GRÁFICO II.8

Distribución por vencimientos



limitarlos, y dada la comodidad que encontró el Tesoro para obtener financiación en 2001, este procedió a la ejecución de un programa de recompra de los bonos que vencían a comienzos de 2002, así como de otros valores. En el gráfico II.8 se presenta el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro al concluir 2001.

II.2.3. Recompas de deuda

A diferencia de años anteriores, el Tesoro no ha efectuado en 2001 operaciones de canje de deuda. La comodidad con que afrontaba su programa de financiación anual y la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación han trasladado el protagonismo a las recompras de deuda. Así, el Tesoro ha reforzado en 2001 el programa de recompra de deuda que iniciara en 2000. En total se ejecutaron 23 subastas de recompra de deuda, mediante las que se procedió a amortizar anticipadamente bonos emitidos originalmente a tres y cinco años, así como obligaciones a diez y quince años.

El cuadro II.3 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2001. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado, están los bonos de cupón 5,25 % y 3,00 %, con vencimiento en enero de 2003. La concentración de vencimientos que se suele producir a comienzos de año, debido a exigencias de diseño para los programas de strips, ha venido determinando habi-

CUADRO II.3

**Recompras de deuda
Año 2001**

Millones de euros

	Años vida residual en el 27/07/01	PRO MEMORIA						% rec/ofe
		Efectivo	Nominal recomprado	Nominal ofertado	Saldo previo a las recompras	% del saldo ofertado	% del saldo recomprado	
Total		7.409,7	6.959,5	21.506,4	36.666,4	58,7	19,0	19,0
B-3 (3,00%)	1,1	2.841,0	2.832,0	8.889,0	9.595,8	92,6	29,5	29,5
B-5 (5,25%)	1,1	3.325,0	3.157,5	10.301,0	8.964,7	114,9	35,2	35,2
B-10 (10,00%)	4,1	176,2	140,0	445,0	5.036,5	8,8	2,8	2,8
O-10 (10,15%)	4,1	550,7	420,0	950,0	3.823,6	24,8	11,0	11,0
O-10 (8,80%)	4,3	222,6	180,0	390,0	3.437,3	11,3	5,2	5,2
O-15 (8,20%)	7,2	294,2	230,0	531,4	5.808,6	9,1	4,0	4,0

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

tualmente que deban aliviarse con antelación los posibles riesgos de refinanciación que pudieran sobrevenir. Con este fin, mediante 18 subastas se amortizaron anticipadamente 2.832,0 millones de euros del bono de cupón 3,00 % y 3.157,5 millones del de cupón 5,25 %. El coste efectivo de esta operación para el Tesoro alcanzó, respectivamente, 2.841,0 y 3.325 millones de euros. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que fue ofertada para su amortización la mayor parte del saldo vivo de esos bonos con vencimiento en 2003. Sin embargo, las condiciones económicas de esas ofertas determinaron una tasa de adjudicación cercana al 30 %.

El segundo grupo de operaciones de compra efectuadas en 2001 hace referencia a obligaciones de cupones relativamente elevados y con vencimientos residuales alrededor de cinco años. Desde un punto de vista cuantitativo, tanto la oferta agregada (2.316,4 millones de euros) como el importe nominal amortizado (970,0 millones de euros) de esas referencias indican su menor relevancia. De hecho, el menor interés que para el Tesoro ha supuesto esta serie de operaciones queda puesto de manifiesto por la escasa tasa media de adjudicación en estas subastas. Salvo para la obligación de cupón 10,15 %, esa tasa se ha situado alrededor o por debajo del 5 %.