

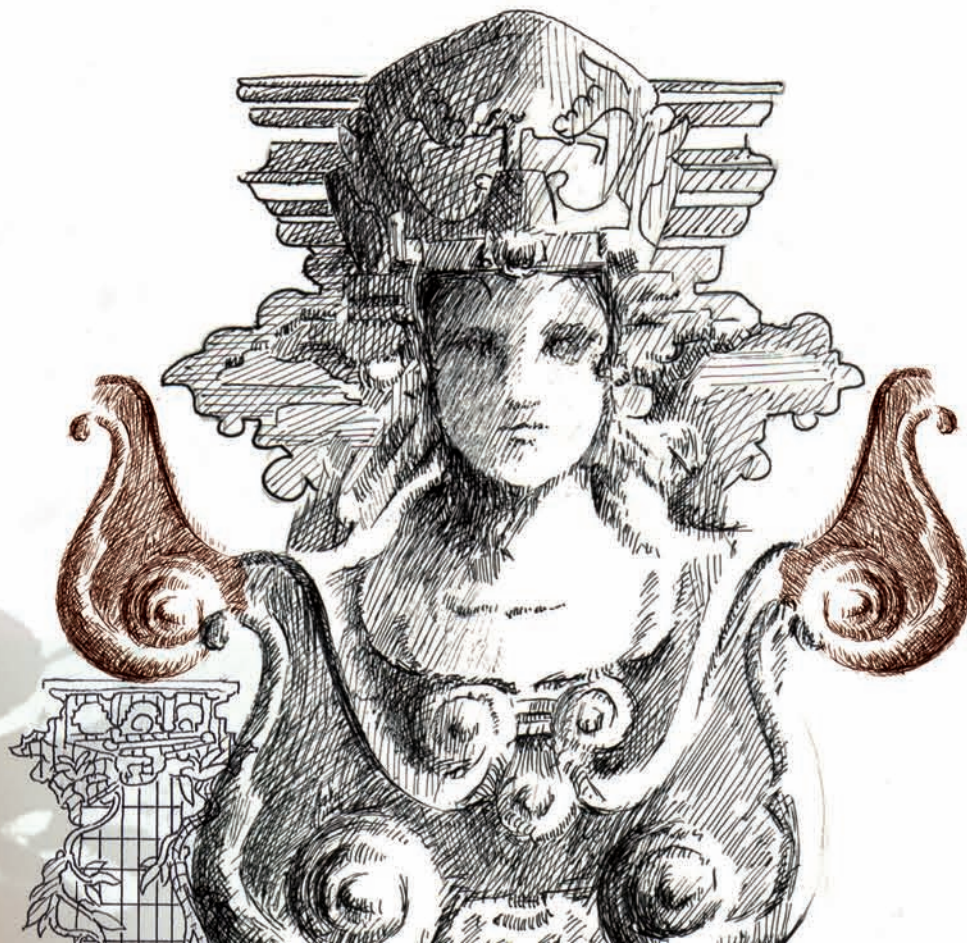


Estrategia 2010

Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro

- 1 INTRODUCCIÓN
- 2 RESULTADOS DE LA FINANCIACIÓN DEL TESORO PÚBLICO EN 2009
- 3 LA FINANCIACIÓN DEL TESORO PÚBLICO EN 2010

Índice



1

INTRODUCCIÓN

El aumento de la emisión de Deuda Pública ha sido parte esencial de la acción coordinada de las autoridades económicas contra la crisis. Ha soportado la función estabilizadora del presupuesto y ha movilizó recursos para paliar las consecuencias de la dislocación de los mercados financieros y del flujo de crédito. En 2009 se ha acentuado así la tendencia al incremento del saldo en circulación de la Deuda del Estado que se inició en 2008, tras años de estabilidad e incluso de reducción en términos nominales.

El Tesoro Público ha tenido que aumentar su presencia en el mercado, para cubrir una necesidad de endeudamiento en fuerte progresión respecto al año precedente y que ha ido elevándose respecto a la previsión inicial a medida que avanzaba el año. A pesar de que 2009 comenzó con turbulencias en los mercados financieros, las condiciones se han ido normalizando de forma progresiva, en un entorno de superación de la incertidumbre y de inicio de recuperación económica a nivel global.

El Tesoro Público ha cerrado su programa de financiación de 2009 con un ligero aumento de la vida media de la deuda en circulación, una ampliación de su base inversora y una liquidez reforzada a lo largo de su curva de rendimientos. La Deuda del Estado en circulación se ha situado en 475 millardos a finales de 2009. El aumento del stock de deuda ha sido considerable, pero gracias al esfuerzo sostenido de consolidación durante la fase expansiva del ciclo económico, la ratio de Deuda sobre el PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas españolas se situará en 2010, según las estimaciones de la Comisión Europea, 18 puntos por debajo de la media de la Zona Euro.

2010 viene marcado por el inicio del proceso de consolidación fiscal, que se plasma ya en los Presupuestos Generales del Estado mediante una reducción del gasto y aumentos moderados y selectivos de los impuestos. El objetivo es alcanzar un déficit del 3% del PIB en 2013, de acuerdo con la senda prevista en la Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España, reflejada en el siguiente cuadro:

Actualización del Programa de Estabilidad, Enero 2010					
	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% crecimiento real)	-3,6	-0,3	1,8	2,9	3,1
Saldo presupuestario AA PP (% PIB)	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	-3
Deuda Bruta AAPP (% PIB)	55,2	65,9	71,9	74,3	74,2

La necesidad de endeudamiento prevista por el Tesoro Público para el 2010 es de 76,8 millardos de euros. Las líneas básicas de la estrategia de emisión seguirán siendo la ampliación y diversificación de la base inversora, la reducción del riesgo de refinanciación y la potenciación de la liquidez. Dentro de las novedades en términos de instrumentos destaca la reintroducción de las Letras del Tesoro a 18 meses.

2 RESULTADOS DE LA FINANCIACIÓN DEL TESORO PÚBLICO EN 2009

La profundidad de la recesión que ha experimentado la economía española explica gran parte del incremento en la emisión neta del Tesoro Público respecto a la previsión que se realizó en enero. Junto con las medidas discrecionales adoptadas en el marco del Plan Español para el Estímulo de la Economía y del Empleo, la respuesta de los estabilizadores automáticos al deterioro cíclico más intenso de lo anticipado ha sido considerable. Por el contrario, las adquisiciones netas de activos financieros destinadas a paliar los efectos de la crisis financiera en el funcionamiento normal del flujo de crédito han quedado por debajo de los límites máximos que se habían fijado a finales de 2008.

La financiación del Tesoro en 2009	Previsión enero'09	Cierre 2009
Necesidades Financieras (=Emisión Neta)	86,5	116,7
Emisiones brutas de bonos y préstamos a largo plazo*	87,0	115,1
Amortizaciones de bonos y préstamos a largo plazo*	-32,8	-32,8
Emisión neta de bonos y préstamos a largo plazo*	54,2	82,3
Aumento del saldo de Letras del Tesoro en circulación	32,4	34,4
Asunción de Deuda de RTVE	1,5	1,5
Variación de Deuda del Estado en circulación	88,0	118,2
Saldo de Deuda del Estado a final 2009	447,0	475,2

*Incluye deuda en divisas, bonos y obligaciones, y deudas asumidas.

En millardos de euros e importes efectivos, salvo para el saldo de Deuda a final 2009 (nominales).

Como se observa en el cuadro, la desviación en las necesidades financieras se ha cubierto casi íntegramente con mayor emisión de bonos y préstamos a largo plazo. El saldo de Letras del Tesoro en circulación ha aumentado en línea con lo previsto al principio del año. A pesar de la elevada pendiente de la curva de rendimientos durante 2009, el Tesoro Público ha considerado más aconsejable limitar la sensibilidad del valor de la cartera de Deuda en circulación a posibles subidas de los tipos de interés.

La intensa actividad emisora en Bonos y Obligaciones del Estado en euros a tipo fijo se ha reflejado en el lanzamiento a lo largo de 2009 de seis nuevas referencias. Aprovechando la fuerte demanda inversora en la parte corta de la curva, el Tesoro introdujo por subasta dos nuevos Bonos *benchmark* a tres años. En enero se emitió el Bono 2,75% abril 2012, que se subastó posteriormente de forma regular hasta alcanzar un saldo de cerca de 12 millardos de euros; en octubre se emitió el Bono 2,30% abril 2013, que ha cerrado el año con un saldo vivo de 8,5 millardos de euros. En julio se lanzó una nueva referencia a cinco años (3,30% octubre 2014), que ha alcanzado un saldo vivo cercano a 15 millardos de euros tras la subasta realizada el 14 de enero de 2010.

A pesar de las ventajas que ofrecía el corto plazo, el Tesoro Público ha hecho un esfuerzo para seguir obteniendo el grueso de su financiación a medio y largo plazo. Por ello se recurrió al método de sindicación bancaria para emitir en febrero y junio dos nuevas Obligaciones a diez años (4,60% julio 2019 y 4,30% octubre 2019), ambas por un valor de 7.000 millones de euros, cifras sin precedentes en la historia del Tesoro Público. En septiembre, atendiendo a la mejora en las condiciones de los mercados financieros, se lanzó por sindicación una nueva Obligación *benchmark* a treinta años (4,70% julio 2041), colocando más de 4 millardos de euros.

Las subastas regulares de las referencias *benchmark* se han acompañado durante todo el año de la reapertura por parte del Tesoro de otros Bonos y Obligaciones en circulación en función de las necesidades del mercado y previa consulta al grupo de Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones.

Para completar su programa de financiación en este entorno tan dinámico, el Tesoro Público ha recurrido de nuevo a instrumentos complementarios de emisión, adaptándose a las oportunidades ofrecidas por el mercado.

Tras la vuelta al mercado del dólar que se produjo en 2008, en 2009 se han realizado dos emisiones en dólares dentro del Programa de Euronotas a Medio Plazo. En febrero se emitió una nota a medio plazo (2,75% Marzo 2012) por importe de un millardo de dólares y en septiembre se emitió otra nota (2,00% Octubre 2012) por 2,5 millardos de dólares. En ambos casos se consiguió rebajar el coste de financiación neto respecto al coste de emisión en euros a plazo equivalente.

Por último, para quitar presión a las emisiones en euros a tipo fijo y para aprovechar caladeros alternativos de ahorro, el Tesoro Público sindicó en julio por primera vez un bono a tipo de interés variable en euros (cupón trimestral indiciado al Euribor menos 10 puntos básicos), que se subastó posteriormente.

3 LA FINANCIACIÓN DEL TESORO PÚBLICO EN 2010

El inicio de la consolidación fiscal y la estabilización de la actividad económica permitirán una reducción significativa de las necesidades financieras del Tesoro Público en 2010. Aun así, el volumen de emisiones se situará en niveles elevados en comparación con los de los años previos a la crisis. En estas condiciones, será necesario profundizar el esfuerzo de diversificación de la base inversora y de utilización de nuevos instrumentos de financiación, manteniendo además la liquidez, la transparencia y la predictibilidad como ejes de la política de gestión de la Deuda del Estado.

La financiación del Tesoro en 2010	Previsión enero'10
Necesidades Financieras (=Emisión Neta)	76,8
Emisiones brutas de bonos y préstamos a largo plazo*	97,0
Amortizaciones de bonos y préstamos a largo plazo*	-35,4
Emisión neta de bonos y préstamos a largo plazo*	61,6
Aumento del saldo de Letras del Tesoro en circulación	15,2
Asunción de Deuda de RTVE	1,5
Variación de Deuda del Estado en circulación	78,3
Saldo de Deuda del Estado a final 2010	553,5

*Incluye deuda en divisas, bonos y obligaciones, y deudas asumidas.
En millardos de euros e importes efectivos.

La emisión de Bonos y Obligaciones del Estado en euros volverá a aportar el grueso de los recursos captados por el Tesoro Público en el mercado.

En el plazo de 3 años se subastará el Bono 2,30% Abril 2013 hasta que su saldo vivo alcance los 15 millardos de euros y se lanzará una nueva referencia en mayo por subasta. En el plazo de 5 años se lanzará una nueva referencia en marzo por subasta, tras llevar el Bono 3,30% Octubre 2014 hasta su saldo objetivo.

En el primer trimestre se renovarán dos de las líneas de referencia de Obligaciones, que se habían acercado a su saldo objetivo en la última parte de 2009. En enero se ha emitido por sindicación una nueva Obligación a 10 años (4% Abril 2020), que se subastará regularmente en los meses siguientes. En el primer trimestre se prevé emitir también una nueva referencia a 15 años por sindicación, siempre que las condiciones de mercado lo aconsejen. Para completar las emisiones a largo plazo, el Tesoro Público reabrirá de forma regular su Obligación 4,70% Julio 2041, que se emitió por sindicación en septiembre de 2009.

Con el objetivo de dar más liquidez a la curva de la Deuda del Estado, se mantendrá la práctica de reabrir en las subastas ordinarias referencias *off the run* para aproximarlas al saldo objetivo. Como novedad, el Tesoro Público ha decidido modular dicho saldo objetivo en función del plazo de los valores emitidos. Así, se mantendrá el objetivo de 15 millardos para los Bonos, pero se elevará a 16,5 millardos en las Obligaciones a 10, 15 y 30 años.

El Tesoro viene estudiando desde hace un tiempo la conveniencia de incorporar la deuda indiciada a la inflación europea dentro de sus instrumentos regulares de financiación en euros. En principio, parece que este paso podría contribuir a generar ventajas en términos de mayor penetración en la base de inversores actual y, con el tiempo, en términos de diversificación de riesgos. A lo largo de 2010, el Tesoro intensificará el seguimiento del mercado de deuda soberana indiciada a la inflación en euros y sondeará la demanda potencial.

El Tesoro Público seguirá utilizando y ampliando en 2010 el conjunto de instrumentos de financiación complementarios. En general, estos instrumentos se utilizan de forma menos regular para aprovechar oportunidades de ahorro de costes o de ampliación de la base inversora que ofrezca el mercado. La previsión de emisión en divisas es de 3 millardos para todo el año, aunque el volumen final dependerá de la existencia de oportunidades para abaratar el coste de financiación respecto al de la curva en euros. El mercado del dólar seguirá siendo el objetivo prioritario, pero sin dejar de estudiar oportunidades que puedan surgir en otras divisas. También se prevé volver a reabrir en el primer semestre la Nota a tipo variable Euribor-10 puntos básicos y vencimiento Octubre 2012 para aumentar su saldo vivo. Por último, el Tesoro Público pretende abrir una vía de captación de recursos a medio y largo plazo a un coste inferior al de la curva de rendimientos en euros a través de colocaciones privadas, en particular utilizando los préstamos *Schuldschein*.

El aumento previsto en el saldo vivo de Letras del Tesoro, ligeramente superior a los 15 millardos de euros, supone una reducción significativa frente al aumento de casi 35 millardos de euros con que se ha cerrado 2009. A pesar de que es previsible que la curva de rendimientos continúe con una pendiente relativamente elevada, el Tesoro Público quiere seguir elevando la vida media de su cartera para reducir el riesgo de refinanciación en el marco del proceso de consolidación fiscal iniciado.

La novedad más importante en el mercado de Letras del Tesoro es la reintroducción de las emisiones de Letras a 18 meses, que se interrumpieron en 2007. La ausencia de una referencia de Bonos a plazo de 2 años, junto con la existencia de una demanda potencial a este plazo ha llevado al Tesoro Público a volver a utilizar este instrumento, que se emitirá de forma regular a partir de febrero de 2010.

Calendario de subastas de Bonos y Obligaciones en 2010

Mes	Fecha	Modalidades de Deuda
ENERO	14.01.2010 21.01.2010	Bonos del Estado: 3,30% octubre 2014 Obligaciones del Estado: 6% enero 2029
FEBRERO	04.02.2010 18.02.2010	Bonos del Estado: 2,30% abril 2013 Obligaciones del Estado: 4,20% enero 2037
MARZO	04.03.2010 18.03.2010	Bonos del Estado: Nuevo Bono a 5 años (2015) Obligaciones del Estado: 4% abril 2020 y 4,70% octubre 2041 y Anuncio 2º trimestre
ABRIL	08.04.2010 22.04.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
MAYO	06.05.2010 20.05.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
JUNIO	10.06.2010 17.06.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado y Anuncio 3º trimestre
JULIO	01.07.2010 15.07.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
AGOSTO	05.08.2010 19.08.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
SEPTIEMBRE	02.09.2010 16.09.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado y Anuncio 4º trimestre
OCTUBRE	07.10.2010 21.10.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
NOVIEMBRE	04.11.2010 18.11.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado
DICIEMBRE	02.12.2010 16.12.2010 27.12.2010	Bonos del Estado Obligaciones del Estado Anuncio 1º trimestre 2011

Ministerio de Economía y Hacienda
Dirección General del Tesoro y Política Financiera
Subdirección General de Financiación
y Gestión de la Deuda Pública

Paseo del Prado, 6. 4ª planta
28014 Madrid

Tel.: (34) 91 209 95 29 / 30
Fax: (34) 91 209 97 10



REINO DE ESPAÑA
DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Elige
TesoroPúblico