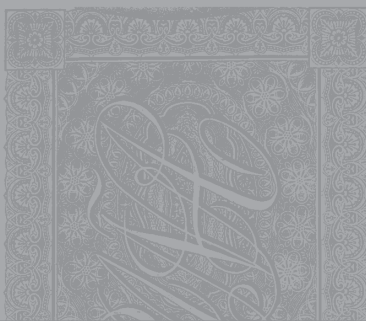
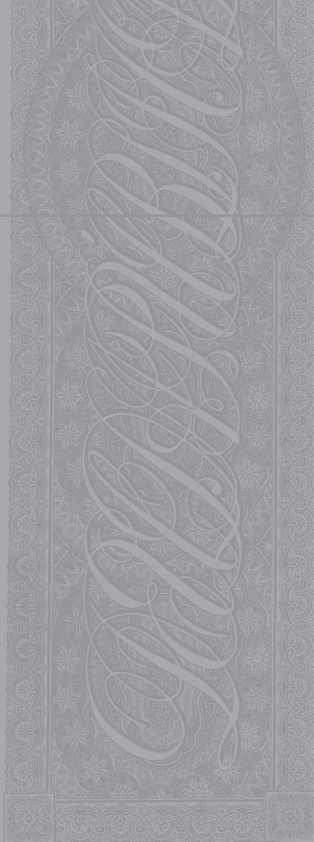


ESTRATEGIA  
DE EMISIÓN DE LOS  
VALORES DEL TESORO  
**2007**

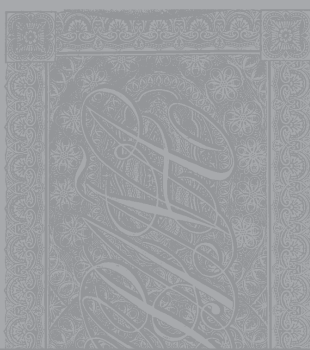


# Índice

<b>1. Previsiones para 2007</b>	<b>5</b>
1.1. Emisiones del Tesoro Público en 2007	6
1.2. Novedades en la financiación del Tesoro Público en 2007	8
1.3. Evolución del déficit público y de la ratio Deuda/PIB	9
<b>2. Balance del año 2006</b>	<b>11</b>
<b>3. Características de la cartera de Deuda del Estado</b>	<b>15</b>
3.1. Coste de la Deuda del Estado	16
3.1.1. Coste medio de emisión y coste medio de la cartera de Deuda en circulación	16
3.1.2. Cotización de la Deuda española en el mercado secundario	17
3.2. Composición de la Deuda del Estado	18
3.3. Vida media y duración de la cartera de Deuda del Estado	19
<b>4. Principales novedades de 2006</b>	<b>21</b>
4.1. Nuevas emisiones	22
4.2. Reducción del número de subastas	24
4.3. Gestión de la tesorería del Estado	25
4.4. Líneas de crédito	26
4.5. Renovación de los Fondtesoro	27
4.6. Acceso de minoristas a la Deuda del Estado	28



PREVISIONES  
PARA 2007



# 1.1. Emisiones del Tesoro Público en 2007

El punto de partida para la estrategia de emisión del Tesoro Público ha de ser los Presupuestos Generales del Estado para 2007. En ellos se mantiene el compromiso del Estado con la estabilidad y la disciplina presupuestaria: por tercer año consecutivo, está previsto un superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas, en esta ocasión del 0,7% del PIB. Descomponiendo este dato entre las distintas administraciones, se observa que el Estado y sus organismos autónomos tendrán un superávit de 0,2% del PIB: es la primera vez en los últimos años que la Ley de Presupuestos prevé un superávit para el Estado, lo cual es consistente con la nueva Ley General de Estabilidad Presupuestaria, ya que en años con crecimiento previsto superior al tendencial esta norma obliga a presentar un saldo fiscal positivo.

En la Ley de Presupuestos se autoriza que la Deuda del Estado aumente a lo largo de 2007 en un máximo de unos 12.600 millones de euros. Esta cifra resulta de la suma del superávit de caja del Estado para 2007 (-3.621 millones de euros), la variación neta de activos financieros (+11.115 millones de euros), el aumento previsto del saldo del Tesoro en el Banco de España a lo largo de 2007 (+2.000 millones) y la asunción de deuda del Ente Público Radiotelevisión Española (+3.181 millones).

Ahora bien, las cifras de esa Ley están basadas en previsiones macroeconómicas efectuadas antes del verano, que se han visto superadas en los últimos meses. Este factor, unido a la favorable evolución de la tesorería del Estado, permite reducir notablemente las estimaciones sobre la necesidad de financiación del Tesoro para 2007. Según muestra el siguiente cuadro, las cifras de emisión se situarán en niveles muy cercanos a los reales de 2006, de modo que a lo largo del año entrante apenas debería variar el saldo de Deuda del Estado en circulación.

**Cuadro 1.1. EMISIONES DEL TESORO PÚBLICO: PREVISIONES PARA 2006 Y 2007**  
(en miles de millones de €)

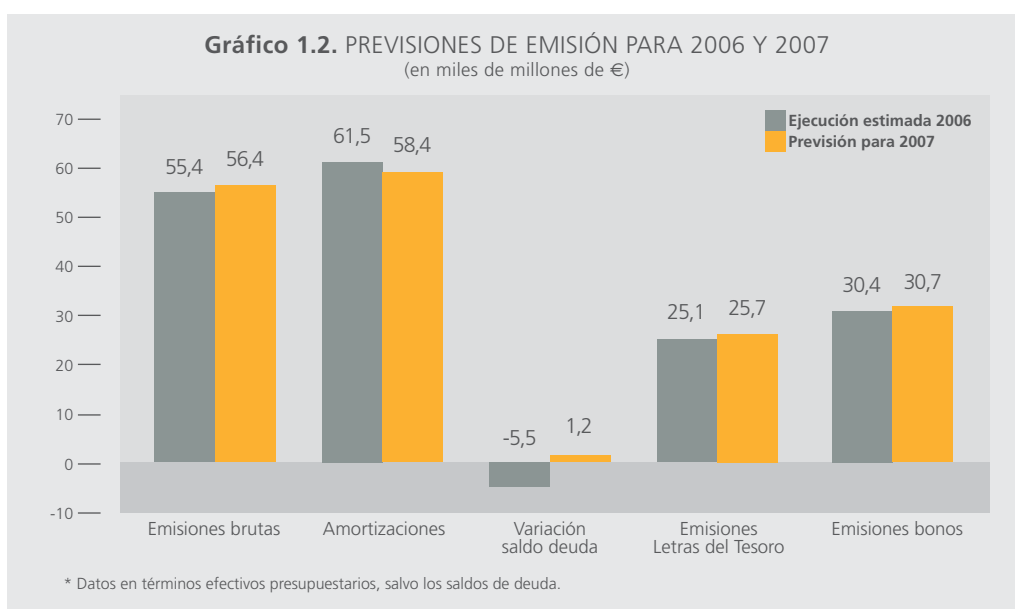
	Ejecución estimada 2006	Previsión para 2007
<b>Emisiones brutas de bonos</b>	<b>30,4</b>	<b>30,7</b>
• Bonos 3 y 5 años	15,3	12,2
• Obligaciones 10 años	11,4	10,0
• Obligaciones > 10 años	3,7	7,5
• Otras emisiones LP	0,0	1,0
Amortizaciones de bonos	32,0	28,5
Financiación neta de bonos	-1,7	2,2
Financiación neta de letras	-2,1	0,6
Variación del saldo de otras deudas	-2,4	-1,6
<b>Variación del saldo de deuda</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,2</b>
<b>Total Deuda en circulación a 31-dic*</b>	<b>314</b>	<b>315</b>

\* Datos en términos efectivos presupuestarios, salvo los saldos de deuda.

Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

El importe de las emisiones a largo plazo (Bonos y Obligaciones del Estado más emisiones en divisas a largo plazo) se situará el año próximo en niveles muy próximos a los de 2006, mientras que las amortizaciones de estos instrumentos serán ligeramente inferiores, de modo que la financiación neta que aportan estas partidas pase de ser ligeramente negativa en 2006 a positiva (+2.200 millones). A esta cifra se suma un ligero incremento del saldo en circulación de Letras del Tesoro y una financiación negativa de otras deudas (el total de -1.600 incluye el efecto de la asunción de deuda de RTVE y su inmediata amortización junto con la amortización de otras deudas no negociables). En total, la variación del saldo de la deuda se prevé ligeramente positiva en 2007, de modo que el total de deuda en circulación aumente en apenas 1.000 millones de euros.

Esta misma tendencia se observa en el siguiente gráfico, que agrega la emisión por instrumentos.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

## 1.2. Novedades en la financiación del Tesoro Público en 2007

Tras las cifras anteriores se encuentran un buen número de novedades que bien merecen varios comentarios. Para ello se seguirá el orden del cuadro 1.1.

En primer lugar, los Bonos del Estado (3 a 5 años). La emisión en este tramo de la curva se recortará notablemente hasta unos 12.200 millones de euros. Por otra parte, el elevado saldo en circulación y la corta vida residual del actual benchmark a 5 años (cupón 3,25% vencimiento julio-2010) hace recomendable emitir ya en enero un nuevo Bono a 5 años con vencimiento 2012. Asimismo, en los primeros meses del año el Tesoro seguirá dando liquidez a la actual referencia a 3 años (cupón 2,90% vencimiento octubre-2008). Con estas premisas, el Tesoro no podrá lanzar un nuevo Bono del Estado a 3 años en 2007. Eso sí, si las referencias en esta zona de la curva mostrasen tensiones de liquidez, se reabrirían las emisiones afectadas.

La emisión de Obligaciones del Estado a 10 años se estima en unos 10.000 millones de euros. Supone hacer subastas de la actual referencia (cupón 3,80% vencimiento enero-2017) hasta que alcance un saldo suficiente y, si la evolución presupuestaria lo justifica, lanzar una nueva referencia en los últimos meses del año.

En el segmento a muy largo plazo está previsto el lanzamiento en el primer semestre de una nueva Obligación del Estado. De este modo, las emisiones a más de 10 años se incrementarán notablemente respecto a las de 2006.

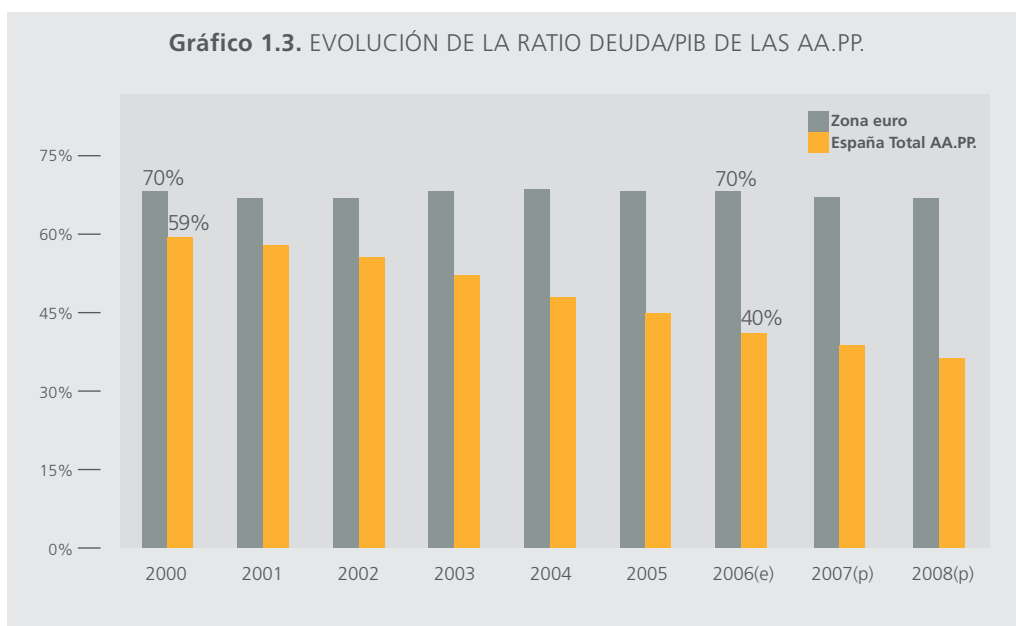
En cuanto a la emisión de otros valores a largo plazo, en 2006 el Tesoro no ha acudido al mercado del dólar, como hizo en los dos ejercicios anteriores, al no justificarlo ni las condiciones financieras ni la muy favorable ejecución presupuestaria del Estado. No obstante, para 2007 se reservan 1.000 millones de euros para posibles emisiones en divisas, siempre y cuando las condiciones sean favorables a los objetivos del Tesoro (ahorro de costes y diversificación de la base inversora).

También en el mercado de Letras del Tesoro hay importantes novedades. Las motivaciones para el cambio son dos: la paulatina y sostenida reducción del tamaño de este mercado junto con la conveniencia para el Tesoro de pasar a un esquema de subastas y vencimientos mensuales (recordemos que en los últimos años se emiten Letras todos los meses pero sólo vencen en los meses pares). Estas consideraciones llevan a que las emisiones a corto plazo se realicen en 2007 fundamentalmente a 12 meses. Se suspenderá la emisión de Letras del Tesoro a 18 meses, celebrándose la última subasta en enero de 2007, dentro del programa de emisiones del 2006. Por otra parte, para dar más liquidez a las nuevas referencias a 12 meses emitidas en meses impares (que por tanto no son una reapertura de antiguas Letras a 18 meses), en la segunda mitad de año se harán subastas de estas referencias a 7 y 6 meses. De este modo, en 2008 culminará la reforma de este mercado, que pasará a tener 12 referencias en circulación, con amortizaciones mensuales coincidiendo con la fecha valor de cada subasta.

Bajo el epígrafe "otras deudas" se incluye la deuda de RTVE por unos 3.200 millones de euros que el Estado asumirá en el mismo momento de su amortización, junto con la amortización de otras deudas del Estado no negociables.

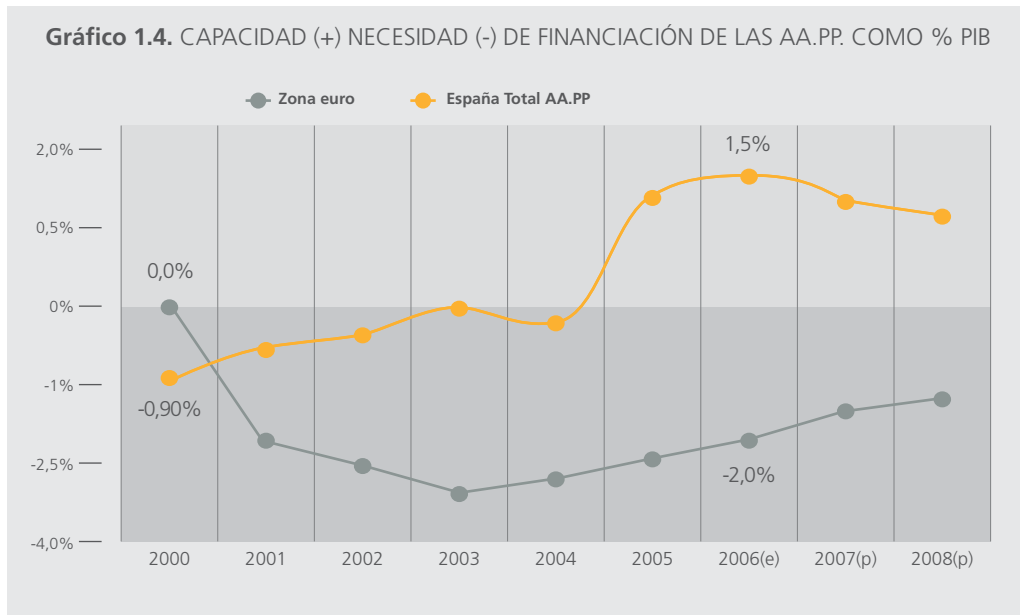
# 1.3. Evolución del déficit público y de la ratio Deuda/PIB

El resultado de estas tendencias en la Deuda del Estado, unido al dinamismo de la economía española, da como resultado una marcada reducción en la ratio Deuda/PIB. El gráfico siguiente muestra las estimaciones de la Comisión Europea de las ratios relativas a la Deuda de las Administraciones Públicas de España y de la zona euro. Frente a una ratio estable de la zona euro en el entorno del 70%, la ratio española pasará del 43,1% en 2005 a tan sólo el 37% a final de 2007.

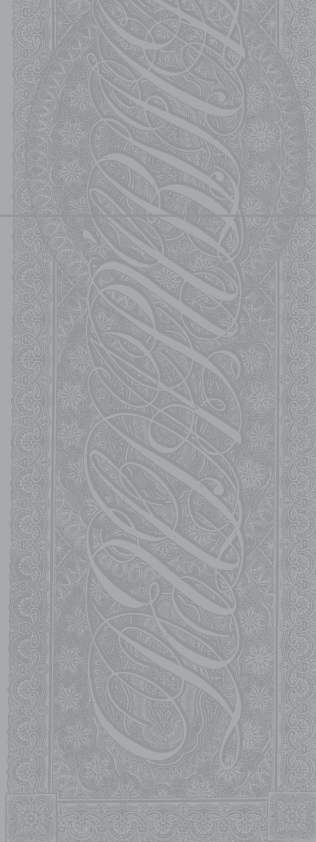


Fuente: Comisión Europea. Previsiones de otoño

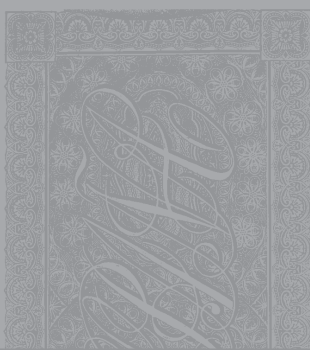
Lógicamente, este comportamiento no es ajeno al del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas: en efecto, mientras que la Comisión Europea prevé que el conjunto de la zona euro registre una necesidad de financiación de las Administraciones Públicas del 1,5% del PIB en 2007, para España prevé un superávit del 1,5% del PIB en 2006 y del 1,1% en 2007.



Fuente: Comisión Europea. Previsiones de otoño



BALANCE DEL  
AÑO 2006



## 2.1. Balance del año 2006

Como viene siendo costumbre en los últimos años, las emisiones del Tesoro Público en 2006 han sido muy inferiores a lo previsto inicialmente, gracias a la muy favorable evolución económica y presupuestaria del Estado. El comportamiento en 2006 se resume en el cuadro siguiente, que toma como referencia la previsión de emisiones del ejercicio realizada a finales de 2005. Frente a esas cifras, el Tesoro ha reducido sus emisiones brutas en aproximadamente 8.000 millones de euros (12% respecto de las previsiones iniciales) y las netas en más de 13.000 millones: en lugar de aumentar la Deuda en 6.000 millones, se reducirá a final de 2006 en más de 5.000 millones de euros. En todo caso, hay que mencionar el carácter aún estimativo de estos guarismos, ya que al cerrar este documento aún no se habían celebrado una subasta de Bonos y dos de Letras del Tesoro del ejercicio 2006; la opción de segunda vuelta de que disponen los Creadores de Mercado impide que el Tesoro pueda conocer a priori y con certeza el volumen exacto que se emitirá. Por tanto, el resultado final del año 2006 puede diferir ligeramente de lo anunciado en este documento.

En términos generales, hay que destacar que el recorte de la emisión neta es superior al de la bruta debido a la realización de recompras de deuda. Por otra parte, el recorte en la emisión bruta se ha repartido equitativamente entre emisiones a largo plazo y las de Letras del Tesoro. A continuación se analiza cada uno de estos factores.

**Cuadro 2.1. EMISIONES DEL TESORO PÚBLICO EN 2006**  
(en miles de millones de €)

	Previsión diciembre 2005	Previsión actual
Emisiones brutas de bonos	<b>36,5</b>	<b>30,4</b>
• Bonos 3 y 5 años	15,0	15,3
• Obligaciones 10 años	14,5	11,4
• Obligaciones > 10 años	6,0	3,7
• Otras emisiones LP	1,0	0,0
Amortizaciones de bonos	<b>27,8</b>	<b>32,0</b>
Financiación neta de bonos	<b>8,7</b>	<b>-1,7</b>
Financiación neta de letras	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>
Variación del saldo de otras deudas*	-2,4	-2,4
Variación del saldo de deuda*	<b>6,6</b>	<b>-5,5</b>

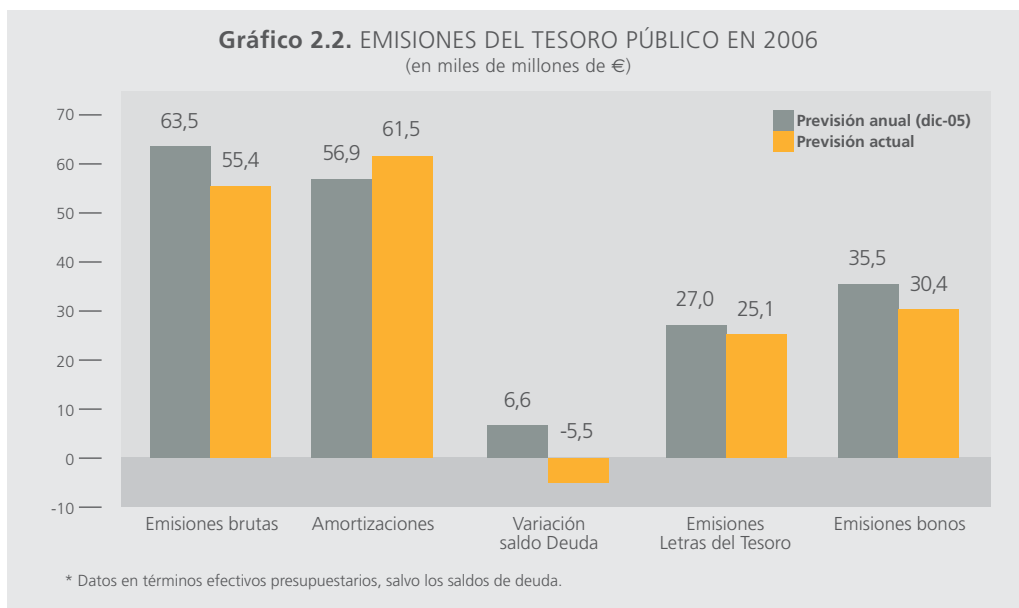
\* Datos en términos efectivos presupuestarios, salvo los saldos de deuda.

Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

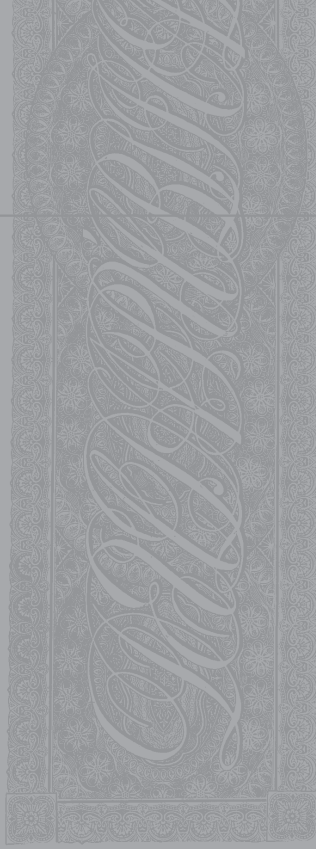
Las emisiones a largo plazo se han recortado en unos 6.000 millones en términos brutos y 10.400 en netos. Dentro de esta partida:

- La emisión de Bonos y Obligaciones del Estado se situará en unos 30.400 millones de euros, un 15% por debajo de lo previsto a finales de 2005.
- La única partida en la que se superaron las previsiones de emisión es en la de Bonos del Estado a 3 y 5 años. Esto se ha debido a la necesidad de dotar de liquidez a la nueva referencia a 3 años (2,90% octubre-2008), lanzada en enero, así como a la referencia a 5 años (3,25% julio-2010) antes de cerrarla.
- La emisión de Obligaciones del Estado a 10 años ha sido inferior a lo previsto en unos 3.000 millones de euros. Pese a este recorte, en octubre se llevó a cabo la emisión de una nueva referencia (3,80% enero-2017) de 5 mil millones de euros. Esta nueva obligación se colocó mediante el procedimiento de sindicación, que ha permitido una vez más garantizar una colocación eficiente, tanto en términos de tipos de interés como de diversificación de la base inversora. Más adelante se dan más detalles de la operación, que ha sido la que ha tenido mayor visibilidad en los mercados.
- El tramo a muy largo plazo también ha sido objeto de un notable ajuste (de 6.000 a 3.700 millones de emisión a 30 años). El saldo de la referencia 4,20% enero-2037 se ha llevado a cerca de 12.000 millones de euros.
- Por otra parte, el Tesoro Público no ha realizado ninguna emisión en divisas, al no justificarlo las condiciones de mercado ni la evolución presupuestaria.
- En cuanto a las amortizaciones de Bonos y Obligaciones del Estado, las cifras previstas superan al anuncio de diciembre pasado en unos 4.200 millones de euros. Esta desviación se ha debido al programa de recompras de deuda, operaciones que el Tesoro viene realizando desde 1997. En 2006 se han amortizado anticipadamente deudas por valor total de 4.532 millones de euros nominales (4.791 millones en términos efectivos). La mayor parte (4.386 millones de euros) corresponde a recompras en el mercado secundario. El grueso de las mismas se ha repartido entre referencias segregables con vencimientos entre 2006 y 2011. Además, el Tesoro ha recomprado 76 millones de la Obligación no segregable 7,35% marzo-2007 y ha preamortizado un préstamo por unos 200 millones de dólares.
- En cuanto a las Letras del Tesoro, la emisión bruta se situará un 7% por debajo de la cifra anunciada a finales de 2005, alcanzando unos 25.000 millones de euros. En términos netos, el saldo de estos instrumentos se reducirá en más de 2.000 millones.

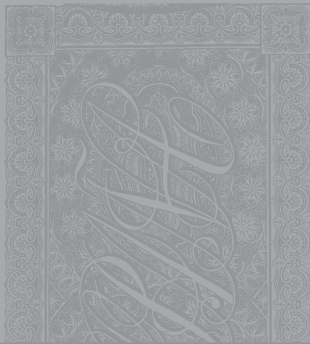
De nuevo, el siguiente gráfico resume estos comportamientos desde el punto de vista agregado.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera



CARACTERÍSTICAS  
DE LA CARTERA DE  
DEUDA DEL ESTADO



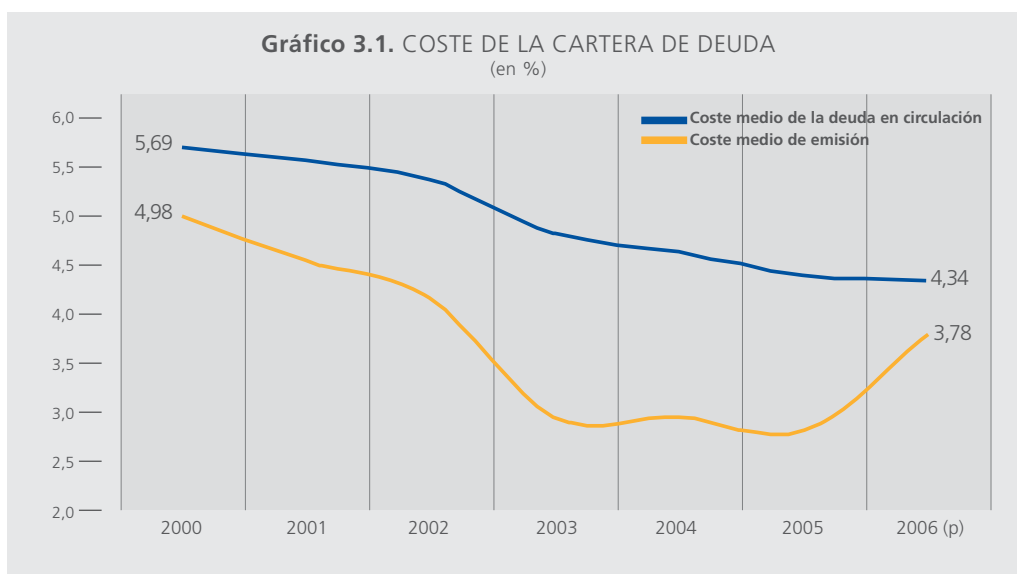
# 3.1. Coste de la Deuda del Estado

El coste de la Deuda del Estado se puede analizar desde dos puntos de vista.

## 3.1.1. Coste medio de emisión y coste medio de la cartera de Deuda en circulación

Desde el punto de vista presupuestario, este análisis es el más adecuado, ya que refleja los costes para el erario público de la cartera de deuda y de las nuevas emisiones realizadas en el año. Pues bien, en 2006 se ha invertido la tendencia de reducción sostenida del coste de emisión de la Deuda del Estado: para el total del ejercicio, se prevé que el coste de emisión se sitúe en 3,78%, prácticamente un 1% más que el registrado en 2005. Este aumento se debe principalmente al incremento que han registrado las rentabilidades de las Letras del Tesoro, que representan el 44% del total emitido en el año.

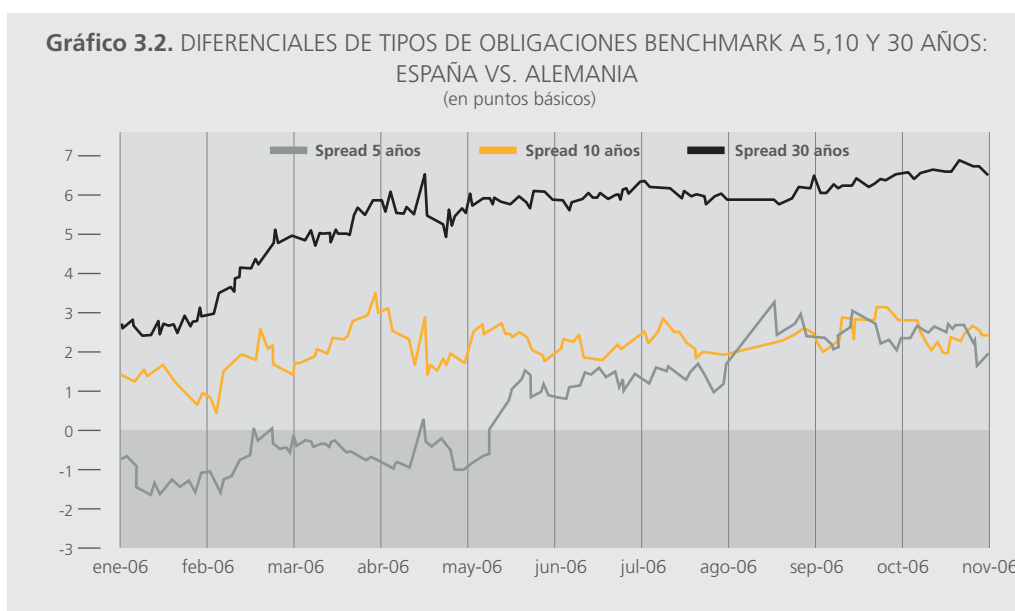
Ahora bien, el coste medio de la cartera de Deuda del Estado (calculado como media ponderada de los costes de emisión de todos los valores que la componen) mantuvo en 2006 su tendencia a la baja. Esto se debe a que, en promedio, se han sustituido deudas amortizadas en el año por nuevas emisiones con un coste inferior al de emisión de aquéllas. El coste medio de la Deuda viva se situará a final de 2006 en el entorno del 4,34%, ligeramente por debajo del nivel de 2005.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

### 3.1.2. Cotización de la Deuda española en el mercado secundario

Para los participantes de mercado y para el propio Tesoro tiene enorme interés analizar la cotización de la Deuda del Estado en el mercado secundario, ya que de su valoración depende el coste de las futuras emisiones. El gráfico siguiente analiza los diferenciales entre los bonos españoles y alemanes a 5, 10 y 30 años. Para ello se centra en los bonos de referencia a los distintos plazos<sup>1</sup>. El comportamiento de las referencias españolas no ha sido muy favorable: en el 5 años la referencia española ha perdido 2 puntos básicos respecto a la alemana, invirtiéndose la ventaja de financiación a este plazo que tenía el Tesoro español. El diferencial a 10 años se ha mantenido relativamente estable entorno a los 2 puntos básicos, mientras que el del 30 años ha aumentado a lo largo del año, pasando de 2,75 a más de 6 puntos básicos.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera a partir de datos de Bloomberg

Gran parte de esta pérdida de diferencial frente a Alemania se explica por la notable mejora de sus finanzas públicas, que ha permitido a la Deuda alemana ganar terreno frente a la práctica totalidad de los demás emisores. Sin embargo, no se puede sino concluir que los mercados no han valorado adecuadamente el excelente estado de las cuentas públicas españolas, con lo cual la Deuda española ofrece una buena oportunidad de compra en los plazos largos de la curva.

1. Se ha comparado directamente la rentabilidad de las referencias españolas con alemanas a similar plazo: el 3,25% julio-10 español contra el 2,5% octubre-10 alemán, el 3,15% enero-16 contra el 3,5% enero-16 y el 4,20% enero-37 español contra el 4% enero-37 alemán.

## 3.2. Composición de la Deuda del Estado

En 2006 se produce la mayor reducción del saldo de la Deuda del Estado en circulación de los últimos años: la caída asciende a unos 5.500 millones de euros, lo que representa un 2% del total.

Por instrumentos, la contracción del volumen de deuda no irá en perjuicio de la liquidez del principal mercado (Bonos y Obligaciones del Estado), ya que su saldo se ha mantenido prácticamente inalterado en 364 millones de euros. Sí ha caído el tamaño del mercado de Letras del Tesoro en más de 1.000 millones de euros (casi un 6%). La mayor contracción relativa corresponde a la partida "Otros Instrumentos", asociada a las menores emisiones en divisas y a la amortización de deudas no negociables en la cartera del Tesoro.

Para 2007 se prevé mantener la tendencia de los últimos años: crecimiento moderado de la Deuda del Estado (unos 1.400 millones de euros), siendo los Bonos y Obligaciones el instrumento que mayor financiación neta aporte. El tamaño del mercado de Letras del Tesoro se mantendrá prácticamente constante (aumento de su saldo nominal en 600 millones de euros) y las demás partidas seguirán reduciendo su peso en la cartera del Tesoro.

**Cuadro 3.3. DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN**  
(en miles de millones de €)

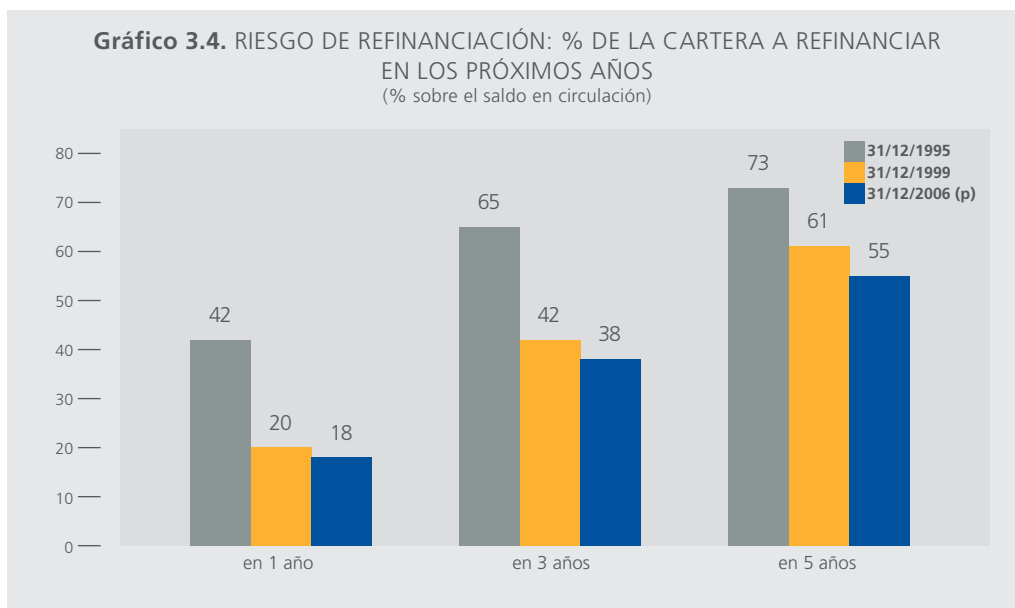
Año	Letras	Bonos y Obligaciones	Otros Instrumentos	Total
1995	70,61	116,63	42,12	229,36
% <i>s/total</i>	30,8	50,8	18,4	100,0
1999	53,14	205,33	36,27	294,74
2002	35,83	247,11	29,02	311,96
2003	38,76	245,97	24,40	309,13
2004	36,99	255,88	26,29	319,15
2005	33,29	264,66	21,21	319,16
2006 (p)	31,44	264,50	17,72	313,66
% <i>s/total</i>	10,0	84,3	5,6	100,0
2007 (p)	32,04	266,90	16,12	315,06
% <i>s/total</i>	10,2	84,7	5,1	100,0

Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

## 3.3. Vida media y duración de la cartera de Deuda del Estado

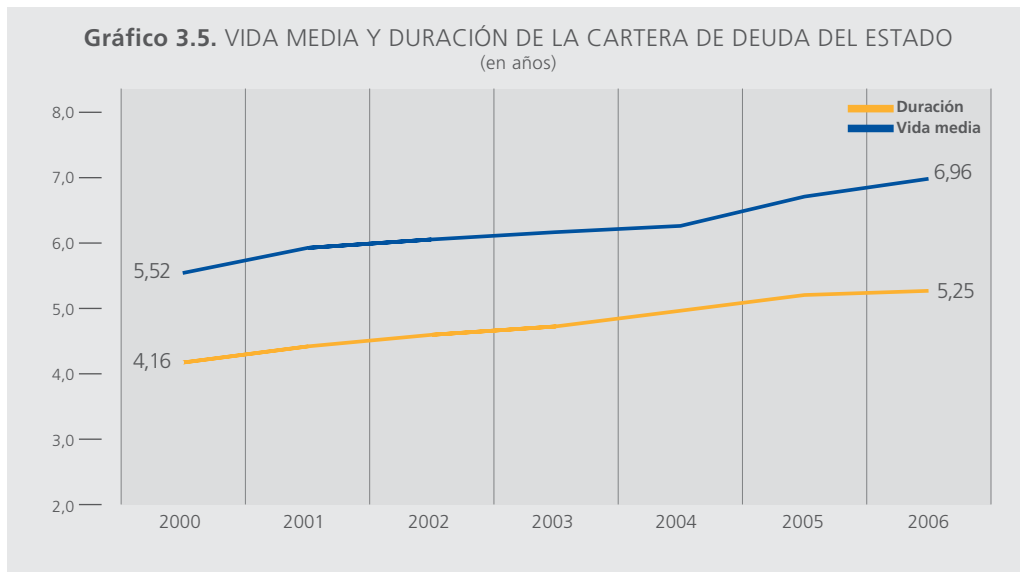
Un objetivo del Tesoro Público es la consecución de una cartera que permita una gestión financiera óptima, es decir, conseguir la mejor combinación posible entre riesgo y coste. A tal fin, y teniendo en cuenta la pendiente de la curva de tipos de interés, las emisiones del Tesoro se han ido concentrando de forma creciente en el tramo medio y largo de la curva. Como consecuencia de esta política en el mercado primario:

- El riesgo de refinanciación se ha reducido notablemente. Así, como se aprecia en el gráfico adjunto, a mediados de los años 90 el porcentaje de Deuda en circulación que había que refinanciar cada año era superior al 40%, siendo por ende muy elevada la sensibilidad del coste de la cartera de Deuda a variaciones en el tipo de interés. En los últimos años, esta situación ha cambiado notablemente, de manera que se espera acabar el año en curso con una proporción del 18%, manteniendo la suave tendencia a la baja de los últimos años. Del mismo modo, el porcentaje de cartera a refinanciar en 3 y 5 años se ha reducido notablemente. Si a esto se une la fuerte reducción de la ratio Deuda/PIB en los últimos años, el riesgo de refinanciación en términos de PIB se ha contraído doblemente.

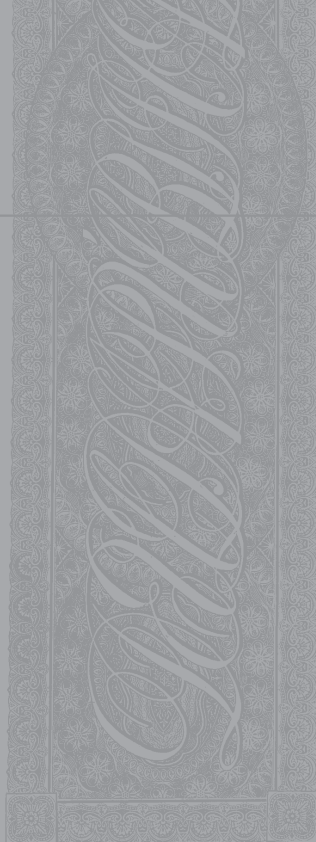


Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

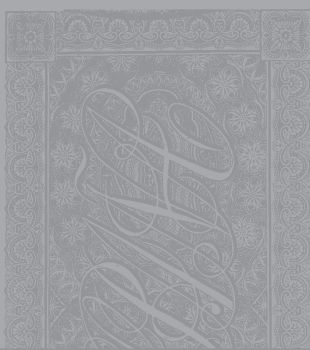
- Dada la política de emisiones del Tesoro Público, centrada en el tramo medio y largo de la curva, se ha producido durante los últimos años un aumento de la vida media: se espera que alcance a final de 2006 un valor de 6,96 años. Por su parte, la duración ha mantenido su tendencia al alza hasta los actuales 5,25 años.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera



PRINCIPALES  
NOVEDADES DE 2006



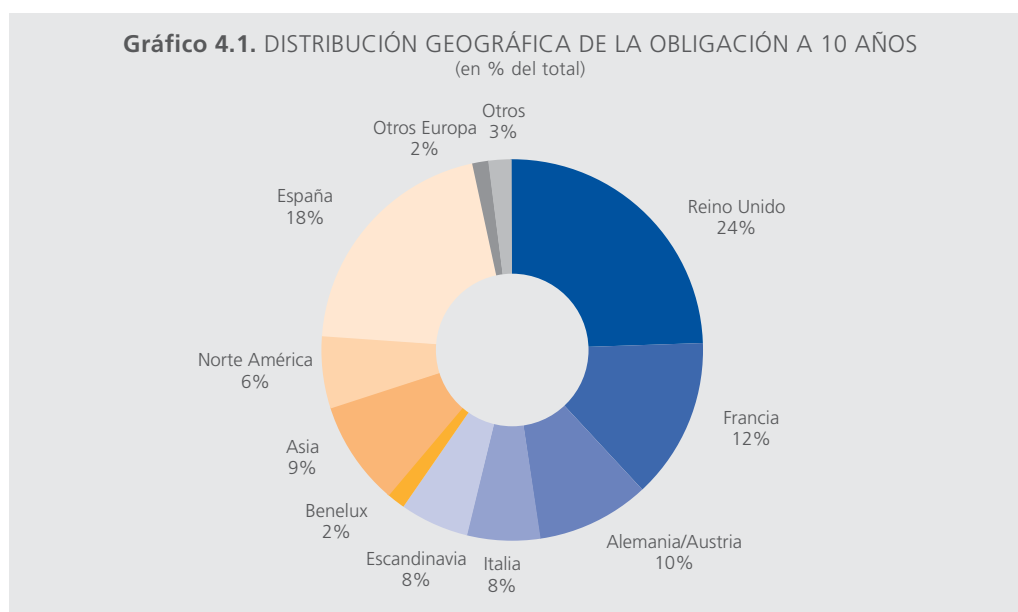
## 4.1. Nuevas emisiones

En 2006, el Tesoro Público ha emitido 2 nuevas referencias a largo plazo: un nuevo Bono del Estado a 3 años (2,90% octubre-2008) y una nueva Obligación del Estado a 10 años (3,80% enero-2017). La primera se ha subastado desde el mes de enero, llegando su saldo en circulación a final de año a un volumen cercano a los 10.000 millones de euros.

La nueva Obligación a 10 años (cupón del 3,80% y vencimiento el 31 de enero de 2017) se lanzó mediante sindicación y ha sido la que sin duda alguna ha tenido una mayor visibilidad en los mercados. La operación se realizó en octubre y se pudo lanzar al mercado un primer tramo por importe de 5.000 millones de euros. Las entidades encargadas de liderar la emisión fueron ABN AMRO, Barclays Capital, BBVA, Deutsche Bank y Société Générale CIB. El resto de los Creadores de Mercado, en su práctica mayoría, actuaron como col deres del sindicato.

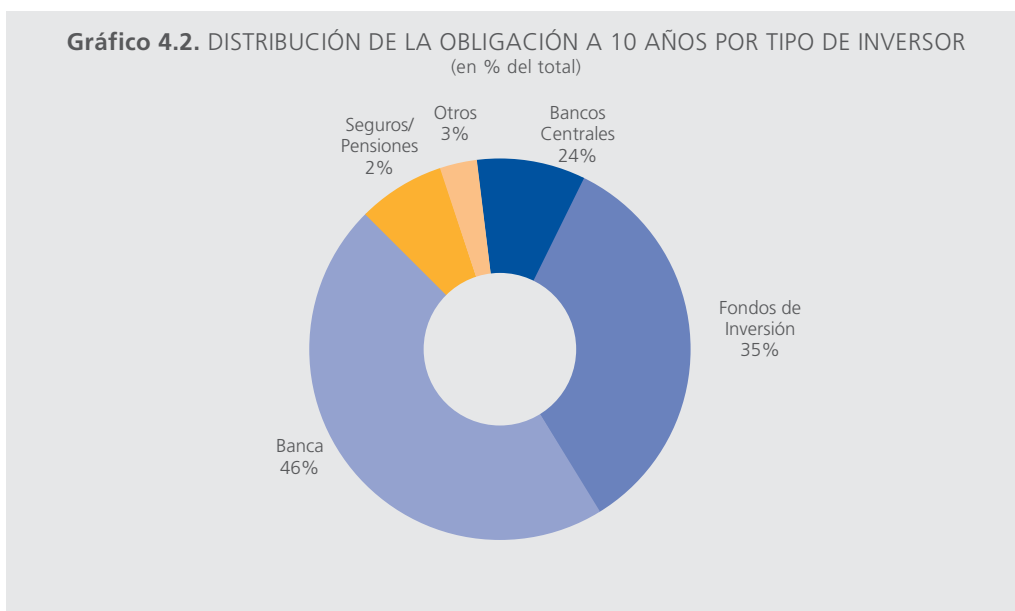
La emisión de esta nueva Obligación ha sido un éxito tanto en términos de precio como de distribución entre los inversores finales. En cuanto al precio, la rentabilidad para el inversor se situó en 3,856%, lo que supone un diferencial de -20 puntos básicos bajo la curva swap y +5 puntos básicos respecto al bono alemán. Esta diferencia se explica en parte porque el vencimiento del nuevo bono español es posterior al del alemán de referencia (con vencimiento en julio de 2016). Ajustando este factor, resultaría un diferencial con Alemania de unos 3 puntos básicos.

En cuanto a la distribución geográfica, casi la mitad de la emisión se colocó entre inversores de fuera de la zona euro, destacando la presencia de inversores asiáticos y norteamericanos (que, en conjunto han comprado un 15% del total de la emisión). Los inversores españoles adquirieron un 18% de esta nueva Obligación, de manera que la operación permite seguir diversificando la base compradora de Deuda del Estado, como podemos ver a continuación:



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

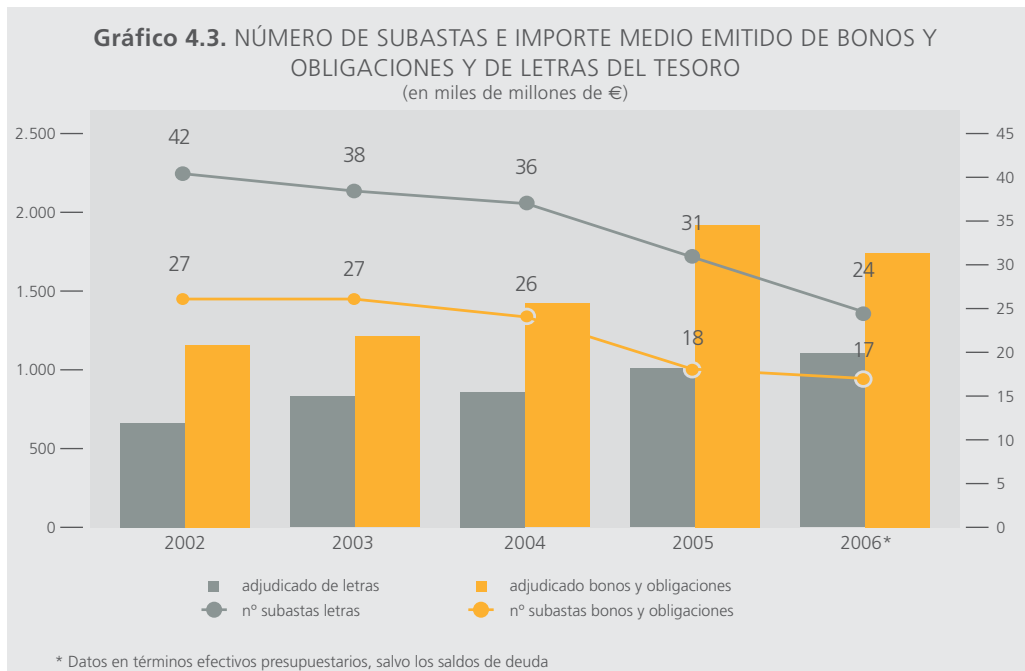
Por tipología de demandante, el 54% de la emisión se vendió a inversores finales (fondos de inversión, aseguradoras y fondos de pensiones), de manera que se cumplió el objetivo de colocación del valor entre clientes de alta calidad.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

## 4.2. Reducción del número de subastas

Pese a la visibilidad de la sindicación, el principal mecanismo de emisión empleado por el Tesoro sigue siendo la subasta, que ha supuesto aproximadamente el 90% del importe emitido. En 2006 el Tesoro ha continuado reduciendo el número de subastas e incrementando el volumen emitido en cada una de ellas, potenciando así la liquidez del mercado primario. En el siguiente gráfico se ilustra esta tendencia: ha caído el número de subastas de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado así como el importe medio adjudicado en estas últimas. La fuerte contracción en las necesidades de financiación, sin embargo, no ha permitido mantener la senda de aumento del tamaño medio de las subastas de Bonos y Obligaciones de Estado.



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

## 4.3. Gestión de la tesorería del Estado

A lo largo del año se introdujeron cambios para mejorar el funcionamiento de las denominadas subastas de liquidez, por las que el Tesoro Público rentabiliza sus saldos en el Banco de España. Desde febrero de 2001, el Tesoro Público realiza esta operativa consistente en transferir diariamente mediante simultáneas sobre Deuda el saldo de su cuenta en el Banco de España a las entidades de crédito que resultan adjudicatarias en dichas subastas.

Los cambios introducidos en 2006 tienen por objeto mejorar el rendimiento que obtiene el Estado por la cesión de su liquidez y minimizar las distorsiones que pueden provocar en el mercado secundario de Deuda:

- En primer lugar, la puja mínima en las subastas se redujo del 2% del saldo diario al 1%, aumentando el número máximo de pujas que cada entidad puede presentar de 3 a 5. Con esto se pretende animar a participar a entidades de menor tamaño.

- Para dar más transparencia a las subastas, antes de su celebración el Tesoro comunica a los participantes su previsión diaria de saldos para cada uno de los días del mes; posteriormente, actualiza esta previsión los primeros días hábiles de cada semana. Anteriormente sólo se anunciaban los saldos máximos, mínimos y medios previstos, de manera que a partir de 2006 se ha aumentado notablemente la información proporcionada al mercado.

- Finalmente, se ha ampliado en determinados días la gama de colateral aceptable para las operaciones simultáneas. Desde 2001, sólo se aceptaban valores de Deuda del Estado, lo cual podía generar tensiones en su mercado secundario en los días en los que el Tesoro acumulaba saldos de tesorería muy elevados. Para evitar estas distorsiones, antes de celebrar cada subasta el Tesoro anuncia si aceptará, y en qué días, otros valores como colateral. Estos valores deberán estar denominados en euros, registrados en Iberclear y ser de buena calidad crediticia (Deuda de Estados de la UE, de Comunidades Autónomas o de otros emisores con rating AAA/Aaa). En las subastas celebradas en 2006 sólo se aceptaron Deuda de otros Estados y de las Comunidades Autónomas; en 2007 se avanzará en las medidas precisas para poder aceptar también valores de renta fija privada de alta calidad que cumpla los requisitos citados.

## 4.4. Líneas de crédito

Desde que se prohibió la financiación del Banco de España al Tesoro, éste ha venido contratando una serie de líneas de crédito para asegurar que podrá cubrir posibles desfases de tesorería. Desde 1999, estas líneas han sido movilizables contra la emisión de Letras del Tesoro. En 2006 se ha aprobado una nueva normativa reguladora de la contratación de estas operaciones (Orden EHA/2393/2006, de 14 de julio) y se ha ampliado el plazo de una de las líneas por importe de 2.500 millones de euros.

De cara a 2007, el Tesoro pretende renovar las líneas movilizables por Letras y negociar un nuevo instrumento no movilizable con colateral, que permita cubrir riesgos en situaciones extremas o hacer frente a eventuales riesgos operativos.

## 4.5. Renovación de los Fondtesoro

El Tesoro Público ha promovido desde 1990 estas figuras para proporcionar una demanda estable de Deuda del Estado. Sin embargo, en los últimos años las tenencias de Deuda del Estado por parte de los fondos de inversión españoles se ha reducido notablemente: incluso en el caso de los Fondtesoro, el porcentaje de su cartera invertido en Deuda del Estado se sitúa cerca del 75% y sus tenencias se han reducido desde más de 11.000 millones en 2002 a menos de 6.000 millones este año.

La aprobación del nuevo Reglamento de la Ley de instituciones de inversión colectiva (Real Decreto 1309/2005), junto con la tendencia ya apuntada, han llevado al Tesoro Público a reformar los Fondtesoro. Esta reforma permitirá adaptar dichos fondos a las nuevas condiciones de mercado y aprovechar las posibilidades que introduce la nueva regulación. Estas novedades se plasman en los nuevos convenios Fondtesoro regulados en la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio de 2006.

Los principales objetivos de la reforma se centran en tres grandes ejes:

- Se simplifican los cinco tipos de Fondtesoro existentes reduciéndolos a tres (Fondtesoro largo plazo FI, Fondtesoro corto plazo FI y Fondtesoro Plus FI). Esto pretende facilitar la comprensión de estos productos por parte del inversor y redundará en una mayor transparencia.
- Se incrementa la gama de productos en los que puede invertir Fondtesoro para incluir nuevos activos de renta fija de alta calidad crediticia, a la vez que se da mayor libertad en el uso de derivados.
- Se reducen las comisiones máximas aplicables a estos fondos.

Estos cambios se resumen en el siguiente cuadro:

**Cuadro 4.4. CARACTERÍSTICAS DE LOS NUEVOS FONDTESORO**

Tipos	Inversión mínima Deuda Estado	Inversión máxima en otra RF, depósitos, IMM	Inversión máxima en otra RF, depósitos, IMM y RV	Comisión máxima
Fondtesoro largo plazo FI	70%	30%	-	1,25%
Fondtesoro corto plazo FI	70%	30%	-	1,05%
Fondtesoro PLUS FI	70%	-	30%	1,35%

Otra RF: valores de renta fija con rating mínimo A+/A1  
Depósitos: en entidades de crédito con esa calificación crediticia mínima  
IMM: instrumentos del mercado monetario, con el mismo rating mínimo

Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera

En octubre y noviembre de este año se han firmado nuevos convenios con las Gestoras promotoras de los Fondtesoro, que se adaptarán mejor a las actuales condiciones de mercado y ganarán en atractivo para los inversores.

## 4.6. Acceso de minoristas a la Deuda del Estado

La elevación de los tipos de interés en la parte corta de la curva ha aumentado el atractivo de invertir en valores del Tesoro para los minoristas. Así, entre enero y septiembre de este año las tenencias de Letras del Tesoro por parte de personas físicas aumentaron en unos 500 millones de euros y las de Bonos y Obligaciones del Estado en manos de empresas no financieras lo hicieron en más de 600 millones de euros.

El Tesoro se esfuerza en hacer más accesible la Deuda del Estado a estos inversores, aprovechando las posibilidades de las nuevas tecnologías. Como novedad en 2006, destaca la posibilidad de adquirir Deuda Pública con el nuevo DNI electrónico, que está siendo implantado de manera paulatina a lo largo del territorio nacional. Es decir, se podrá acceder a la compra y venta de Valores del Tesoro en [www.tesoro.es](http://www.tesoro.es) tanto con el Certificado 2CA (utilizado, entre otros, por la Agencia Tributaria) como mediante el nuevo D.N.I., con idénticas prestaciones.

Otra novedad en este ámbito es la extensión al servicio de compra de valores por internet de una posibilidad que ya existía en las cuentas directas "tradicionales": las llamadas Cuentas Conjuntas, es decir, la posibilidad de realizar operaciones a nombre de varios titulares, con las mismas comisiones, garantías y seguridad. De este modo, el sistema permite comprar Deuda a nombre de una persona (Cuenta Unipersonal) o a nombre de varias (Cuentas Conjuntas).

En 2007 el Tesoro seguirá avanzando en este campo. Entre otras medidas y en cumplimiento de la normativa vigente, desarrollará durante el próximo año un proyecto para hacer más accesible su página web a discapacitados, de forma que haya una versión alternativa a la que puedan optar aquellas personas con deficiencias visuales.

## Enero

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				
			L	B	O	

## Febrero

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28				
			L	B	O	

## Marzo

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	
			L	A	B	O

## Abril

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23/30	24	25	26	27	28	29
			L	B	O	

## Mayo

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			
			L	B	O	

## Junio

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	
			L	A	B	O

## Julio

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23/30	24/31	25	26	27	28	29
			L	B	O	

## Agosto

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	
			L	B	O	

## Septiembre

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
			L	A	B	O

## Octubre

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				
			L	B	O	

## Noviembre

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		
			L	B	O	

## Diciembre

Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab	Dom
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24/31	25	26	27	28	29	30
			L	B	A	O

