



ESTRATEGIA

Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro

2011



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

Introducción

De acuerdo con previsiones oficiales, durante 2011 se afianzará el proceso de recuperación económica en Europa ya en marcha en 2010. En el caso de España, las profundas reformas estructurales que se vienen impulsando en múltiples ámbitos se reflejarán en un mayor dinamismo económico y en una profundización en la corrección de los desequilibrios económicos actuales. En materia fiscal, el año que comienza viene caracterizado por la continuación del ajuste en el déficit de las Administraciones Públicas. El firme compromiso de alcanzar un déficit del 3% del PIB en 2013 se materializa en 2011 en términos de un significativo esfuerzo de consolidación fiscal que reducirá sensiblemente el endeudamiento neto.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------|------|------|------|------|
| PIB (% crecimiento real) | -3,7 | -0,3 | 1,3 | 2,5 | 2,7 |
| Objetivo Saldo presupuestario AAPP (% PIB) | -11,1 | -9,3 | -6,0 | -4,4 | -3,0 |

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

La necesidad de endeudamiento prevista en los Presupuestos Generales del Estado de 2011 es de 43.626 millones de euros. Esta cifra se explica por la suma del déficit de caja previsto para el Estado (44.036 millones de euros) y la variación neta de activos financieros (-410 millones de euros). A estas necesidades presupuestarias deben añadirse los 3.588 millones de euros del pago derivado de la previsible disposición durante 2011 del préstamo a Grecia. En conjunto, la necesidad de endeudamiento del Estado prevista para 2011 es de 47.214 millones de euros, un 24% menos de lo realizado en 2010 (62.100 millones de euros). Esta cifra podrá verse alterada por la aplicación de los ingresos procedentes de los procesos de privatización de entidades públicas (Loterías y Apuestas del Estado y AENA), aprobados en diciembre de 2010.

En este contexto, las líneas generales que guiarán la política de financiación del Tesoro Público en 2011 suponen adaptar al volátil entorno actual los tradicionales principios que tan exitosamente ha venido aplicando el Tesoro.

Con el objetivo final de asegurar la confianza de los inversores en la Deuda del Estado, el Tesoro mantendrá su tradicional compromiso de transparencia, de liquidez así como de diversificación de la base inversora. Desde un punto de vista estratégico, el Tesoro mantendrá su tradicional compromiso por alargar la vida media de la cartera de Deuda del Estado. El perfil de esta estrategia se adaptará a las condiciones de mercado. Desde un punto de vista más técnico, sin comprometer la transparencia y predictabilidad que han caracterizado siempre al Tesoro, se ejecutará el programa de financiación bajo un nuevo marco de anuncios más flexible y acorde tanto con la volatilidad del mercado como con las prácticas de otros emisores soberanos.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

El presente documento resume, en una primera sección, la financiación del Tesoro Público en el año 2010 y, en una segunda sección, las líneas directrices de la estrategia a seguir en el presente año.

Resultados de la financiación del Tesoro Público en 2010

El año que termina se ha caracterizado por las dificultades que han sufrido algunos Estados miembros de la Zona Euro a la hora de obtener financiación en los mercados de capitales, provocando serias alteraciones en el mercado europeo de Deuda Pública. España no ha sido ajena a la crisis de deuda: han aumentado sus costes de financiación, fundamentalmente en términos relativos, a la par que ha visto rebajada su calificación de riesgo soberano. A pesar de todo ello, el Tesoro Público ha logrado completar su programa de financiación manteniendo sus compromisos con el mercado y la confianza de sus inversores.

A diferencia del ejercicio anterior, las necesidades de financiación del Tesoro Público han sido menores de lo estimado a comienzos de año. En 2009 la emisión neta superó en aproximadamente 30.000 millones de euros a la inicialmente proyectada, en gran medida debido al deterioro de los ingresos públicos y los sucesivos programas de estímulo fiscal. En cambio, en 2010 la austeridad en el gasto y la recuperación de los ingresos tributarios han contribuido a reducir la necesidad de financiación del Estado en 14.700 millones de euros (en términos efectivos) respecto de lo previsto en la estrategia del Tesoro Público publicada en enero de 2010.

(datos en millardos de euros y en términos efectivos)

| La financiación del Tesoro en 2010 | Pro Memoria 2009 | | 2010 | |
|---|---------------------|--------------|---------------------|-------------|
| | Previsión enero '09 | Cierre '09 | Previsión enero '10 | Cierre 2010 |
| Necesidades Financieras (=Emisión Neta) | 86.5 | 116.7 | 76.8 | 62.1 |
| Emisiones brutas de bonos y préstamos a largo plazo* | 87.0 | 115.1 | 97.0 | 94.5 |
| Amortizaciones de bonos y préstamos a largo plazo* | -32.8 | -32.8 | -35.4 | -35.8 |
| Emisión neta de bonos y préstamos a largo plazo* | 54.2 | 82.3 | 61.6 | 58.7 |
| Aumento del saldo de Letras del Tesoro en circulación | 32.4 | 34.4 | 15.2 | 3.4 |
| Asunción de Deuda de RTVE | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| Variación de Deuda del Estado en circulación** | 88.0 | 117.0 | 78.3 | 65.4 |
| Saldo de Deuda del Estado a final 2010** | 447.0 | 475.4 | 553.5 | 540.8 |

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

** en términos nominales.

La reducción de la emisión neta ha afectado en mayor medida a las Letras del Tesoro (unos 11.800 millones de euros inferior a la inicialmente proyectada) que a los bonos y préstamos a largo plazo (unos 2.900 millones de euros menos). De esta forma se ha actuado en coherencia con el objetivo de alargar la vida media.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

Como resultado la Deuda del Estado en circulación acabó el año en 540.800 millones de euros, unos 12.700 millones menos de lo estimado a comienzos de 2010.

A pesar del empeoramiento de la liquidez en el mercado europeo, el Tesoro ha emitido de forma regular en los principales tramos de su curva de deuda en euros a tipo de interés fijo. Como ya hiciera en 2009, en 2010 el Tesoro lanzó al mercado seis nuevas referencias.

En lo que respecta a los Bonos del Estado, el Tesoro subastó en junio un nuevo benchmark a 3 años (cupón 2,50% y vencimiento en octubre de 2013) y dos nuevas referencias a 5 años (cupón 3% y vencimiento en abril de 2015, y la referencia con cupón 3,25% y vencimiento en abril de 2016) en marzo y noviembre, respectivamente.

Como viene siendo habitual, el Tesoro ha emitido los primeros tramos de las Obligaciones del Estado recurriendo al método de sindicación. Este año lanzó dos nuevas referencias a 10 años por esta vía en enero y en julio. Ambas sindicaciones, especialmente la que tuvo lugar en julio, fueron bien recibidas y contribuyeron a abrir el mercado a otros emisores. En febrero el Tesoro sindicó la nueva Obligación benchmark a 15 años, de nuevo con mucho éxito a pesar de la dificultad que siempre entraña la emisión en este plazo singular.

En 2010 el Tesoro Público ha subastado regularmente Letras del Tesoro a 3, 6, 12 y (por primera vez desde 2007) a 18 meses. Hay en la actualidad quince referencias de Letras del Tesoro en circulación, y su volumen medio alcanza aproximadamente 6.000 millones de euros.

La emisión de 2010 se ha concentrado principalmente en el mercado en euros a tipo fijo ya que, a diferencia de otros años, las condiciones en el mercado de divisas no han sido óptimas. Por otra parte, se ha emitido un Bono del Estado a tipo de interés variable por un volumen de 1.500 millones de euros. El Tesoro ha complementado su programa de emisiones públicas, siguiendo las prácticas habituales del mercado, con pequeñas colocaciones privadas de notas a medio plazo, así como de préstamos bajo ley alemana.

La financiación del Tesoro Público en 2011

Durante 2011 el Estado intensificará el proceso de consolidación fiscal iniciado el año anterior. En consecuencia, la necesidad de endeudamiento efectiva del Tesoro será un 24% menor que en 2010, situándose en 47.214 millones de euros. La necesidad de emisión bruta será un 7% inferior a la de 2010.

En 2011, el primer vencimiento de Bonos y Obligaciones no se producirá hasta el mes de abril coincidiendo con importantes ingresos tributarios. En julio y octubre se producirán los restantes vencimientos de Bonos y Obligaciones.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

A este respecto cabe recordar que en su política de gestión de la liquidez, el Tesoro hace coincidir los vencimientos de los Bonos y Obligaciones del Estado con los meses de mayores ingresos tributarios: enero, abril, julio y octubre.

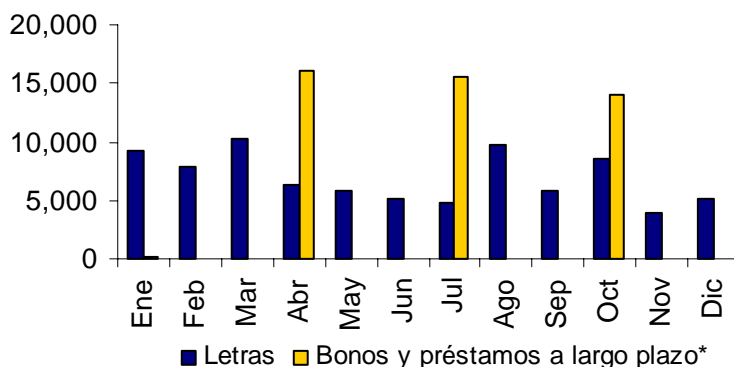
| La financiación del Tesoro en 2011 | Previsión enero '11 |
|---|---------------------|
| Necesidades Financieras (= Emisión Neta) | 47,2 |
| Emisiones brutas de bonos y préstamos a largo plazo* | 93,8 |
| Amortizaciones de bonos y préstamos a largo plazo* | -46,6 |
| Emisión neta de bonos y préstamos a largo plazo* | 47,2 |
| Aumento del saldo de Letras del Tesoro en circulación | 0,0 |
| Variación de Deuda del Estado en circulación | 47,2 |
| Saldo de Deuda del Estado a final 2011 | 588,0 |

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

En millardos de euros e importes efectivos.

Vencimientos de Letras y bonos y préstamos a largo plazo*

(Datos en millones de euros a 31 de diciembre de 2010**, en términos nominales)



* Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, y deudas asumidas.

** No incluye por tanto las Letras que se emitan y venzan a lo largo del año.

1. Emisiones de Bonos y Obligaciones

La emisión de Bonos y Obligaciones seguirá aportando la mayor parte de la financiación. En efecto, si se incluyen las emisiones en divisas y otras emisiones en el medio y largo plazo, la emisión neta será aportada enteramente por este tipo de instrumentos, cumpliendo así con el objetivo de alargar la vida media.

A) Nuevas Emisiones

En la primera parte del año se renovararán dos de las líneas de referencia a largo plazo, las Obligaciones benchmark a 10 y a 15 años, que a finales de 2010 se han acercado a su saldo objetivo.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

Habitualmente el Tesoro emite el primer tramo de las Obligaciones del Estado por el método de sindicación bancaria, y subasta los tramos posteriores hasta alcanzar un saldo objetivo de unos 16.500 millones de euros.

En la parte más corta de la curva, es probable que en los primeros meses del año el Tesoro subaste un nuevo Bono del Estado a 3 años, pues el benchmark actual ya ha alcanzado un volumen superior a los 13.000 millones de euros, muy cercano al objetivo de 15.000 millones de euros para estas referencias.

B) Subastas y anuncios

La subasta seguirá siendo el principal método de emisión de los Bonos y Obligaciones del Estado. Las sindicaciones, por su parte, quedarán reservadas a las emisiones de referencias a largo plazo (10, 15 y 30 años), especialmente en sus primeros tramos. El calendario de subastas de Bonos y Obligaciones no sufrirá alteraciones: se subastarán Bonos el primer jueves de cada mes y Obligaciones el tercer jueves de cada mes.

Como principal novedad en 2011, los anuncios de las referencias a subastar serán mensuales en lugar de trimestrales, y tendrán lugar a cierre de mercado del primer jueves de cada mes, tras las subastas de Bonos del Estado. Con esta medida el Tesoro se dota de una mayor flexibilidad a la hora de adaptar la emisión a las preferencias del mercado en un entorno muy volátil. Por otra parte, y como viene siendo habitual, el anuncio de los objetivos de emisión seguirá siendo el lunes previo a cada subasta.

Finalmente, en consonancia con el propósito de dotar al Tesoro de una mayor flexibilidad, cabe la posibilidad de aumentar el número de referencias a subastar en cada ocasión. Actualmente se subastan un máximo de dos referencias en un mismo día; en 2011 este número podría incrementarse para dar cabida tanto a referencias benchmark como referencias off-the-run que se reabrirían con el objetivo de dar más liquidez a la curva de la Deuda del Estado y aproximarlas a su saldo objetivo.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

Calendario de subastas de Bonos y Obligaciones en 2011 y enero 2012

| Mes | Fecha | Modalidades de Deuda |
|------------|------------|------------------------------------|
| ENERO | 13.01.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 20.01.2011 | Obligaciones del Estado |
| FEBRERO | 03.02.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 17.02.2011 | Obligaciones del Estado |
| MARZO | 03.03.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 17.03.2011 | Obligaciones del Estado |
| ABRIL | 07.04.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 20.04.2011 | Obligaciones del Estado |
| MAYO | 05.05.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 19.05.2011 | Obligaciones del Estado |
| JUNIO | 02.06.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 16.06.2011 | Obligaciones del Estado |
| JULIO | 07.07.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 21.07.2011 | Obligaciones del Estado |
| AGOSTO | 04.08.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 18.08.2011 | Obligaciones del Estado |
| SEPTIEMBRE | 01.09.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 15.09.2011 | Obligaciones del Estado |
| OCTUBRE | 06.10.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 20.10.2011 | Obligaciones del Estado |
| NOVIEMBRE | 03.11.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 17.11.2011 | Obligaciones del Estado |
| DICIEMBRE | 01.12.2011 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 15.12.2011 | Obligaciones del Estado |
| ENERO 2012 | 12.01.2012 | Bonos del Estado y anuncio mensual |
| | 19.01.2012 | Obligaciones del Estado |



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

2. Emisiones de Letras del Tesoro

En 2011 el peso de las Letras del Tesoro en la cartera de Deuda del Estado mantendrá su tendencia descendente. Frente a una financiación neta positiva de 3.400 millones de euros en 2010, se espera que las Letras no aporten financiación neta en 2011.

Continuará la emisión de Letras del Tesoro a 3, 6, 12 y 18 meses. Las Letras a 3 y 6 meses reducirán su saldo vivo, ajustándose el perfil de su emisión a las necesidades de tesorería del Estado. El grueso de la emisión bruta de Letras será a 12 meses, si bien el saldo vivo de estas referencias también se reducirá con respecto al año anterior. Sólo las Letras a 18 meses aportarán financiación positiva a final de 2011, dado que éstas se reintrodujeron en febrero de 2010 y la primera amortización tendrá lugar en agosto de 2011. Hasta entonces toda la financiación que aporten estos instrumentos será positiva.

El calendario de subastas en 2011 no cambiará con respecto al de 2010: las Letras a 12 y a 18 meses se emitirán el tercer martes de cada mes, y las Letras a 3 y 6 meses se subastarán el cuarto martes de cada mes, como norma general.

Calendario de emisiones de Letras del Tesoro para 2011 y enero 2012

| Fecha de Resolución de Subasta | | 18.01.2011 | 25.01.2011 | 15.02.2011 | 22.02.2011 | 15.03.2011 | 22.03.2011 | 18.04.2011 | 26.04.2011 | 17.05.2011 | 24.05.2011 | 14.06.2011 | 21.06.2011 | 19.07.2011 | 26.07.2011 | 16.08.2011 | 23.08.2011 | 20.09.2011 | 27.09.2011 | 18.10.2011 | 25.10.2011 | 15.11.2011 | 22.11.2011 | 13.12.2011 | 20.12.2011 | 17.01.2012 | 24.01.2012 | |
|--------------------------------|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---|
| 3m | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| 6m | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| 12m | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| 18m | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |

3. Instrumentos complementarios y nuevos instrumentos de emisión

El Tesoro Público seguirá utilizando y ampliando en 2011 el abanico de instrumentos de financiación complementarios. En general, estos instrumentos se utilizan de forma menos regular que los habituales (Letras, Bonos y Obligaciones) y tienen como objetivo aprovechar oportunidades de ahorro de costes, o bien profundizar y diversificar la base inversora.

En lo que respecta a la emisión en divisas, el mercado del dólar seguirá siendo el objetivo prioritario, pero sin dejar de estudiar oportunidades que puedan surgir en otras divisas. El volumen final de emisión dependerá de la existencia de demanda potencial en los distintos mercados y en la medida de lo posible de las oportunidades para abaratar el coste de financiación.



Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro 2011

El Tesoro viene estudiando desde hace algunos años la conveniencia de incorporar la deuda indexada a la inflación europea dentro de sus instrumentos de financiación en euros. Si se llevaran a cabo, este tipo de emisiones se plantearían en el marco de un programa regular y con el objetivo de diversificar riesgos así como la base inversora. Como ya hiciera en 2010, el Tesoro seguirá de cerca las condiciones del mercado de deuda soberana indexada a la inflación en euros y estudiará la conveniencia de una posible emisión.

Por último, las colocaciones privadas seguirán siendo una opción para la captación de recursos, preferiblemente a medio y largo plazo, siempre que en función de su coste, importe y posibilidades de ampliación de la base inversora resulte de interés para el Tesoro. Como viene siendo habitual, estas colocaciones se instrumentarán a través de su Programa de Notas a Medio Plazo o a través de préstamos.

En el marco de la política de gestión de la liquidez, el Tesoro ha venido contratando desde 1999 una serie de líneas de crédito para asegurar que podrá hacer frente a posibles desfases de tesorería o cubrir eventuales riesgos operativos. Durante 2010 el Tesoro ha renovado una de las dos líneas de crédito que tiene a su disposición y en 2011 tiene la intención de renovar la línea movilizable contra la emisión de Letras del Tesoro.

El Tesoro quiere expresar aquí su agradecimiento al Banco de España y a los Creadores del Mercado de Deuda Pública, cuya colaboración ha sido imprescindible en todas las operaciones de Deuda del Estado. Es especialmente pertinente recordar que los Creadores de Mercado más activos en Bonos y Obligaciones del Estado en 2010 han sido (en orden alfabético) Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, Barclays Capital, Citigroup y Société Générale CIB. En el segmento de Letras del Tesoro los Creadores de Mercado más activos han sido Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, Credit Agricole CIB y Société Générale CIB.

