

# 2017 ESTRATEGIA

DE EMISIÓN DE LOS VALORES DEL TESORO

La Alhambra  
Granada





# 2017

## ESTRATEGIA

DE EMISIÓN DE LOS VALORES DEL TESORO

### CALENDARIO DE SUBASTAS

#### ENERO

L	M	X	J	V	S	D
2	3	4	5	6	7	1/8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					
L	L	BO (+I)	BO			

#### FEBRERO

L	M	X	J	V	S	D
			1	2	3	4
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28					
L	L	BO (+I)	BO			

#### MARZO

L	M	X	J	V	S	D
			1	2	3	4
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	L	BO (+I)	BO			

#### ABRIL

L	M	X	J	V	S	D
					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	L	BO (+I)	BO			

#### MAYO

L	M	X	J	V	S	D
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	L	BO (+I)	BO			

#### JUNIO

L	M	X	J	V	S	D
			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	L	BO (+I)	BO			

#### JULIO

L	M	X	J	V	S	D
					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	L	BO (+I)	BO			

#### AGOSTO

L	M	X	J	V	S	D
	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	L	BO (+I)	BO			

#### SEPTIEMBRE

L	M	X	J	V	S	D
					1	2
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	L	BO (+I)	BO			

#### OCTUBRE

L	M	X	J	V	S	D
2	3	4	5	6	7	1/8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					
L	L	BO (+I)	BO			

#### NOVIEMBRE

L	M	X	J	V	S	D
			1	2	3	4
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	L	BO (+I)	BO			

#### DICIEMBRE

L	M	X	J	V	S	D
					1	2
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	L	BO (+I)	BO			

- L** Letras del Tesoro
- BO** Bonos y Obligaciones del Estado
- BO (+I)** Puede incluir Bonos y Obligaciones indexados a la inflación.



## INTRODUCCIÓN

En el año 2016 España ha continuado la senda de recuperación económica que inició en el último trimestre de 2013, destacando como uno de los principales motores de crecimiento de la Eurozona. Este crecimiento ha venido acompañado de la corrección de los desequilibrios macroeconómicos que desencadenaron la crisis económica a finales de la década anterior. Por primera vez en la historia reciente, en 2016 nuestro país ha encadenado cuatro ejercicios consecutivos con superávit en la cuenta corriente, y lo ha hecho doblando la tasa de crecimiento real de la Eurozona.

El crecimiento económico de los últimos años ha sido intensivo en empleo: desde finales de 2013 se ha creado casi un millón y medio de puestos de trabajo, lo que hace que España aporte casi un tercio de la generación de empleo en la Eurozona. La fuerte recuperación del empleo y caída del paro registrado impulsan el consumo doméstico y la inversión, mientras que se ha seguido apuntalando la competitividad del sector exterior y el dinamismo de las exportaciones. Por otro lado, el sector financiero español, tras el enorme esfuerzo de transparencia, saneamiento y recapitalización de los últimos años, se encuentra en óptimas condiciones para ejercer su función de transmisión de crédito a la economía real. Así pues, el desapalancamiento de la economía se está llevando a cabo sin lastrear la confianza de consumidores y empresas. El sector privado ha reducido su endeudamiento en casi cuarenta puntos porcentuales del PIB desde los máximos de 2010.

En relación con el peso del sector público en la economía, en 2016 se ha impulsado la consolidación presupuestaria, especialmente compleja con reducidas tasas de inflación. Desde finales de 2014 la Deuda de las Administraciones Públicas ha mantenido una senda anual decreciente. Es preciso mantener este esfuerzo de reducción en los próximos años para lograr un desapalancamiento total – público y privado – que refuerce la sostenibilidad de la economía española.

El entorno internacional ha venido marcado por el desacoplamiento del ciclo económico en los EEUU del de otros grandes bloques como Asia, Latinoamérica y Europa, así como por importantes giros políticos en el Reino Unido y EEUU. La geopolítica ha ganado protagonismo en la determinación de los equilibrios macroeconómicos mundiales y en los mercados financieros. En Europa la recuperación, a un ritmo todavía relativamente modesto, viene apoyada por el segundo año de ejecución del programa de compra de activos por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales. El año que comienza, por tanto, se presenta con algunas incertidumbres y riesgos en el ámbito internacional, que podrían repercutir significativamente en los mercados de capitales.

El Tesoro Público ha completado su programa de financiación de 2016 y anuncia un programa para 2017 similar al anterior. El Tesoro ha de seguir aprovechando la coyuntura favorable para hacer más robusta su cartera de pasivos ante la subida gradual de tipos de interés que acompañará a la recuperación del crecimiento y de las expectativas de inflación en la Eurozona. Para cumplir este objetivo, combinará la transparencia, que ya le caracteriza como emisor de referencia en España y Europa, con la flexibilidad necesaria para adaptarse a un entorno de mercado no exento de volatilidad.





## LA FINANCIACIÓN DEL TESORO EN 2016

El Tesoro Público ha completado su programa de financiación de 2016 marcando por segundo año consecutivo mínimos históricos en sus costes de emisión y financiación. Como muestra la Tabla 1, se ha emitido un total de 221.364 millones de euros, de los cuales 35.043 millones de euros han aportado financiación neta. De la financiación total bruta, 100.996 millones han sido emitidos a través de Letras del Tesoro, y 120.368 millones a través instrumentos a medio y largo plazo.

Cuadro 1: La financiación del Tesoro en 2016  
(términos efectivos, millones de euros)

	Cierre 2015	Previsión Estrategia 2016	Cierre 2016
Emisión Neta del Tesoro	47.717	45.000	35.043
Emisión Bruta Total	236.817	226.694	221.364
<b>Medio y Largo Plazo<sup>1</sup></b>			
Emisión Bruta <sup>2</sup>	139.000	125.301	120.368
Amortizaciones	95.997	84.301	85.301
Emisión Neta	43.003	41.000	35.067
<b>Letras del Tesoro</b>			
Emisión Bruta	97.816	101.393	100.996
Amortizaciones	93.103	97.393	101.020
Emisión Neta	4.713	4.000	-24

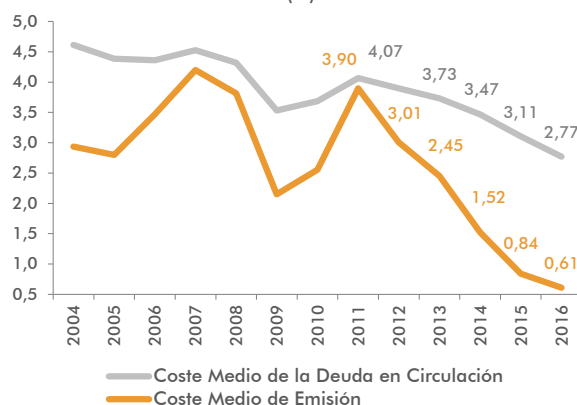
<sup>1</sup> Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, préstamos y deudas asumidas.

<sup>2</sup> Incluye dos préstamos del Banco Europeo de Inversiones (BEI) por importe acumulado de 858 millones de euros.

Dada la evolución de los ingresos públicos y un uso más eficiente de la tesorería del Estado, a lo largo del año se han revisado a la baja las necesidades de emisión neta, desde los 45.000 millones de euros anunciados en enero de 2016 hasta los 35.000 millones de euros. El Reino de España ha aprovechado esta coyuntura para amortizar anticipadamente 1.000 millones de euros del préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la cuarta amortización anticipada voluntaria desde que se contrajo el préstamo en 2012.

Por tercer año consecutivo, y como muestra el Gráfico 1, se han registrado mínimos históricos tanto en el coste medio de las nuevas emisiones (0,61%) como en el coste medio de la deuda en circulación (2,77%).

Gráfico 1: Coste medio anual de las emisiones  
y coste medio de la Deuda en circulación  
(%)



La consecución de mínimos históricos en los costes de emisión ha sido posible incluso en el marco de una estrategia plurianual potenciadora de la emisión en los tramos más largos de la curva. La vida media de la emisión a medio y largo plazo ha sido de 11,5 años, cifra muy superior a la registrada el año anterior (9,1 años) y más del doble de la registrada en 2012 (Gráfico 2). Este patrón de emisiones ha contribuido a alargar la vida media de la cartera de deuda en circulación, desde los 6,20 años en 2013 hasta los 6,81 años en 2016 (Gráfico 3), reduciendo el riesgo de refinanciación de la Deuda del Estado y vulnerabilidad de la carga financiera del Estado ante una posible subida de los tipos de interés de la Eurozona.

Gráfico 2: Porcentaje de emisión de Bonos y Obligaciones por tramos (%) y Vida Media de la Emisión a Medio y Largo Plazo (años)

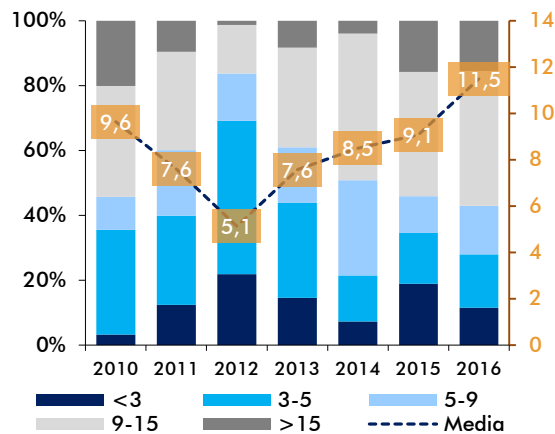
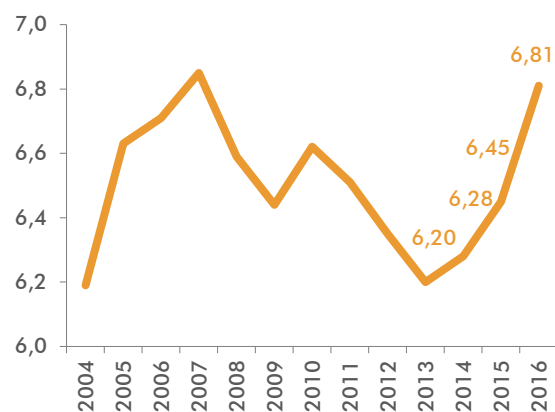


Gráfico 3: Vida Media de la Cartera de Deuda del Estado en Circulación (años)



Como es habitual, el grueso de la financiación bruta de 2016 (un 89,3%, por un total de 197.627 millones de euros) se ha obtenido mediante las 47 subastas ordinarias efectuadas por el Tesoro durante el año, 24 de Letras del Tesoro y 23 de Bonos y Obligaciones del Estado. En las 24 subastas de Letras del Tesoro celebradas a lo largo del año se han subastado 48 tramos, 47 de los cuales se han adjudicado al mercado a tipos negativos.

Un 10,3% del programa de financiación, un total de 22.879 millones de euros, se ha cubierto mediante el procedimiento de sindicación bancaria. En 2016 el Tesoro Público ha lanzado cuatro nuevas Obligaciones del Estado a través de esta técnica de emisión: dos referencias a 10 años, una referencia a 30 años y la primera emisión sindicada en la historia del Tesoro Público de una referencia a 50 años.

El 0,4% restante del programa (858 millones de euros) corresponde a dos préstamos otorgados por el Banco Europeo de Inversiones.

En 2016 el Tesoro ha reafirmado su compromiso con la provisión de una curva amplia y líquida de Bonos y Obligaciones del Estado ligados a la inflación europea, con una emisión de 7.785 millones de euros (un 6,5% del total de la emisión a medio y largo plazo, superior al 6% registrado en 2015) en diez subastas ordinarias. En mayo se lanzó una nueva referencia a 5 años, por primera vez mediante subasta. En sus tres primeros años de vida, el programa de Bonos y Obligaciones ligados a la inflación europea ha acumulado un volumen total de 28.544 millones de euros, incrementando progresivamente su peso en el total de la cartera de Deuda Pública hasta superar el 3% del total de Deuda del Estado en circulación. El Reino de España se ha convertido en un emisor de referencia en este mercado, junto con Francia, Italia y Alemania.



Castillo de Bellver  
Palma de Mallorca  
© Instituto de Turismo de España TURESPAÑA

# 2017

## ESTRATEGIA

DE EMISIÓN DE LOS VALORES DEL TESORO

Cuadro 2: Emisiones en 2016, por tramos, modalidades y meses  
(millones de euros, términos efectivos)

MES	LETRAS				TOTAL LETRAS	BONOS Y OBLIGACIONES						Préstamos BEI	TOTAL MEDIO Y LARGO PLAZO	TOTAL BRUTO
	3m	6m	9m	12m		<= 3 a	5 años	10 años	15 años	>= 30 a	Index.			
Enero	351	483	2.197	4.421	7.451	4.901	3.786	8.970	978			790	19.425	26.876
Febrero	556	2.125	3.925	4.430	11.036	1.087	1.548	3.589	591		675		7.489	18.525
Marzo	561	875	2.373	4.746	8.555	1.160	3.760	1.027	1.860	4.947	570		13.323	21.878
Abril	355	578	2.971	4.116	8.019		907	2.886	700	1.695	436		6.624	14.643
Mayo	426	445	1.555	4.434	6.860	1.585		1.267	1.635	3.741	2.223		10.451	17.311
Junio	1.006	921	3.102	4.101	9.130	1.877	3.822	3.871		1.638		68	11.276	20.407
Julio	581	486	2.471	4.433	7.971	2.050	3.387	7.713	2.127	556	484		16.316	24.288
Agosto	420	986	2.885	4.283	8.574		1.681		1.380		612		3.673	12.247
Septiembre	456	611	2.726	4.477	8.270	2.011	1.652	2.756	1.383	648	502		8.952	17.223
Octubre	405	550	2.255	5.252	8.462	1.320	1.634	3.344	1.095	1.367	752		9.511	17.974
Noviembre	465	550	2.860	4.563	8.438	987	1.517	3.337	1.072		880		7.794	16.232
Diciembre	1.400	565	2.253	4.011	8.229		1.450	2.684		749	649		5.533	13.761
<b>TOTAL</b>					100.996	16.978	25.144	41.445	12.819	15.340	7.785	858	120.368	221.364
Porcentaje de emisión a medio y largo plazo en 2016 →						14%	21%	34%	11%	13%	6%	1%	100%	





## LA FINANCIACIÓN DEL TESORO EN 2017

El programa de financiación del Tesoro en 2017 será muy similar al ejecutado en 2016, con una emisión neta prevista de 35.000 millones de euros. Esta financiación neta se obtendrá íntegramente mediante una emisión bruta a medio y largo plazo de 122.904 millones de euros, tras cubrir vencimientos de 87.904 millones de euros. Al igual que en 2016, la emisión neta de Letras del Tesoro será nula: toda la emisión servirá para cubrir los vencimientos que se vayan generando en estos instrumentos. En total, se anticipa que la emisión bruta del Tesoro sea de 220.017 millones de euros, ligeramente inferior a la cifra de 2016.

Tabla 3: Programa de Financiación del Tesoro Público en 2017  
(términos efectivos, millones de euros)

	Previsión Estrategia 2017
Emisión Neta del Tesoro	35.000
Emisión Bruta Total	220.017
<b>Medio y Largo Plazo<sup>1</sup></b>	
Emisión Bruta <sup>1</sup>	122.904
Amortizaciones <sup>1</sup>	87.904
Emisión Neta <sup>1</sup>	35.000
<b>Letras del Tesoro<sup>2</sup></b>	
Emisión Bruta	97.113
Amortizaciones	97.113
Emisión Neta	0

<sup>1</sup> Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, préstamos y deudas asumidas.

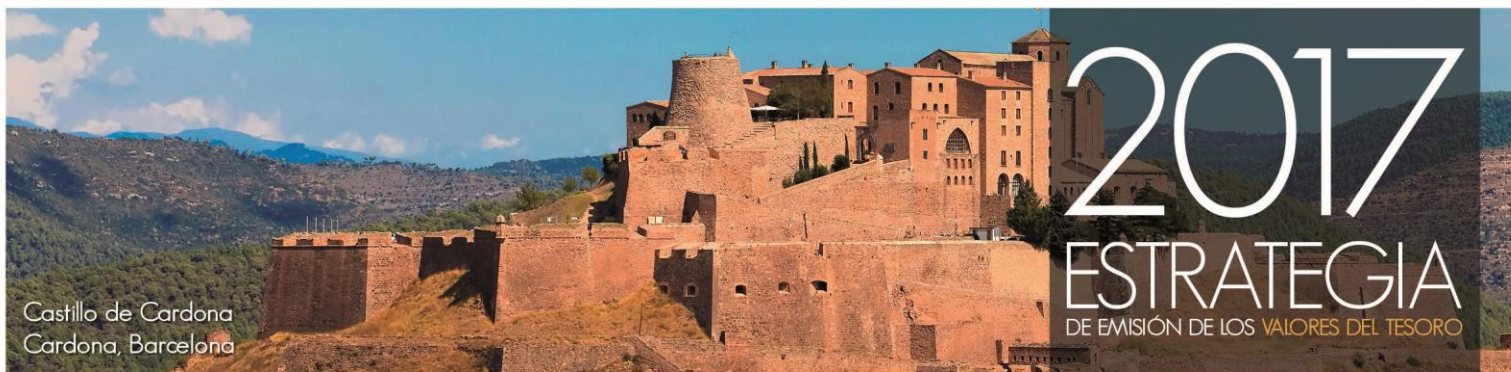
<sup>2</sup> Las amortizaciones de Letras, y por tanto la emisión bruta, dependerán de la ejecución de la emisión de Letras a lo largo de 2017.

### Emisión regular de valores del Tesoro

El Tesoro Público seguirá subastando regularmente Letras a doce meses, reabriendo cada una en sus tramos a nueve, seis y tres meses. Para asegurar que cada Letra del Tesoro logre un grado suficiente de liquidez desde su lanzamiento, la práctica habitual consiste en emitir más intensamente en la apertura y primera reapertura (tramos de doce y nueve meses), y menos intensamente en las dos últimas reaperturas (tramos de seis y tres meses).

Se mantendrá también la emisión regular por subasta ordinaria de Bonos y Obligaciones del Estado con cupón fijo. Como regla general, estas subastas ordinarias tendrán lugar el primer y tercer jueves de cada mes, como muestra el calendario anexo. La emisión esperada en las subastas ordinarias se situará dentro del rango publicado sin tener que alcanzar el máximo anunciado. La emisión en cada momento se verá determinada por la estructura de las pujas, la situación de la demanda, el saldo en circulación de cada instrumento y la evolución de las necesidades de financiación del Estado.

En 2017 el Tesoro Público continuará desarrollando su programa de Bonos y Obligaciones indexados a la inflación europea, incorporando una posible subasta de una referencia indexada en la primera subasta del mes. En estos casos, siguiendo la pauta de los últimos dos años, se anunciarán dos objetivos de emisión distintos, uno para Bonos y Obligaciones nominales y otro para Bonos y Obligaciones indexados.



## Emisión no regular de valores del Tesoro

Aunque la subasta ordinaria regular seguirá siendo el principal método de emisión de Deuda del Estado, se prevé también, en línea con la práctica seguida por el Tesoro en años anteriores, recurrir a las sindicaciones bancarias para las emisiones de los primeros tramos de Obligaciones del Estado con un plazo igual o superior a 10 años. En estas operaciones, los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones colocan una emisión directamente a los inversores, permitiendo emitir mayores volúmenes que en las subastas ordinarias a la vez que se garantiza una distribución más eficiente del valor entre una base inversora diversificada.

El Tesoro Público podrá convocar subastas especiales, fuera del calendario habitual, para dotar de liquidez ciertas referencias y contribuir así a la eficiencia del mercado secundario. Estas subastas, de carácter excepcional y reservadas exclusivamente a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado, se celebran sin un objetivo anunciado previamente y por un volumen generalmente inferior al de una subasta ordinaria.

Asimismo, se mantendrá en 2017 la opción de emisión de Deuda del Estado mediante colocaciones privadas, en las que se emite un valor directamente a un inversor, generalmente en forma de Notas a Medio Plazo emitidas bajo ley inglesa. El Tesoro Público podrá recibir propuestas, en línea con directrices establecidas con anterioridad, a través de sus Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado. Las operaciones se ejecutarán en la medida en que contribuyan a la diversificación de la base inversora del Tesoro, contribuyan a reducir la carga de intereses de la Deuda Pública del Estado y encajen adecuadamente en la estrategia financiera del Estado.

## AGRADECIMIENTO A LOS CREADORES DE MERCADO

El Tesoro Público reconoce y agradece la importante labor que realizan los Creadores de Mercado en la provisión de liquidez y en la difusión y comercialización de la Deuda del Estado.

Los Creadores de Mercado más activos en Bonos y Obligaciones del Estado en 2016 han sido Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco Santander SA, Barclays Bank PLC, Citigroup Global Markets Limited y BNP Paribas SA.

Los Creadores de Mercado más activos en Letras del Tesoro han sido Caixabank SA, Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Société Générale CIB y Morgan Stanley & CO. International PLC.