2015 ESTRATEGIA

DE EMISIÓN DE LOS VALORES DEL TESORO

Torre de Hércules.
A Coruña

Tesoro Público
www.tesoro.es

CALENDARIO DE SUBASTAS

ENERO

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

FEBRERO

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	

L L BO (+I) BO

MARZO

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
23/30	24/31	25	26	27	28	29

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	25	26
27	28	29	30	31		

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
24/31	(25)	26	27	28	29	30

L L BO (+I) BO

SEPTIEMBRE

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

OCTUBRE

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

NOVIEMBRE

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
23/30	(24)	25	26	27	28	29

L L BO (+I) BO

DICIEMBRE

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

ENERO 2016

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

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

INTRODUCCIÓN

Durante el último año España ha consolidado su recuperación económica. Por primera vez desde 2008, a finales de 2014 la economía española ha encadenado seis trimestres de crecimiento económico, superando tanto las previsiones de hace apenas un año como el crecimiento medio de la zona euro. La demanda interna, estimulada por las mejores perspectivas de crecimiento y empleo, presenta de nuevo tasas de crecimiento positivas en un contexto de consolidación fiscal de las Administraciones Públicas. Además, a diferencia de anteriores etapas expansivas, ésta se caracteriza por el equilibrio en la balanza por cuenta corriente, así como por el desapalancamiento y la mayor competitividad del sector privado.

En la vertiente financiera, el sistema bancario español ha fortalecido su imagen y situación financiera como han puesto de manifiesto la evaluación de sus balances y las posteriores pruebas de resistencia realizadas a lo largo del último año en la eurozona. Tras el saneamiento de sus balances, los bancos españoles se encuentran en una buena posición para cumplir su función de transmisión del crédito, y comienzan a observarse mejoras en los préstamos otorgados a pequeñas y medianas empresas, tanto en términos de volumen como de coste. Esta evolución se enmarca dentro del desarrollo de la Unión Bancaria europea: en el seno del Banco Central Europeo, el Mecanismo Único de Supervisión europeo ha asumido la supervisión de las principales entidades europeas y se ha aprobado un marco unificado para los procesos de resolución bancaria.

En este contexto general, el Tesoro Público ha completado su programa de financiación de 2014 con éxito y ha realizado una eficiente gestión de la Deuda del Estado para suavizar su perfil de vencimientos y facilitar la ejecución del programa de 2015. Gracias a este esfuerzo, a pesar de enfrentarse en 2015 a un elevado volumen de vencimientos a medio y largo plazo, el Tesoro aborda este próximo año con necesidades de financiación, tanto bruta como neta, muy similares a las del año anterior. Asimismo, en 2014 el Tesoro ha iniciado su programa de emisión de Bonos y Obligaciones del Estado indexados a la inflación europea, mediante el cual ha logrado diversificar aún más su base inversora y la distribución del volumen total de emisiones por tipo de pasivo financiero. Por último, la paulatina normalización del mercado de Deuda del Estado, tras la crisis de 2011 y 2012, ha tenido su reflejo en la mejora de la liquidez del mercado secundario.

El año 2015 vendrá marcado por dos tipos de fenómenos susceptibles de influir sobre la financiación del Tesoro. En primer lugar, el Estado progresará en la provisión de financiación al conjunto de las Administraciones Públicas iniciada en 2012. El Estado ha puesto a disposición de las Haciendas Territoriales españolas una serie de nuevos instrumentos de financiación, descritos en el Real Decreto-Ley 17/2014, mediante los cuales el Tesoro asumiría la mayor parte de su financiación en los mercados. Ello proporcionaría un notable alivio presupuestario debido al menor coste financiero a que se financia el Tesoro. En efecto, la concentración de las emisiones públicas en el Estado es más eficiente pues los mercados de capitales internacionales penalizan la iliquidez asociada a los emisores pequeños y favorecen la transparencia resultante de la satisfacción de las necesidades de financiación a través de un único emisor.

En segundo lugar, el entorno macroeconómico internacional, las tensiones geopolíticas y las expectativas de política monetaria en los principales bloques económicos mundiales van a ser algunos de los factores determinantes de la evolución de los mercados en 2015. El Tesoro hará frente a la evolución de los mercados con una estrategia transparente, predecible y orientada a promover la liquidez de su mercado. Al mismo tiempo, retendrá la flexibilidad necesaria para adaptarse al entorno monetario y financiero imperante a lo largo del ejercicio. En el presente documento se describe cómo el citado organismo ha aplicado estos principios básicos operativos a la consecución de su programa de emisión en 2014, así como las claves del programa de financiación de 2015 y las principales novedades del ejercicio que ahora comienza.

LA FINANCIACIÓN DEL TESORO EN 2014

1. RESULTADOS PRINCIPALES

El Tesoro Público ha completado su programa de financiación de 2014 al menor coste de financiación de su historia reciente y ha gestionado activamente el perfil de sus vencimientos financieros de 2015. En términos netos, ha emitido 55.641 millones de euros, combinando una emisión neta negativa de Letras del Tesoro de 10.413 millones de euros y una emisión neta a medio y largo plazo de 66.054 millones de euros. En términos brutos, incluida la refinanciación de los vencimientos de la Deuda Pública, el Tesoro ha emitido 241.333 millones de euros, de los cuales 142.230 millones han sido en instrumentos a medio y largo plazo y 99.103 millones en Letras del Tesoro. El Cuadro 1 muestra los resultados del Tesoro a cierre de 2014, frente a los resultados de 2013, y frente al plan inicial de la Estrategia de 2014.

Cuadro 1: La financiación del Tesoro en 2014

(en millones de euros, en términos efectivos)	Resultado a Cierre de 2013	Previsión Estrategia enero 2014	Resultado a Cierre de 2014
Emisión Neta del Tesoro	**73.742**	**65.000**	**55.641**
Emisión Bruta Total	**238.560**	**242.411**	**241.333**
Medio y Largo Plazo			
Emisión Bruta [1]	130.298	133.324	142.230
Amortizaciones [1]	62.318	68.324	76.176
Emisión Neta [1]	67.980	65.000	66.054
Letras del Tesoro			
Emisión Bruta	108.262	109.087	99.103
Amortizaciones	102.500	109.087	109.516
Emisión Neta	5.762	0	-10.413

[1] *Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, préstamos y deudas asumidas.*

El coste medio de emisión de la Deuda del Estado en 2014 ha descendido en casi un cuarenta por ciento, desde el 2,45% registrado en 2013 hasta el 1,52% a cierre del ejercicio. Ello ha incidido en un menor coste medio de la Deuda del Estado en circulación que ha pasado del 3,73% a finales de 2013 hasta el 3,48% a 31 de diciembre de 2014. Ambas cifras (Gráfico 1) son las más bajas de la historia reciente del Tesoro. Aprovechando esta circunstancia, el Reino de España ha podido mantener e incluso alargar la vida media de la Deuda del Estado en circulación (Gráfico 2), desde los 6,20 años a final de 2013 hasta los 6,28 años actuales.

Gráfico 1: Coste medio de la Deuda en circulación y de emisión

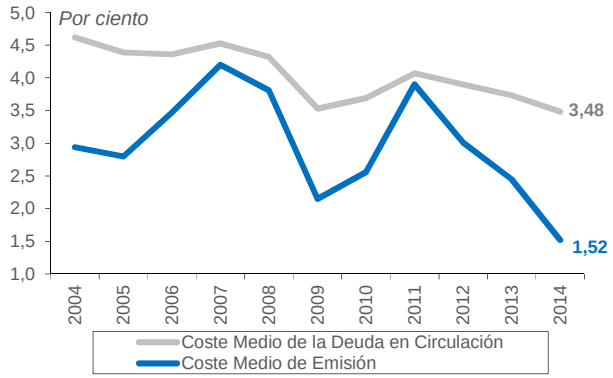
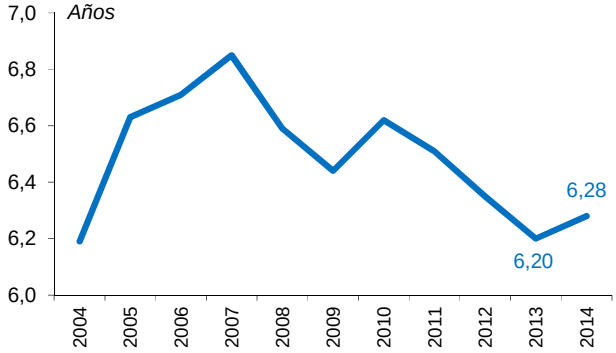


Gráfico 2: Vida media de la Deuda del Estado en circulación



2. GESTIÓN FINANCIERA DEL TESORO EN 2014

A. Previsiones iniciales en enero de 2014

La senda de consolidación fiscal emprendida por el conjunto de Administraciones Públicas ha permitido reducir progresivamente las necesidades de financiación neta del Tesoro Público en los mercados de capitales. Tras obtener en términos netos 96.584 millones de euros en 2012 y 73.742 millones de euros en 2013, la Estrategia de Financiación del Tesoro Público para 2014 presentaba unas necesidades netas de emisión de 65.000 millones de euros. Esta suma se obtendría íntegramente a través de instrumentos a medio y largo plazo, mientras que las Letras del Tesoro, con vencimientos no superiores a los doce meses, se emitirían sólo con la finalidad de cubrir vencimientos de Letras ya en circulación.

B. Revisión de la Estrategia de Financiación en junio de 2014

A lo largo del año, la positiva evolución económica y presupuestaria superó el escenario conservador contemplado en los Presupuestos Generales del Estado de 2014. En el mes de abril, el Gobierno revisó al alza su previsión de crecimiento económico del 0,7% al 1,2% y revisó a la baja, del 5,8% al 5,5%, su objetivo de déficit público. En esta línea, en junio el Tesoro Público redujo también sus necesidades de financiación neta para el año, de 65.000 millones de euros a 55.000 millones de euros.

Las favorables condiciones del mercado permitieron al Tesoro aumentar las amortizaciones de 2014. En primer lugar, en julio se decidió extinguir el Fondo para la Financiación de Pagos a Proveedores (FFPP) y el Tesoro Público pasó a asumir los 26.198 millones de euros de deuda en circulación, de los cuales 2.579 millones de euros se amortizaron en el mismo año. En segundo lugar, se amortizaron anticipadamente 1.612 millones de euros del préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). En tercer lugar, el Tesoro Público realizó un canje voluntario de bonos con vencimiento en 2015, a cambio de una nueva Obligación del Estado a diez años, y amortizó anticipadamente los 3.662 millones de euros de bonos recomprados. Estas tres iniciativas, junto con unos vencimientos de Letras a muy corto plazo ligeramente mayores de lo esperada, elevaron las amortizaciones de 2014 en 8.282 millones de euros por encima de lo inicialmente previsto.

C. La Gestión de los Vencimientos del Tesoro del año 2015

Adicionalmente, el Tesoro ha gestionado su emisión de 2014 para reducir sustancialmente los vencimientos financieros previstos en el año 2015. En primer lugar, la amortización anticipada de los 3.662 millones de euros en el canje voluntario de bonos descrito anteriormente implica no tener que refinanciar esa cuantía en el presente año. En segundo lugar, se decidió refinanciar 10.413 millones de vencimientos de Letras del Tesoro con la emisión de instrumentos a medio y largo plazo. Esta pauta de emisiones, junto con una emisión de Letras del Tesoro más intensa en el tramo de doce meses que en tramos más cortos en 2015, reducirá las amortizaciones de Letras del Tesoro en 16.717 millones de euros.

Todo ello explica que, a pesar de hacer frente a 5.348 millones de euros adicionales tras la asunción de los vencimientos del FFPP, el resultado neto de esta estrategia ha sido la reducción de amortizaciones globales en 2015 en 15.031 millones de euros. De esta forma, el Tesoro Público podrá afrontar el año que comienza con una financiación bruta similar a la del año pasado. El Cuadro 2 muestra los resultados globales de la gestión de los vencimientos del Tesoro Público.

Cuadro 2: Gestión de vencimientos en 2014 y 2015

(en millones de euros, en términos efectivos)	Previsión Estrategia 2014 (enero 2014)	Resultado a Cierre 2014	Diferencia Cierre 2014 vs. Estrategia 2014
Amortizaciones Totales en 2014	**177.411**	**185.692**	**8.282**
Letras del Tesoro	109.087	109.516	430
Instrumentos a Medio y Largo Plazo	68.324	76.176	7.852
Bonos y Obligaciones del Estado	67.256	70.918	3.662
Vencimientos Deuda Asumida FFPP	0	2.579	2.579
Otras[1]	1.067	2.679	1.612
Amortizaciones Totales estimadas para 2015	**199.400**	**184.369**	**-15.031**
Letras del Tesoro	109.090	92.373	-16.717
Instrumentos a Medio y Largo Plazo	90.310	91.996	1.686
Bonos y Obligaciones del Estado	89.264	85.602	-3.662
Deuda Asumida FFPP	0	5.348	5.348
Otras[1]	1.046	1.046	0

[1] *Incluye el préstamo del MEDE y deudas asumidas no relacionadas con el FFPP*

3. FINANCIACIÓN POR MODALIDADES Y TRAMOS

El Cuadro 3 desglosa la emisión bruta total de 241.333 millones de euros por modalidades y tramos. En comparación con el año 2013, el Tesoro ha emitido menos intensamente en los tramos medios a 3 y 5 años a costa de un mayor énfasis en los tramos más largos.

Cuadro 3: Emisiones realizadas en 2014 por meses, tramos y modalidades, en términos efectivos

MES	PROGRAMA DE FINANCIACIÓN DEL TESORO PÚBLICO													TOTAL BRUTO
	LETRAS				TOTAL LETRAS	BONOS Y OBLIGACIONES						Notas en Dólares, Préstamos	TOTAL MEDIO Y LARGO PLAZO	
	3m	6m	9m	12m		<= 3 años	5 años	10 años	15 años	>= 30 años	Indexados			
Enero	978	1.015	2.173	3.065	7.232	2.839	3.527	9.964	5.768				22.096	29.329
Febrero	887	1.006	2.165	4.162	8.220	2.355	6.294	2.284		807		198	11.938	20.158
Marzo	1.131	1.015	1.871	3.502	7.519	3.157	4.663	1.349	1.479			335	10.983	18.502
Abril	1.065	1.215	1.984	3.630	7.894	1.348	4.883	5.124	1.498				12.853	20.746
Mayo	924	1.361	2.853	3.824	8.961	1.027	4.873	2.429	1.328		5.000		14.657	23.618
Junio	933	949	2.957	4.584	9.423	4.109	4.509	8.961					17.579	27.002
Julio	641	967	2.054	4.042	7.703	1.292	4.364	1.314	1.252	1.046	1.004		10.272	17.975
Agosto	1.106	991	2.393	3.548	8.038		1.396	2.352				200	3.947	11.986
Septiembre	995	1.291	3.094	4.327	9.706	4.360		2.785		1.868			9.013	18.720
Octubre	1.046	1.166	3.276	2.854	8.343		992	5.268	1.272		5.000		12.532	20.875
Noviembre	845	1.189	3.255	3.497	8.786	2.459	1.490	2.134		686	1.390	539	8.698	17.484
Diciembre	728	682	1.934	3.934	7.278	1.238	2.061	3.603				760	7.661	14.939
TOTAL	**11.279**	**12.847**	**30.009**	**44.968**	**99.103**	**24.183**	**39.051**	**47.567**	**12.596**	**4.407**	**12.394**	**2.032**	**142.230**	**241.333**
Porcentaje de emisión a medio y largo plazo en 2014 →						17%	27%	33%	9%	3%	9%	1%	100%	
Pro Memoria: Porcentaje de emisión a medio y largo plazo en 2013 →						28%	30%	28%	7%	4%	0%	3%	100%	

Siguiendo la pauta habitual, la mayor parte de esta financiación se obtuvo en 47 subastas ordinarias, 23 de Bonos y Obligaciones del Estado y 24 de Letras del Tesoro. Como muestran los Gráficos 3 y 4, la mayoría de estas subastas han disfrutado de ratios de cobertura altas (con una media de 2,5 veces en Letras y en Bonos y Obligaciones) y, en general, se han beneficiado de una buena absorción en los días posteriores a cada subasta, en un entorno favorable de reducción de los tipos de interés, como refleja el hecho de que 17.841 millones de euros, un 8,5% de la emisión total en subastas, hayan sido emitidos en la segunda vuelta de las subastas (Gráficos 3 y 4).

Gráficos 3 y 4: Volumen de emisión por vías de financiación y ratio de cobertura en 2014

Gráfico 3: Bonos y obligaciones del Estado

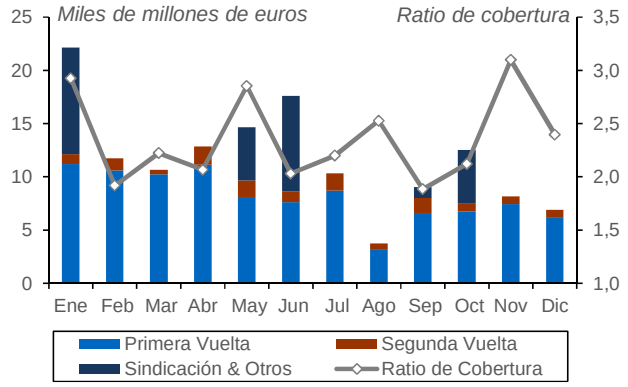
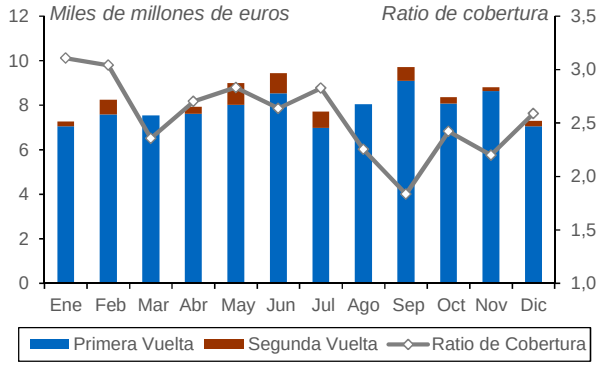


Gráfico 4: Letras del Tesoro



Fuera del calendario habitual de subastas ordinarias, se han financiado 34.429 millones de euros: 19.000 millones de euros nominales mediante sindicación bancaria de títulos nominales, 3.035 millones de euros a través de préstamos y colocaciones privadas, y 12.394 millones de euros nominales en el nuevo programa de Bonos y Obligaciones del Estado indexados a la inflación de la Zona Euro, que ha supuesto un 9% del total de emisiones a medio y largo plazo, muy en línea con el uso que otros emisores europeos como Francia e Italia hacen de este tipo de productos.

Se han emitido mediante sindicaciones bancarias dos nuevas Obligaciones del Estado nominales a 10 años, por importes de 10.000 y 9.000 millones de euros. En la segunda de estas emisiones, parte del pago de la nueva emisión se efectuó mediante un canje por Bonos y Obligaciones con vencimiento en 2015, por un importe nominal total de 3.662 millones de euros.

Asimismo, en 2014 se han reanudado las colocaciones privadas de valores del Tesoro que han permitido alargar la duración de la cartera. En primer lugar, en septiembre tuvo lugar la emisión de la referencia más larga emitida por el Tesoro hasta la fecha, una Obligación a 50 años por un importe nominal de 1.000 millones de euros. Adicionalmente, se ha emitido una nota a 30 años por un importe nominal de 300 millones de dólares (equivalentes a 242 millones de euros en la fecha de emisión). En lo que respecta a los préstamos, se han concertado dos préstamos bajo legislación alemana ("*Schuldschein*") por un importe nominal total de 413 millones de euros, y préstamos con el Banco Europeo de Inversiones por un valor total de 1.380 millones de euros para financiar proyectos de inversión.

Como gran novedad en 2014, el Tesoro Público lanzó un nuevo programa de Bonos y Obligaciones del Estado indexados a la inflación de la Zona Euro, tal y como había anticipado la Estrategia de Financiación a principios del año. En total, este programa ha generado 12.394 millones de euros de financiación para el Estado. Se han puesto en circulación dos referencias, a 10 y 5 años, mediante dos emisiones sindicadas por un importe nominal de 5.000 millones de euros cada una, con lo que se han asentado las bases de una curva de rendimientos reales que se dotará de liquidez mediante reaperturas frecuentes. Aunque para 2014 el Tesoro no había anunciado un calendario de subastas para este programa, con el fin de proporcionar la liquidez demandada por el mercado, se ha reabierto en dos ocasiones la referencia a 10 años mediante subastas especiales por un importe total de 2.394 millones de euros.

PROGRAMA DE FINANCIACIÓN EN 2015

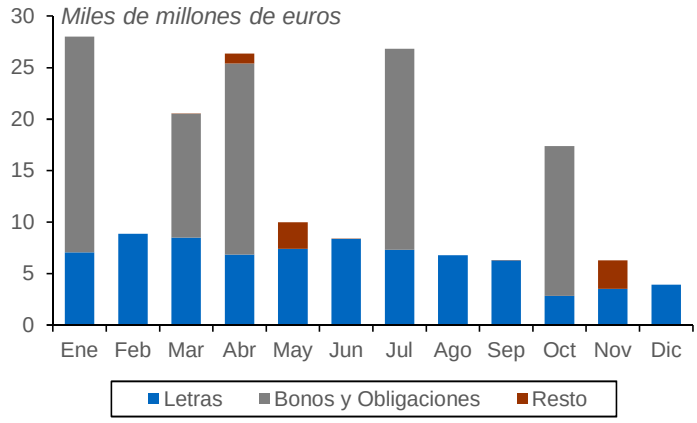
El Tesoro Público se enfrenta al ejercicio de 2015 en condiciones más favorables que en los últimos años, fruto del enorme esfuerzo de ajuste realizado en España – tanto en el sector privado como en todas las Administraciones Públicas – así como de la mayor integración y coordinación dentro de la Zona Euro.

La economía española ha logrado dejar atrás la recesión económica mediante el saneamiento de su balance, la reasignación de recursos a sectores más productivos y las mejoras de competitividad. El crecimiento económico se ha apoyado en el sector exterior y, de forma reciente, en una más dinámica demanda interna. Ello ha facilitado la consecución de los objetivos de consolidación fiscal, gracias a la contención del gasto y al crecimiento de los ingresos tributarios. La recuperación económica mejora la calidad crediticia de España, lo que atrae financiación de una base de inversores cada vez más amplia y diversificada.

Las necesidades de emisión neta del Tesoro en 2015 serán de 55.000 millones de euros, la misma cifra que el año anterior. El déficit del Estado será inferior al del año anterior pero, a diferencia de años anteriores, en el ejercicio de 2015 el Tesoro cubrirá también en su programa las necesidades de financiación de las Comunidades Autónomas y Entidades Locales españolas que se adhieran a las medidas aprobadas en el Real Decreto 17/2014.

Como es bien sabido, el Tesoro ha de afrontar en 2015 un elevado volumen de vencimientos a medio y largo plazo (Gráfico 5), debido a que en 2012, en la peor fase de la crisis de la Zona Euro, tuvo que concentrar la mayor parte de sus emisiones al mercado de capitales en el tramo de tres años. Sin embargo, y gracias a la proactiva gestión de vencimientos que el Tesoro Público ha podido realizar en 2014, la emisión bruta total será de unos 239.369 millones de euros, ligeramente inferior a la de 2014. Adicionalmente, con el lanzamiento de su programa de bonos indexados a la inflación de la Zona Euro, el Tesoro cuenta con una base inversora complementaria a la que históricamente ha tenido.

Gráfico 5: Perfil de vencimientos en 2015



2015 ESTRATEGIA DE EMISIÓN DE LOS VALORES DEL TESORO

1. FINANCIACIÓN DE LOS ENTES TERRITORIALES ESPAÑOLES

En el año 2015 el Tesoro proporcionará nuevas y atractivas herramientas de financiación para las Haciendas Territoriales. El Recuadro 1 resume el paquete de medidas de apoyo financiero otorgado a los Entes Territoriales españoles en los últimos años. Amparado en el Real Decreto-ley 17/2014, de 26 de diciembre, de medidas de sostenibilidad financiera de Comunidades Autónomas y Entidades Locales y otras de carácter económico, el Tesoro ofrecerá hasta 39.869 millones de euros de financiación en condiciones muy ventajosas a Comunidades Autónomas y Entidades Locales, lo que facilitará la consecución de sus objetivos de consolidación presupuestaria.

Resulta ineficiente que el sector público español se financie a través de múltiples emisores y, por esta razón, a tipos superiores a los del Tesoro Público. Racionalizar y unificar las emisiones de Deuda Pública en torno a un solo emisor más grande, en este caso el Tesoro Público, reduce gastos financieros innecesarios y facilita la consecución de los ambiciosos objetivos de consolidación presupuestaria que vinculan al conjunto las Administraciones Públicas.

Adicionalmente, y a diferencia de los anteriores mecanismos de provisión de liquidez, esta nueva iniciativa incluye también los vencimientos de préstamos bancarios nacionales. Ello es susceptible de liberar a las Comunidades Autónomas de estos préstamos, más gravosos para el erario público que las emisiones de instrumentos de Deuda del Estado. Una menor financiación vía préstamo bancario al sector público es susceptible además de incentivar la actividad prestamista al sector privado de la economía impulsando con ello la ya visible recuperación económica.

RECUADRO 1: APOYO FINANCIERO A LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES 2012-2015

La asunción de competencias por parte de las Comunidades Autónomas (CCAA) desde el diseño del actual marco constitucional ha convertido a nuestro país en uno de los más descentralizados de Europa, con el consiguiente incremento del peso del gasto regional sobre el total del gasto de las Administraciones Públicas.

El estallido de la crisis financiera dificultó el acceso a los mercados por parte de las CCAA, que se enfrentaron a costes de emisión excesivos y con riesgo potencial de no poder cubrir sus necesidades de financiación. Dada la importancia sistémica de las CCAA y su relevancia en tanto que gestores de competencias delegadas y de los servicios vinculados al Estado de bienestar, en 2012 el Gobierno decidió fortalecer el marco institucional, legal y operativo necesario para garantizar el acceso a la financiación por parte de las CCAA.

A tales efectos y en primer lugar, se creó la Línea ICO-Vencimientos como instrumento de emergencia para garantizar que ningún vencimiento financiero correspondiente a valores y préstamos con entidades no residentes de las CCAA quedara desatendido. A través de esta línea, el ICO concedía financiación a las CCAA que quisieran adherirse. El importe total fue de 5.333 millones de euros.

En segundo lugar, se creó el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP) en el segundo trimestre de 2012 con el objetivo de eliminar la deuda que mantenían las CCAA y Entidades Locales (EELL) con sus proveedores. Para ello el Fondo prestó entre 2012 y 2014 y en las 3 fases que se establecieron un total de 41.884 millones de euros. Una vez finalizado este cometido, el FFPP se transformó en un Fondo sin personalidad jurídica propia y los pasivos fueron asumidos por el Estado.

En tercer lugar, el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) se creó como instrumento de financiación de carácter voluntario para proporcionar liquidez a las CCAA y sujeto a condicionalidad fiscal y financiera. Esta financiación ha permitido a las CCAA adscritas hacer frente a sus vencimientos de valores y de préstamos extranjeros, así como financiar aquellos déficit autorizados y reconocidos por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Hasta la fecha, la financiación concedida a través de ese mecanismo asciende a 62.800 millones de euros. Adicionalmente, se estableció que la financiación no cubierta por el mecanismo debería concertarse en condiciones suficientemente favorables al emisor (condiciones reguladas bajo la denominación de "prudencia financiera"), por considerarse que, dado el respaldo del Estado a las CCAA, su riesgo de crédito ha disminuido.

El proceso culmina con el Real Decreto-ley 17/2014, de 26 de diciembre, de Medidas de Sostenibilidad Financiera de Comunidades Autónomas y Entidades Locales y otras de carácter económico, que reorganiza y simplifica estos mecanismos de liquidez en dos fondos, de Financiación a las Comunidades Autónomas y de Financiación a las Entidades Locales, y amplía su cobertura para trasladar las mejores condiciones de financiación del Tesoro a todas las Administraciones Territoriales y a todos sus vencimientos financieros. Dicha financiación contará con diversos grados de condicionalidad según el grado de cumplimiento, por parte las CCAA y EELL, de sus compromisos de ajuste fiscal y periodo medio de pago a proveedores.

2. OBJETIVO DE EMISIÓN NETA

La emisión neta del Tesoro Público en 2015 será de 55.000 millones de euros, prácticamente idéntica a la de 2014. La financiación neta a medio y largo plazo bajará en más de 16.000 millones de euros, desde los 66.054 millones en 2014 hasta los 50.000 millones en 2015. La emisión neta de Letras será de 5.000 millones de euros, dejando el volumen total de Letras en circulación en niveles similares a los de finales de 2012. A pesar de contar con mayores vencimientos a medio y largo plazo que el año anterior, la financiación bruta total será de unos 239.369 millones de euros, de los cuales se emitirán 141.996 millones de euros en instrumentos a medio y largo plazo, y 97.373 millones de euros en Letras del Tesoro.

Cuadro 4: Necesidades de Emisión en 2015

(en millones de euros, en términos efectivos)	*Pro Memoria: Cierre 2014*	Objetivo Estrategia 2015
Emisión Neta del Tesoro	**55.641**	**55.000**
Emisión Bruta Total	**241.333**	**239.369**
Medio y Largo Plazo [1]		
Emisión Bruta	142.230	141.996
Amortizaciones	76.176	91.996
Emisión Neta	66.054	50.000
Letras del Tesoro [2]		
Emisión Bruta estimada	99.103	97.373
Amortizaciones	109.516	92.373
Emisión Neta	-10.413	5.000

[1] *Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, préstamos y deudas asumidas*

[2] *Las amortizaciones de Letras, y por tanto la emisión bruta, dependerán de la ejecución de la emisión de Letras a lo largo de 2015*

3. EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO

El Tesoro Público no cambiará la pauta de emisión de Letras del Tesoro: seguirá subastando regularmente Letras a tres, seis, nueve y doce meses. Al principio del presente documento se incluye el calendario de subastas. Como regla general, las subastas a seis y doce meses tendrán lugar el tercer martes de cada mes, mientras que las subastas a tres y nueve meses se celebrarán el cuarto martes de cada mes.

El entorno actual de bajos tipos de interés en los plazos más cortos requiere prestar especial atención a la liquidez del mercado secundario, ya que el atractivo de las Letras del Tesoro para el mercado de capitales reside en esta característica. La liquidez de un producto financiero negociable depende en gran medida (ver Recuadro 3) de su volumen emitido. En cada momento hay doce Letras del Tesoro en circulación, venciendo cada una en un mes distinto del año. Las subastas de Letras a 3, 6 y 9 meses son reaperturas de Letras a 12 meses inauguradas 9, 6 y 3 meses antes, respectivamente, con lo que el volumen de las doce referencias en circulación aumenta cuatro veces a lo largo de la vida del instrumento. Para asegurar que cada Letra del Tesoro logre un grado suficiente de liquidez desde su lanzamiento, en el entorno actual es recomendable emitir más intensamente en los tramos de doce y nueve meses, y menos intensamente en los tramos de seis y tres meses.

4. EMISIONES DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

A. Subastas ordinarias de Bonos y Obligaciones del Estado

No cambiará la pauta en las subastas ordinarias de Bonos y Obligaciones del Estado nominales con cupón fijo. Como regla general, estas subastas ordinarias tendrán lugar el primer y tercer jueves de cada mes, como muestra el calendario incluido al principio del presente documento. La emisión esperada en las subastas ordinarias se situará dentro del rango publicado pero no tendrá que alcanzar el máximo anunciado. La decisión de la cantidad de corte dependerá de 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. El Recuadro 2 incluye información acerca del proceso de subasta ordinaria.

RECUADRO 2: SUBASTAS ORDINARIAS DE DEUDA DEL ESTADO

Las subastas ordinarias de Deuda del Estado son aquellas que se convocan y se celebran según el calendario habitual anunciado a principios de año (ver calendario al principio del presente documento). Como regla general, con algunas excepciones para adaptar el calendario a los días festivos, las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado se celebran el primer y tercer jueves de cada mes, mientras que las subastas de Letras del Tesoro ocurren el tercer martes (Letras a 6 y 12 meses) y cuarto martes (Letras a 3 y 9 meses) de cada mes.

El Tesoro Público mantendrá en 2015 la misma secuencia de anuncios relativos a las subastas que en años anteriores:

- Las referencias de Letras del Tesoro a subastar se fijan al principio del año con el calendario y por tanto son conocidas con antelación. Sin embargo, en el caso de Bonos y Obligaciones del Estado, el Tesoro Público se ha de reservar un cierto grado de flexibilidad para adaptarse a la demanda existente en cada momento. El anuncio de las referencias a subastar tendrá lugar a las 14.00 horas del viernes anterior a la subasta.
- El anuncio del rango objetivo de emisión, tanto para las referencias nominales como para las indexadas, tendrá lugar a las 14.00 horas del lunes anterior a la subasta.
- Los resultados de la subasta se publicarán pocos minutos después de su celebración.

Tres variables juegan un papel clave en la determinación del resultado de una subasta de Deuda del Estado:

- **Tipo de interés marginal**. Es el tipo de interés más alto aceptado en la subasta. Por lo general, el Tesoro fijará un tipo de interés marginal para cada referencia subastada en línea con los tipos de interés vigentes en el mercado secundario antes de la subasta.
- **Diferencial entre el tipo de interés marginal y el tipo de interés medio ponderado**. Muestra la dispersión de precios en las peticiones de la subasta. Un diferencial menor implica una mayor estabilidad del tipo de interés y, por tanto, un mayor grado de acierto de los inversores en la determinación del tipo marginal de equilibrio.
- **Ratio de cobertura**. Se define como la demanda total en la subasta dividida entre el importe emitido y será igual o superior a 1. La ratio de cobertura ideal dependerá del grado de liquidez que el Tesoro necesite otorgar al título emitido. El lanzamiento de una referencia nueva, por ejemplo, requiere una mayor emisión inicial y, por tanto, puede permitirse una ratio de cobertura menor que la última reapertura de una referencia que ya cuenta con suficiente volumen en circulación.

Con el fin de poder ajustar la cantidad emitida a la demanda de la subasta, el Tesoro anunciará un rango como objetivo de emisión, de forma que el volumen de emisión esperado se sitúe cerca de la parte central del rango. Se modulará la cantidad emitida hacia la parte más alta o más baja del rango en función de los tipos de interés pujados y otras circunstancias de mercado o del programa de emisión del Tesoro. El objetivo es lograr un mayor control de los tipos de interés a los que se emite la Deuda del Estado, incrementando la emisión cuando resulte aconsejable y reservándose el margen de reducirla si las condiciones no resultan atractivas para el Tesoro.

La denominada “segunda vuelta” de cada subasta ordinaria (dos días hábiles después de la celebración de cada subasta ordinaria) otorga derechos adicionales de compra, al tipo de interés medio ponderado de la subasta, a aquellos Creadores de Mercado que hayan cumplido sus compromisos de provisión de liquidez en el mercado secundario. Si el tipo de interés del mercado secundario en el momento de celebración de la segunda vuelta es inferior al tipo medio ponderado de la subasta unos días antes, al Creador de Mercado le interesará comprar un volumen adicional del instrumento subastado; si no es así, no ejercerá su opción de compra. Las cantidades que cada Creador puede comprar en esta fase de cada subasta quedan reguladas por la Resolución de 20 de julio de 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

En 2015 el Tesoro Público continuará desarrollando su programa de Bonos y Obligaciones indexados a la inflación europea. Como novedad en 2015, y con el objetivo de proveer de liquidez a la curva de rendimientos reales con frecuencia predecible, se incorporarán estos productos a las subastas regulares. En concreto, el Tesoro podrá incluir estas referencias en la primera subasta (generalmente el primer jueves) de cada mes. Cuando se incorporen estos valores a las subastas ordinarias, se anunciarán y subastarán simultáneamente junto con otras referencias nominales. En estos casos, se anunciarán dos objetivos de emisión distintos, uno para Bonos y Obligaciones nominales y otro para Bonos y Obligaciones indexados. El Tesoro tiene intención de realizar al menos una emisión de Bonos y Obligaciones indexados cada trimestre.

B. Subastas especiales

Al igual que en años anteriores, en 2015 el Tesoro Público tendrá la opción de convocar subastas especiales, fuera de su calendario habitual, para dotar de liquidez a ciertas referencias y mejorar así el funcionamiento del mercado secundario. Estas subastas especiales serán convocadas dos días antes de su celebración. No se anunciará un objetivo de emisión, permitiendo al Tesoro modular el volumen emitido en la cuantía necesaria para mejorar el funcionamiento del mercado secundario. No obstante, en general el volumen emitido será muy inferior al de una subasta ordinaria. La participación en estas subastas estará restringida a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado, y dicha participación constituirá un derecho y no una obligación.

C. Sindicaciones

Si bien la subasta seguirá siendo el principal método de emisión de Deuda del Estado, se prevé también, como viene siendo habitual, recurrir a las sindicaciones bancarias. Con este método, 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 bien diversificada.

Las sindicaciones bancarias se seguirán utilizando para la emisión de los primeros tramos de las Obligaciones del Estado con plazo igual o superior a diez años, tanto nominales como indexadas, aunque con carácter excepcional también se podría ejecutar la reapertura de una referencia ya emitida mediante esta fórmula.

D. Colocaciones privadas

Finalmente, el Tesoro Público también podrá emitir Deuda del Estado mediante colocaciones privadas en las que se emite un valor directamente a un inversor. Se suele utilizar esta modalidad para emitir pequeñas cantidades de Notas a Medio Plazo, fuera del ámbito de las referencias habituales del Tesoro Público. Sin embargo, el Tesoro también podría estar dispuesto a realizar emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado mediante esta técnica de colocación. Por ejemplo, el Tesoro está dispuesto a reabrir la Obligación a 50 años con cupón 4% y vencimiento en octubre de 2064 que emitió en septiembre del año pasado.

El Tesoro Público podrá recibir propuestas de colocaciones privadas a través de sus Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado. Estas propuestas deberán ajustarse a las directrices fijadas por el Tesoro con anterioridad y serán valoradas atendiendo a la estructura financiera propuesta, la complementariedad de la operación con el programa de financiación regular, la diversificación de la base inversora o el ahorro potencial en costes frente a emisiones a plazo similar en euros, entre otros criterios.

5. AGRADECIMIENTO A LOS CREADORES DE MERCADO

La liquidez de los valores del Tesoro en el mercado secundario ha mejorado sustancialmente en los últimos años, lo que contribuye a hacer más atractiva la Deuda del Estado a pesar de los menores rendimientos que ofrecen en la actualidad estos productos.

Tras la crisis financiera de 2008-2012, las autoridades financieras han coordinado a nivel global una serie de mejoras regulatorias en los mercados de capitales. El nuevo panorama regulatorio asegurará en el medio plazo un mercado más transparente y robusto, pero exige a las entidades financieras un gran esfuerzo de adaptación en el corto plazo. El Tesoro Público reconoce y agradece el compromiso de los Creadores de Mercado del Reino de España con la provisión de liquidez y con la distribución de la Deuda del Estado hacia una base inversora cada vez más amplia. Los Creadores de Mercado más activos en Bonos y Obligaciones del Estado en 2014 han sido Citigroup Global Markets Limited, Barclays Bank PLC, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Caixabank S.A., y HSBC France. Los Creadores de Mercado más activos en Letras del Tesoro han sido Caixabank S.A., Banco Santander S.A., Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, HSBC France y Crédit Suisse Securities (Europe) Ltd.

RECUADRO 3: LIQUIDEZ EN EL MERCADO SECUNDARIO

La liquidez en el mercado secundario de Deuda del Estado se define como la facilidad con la que un inversor puede comprar y vender un alto volumen de títulos ya emitidos. Los mercados líquidos tienden a ser menos volátiles y más resistentes a las fluctuaciones a corto plazo. En consecuencia, invertir en productos con un mercado secundario líquido reduce el riesgo de mercado que asume cada inversor y le incentiva a aceptar un tipo de interés menor.

Los operadores del mercado de Deuda del Estado observan una serie de variables a la hora de juzgar la liquidez del mercado secundario en cada momento:

- El grado de **competencia** del mercado, medido por los diferenciales de precios de compra y venta ("diferenciales *bid-offer*") a los que un gran número de operadores se comprometen a realizar transacciones de cierto volumen.
- La **transparencia** del mercado, estimada según el volumen de transacciones que efectivamente se llevan a cabo a los precios cotizados por los intermediarios.
- La **profundidad** del mercado, estimada por el volumen total negociado de cada referencia.

Los Gráficos 6 y 7 muestran la mejora que ha experimentado la liquidez en el mercado secundario. Los diferenciales *bid-offer* cotizados se han comprimido sustancialmente desde principios de 2013. Los volúmenes negociados han aumentado en términos generales, si bien se observa una cierta variabilidad en los importes negociados a lo largo de cada ejercicio.

Gráfico 6: Diferenciales bid-offer a 5, 10 y 15 años (pbs)

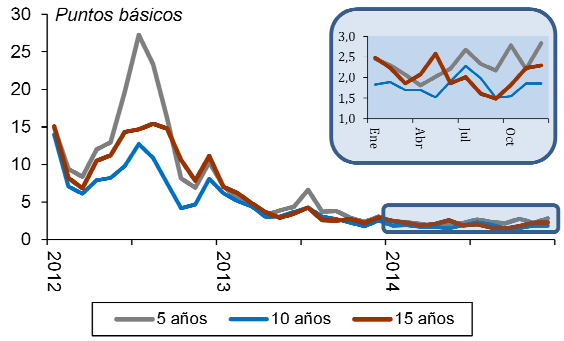
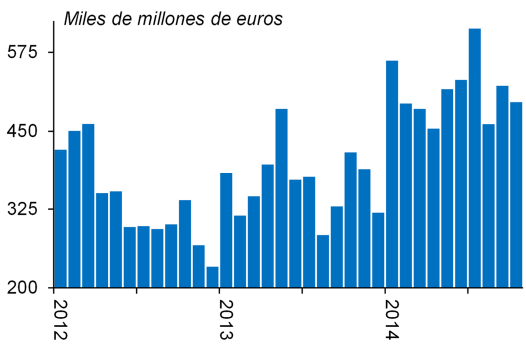


Gráfico 7: Volumen mensual negociado de Bonos y Obligaciones



Para incentivar la provisión de liquidez el Tesoro Público exige compromisos cuantitativos a los 21 Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones y 21 Creadores de Mercado de Letras, que deben competir entre sí en la cotización y negociación de sus instrumentos de Deuda. El Tesoro evalúa e incentiva su desempeño según los términos estipulados en la Resolución de 20 de julio de 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España. A lo largo de 2015 el Tesoro Público seguirá estudiando posibles reformas de la infraestructura del mercado secundario que permitan incrementar la liquidez de la Deuda del Estado, en la medida en que ésta influye, en el actual entorno de bajos tipos de interés, en el atractivo de los valores del Tesoro en los mercados internacionales.