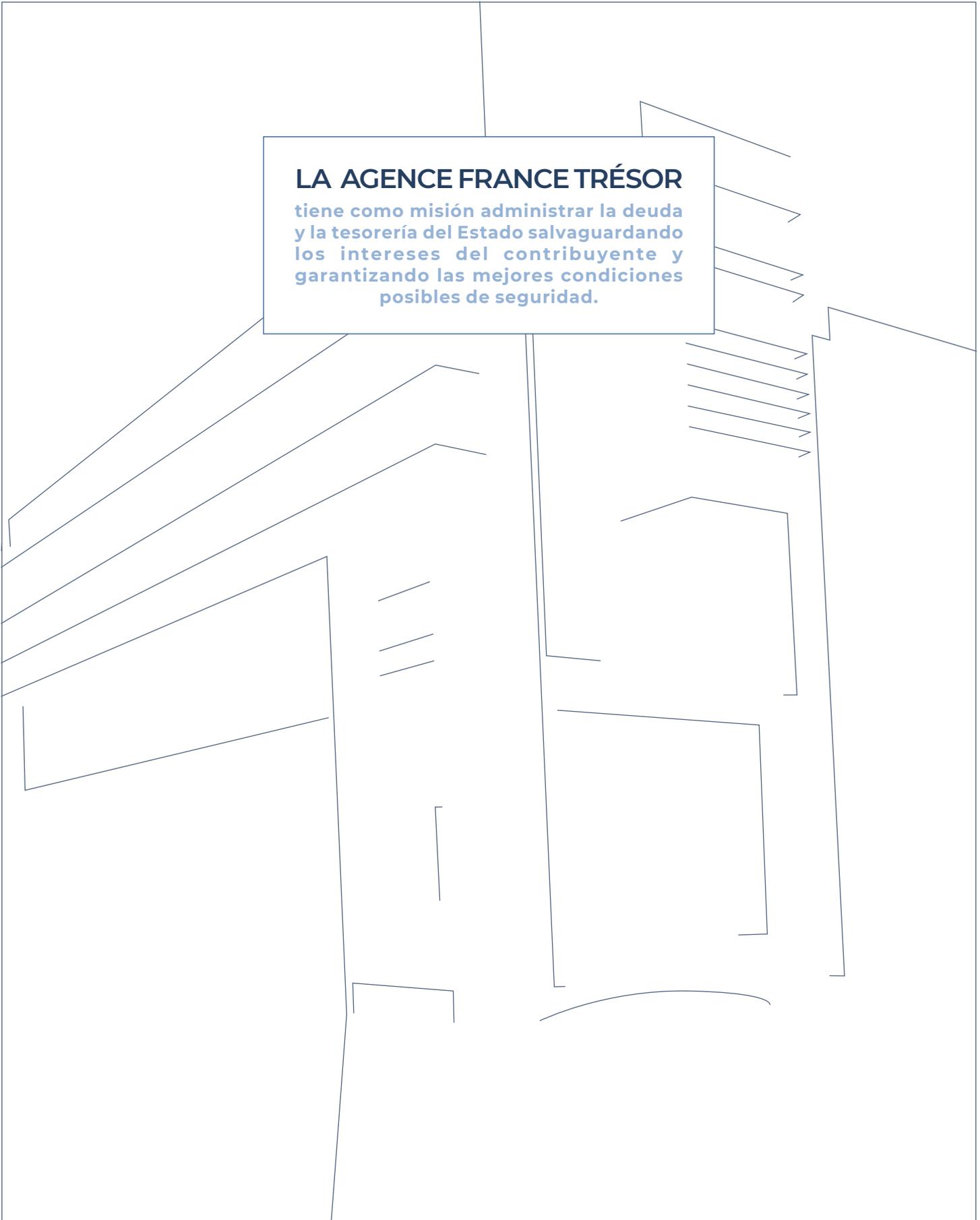


INFORME DE ACTIVIDAD

2018

LA AGENCE FRANCE TRÉSOR

tiene como misión administrar la deuda y la tesorería del Estado salvaguardando los intereses del contribuyente y garantizando las mejores condiciones posibles de seguridad.



ÍNDICE

- 4** EDITORIAL DE ODILE RENAUD-BASSO
- 5** ENTREVISTA A ANTHONY REQUIN
- 8** PRESENTACIÓN DE LA AFT
- 14** SOCIOS
- 23** INFORME DE GESTIÓN 2018
 - 24 - ACTIVIDAD DE LA AFT
 - 29 - ENTORNO ECONÓMICO Y FINANCIERO
 - 38 - ESTRATEGIA Y GESTIÓN DE LA TESORERÍA DEL ESTADO
 - 40 - ESTRATEGIA Y GESTIÓN DE LA DEUDA SOBERANA
 - 50 - CONTROL DE RIESGOS Y BACK OFFICE
- 54** CIFRAS DEL EJERCICIO 2018
 - 55 - INFORME FINANCIERO
 - 69 - INFORME ESTADÍSTICO
- 85** FICHAS TÉCNICAS
- 98** GLOSARIO
- 100** LISTA DE ABREVIATURAS

SITUACIÓN ECONÓMICA EN FRANCIA Y EN LA ZONA EURO

La capacidad de atracción de la economía francesa siguió consolidándose y la buena acogida dada por los actores domésticos e internacionales a la hoja de ruta de modernización de la economía trazada por el gobierno en 2017 es buena prueba de ello.



**Odile
Renaud-Basso**

*Directora General del Tesoro
y presidenta de la AFT*

En 2018, la economía francesa navegó en un entorno internacional marcado por un número creciente de incertidumbres geopolíticas, económicas y financieras que lastraron las expectativas relacionadas con la actividad mundial y las reacciones de política económica, favoreciendo con ello la volatilidad de los mercados financieros.

Pese a este contexto menos favorable, el sector exterior consiguió recuperarse, contribuyendo de manera significativa al crecimiento (un 0,7 del +1,7% registrado por el crecimiento en 2018).

La senda de las reformas se mantuvo en 2018, prolongando la estrategia de modernización de la economía trazada por el gobierno francés en el verano de 2017. El año 2018 fue testigo de la puesta en marcha de numerosos proyectos: proyecto de ley relativo al crecimiento y a la transformación de las empresas, reforma del aprendizaje y de la formación continua, nuevo pacto ferroviario y reforma del bachillerato y del acceso a la universidad, entre otros.

De esta manera, la capacidad de atracción de la economía francesa siguió consolidándose más allá de las ventajas estructurales sobre las cuales ha podido venir desarrollándose tradicionalmente y las cuales ha sabido capitalizar: densidad del entramado de infraestructuras de calidad, nivel de formación de la población activa elevado, tradición de excelencia en I+D+i, etc.

La prosecución del programa de reformas se inscribió en el marco definido por los compromisos presupuestarios de Francia con Europa. Por segundo año consecutivo, el déficit público se mantuvo por debajo del 3% de PIB. Dicho resultado da fe de los esfuerzos incesantes que desde 2010 vienen haciéndose con el fin de sanear las finanzas públicas y restaurar con ello los márgenes de maniobra necesarios para alcanzar un crecimiento duradero y preservar la equidad intergeneracional.

Paralelamente, los vientos monetarios siguieron siendo favorables. El Banco Central Europeo (BCE) siguió con su política expansiva a pesar de la reducción progresiva del volumen

mensual de compras de activos: en enero de 2018 se pasaba de 60 000 millones a 30 000 millones de euros, en octubre se rebajaba a 15 000 millones de euros y a finales de año tenía lugar el cese efectivo de las compras netas de activos. El BCE logró preservar de esta manera un entorno de tipos de interés bajos y de condiciones de liquidez favorables, comprometiéndose a mantener su política de reinversión durante un periodo prolongado tras el inicio de la remontada de los tipos de referencia y por el tiempo que fuera necesario.

Esta orientación monetaria ha seguido garantizando unas condiciones de financiación favorables tanto para los emisores de deuda privados como para los emisores soberanos de la zona euro, entre ellos Francia. En este estado de cosas, el compromiso del gobierno francés de modernizar la economía del país manteniendo bajo control las finanzas públicas va encaminado a consolidar los fundamentos macroeconómicos subyacentes a la garantía de solvencia ofrecida por el Estado francés, tal y como reconocen las propias agencias de calificación y los inversores internacionales.

2018: OTRO AÑO DE FINANCIACIÓN A TIPOS DE INTERÉS EXTREMADAMENTE BAJOS PARA EL ESTADO

LA SOSTENIBILIDAD EN EL FUTURO DE LA TRAYECTORIA DE LA DEUDA FRANCESA SE VE ASÍ REFORZADA



Anthony Requin

Director General de la AFT

La financiación del Estado a unos tipos de interés excepcionalmente bajos [...] ofrece una oportunidad única de colocar la trayectoria de la deuda en relación con el PIB en una línea descendente.

La Agence France Trésor realizó en 2018 un programa de financiación histórico por un importe de 195 000 millones de euros en excelentes condiciones de tipos de interés y de seguridad de ejecución.

En 2018, el coste de financiación de las emisiones de deuda soberana a medio y largo plazo se situó en el 0,53% de media anual, cifra a comparar con el 0,65% de 2017 y el 0,37% de 2016. En el segmento a corto plazo, el coste de financiación de los BTF se situó en el -0,60%, cifra muy similar al récord a la baja del -0,62% registrado en 2017 y siempre

por debajo del tipo de depósito del BCE. En un contexto en que el crecimiento francés se colocaba en 2018 en el 1,7% en volumen y en el 2,5% en valor, la financiación del Estado a tipos excepcionalmente bajos por una duración media de más de 10 años en lo que respecta a la deuda emitida en 2018 ofrece una oportunidad única de colocar la trayectoria de la deuda en relación al PIB en una línea descendente.

Cabe esperar que unos años más de ejemplaridad en lo que respecta a la política presupuestaria sirvan para provocar una reducción natural de

la deuda en relación al PIB, favorecida en este sentido por las reformas estructurales emprendidas y por la promesa de aumento del potencial de crecimiento de nuestra economía que estas entrañan.

Los inversores que compran deuda francesa son conscientes de esta senda de ejemplaridad hacia la cual se encamina el país. Es la razón por la cual confían en el crédito de Francia.

Cierto que las condiciones de financiación favorables de las que se beneficia Francia deben mucho al entorno monetario actual.

La capacidad de atracción de la deuda debe mucho a la calidad de su gestión.

El programa de compras de activos del sector público del BCE (PSPP por sus siglas en inglés) ejerce una influencia notable. Aun así, Francia también se beneficia indirectamente de las políticas de expansión monetaria emprendidas por otros grandes bancos centrales del mundo, entre ellas, y a la cabeza de todas, la del banco central japonés, que, al aplastar las condiciones de tipos en vigor para los títulos de deuda soberana japonesa, hace que las deudas de la zona euro sean más atractivas para los ahorradores japoneses. En 2018, la deuda soberana francesa se benefició ampliamente de estos flujos, ayudada en ello por la evolución favorable de las condiciones relativas de los swaps de cambio euro/yen/dólar.

Con todo, la capacidad de atracción de la deuda francesa también debe

mucho a la calidad de su gestión. De hecho, las agencias de calificación son unánimes a la hora de citarla como uno de los puntos fuertes del crédito de Francia: la flexibilidad financiera de la que dispone el Estado para acceder a los mercados de capitales a un coste moderado o la protección ofrecida por los largos plazos de vencimiento frente a un escenario alcista de los tipos de interés son algunos de los elementos que juegan a favor del estatuto de “valor refugio” del que goza la deuda francesa en los mercados.

Aun cuando debatamos acerca de cuánto tiempo durarán todavía las condiciones de tipos extremadamente favorables de las que disfrutamos hoy (quizá más tiempo del que inicialmente se pensó cuando intervino el cese de la fase activa del PSPP), hay cosas que sí perdu-

rarán. Por un lado, el compromiso del conjunto del personal de la AFT de defender el crédito de Francia entre los inversores de todo el mundo, ayudándose para ello de los recursos analíticos puestos a disposición de la AFT por la Dirección General del Tesoro. Por otro lado, un modelo de emisión de deuda que ha demostrado su resiliencia: el de una deuda líquida con varios puntos de entrada con vencimientos a entre 3 meses y 50 años que ofrece a los inversores de todo el mundo una herramienta para invertir y cubrir sus riesgos en la curva de tipos nominales o reales, una gestión de la deuda enfocada a la innovación –como la encarnada por la OAT verde– siempre y cuando aquella redunde en favor del contribuyente y coherente con el enfoque adoptado por la AFT, es decir el de un modelo basado en la transparencia, la previsibilidad y la flexibilidad.

CUADRO DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO PARA 2018 Y 2019

EN MILES DE MILLONES DE EUROS	2018	2019
Necesidades de financiación		
Amortización de la deuda a medio y largo plazo	116,6	130,2
de ellos, amortización de la deuda a medio y largo plazo (tipo nominal)	115,9	128,9
de ellos, suplementos de indexación abonados a vencimiento (títulos indexados)	0,7	1,3
Amortizaciones de otras deudas	0,0	0,0
Déficit a financiar	76,0	107,7
Otras necesidades de tesorería	-0,6	-1,3
Total	191,9	236,6
Recursos de financiación		
Emisión de deuda a medio y largo plazo neta de recompra	195,0	200,0
Recursos asignados a la Caja de la Deuda Pública y destinados a la reducción de la deuda	0,0	2,0
Variación neta del saldo de los bonos del Tesoro a corto plazo	-13,6	15,0
Variación de los depósitos de los corresponsales	9,8	11,0
Variación de las disponibilidades del Tesoro	-11,1	5,1
Otros recursos de tesorería	11,8	3,5
Total	191,9	236,6

Fuente: proyecto de ley de cuentas para 2018 y ley de presupuestos para 2019 de 28 de diciembre de 2018 n° 2018-1317.



A finales de 2018, la AFT estaba compuesta por 47 agentes (17 mujeres y 30 hombres), 18 de ellos por contrato y 29 con rango de funcionario. La agencia se caracteriza por la diversidad de la formación y trayectoria de sus agentes, que comparten con la Dirección General del Tesoro los valores de compromiso, lealtad, apertura y espíritu de equipo. Desde el punto de vista de la deontología, cada uno de nuestros colaboradores está sometido a un estricto código de conducta.

COMETIDOS Y FUNCIONAMIENTO

COMETIDOS

GESTIÓN DE LA TESORERÍA DEL ESTADO

La Agence France Trésor (AFT) es la encargada de cubrir las necesidades de tesorería del Estado de modo que este esté en todo momento y circunstancia en condiciones de cumplir con la totalidad de sus compromisos financieros.

Dicho cometido se desarrolla no solo a escala anual, sino también en el día a día: las previsiones de entradas y salidas dinerarias del Estado y de los corresponsales del Tesoro son actualizadas constantemente, supervisándose la ejecución de los movimientos en la cuenta del Tesoro con el fin de hacer frente a cualquier necesidad de tesorería que pudiera surgir.

GESTIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

La AFT tiene la misión de administrar la deuda garantizando de la mejor manera posible los intereses del contribuyente. La estrategia de la AFT consiste en posicionarse en una perspectiva a largo plazo sin distanciarse en ningún momento del mercado. La agencia obra en favor de la liquidez del conjunto de los productos de deuda que emite desde una perspectiva de total transparencia y con la voluntad de aunar innovación y seguridad.

UN SERVICIO CON COMPETENCIA ESTATAL, AUTÓNOMO Y RESPONSABLE

La AFT, adscrita al Ministerio francés de Economía y Finanzas y a la Directora General del Tesoro, es un servicio con competencia estatal (SCN por sus siglas en francés) y dispone de la visibilidad y los medios necesarios para el desempeño de su actividad, en particular en lo relacionado con la complejidad de los mercados financieros y con la necesidad de mantenerse en estrecho contacto con los actores financieros.

Su vínculo con el Ministerio francés de Economía y Finanzas permite a la AFT tener acceso a la información necesaria para cumplir con sus cometidos, estrictamente definidos, a menudo en estrecha colaboración con otras estructuras de la Dirección General del Tesoro o del ministerio como la Dirección de Presupuesto o la Dirección General de Finanzas Públicas.

Los efectivos de la AFT se componen de funcionarios con perfecto conocimiento de los procesos financieros del Estado, así como de profesionales del mercado contratados por el Estado. Dichos efectivos llevan a cabo funciones tanto operativas (tesorería, operaciones de mercado, control de riesgos y back office, informática) como de análisis (elaboración de modelos, economía y derecho) o comunicación.

FUNCIONAMIENTO

La AFT consta de los siguientes departamentos para llevar a cabo sus labores de gestión de deuda y tesorería del Estado:

1· DEPARTAMENTO DE TESORERÍA:

- Cálculo de las previsiones de tesorería;
- Relaciones con el Banco de Francia en su calidad de tenedor de la cuenta del Tesoro;
- Relaciones con los ordenadores de pago y contables del Estado;
- Operaciones de gestión de tesorería: empréstitos y depósitos, repos y repos inversos con títulos de deuda pública.

2· DEPARTAMENTO DE DEUDA:

- Subastas, sindicaciones, recompras;
- Relaciones con los SVT;
- Operaciones de gestión activa de la deuda;
- Promoción de los valores del Tesoro entre los inversores.

3· DEPARTAMENTO DE BACK OFFICE:

- Anotación y seguimiento hasta su desenlace de las operaciones de la AFT;
- Transmisión del conjunto de estas informaciones al Servicio de Control Presupuestario y Contable Ministerial (SCBCM), que lleva a cabo la liquidación y la contabilidad de las operaciones;
- Control de riesgos.

4· DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DE OPERACIONES:

- Análisis de las operaciones;
- Elaboración de modelos de propuestas y verificación de su pertinencia, formulación de condiciones de optimización;
- Seguimiento de los grupos de trabajo internacionales.

5· DEPARTAMENTO DE MACROECONOMÍA:

- Evaluación de las implicaciones en los mercados de tipos de interés de la coyuntura macroeconómica y financiera, de las políticas presupuestarias y monetarias y de los debates relativos a las políticas estructurales;

- Encuentros con los inversores y los actores de mercado, en Francia y en el extranjero;
- Relación con las agencias de calificación.

6· DEPARTAMENTO DE COMUNICACIÓN:

- Comunicación externa: información de los medios financieros y la prensa acerca de la actividad y los cometidos de la AFT y gestión de la comunicación concerniente a eventos;
- Comunicación interna: vigilancia y colecta de información, creación de herramientas de comunicación;
- Comunicación digital: sitio web y desarrollo de la visibilidad digital de la agencia.

7· DEPARTAMENTO DE INFORMÁTICA:

- Administración y explotación del sistema de información con el fin de poner a disposición de los usuarios las herramientas informáticas necesarias a las labores de la Agencia;
- Gestión de proyectos de implementación de nuevos programas informáticos y servicios;
- Supervisión e implementación de la política de seguridad de los sistemas de información y mantenimiento de los recursos informáticos en el marco del plan de continuidad de la actividad.

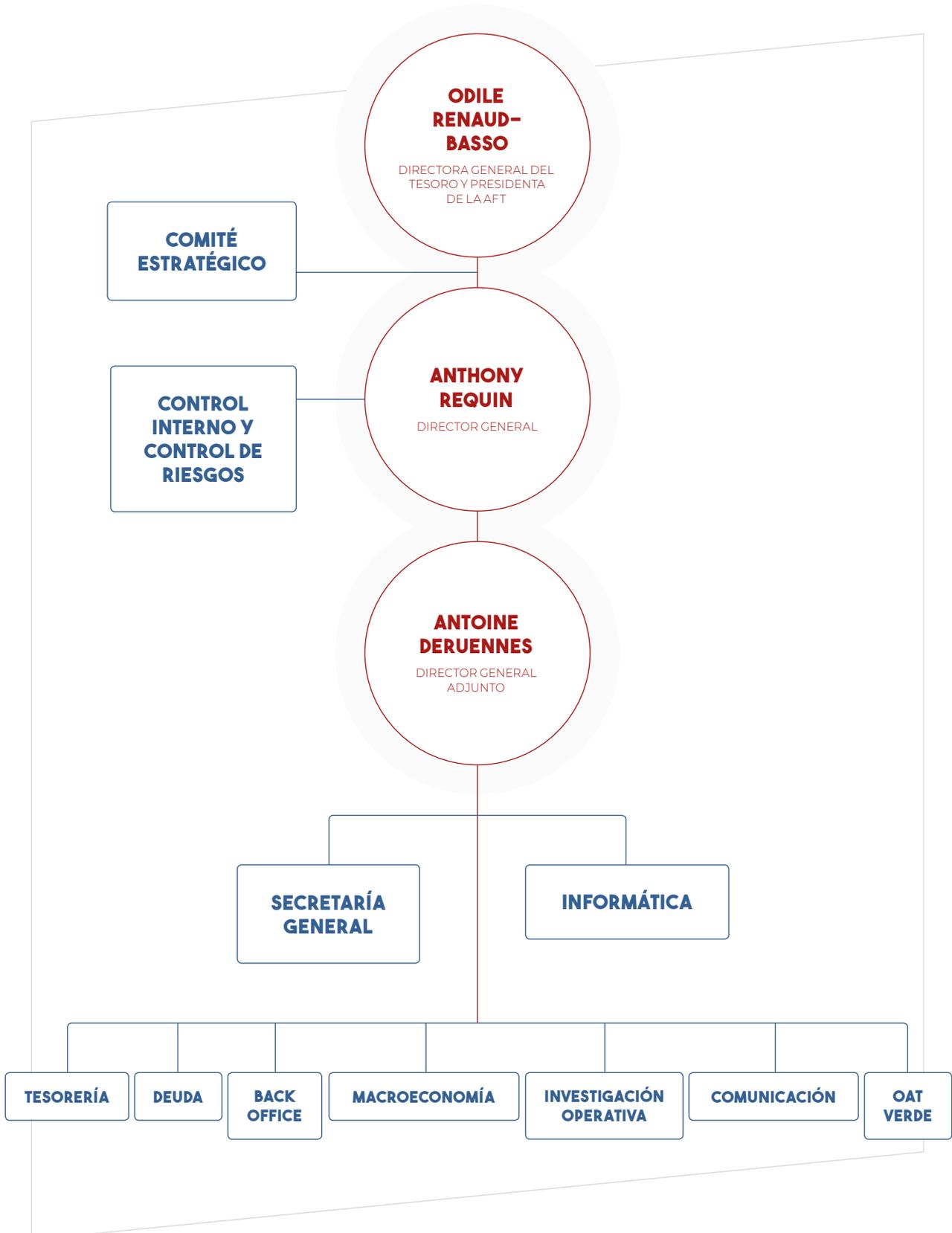
8· POLO DE CONTROL INTERNO Y CONTROL DE RIESGOS:

- Coordinación de las diferentes misiones de auditoría;
- Definición de la política de riesgos y control de los riesgos jurídicos y de conformidad;
- Diseño del marco general de actividad, cartografía de los riesgos, gestión de las reglas deontológicas dentro de la AFT.

9· POLO “OAT VERDE”:

- Coordinación del proceso interministerial de selección de los gastos asociados a la OAT verde;
- Seguimiento de las partidas asignadas en el marco de la OAT verde y confección del informe de asignación y resultados;
- Participación en la promoción y reconocimiento de la OAT verde.

ORGANIGRAMA



APROXIMACIÓN GEOGRÁFICA DE LOS EQUIPOS DE LA AFT Y LA CADES

UNA ETAPA MÁS HACIA LA CONSTITUCIÓN EN BERCY DE UN POLO DE EXCELENCIA CONSAGRADO A LA EMISIÓN DE DEUDA SOBERANA FRANCESA



AGENCE
FRANCE TRÉSOR



Más allá de la aproximación operativa de los equipos de la Caja de Amortización de la Deuda Social (CADES) y de la AFT iniciada en 2017, el año 2018 estuvo marcado por la aproximación geográfica de los equipos en una misma sede situada en el interior del Ministerio de Economía y Finanzas. Dicha aproximación se consumaba el 10 de septiembre, permitiendo con ello la puesta en común de los respectivos conocimientos prácticos de los equipos en el día a día.

Esta aproximación tiene un doble objetivo:

CONSTITUIR UN POLO DE EXCELENCIA EN LO QUE RESPECTA A LA EMISIÓN DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA FRANCESA

La CADES delega la responsabilidad operativa de sus actividades de financiación en la AFT, que se hace cargo asimismo de la ejecución del programa de emisión de las CADES. La AFT actuará pues en nombre y por cuenta de la CADES, utilizando para ello los recursos humanos que esta última habrá puesto previamente a su disposición.

Los equipos de la AFT y de la CADES están reunidos en una misma sede y bajo una misma dirección, lo cual permite el desarrollo de sinergias operativas susceptibles de favorecer la aparición de un polo de excelencia en lo que respecta a la gestión y emisión de valores de deuda pública.

REDUCIR LOS RIESGOS OPERATIVOS Y OFRECER NUEVAS OPORTUNIDADES AL PERSONAL DE LA CADES

El otro objetivo de esta aproximación, más allá del refuerzo de competencias que se desprenderá de la puesta en común de los respectivos conocimientos prácticos, es el de reducir los riesgos operativos a medida que se vaya acercando la fecha de extinción de la CADES, programada a día de hoy para 2024. Al disponer de un efectivo ampliado que se hace cargo de todas estas responsabilidades, la institución podrá asegurarse de salvaguardar la continuidad de sus actividades en toda circunstancia.

En el marco de esta aproximación operativa, la CADES y la AFT seguirán siendo entidades jurídicas distintas e independientes. Por ello mismo, las deudas seguirán estando separadas y los programas de financiación del Estado y de la CADES se mantendrán sin cambios. La CADES dispone de un consejo de administración –presidido por Jean-Louis Rey– que controla las condiciones de realización de los cometidos que la AFT cumple en nombre de la CADES, así como de un consejo de vigilancia.

**La Caja de Amortización de la Deuda Social (CADES) es una entidad pública administrativa. Su tutela la ejercen conjuntamente el ministro de Economía y Finanzas y los ministros encargados de la Seguridad Social, quienes nombran a sus dirigentes y controlan de cerca su actividad. Su misión consiste en financiar y finiquitar la deuda del régimen general de la Seguridad Social acumulada en los ejercicios 1994 a 2008.*

COMITÉ ESTRATÉGICO

Para llevar a bien sus misiones, la Agence France Trésor cuenta con el apoyo del Comité Estratégico, que, junto con los Especialistas en Valores del Tesoro, la asesora en las líneas directrices de la política de emisión del Estado. El Comité Estratégico, dotado de un papel consultivo, ayuda a la Agence France Trésor a plasmar los principios de su política de emisión. Dicho Comité está compuesto por personalidades francesas e internacionales cuya trayectoria y experiencia les han permitido adquirir un conocimiento profundo del funcionamiento de los mercados financieros, aportando de esta manera a la Agence France Trésor un espectro ampliado de competencias y conocimientos prácticos.

El papel del Comité Estratégico consiste en emitir su parecer tanto en lo que respecta a los principios que rigen la política de emisión del Estado y la gestión de su tesorería como en lo que respecta a cualquier asunto relacionado con la actividad de la agencia en general, así como en pronunciarse sobre las evoluciones deseables.

El Comité Estratégico se reúne dos veces al año. Ello da la ocasión de volver la vista atrás sobre la actividad pasada de la Agencia, situándola en su contexto coyuntural, y de formular las hipótesis que servirán de base al trabajo futuro de la Agencia.

COMPOSICIÓN DEL COMITÉ ESTRATÉGICO:

PRESIDENTE



**Jacques
de LAROSIÈRE**

Antiguo gobernador del Banco de Francia, antiguo director general del FMI, presidente de Eurofi

**Marc-Antoine
AUTHEMAN**

Presidente del consejo de administración de Euroclear



**Laurence
BOONE**

Economista jefa de la OCDE



**Günther
BRAÜNIC**

Miembro del consejo de administración de KfW



**Satu
HUBER**

Directora general de Elo Mutual Pension Insurance Company



**Assaad
J. JABER**

Asesor empresarial
Antiguo vicepresidente de la Corporación Financiera Internacional (perteneciente al Grupo Banco Mundial)



**René
KARSENTI**

Presidente de la International Capital Market Association (ICMA)



**Hongyan
LI**

Directora general y directora de información de la State Administration of Foreign Exchange (SAFE)



**Chow-Kiat
LIM**

Director de Government of Singapore Investment Corporation (GIC)



**Dino
KOS**

Director de Global Regulatory Affairs de CLS



**Bertrand
de MAZIÈRES**

Director general de finanzas del Banco Europeo de Inversiones (BEI)



MIEMBROS



Sesión de trabajo del Comité Estratégico de la AFT. En el centro a la izquierda, Jacques de Larosière, presidente del Comité Estratégico.

BANCO DE FRANCIA

El conjunto de los movimientos financieros (gastos e ingresos) del Estado, así como de los corresponsales del Tesoro, está centralizado en tiempo real en una cuenta única abierta en el Banco de Francia, cuya gestión cotidiana incumbe a la AFT. La tesorería del Estado está centralizada en la cuenta única del Tesoro, en la que se vuelca el conjunto de los movimientos financieros ejecutados por más de 5 000 contables públicos, dotados cada uno de ellos de una o varias cuentas de operaciones.

Gracias a esta estructura, el Banco de Francia ofrece a la AFT una visión centralizada y en tiempo real de la cuenta única del Tesoro que le permite establecer las previsiones

de gastos y financiación a medio y largo plazo y optimizar así la gestión de la tesorería del Estado.

La Agence France Trésor recurre a los servicios del Banco de Francia tanto para la organización práctica de las subastas de valores del Tesoro como para el control del proceso de liquidación de posiciones de los títulos adjudicados.

El Banco de Francia se interpone entre la AFT y los Especialistas en Valores del Tesoro (SVT) para recopilar las ofertas presentadas por los SVT durante una subasta y acto seguido le somete a la AFT una tabla recapitulativa y anónima de las órdenes, la cual permite a la AFT adjudicar cada uno de los títulos.

Para llevar a cabo dicha misión, el Banco de Francia ha desarrollado un sistema informático específico y con un alto grado de seguridad, el Sistema de Teletransmisión de las Licitaciones en las Subastas del Tesoro (TELSAT por sus siglas en francés), utilizado por los SVT para transmitir sus ofertas y por la AFT para adjudicar los títulos de deuda del Tesoro.

El Banco de Francia realiza esta prestación en el marco de los acuerdos concluidos con la AFT por una parte, y de los acuerdos concluidos con cada uno de los SVT por otra.



LOS SVT

Los Especialistas en Valores del Tesoro (SVT por sus siglas en francés) son los interlocutores privilegiados de la AFT en el conjunto de sus actividades de mercado.

Los SVT asesoran y asisten a la AFT en su política de emisión y gestión de deuda y de forma más general en toda cuestión relativa al buen funcionamiento de los mercados.

La composición del grupo de SVT ha evolucionado con el tiempo. De los trece miembros con que contaba en enero de 1987 se pasó a los veintidós que lo componían a principios de los años 2000 y de estos a los quince que lo componen desde la última selección (véase p. 18). Este grupo de SVT es reflejo de la diversidad de las entidades que hoy operan en el mercado de deuda soberana francesa: grandes redes bancarias, entidades especializadas e instituciones de origen francés y extranjero.

A 31 de diciembre de 2018, el grupo de los SVT estaba compuesto por 15 entidades procedentes de diferentes zonas geográficas (cuatro entidades francesas, dos alemanas, tres británicas, cinco norteamericanas y una japonesa), un hecho que corrobora el papel central y la capacidad de atracción de los valores del Tesoro francés en el mercado de deuda en euros.

Es incumbencia de los SVT participar en las subastas, colocar los valores del Tesoro y garantizar la liquidez del mercado secundario.

La AFT mantiene con ellos las relaciones necesarias al cumplimiento de sus cometidos:

- garantizar el correcto desarrollo de las emisiones primarias;
- garantizar la mejor liquidez del mercado secundario de valores del Tesoro y el mantenimiento de su rango como unos de los valores más líquidos de la zona euro;
- promover el mercado de valores del Tesoro;
- proporcionar un asesoramiento continuado y de calidad a la AFT en materia de política de emisiones, gestión de deuda, promoción de la fiabilidad del Estado, cobertura de riesgos financieros del Estado y funcionamiento de los mercados de tipos de interés.

Estos cometidos están recogidos en una carta* que rige las relaciones entre la AFT y los SVT y que estos últimos se comprometen a cumplir con su firma. Los SVT aceptan asimismo un comportamiento ético acorde con las buenas prácticas que requiere el desarrollo de sus operaciones.

**Bank of America
Merrill Lynch**

BARCLAYS

BNP PARIBAS

citi

COMMERZBANK

**CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK**

Deutsche Bank



**Goldman
Sachs**

HSBC

J.P.Morgan

Morgan Stanley

**NATIXIS
BEYOND BANKING**

NOMURA

**NatWest
Markets**

**SOCIETE GENERALE
Corporate & Investment Banking**

* <https://www.aft.gouv.fr/fr/node/54>

PALMARÉS

SVT 2018

El palmarés de los SVT más activos viene haciendo público cada año desde 1999. Esta evaluación de la actividad de los SVT toma en cuenta el conjunto de sus cometidos: la participación en las subastas, la presencia en el mercado secundario y los aspectos cualitativos de la relación de cada SVT con la AFT (calidad operativa y del asesoramiento, proximidad y estabilidad de la relación con la AFT).

CLASIFICACIÓN GENERAL DE LAS 10 PRIMERAS ENTIDADES



CLASIFICACIÓN GENERAL DE LAS 10 PRIMERAS ENTIDADES POR SU PARTICIPACIÓN EN SUBASTAS Y RECOMPRAS

1  BNP PARIBAS		
2  HSBC	3  CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	4  SOCIÉTÉ GÉNÉRALE Corporate & Investment Banking
5 J.P.Morgan	6  NatWest Markets	7  citi
8  BARCLAYS	9 Goldman Sachs	10  NATIXIS BEYOND BANKING

CLASIFICACIÓN DE LAS 10 PRIMERAS ENTIDADES POR SU ACTIVIDAD EN EL MERCADO SECUNDARIO DE VALORES DEL TESORO

1 J.P.Morgan		
2  BNP PARIBAS	3  SOCIÉTÉ GÉNÉRALE Corporate & Investment Banking	4  HSBC
5  CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	6  BARCLAYS	7  citi
8  NatWest Markets	9 NOMURA	10 Goldman Sachs

CLASIFICACIÓN GENERAL DE LAS 10 PRIMERAS ENTIDADES POR LA CALIDAD DE LOS SERVICIOS PRESTADOS A LA AFT

1  SOCIÉTÉ GÉNÉRALE Corporate & Investment Banking		
2  BNP PARIBAS	3  CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	4  HSBC
5  NATIXIS BEYOND BANKING	5 ^{ex.}  BARCLAYS	7 Goldman Sachs
8 J.P.Morgan	9  Deutsche Bank	10  citi

COMITÉ DE SELECCIÓN

El proceso de selección abierto en octubre de 2018 se cerraba el 18 de diciembre de 2018 con la renovación por un periodo de tres años de los SVT seleccionados. La decisión era tomada por Bruno Le Maire, ministro de Economía y Finanzas, a propuesta de la Directora General del Tesoro y tras el dictamen emitido por el comité responsable de la selección de bancos candidatos al rango de SVT.

Dicho comité de selección tuvo una reunión durante el mes de noviembre con el fin de entrevistarse con las entidades candidatas bajo la presidencia de Christian Noyer, gobernador honorario del Banco de Francia.

COMPOSICIÓN DEL COMITÉ DE SELECCIÓN



**Christian
NOYER**

Gobernador honorario
del Banco de Francia,
**presidente del
comité de selección**



**Dominique
DAVID**

Diputada, miembro
de la Comisión de
Finanzas, Economía
General y Control
Presupuestario
de la Asamblea
Nacional francesa y
coponente especial
de los créditos de la
misión "Compromisos
financieros del Estado"



**Nathalie
AUFUVRE**

Directora general de
Estabilidad Financiera
y Operaciones en el
Banco de Francia,
en representación
del gobernador del
Banco de Francia



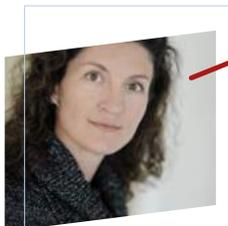
**Thierry
BERT**

Inspector general
de finanzas



**Benoît
DE JUVIGNY**

Secretario general
de la Autoridad de
Mercados Financieros,



**Alexandra
GIVRY**

Directora encargada
de la división de
vigilancia de los
mercados ante
la Autoridad de
Mercados Financieros,
en representación
del presidente de
la Autoridad de
Mercados Financieros



**Sylvain
DE FORGES**

Antiguo director
general de la
Agence France
Trésor, en calidad
de experto
cualificado

Quince bancos habían presentado sus candidaturas con el fin de obtener un nuevo mandato para el periodo de tres años 2019-2021, hecho que acredita el atractivo de la "etiqueta" SVT. Los SVT ejercerán sus funciones hasta el 31 de diciembre de 2021 de acuerdo con lo dispuesto en la carta de los SVT.

LOS MIEMBROS NOS HACEN PARTÍCIPIES DE SU EXPERIENCIA

Sylvain DE FORGES

Como antiguo director general de la AFT, la participación en el comité me ha permitido apreciar hasta qué punto esta actividad ha sabido adaptarse desde 2007 a un entorno económico, financiero y jurídico nuevo y decididamente movedido. Dos puntos me han llamado la atención:

- El conjunto de SVT, que forma un grupo a la vez muy homogéneo y cercano a la AFT sin dejar de ser muy diversificado, lo cual constituye una de sus grandísimas cualidades;
- La transparencia de los intercambios entre la AFT y los equipos de las entidades que se presentaban a esta selección, especialmente en lo que respecta a las evoluciones de calado que se están produciendo o que están por venir, entre ellas las alentadas potencialmente por el Brexit.”

Alexandra GIVRY

La participación en el comité de selección permite ahondar en lo que respecta al modelo de cada candidato y en cuáles son sus ambiciones. Esta experiencia ha sido particularmente enriquecedora en el actual contexto de incertidumbre económica y política, con el plazo del Brexit a punto de cumplir y la mutación de los mercados de deuda como consecuencia de las nuevas reglamentaciones y de las evoluciones tecnológicas.

Benoît DE JUVIGNY

Entre todos los mercados de deuda supervisados por la Autoridad francesa de Mercados Financieros (AMF), el mercado de deuda soberana francesa se distingue por la solidez de su liquidez: los volúmenes intercambiados en el segmento de deuda soberana del mercado secundario son cinco veces más elevados que los intercambiados en el conjunto de emisores *corporate* franceses y el mercado de deuda soberana sabe ser resiliente frente a los episodios de estrés.

Thierry BERT

Tres aspectos me han llamado la atención de forma especial durante las sustanciosas conversaciones a las que ha dado pie este comité. En primer lugar, el altísimo nivel de las delegaciones enviadas para representar a los operadores de primerísima fila que se presentaban a la selección, algo que demuestra la importancia que a sus ojos reviste el tratamiento de la deuda francesa. En segundo lugar, la gran franqueza con la que hemos hablado con algunos operadores de las dificultades que experimentan en tal segmento o en tal otro. Por último, la convicción unánime de que la demanda de deuda verde ha de experimentar un crecimiento continuo, lo cual no podrá sino respaldar los esfuerzos de los gobiernos en la puesta en marcha de sus políticas de transición energética.”

Nathalie AUFAUVRE

Los cometidos del Banco de Francia lo obligan a mantenerse en contacto cotidiano con los SVT, ya sea en el marco del programa de compra de deuda de la política monetaria (Quantitative easing), ya en el de la organización de las subastas de deuda pública por cuenta de la Agence France Trésor. Resultaba pues particularmente interesante comprender su visión acerca de la evolución del mercado de deuda soberana francesa y europea y comprobar la diversidad de sus enfoques estratégicos y sus modelos de negocio. Gracias a la garantía de solvencia ofrecida por el Estado francés, la deuda francesa es una herramienta de inversión naturalmente privilegiada. Aun así, los SVT desempeñan un papel fundamental a la hora de colocarla en el mercado primario, asegurar su liquidez en el mercado secundario y favorecer la innovación.

LAS RELACIONES CON LOS INVERSORES

LAS RELACIONES CON LOS INVERSORES: UNA PRIORIDAD

Como en años anteriores, la calidad de las relaciones con los inversores fue una de las prioridades que se marcó la AFT para 2018. Cada año, la agencia lleva a cabo una promoción continuada de los títulos de deuda soberana que se materializa en encuentros con los inversores destinados a mantener y/o desarrollar relaciones a largo plazo. De esta manera, la agencia se entrevistó con 206 inversores entre directores de inversiones, gestores de carteras, economistas, etc. en Francia y en el extranjero.

Estos encuentros sirven tanto para presentar la estrategia de emisión del Estado y las bazas técnicas de la deuda francesa como para dar a conocer elementos que favorecen una mejor comprensión de la situación económica francesa y europea, de la política económica y presupuestaria y de las reformas estructurales emprendidas. También son la ocasión de sondear el punto de vista de los inversores sobre Francia y el mercado de deuda, una información preciosa para los responsables de las políticas públicas. Este trabajo de fondo constante contribuye a la buena imagen que los inversores tienen de Francia. La base de los inversores en deuda soberana es variada en lo que respecta tanto a su procedencia geográfica como a las categorías que la conforman.

A 31 de diciembre de 2018, el 47,4% de la deuda soberana francesa se hallaba en manos de inversores franceses, mientras que buena parte del 52,6% en manos de no residentes restante permanecía dentro de la zona euro. Se trata de bancos centrales, fondos soberanos, gestores de activos, bancos o compañías de seguros y de fondos de pensiones. Esta diversidad es un importante elemento de seguridad que permite optimizar el coste de financiación del Estado en todas las situaciones de mercado. En resumen, las condiciones de financiación sumamente favorables de las que se benefició el Estado en 2018 –con un tipo medio ponderado en el caso de las emisiones de deuda a medio y largo plazo del 0,53%– refleja la confianza de los inversores en la garantía de solvencia ofrecida por el Estado francés y en la calidad técnica de la deuda francesa.

DESPLAZAMIENTOS EFECTUADOS EN 2018

En 2018, la AFT efectuó 36 viajes a 31 países con el fin de promover los valores del Tesoro y el crédito de Francia: Alemania, Arabia Saudita, Austria, Bélgica, China, Corea del Sur, Emiratos Árabes Unidos, España, Estados Unidos, Filipinas, Finlandia, Francia, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, Malasia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sri Lanka, Suecia, Suiza, Tailandia, Taiwán y Vietnam.

SONDEO REALIZADO POR IEM FINANCE



Cada año desde 2002, la Agence France Trésor efectúa un sondeo entre los inversores con el fin de conocer su parecer sobre la deuda francesa.

IEM Finance realizó esta decimosexta encuesta en línea entre clientes de los especialistas en valores del Tesoro entre el 18 de septiembre y el 26 de octubre de 2018. Dicha encuesta se centró en la calidad de la relación comercial y de los servicios prestados por los SVT a sus clientes, así como en la apreciación que estos mismos tienen acerca del funcionamiento del mercado de deuda francesa. En 2018 respondieron al cuestionario 246 clientes, lo cual resulta representativo de la mayoría de los grandes gestores de activos, aseguradoras y numerosas instituciones públicas que actúan en el mercado de deuda francesa.

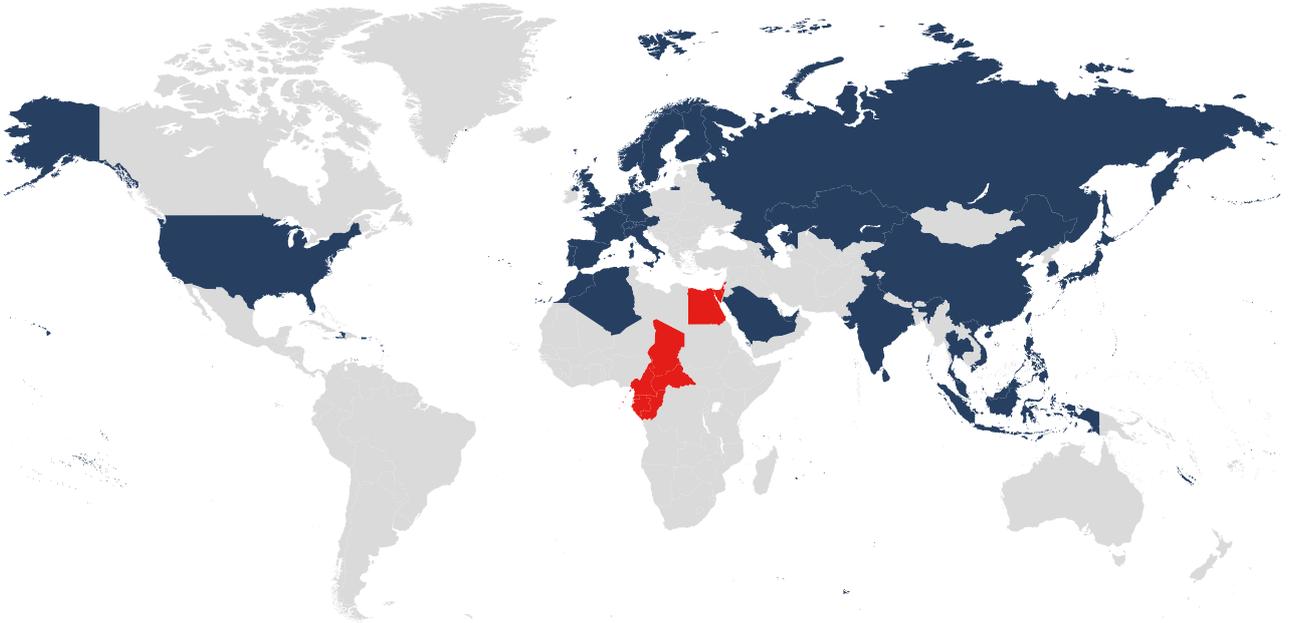
El índice de satisfacción de los inversores con respecto al funcionamiento del mercado de deuda soberana francesa se mantiene muy elevado y sigue avanzando con respecto al año pasado: en 2018, 100% de los inversores franceses y 97% del conjunto de inversores se declara “muy satisfecho” o “satisfecho”, resultado a comparar con el 100% y 95,7% de 2017 o el 98% y 92,9% respectivamente de 2016.

La liquidez de los títulos emitidos por el Estado francés sigue siendo muy valorada por los inversores: tratándose de las OAT, prácticamente todos los inversores siguen manifestando su satisfacción (97,5% de “muy satisfechos” o “satisfechos”). En 2018, el índice de satisfacción de los inversores con respecto a los títulos indexados a la inflación retrocedió ligeramente: 74,6% de los inversores se declaró “muy satisfecho” o “satisfecho”, mientras que en 2017 fueron el 77,1% y en 2016 el 64,2%. Tratándose de los BTF, el 86,0% se declara “muy satisfecho” o “satisfecho” (92,0% en 2017 y 87,8% en 2016). Cabe señalar que el 37% y el 36% respectivamente de los interrogados no manifestó su opinión sobre el segmento de los títulos indexados a la inflación o el segmento de los BTF.

Respecto de la transparencia y más allá de la información difundida por la AFT, una mayoría de inversores se declaró “satisfecha” por la información relativa a la política económica y las finanzas públicas que reciben de las entidades públicas francesas. En 2018, la proporción de inversores satisfechos avanzó hasta el 94% (91% en 2017).

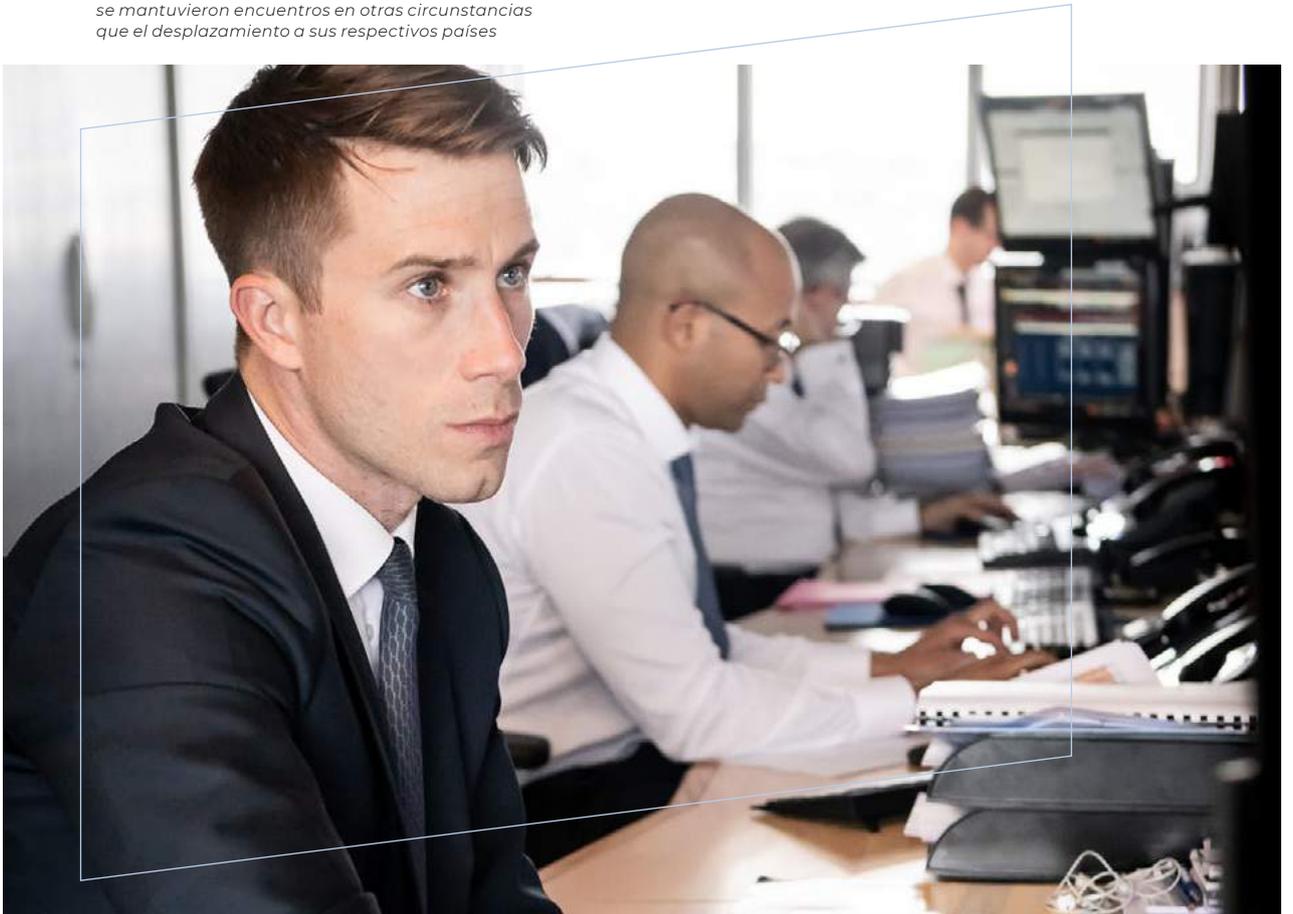
Los inversores aprueban por una inmensa mayoría (97,4% de “muy satisfechos” o “más bien satisfechos”) la flexibilidad de la AFT en lo que respecta a la elección de los títulos a emitir, especialmente tras la reapertura en las subastas de antiguas líneas (*off the run*).

El 31% de los inversores que respondieron al cuestionario declaró haber comprado la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039, bien por sindicación (72%), bien por sindicación y/o en el mercado secundario (64%). El 65% declaró haberla comprado por su carácter específicamente “verde”.



Legenda

- Países visitados
- País de procedencia de los inversores con los que se mantuvieron encuentros en otras circunstancias que el desplazamiento a sus respectivos países



LOS GRUPOS DE TRABAJO PÚBLICOS INTERNACIONALES DE GESTORES DE DEUDA Y TESORERÍA

La AFT representa a Francia en el seno de varios grupos de trabajo relacionados con la gestión de deuda y tesorería del Estado: el ESDM, el WPDM de la OCDE y el Foro de Gestión de Deuda Pública del FMI.

ESDM (UNIÓN EUROPEA)

El EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets (ESDM) es un subgrupo del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea encargado de coordinar las políticas de emisión (calendario y cuantías, según lo estipulado en los reglamentos de 2012), de preparar el terreno para que los diferentes miembros adopten posiciones comunes sobre cuestiones reglamentarias y de trabajar sobre elementos técnicos relativos al mercado de deuda soberana. El ESDM permite asimismo la difusión armonizada de información relativa a las emisiones de los diferentes miembros. Fue en el seno de este grupo donde fueron elaboradas en 2012 las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) aplicables a las deudas soberanas de la zona euro. Este grupo se reúne al menos tres veces al año, generalmente en Bruselas.

Web: <http://europa.eu/efc/about-sub-committee/>

WORKING PARTY ON DEBT MANAGEMENT (OCDE)

El Working Party on Debt Management (WPDM) es un grupo de trabajo sobre la gestión de la deuda pública en los países de la OCDE que permite a los gestores una puesta en común de sus puntos de vista, experiencias y políticas. El grupo fomenta la difusión de estudios que permiten comparar los modos de gestión de los diferentes países, así como la publicación de estadísticas homogeneizadas. Este grupo se reúne dos veces al año, por lo general en París.

Web: <http://www.oecd.org/finance/public-debt/>

FORO DE GESTIÓN DE DEUDA PÚBLICA (FMI)

Este foro se reúne una vez al año –una vez en Washington, el año siguiente en un país miembro– y acoge tanto al conjunto de gestores de deuda pública como a representantes del sector privado, instituciones internacionales y reguladores. El objetivo del mismo es debatir sobre las grandes temáticas que atañen actualmente la gestión de deuda pública dentro del entorno económico y reglamentario.

Fue en el seno de este grupo y en colaboración con el Banco Mundial donde fueron revisadas las buenas prácticas para la gestión de deuda pública, iniciativa tomada por el G20 en 2013. La edición 2014 fue organizada en colaboración con la AFT en París.

Web: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/pdmf/>

FORO DE EMISORES DE DEUDA PÚBLICA (BANCO MUNDIAL)

La AFT participa asimismo en el Foro de Emisores de Deuda Pública del Banco Mundial, foro que cada año reúne a los altos funcionarios de los países que emiten en los mercados de capitales internacionales y a los tesoreros de los organismos supranacionales, con el fin de fomentar la puesta en común de sus experiencias en materia de gestión de la deuda y el intercambio de puntos de vista sobre asuntos de interés común en el ámbito de los mercados financieros. En dicho foro, cuyas labores de secretaría asume el Departamento del Tesoro del Banco Mundial, participan alrededor de un centenar de altos responsables de la gestión de la deuda de unos cuarenta países. Cada año lo acoge un país diferente. La edición 2016 del Foro de Emisores de Deuda Pública se celebró los días 2, 3 y 4 de mayo en los locales del Ministerio francés de Economía y Finanzas en París y tuvo como anfitriona a la AFT.

Web: <http://www.banquemondiale.org/>

LE PUBLIC SECTOR ISSUER FORUM

La AFT participa en fin en el Foro de Emisores Soberanos Europeos, cuya secretaría asume la ICMA. El objetivo de los encuentros es el intercambio de puntos de vista y conocimientos acerca de las prácticas de los emisores, así como acerca de las problemáticas a las que se ve confrontado el ecosistema del que forman parte.

Web: <https://www.icmagroup.org>

INFORME DE GESTIÓN

2018

The background of the page is a large, abstract line drawing composed of thin, black lines. The lines form various geometric shapes, including rectangles, triangles, and irregular polygons, some of which are nested or overlapping. The overall effect is that of a technical drawing or a stylized architectural plan. The lines are mostly horizontal and vertical, with some diagonal lines. The drawing is contained within a thin black border that frames the entire page.

ACTIVIDADES DE LA AFT

HECHOS DESTACADOS EN 2018

12
DE ENERO

Creación de la OAT 0,00% 25 de febrero de 2021, nuevo título de referencia a 3 años.

24
DE ENERO

Anuncio de la cuantía de 8 000 millones de euros de gastos verdes admisibles en 2018 a los cuales irán vinculadas las potenciales emisiones de OAT verde (OAT 1,75% 25 de junio de 2039).

26
DE ENERO

Creación de la OAT 1,25% 25 de mayo de 2034, nuevo título de referencia a 15 años.

24
DE SEPTIEMBRE

En el marco del proyecto de ley de presupuestos para 2019, la AFT anuncia su programa de financiación para 2019 por un importe de 195 000 millones de euros.

6
DE SEPTIEMBRE

La AFT vuelve a ser recompensada por Euromoney / GlobalCapital con el título de mejor agencia gubernamental por la OAT verde.

26
DE JUNIO

Incremento por el procedimiento de sindicación de la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039 por una cuantía de 4 000 millones de euros.

8
DE OCTUBRE

Apertura del proceso de selección del grupo de entidades Especialistas en Valores del Tesoro (SVT) para el periodo 2019-2021.

18
DE OCTUBRE

El empeño por dar a los inversores un mejor servicio lleva a la AFT a modernizar su sitio web incluyendo, entre otras novedades, la creación de fichas de títulos que permiten seguir la vida de un título desde su creación hasta su vencimiento.

9
DE NOVIEMBRE

Resultados de la XVI encuesta de satisfacción realizada por IEM Finance entre los clientes de los Especialistas en Valores del Tesoro (SVT): el grado de satisfacción de los inversores con respecto al funcionamiento del mercado de deuda soberana francesa se mantiene elevado y sigue creciendo, puesto que en 2018, el 100% de los inversores franceses y el 97% del conjunto de inversores se declaró "muy satisfecho" o "satisfecho".

20

DE FEBRERO

Publicación del palmarés 2017 de Especialistas en Valores del Tesoro (SVT).

21

DE MARZO

La emisión inaugural de la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039 es recompensada por Climate Bonds Initiative con varios premios, entre ellos el premio a la emisión de deuda por un importe de referencia más importante de 2017.

28

DE MARZO

Lanzamiento por sindicación de la OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036. La demanda total alcanza la cifra récord de 11 500 millones de euros para un lanzamiento por sindicación de una obligación indexada a la inflación europea. Se sirven 3 500 millones de euros a un tipo de rentabilidad real a la emisión del -0,361%, lo cual supone el nivel de tipo de interés real a la emisión más bajo nunca observado en operaciones similares de lanzamiento por sindicación de la AFT.

20

DE JUNIO

Publicación del primer informe de asignación y resultados de los gastos asociados a la OAT verde durante el año 2017, de acuerdo con los compromisos de transparencia adquiridos con ocasión del lanzamiento de la obligación verde.

15

DE JUNIO

Creación de la OAT 0,00% 25 de marzo de 2024, nuevo título de referencia a 5 años.

4

DE ABRIL

Actualización de la segunda opinión concerniente a la OAT verde formulada por el experto independiente Vigeo Eiris acerca del carácter responsable de la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039 de cara al primer incremento de la obligación en el año 2018.

29

DE NOVIEMBRE

Publicación del primer informe de impacto de la OAT verde bajo la supervisión de su consejo de evaluación, centrado en una de las principales medidas medioambientales asociadas a la OAT verde: el Crédito Fiscal para la Transición Energética (CITE por sus siglas en francés).

18

DE DICIEMBRE

Anuncio del resultado de la selección del grupo de entidades SVT para el periodo 2019-2021.

20

DE DICIEMBRE

La AFT anuncia su programa indicativo de financiación para el año 2019, que finalmente se sitúa en 200 000 millones de euros en emisiones a medio y largo plazo netas de recompra como consecuencia de las medidas de apoyo al poder adquisitivo de los hogares votadas durante el mes de diciembre por el parlamento francés.

CIFRAS CLAVE

2018



VIDA MEDIA
DE LA DEUDA
A 31 DE DICIEMBRE
DE 2018

7 AÑOS
336 DÍAS



TIPO MEDIO PONDERADO PARA
LAS EMISIONES DE TÍTULOS DE RENTA
FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO

0,53%



SALDO VIVO DE
CONTRATOS DE
PERMUTA DE TIPOS
DE INTERÉS A 31 DE
DICIEMBRE DE 2018

1 MME



SALDO DE LA DEUDA
NEGOCIABLE
A 31.12.2018
DE DICIEMBRE DE 2018

1 756 MME



PARTE DE LA DEUDA
NEGOCIABLE EN MANOS
DE NO RESIDENTES
A 31 DE DICIEMBRE DE 2018
EN VALOR DE MERCADO

52,6%

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS

TIPO MEDIO PONDERADO DE LAS EMISIONES DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO

Evolución de los tipos entre 1998 y 2018

Tipo ponderado de las emisiones de deuda a medio y largo plazo



Fuente: Agence France Trésor

En 2018, Francia siguió beneficiándose de unas condiciones de financiación sumamente favorables para su deuda soberana.

El importe nominal de los empréstitos brutos a medio y largo plazo emitidos en 2018 alcanzó la cifra de 225 400 millones de euros repartidos de la siguiente manera: 203 000 millones de euros en obligaciones de renta fija (OAT) y 22 400 millones de euros en obligaciones indexadas a la inflación (OATi y OAT€i).

El tipo medio de las emisiones de deuda a medio y largo plazo se situó en 2018 en el 0,53%, cifra a comparar con el 0,65% de 2017 y el suelo histórico de 0,37% registrado en 2016. Esta media se sitúa en el 4,15% para el periodo 1998-2008 y en el 1,95% para el periodo 2009-2015.



ENTORNO ECONÓMICO Y FINANCIERO

UN ENTORNO MACROFINANCIERO MÁS VOLÁTIL COMO CONSECUENCIA DE LAS INCERTIDUMBRES POLÍTICAS Y ECONÓMICAS QUE HAN LASTRADO EL CRECIMIENTO MUNDIAL

El año 2018 estuvo marcado por un elevado número de incertidumbres relativas en concreto (i) a las tensiones comerciales y a los efectos secundarios de las medidas proteccionistas en las cadenas de valor internacionales, (ii) al reequilibrado de los mercados petroleros con un acento particular en la capacidad de los principales productores para reducir el exceso de producción, (iii) a las intenciones y márgenes de maniobra de los que disponen los bancos centrales para normalizar sus respectivas políticas monetarias y (iv) a las perspectivas de la economía china confrontada a una desaceleración doméstica en un contexto de reducción de la deuda de los sectores público y privado.

A estas tendencias de fondo se añadieron episodios de tensiones idiosincráticas no solo en algunas economías emergentes, en particular Turquía y Argentina, sino también en Europa: Brexit, orientación de las políticas económicas y presupuestarias, transiciones políticas en algunos grandes países, etc.

La acumulación de todos estos imponderables a lo largo de 2018 alimentó la volatilidad de los mercados financieros y penalizó los segmentos de riesgo (entre ellos el mercado de acciones y el crédito) en beneficio del segmento de deuda soberana. En 2018 se registraron dos episodios de corrección bursátil: el primero en el mes de febrero, el segundo durante el periodo octubre-diciembre. A primeros de año, los animadores de mercado actuaron movidos por el ritmo de normalización monetaria de la Reserva Federal, y, ya a finales, condicionados por los riesgos que se cernían sobre el escenario de crecimiento mundial a la luz de las tensiones comerciales internacionales, en particular de las tensiones entre China y Estados Unidos.

Este movimiento de reasignación de activos fue sintomático de un sentimiento de aversión al riesgo en los mercados: incitados a poner en tela de juicio donde ponían sus inversiones, los inversores se centraron en la búsqueda de valores seguros en beneficio de los mercados de deuda soberana de los países “centrales” de la zona euro, entre ellos el de Francia, cuya deuda se percibe como un valor refugio.

Como en 2017, el crecimiento mundial en 2018 conservó todo su vigor: +3,7%. En el contexto de las economías avanzadas, la actividad registró una aceleración en Estados Unidos, donde lo hizo alentada por el estímulo presupuestario. La actividad en cambio se ralentizó en Reino Unido, en Japón y en la zona euro. Dentro de las economías emergentes, la actividad registró una desaceleración en China y, de forma más acusada, en Turquía. El crecimiento sin embargo aumentó en India y se mantuvo moderado en Rusia y Brasil.

Tras la aceleración manifiesta de 2017 (+5,8%, récord al alza desde 2011), **el comercio mundial fue perdiendo fuelle a lo largo de 2018**, pese a lo cual logró mantener un ritmo de crecimiento sólido en el conjunto del año (+4,5%).

En la zona euro, el crecimiento bajó hasta el +1,8% después del +2,5% de 2017. La ralentización de la demanda mundial que se hizo sentir en ella, así como la apreciación pasada del euro o las dificultades experimentadas por la industria automovilística ante las nuevas normas medioambientales pesaron sobre la actividad. La zona euro se vio afectada asimismo por una desaceleración de la inversión y el consumo en un contexto de fuertes incertidumbres políticas y comerciales.

EVOLUCIÓN EN 2018 DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y DE LOS TIPOS SOBERANOS EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bloomberg

EN EUROPA



Fuente: Bloomberg

EN 2018, EL BCE MANTUVO EL SESGO EXPANSIVO EN ESTE CONTEXTO DE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD Y DE DEBILIDAD DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA EURO

La evolución de la inflación global de la zona euro estuvo marcada esencialmente por la evolución de la cotización del petróleo. Tras recobrar aliento durante el primer semestre, la dinámica de precios empezó a dar signos de cansancio hacia el último trimestre de 2018 a medida que caía el precio del petróleo. La inflación subyacente en la zona euro, en cambio, se mostró globalmente estable y débil en 2018 (1,0% de media anual), siguiendo así la tendencia de 2017.

En este contexto, el BCE mantuvo un enfoque prudente al tiempo que emprendía una normalización gradual de su política monetaria por medio de una estabilización progresiva de la cartera de activos adquiridos en el marco del *quantitative easing*: la reducción del volumen mensual de compras de activos netos de reinversión de 60 MM € a 30 MM € en enero de 2018 y hasta 15 MM € en octubre estuvo seguida, el 13 de diciembre, por el anuncio de la finalización del programa a finales de 2018.

Aunque el BCE se mostró confiado en lo que respecta a la convergencia gradual de la inflación hacia su objetivo a medio plazo, no dejó de expresar la necesidad de mantener un “amplio grado de acomodación monetaria”, en concreto con ayuda de una *forward guidance* expansiva. Con este objetivo, el banco central se comprometió a mantener durante el tiempo que sea

necesario (i) tanto la política de reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo (más allá de la fecha en la que empiecen a subir los tipos de interés oficiales), como (ii) el entorno de tipos bajos actual, calculando que la primera subida de tipos no tendrá lugar antes del otoño de 2019¹. Al vincular las expectativas de los actores del mercado a la evolución de los tipos a corto plazo, este compromiso ha permitido y sigue permitiendo garantizar unas condiciones de (re)financiación favorables para los emisores europeos, privados y soberanos, entre ellos Francia.

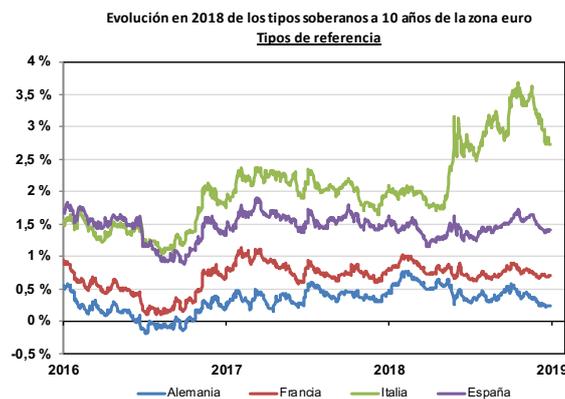
Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron a niveles históricamente bajos (como desde marzo de 2016), con una facilidad marginal de crédito del 0,25%, un tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del 0,00% y una facilidad de depósito del -0,40%. Este estado de cosas, con los tipos a corto plazo paralizados, auspició un entorno de liquidez favorable que redundó en beneficio de los mercados de deuda de los países de la zona euro. Con todo, la subida de los tipos estadounidenses consiguió ejercer un efecto de arrastre sobre los tipos de la zona euro que se materializó en presiones episódicas al alza.

¹ Posteriormente (en junio de 2019), el BCE habría de anunciar que mantendría sus tipos sin cambios al menos hasta finales del primer semestre de 2020.

ESTE ENTORNO DE TIPOS BAJOS HIZO QUE LAS CONDICIONES DE EMPRÉSTITO SE MANTUVIERAN FAVORABLES TANTO PARA LOS AGENTES PRIVADOS COMO PARA LOS PÚBLICOS

En este contexto, la evolución de los tipos soberanos estuvo marcada en algunos países de la zona euro por factores específicos que alentaron la aversión al riesgo en beneficio de los mercados de deuda de los países “centrales”, entre ellos Francia, y una orientación favorable de los swaps de cambio que hizo que los flujos de inversión procedentes de Asia se dirigiesen antes a la zona euro que a Estados Unidos. De esta forma, los tipos soberanos se mantuvieron a niveles históricamente bajos en el conjunto de la zona euro con excepción de Italia, donde la llegada al poder en la primavera de un nuevo gobierno cuya política presupuestaria era juzgada incierta suscitó un repunte de la prima de riesgo. Para acabar, los tipos franceses a 10 años cerraron 2018 al 0,71%, difiriendo poco del nivel que dominó a finales de 2017.

EVOLUCIÓN EN 2018 DE LOS TIPOS SOBERANOS A 10 AÑOS DE LA ZONA EURO



Fuente: Bloomberg

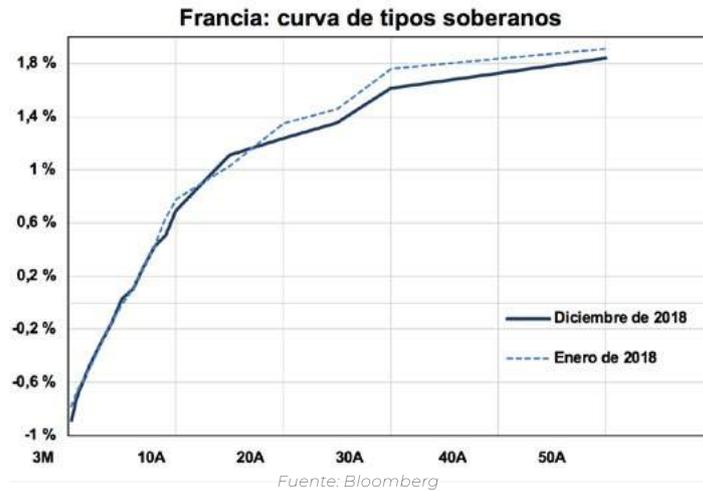
En 2018, el segmento de deuda soberana francesa vivió dos momentos cruciales.

(i) Por un lado, en el segundo y tercer trimestres, las incertidumbres relativas a la orientación de la política económica y presupuestaria de Italia favorecieron un aumento de la aversión al riesgo que redundó en beneficio de los títulos de deuda de los países “centrales” de la zona euro, particularmente Alemania y, en menor medida, Francia. En estas circunstancias, el mercado de deuda francesa se mostró resiliente, con leves movimientos intradía, resultado de la calidad del crédito soberano francés y de la liquidez del mercado de deuda francesa. Pese a todo, durante este episodio que benefició principalmente a Alemania, el diferencial de rentabilidad entre los tipos a 10 años de Francia y Alemania se relajó ligeramente, evolucionando en el entorno de los 30 puntos básicos.

(ii) Por otro lado, el spread francés conocía a finales de año una presión al alza derivada de los movimientos sociales que llevaron al anuncio de medidas en favor del mantenimiento del poder adquisitivo. Esto hizo que el spread francés alcanzara durante el mes de diciembre su pico más alto desde principios de mayo de 2017, situándose en el mismo mes en los 48 puntos básicos.

La transmisión de la política monetaria a la economía real se volvió a materializar principalmente en unas condiciones de empréstito favorables para los actores privados, en particular para las pymes. En efecto, la rentabilidad de la deuda en la curva soberana francesa se mantuvo en territorio negativo hasta el vencimiento a 4 años. Por otro lado, el tipo de interés medio de los préstamos a más de un año concedidos a sociedades no financieras se mantuvo a un nivel históricamente bajo en 2018, cercano al 2,1% de media anual en la zona euro. Por su parte, el tipo de interés medio para los nuevos créditos inmobiliarios se estableció en el 1,8% de media anual.

EVOLUCIÓN EN 2018 DE LA CURVA DE TIPOS SOBERANOS FRANCESES:
COMPARACIÓN ENTRE EL INICIO Y EL FINAL DEL AÑO



EN 2018, EL EURO SE MANTIENE ESTABLE, EL PRECIO DEL PETRÓLEO VOLÁTIL

En lo concerniente a las principales paridades, el euro entró en una tendencia a la depreciación con respecto al dólar en febrero de 2018, fecha en la cual la paridad evolucionó en el entorno del 1,20 \$/€. Esta evolución fue fruto en particular del buen comportamiento de los indicadores económicos estadounidenses y de la percepción por parte de los actores de mercado de un desacoplamiento potencialmente persistente de las orientaciones de política monetaria de Estados Unidos y de la zona euro, en un momento además en el que la Reserva Federal se hallaba mucho más avanzada que su homólogo europeo en el ciclo de normalización monetaria. A esta tendencia de fondo basada en la diferencia entre los tipos oficiales, se sumaron dos movimientos de corrección más acusados, con una primera caída del euro en mayo y una segunda en septiembre, con las incertidumbres acerca de la orientación de la política monetaria y presupuestaria de Italia como telón de fondo. A partir de ahí, la paridad dólar/euro halló un nuevo equilibrio hasta cerrar 2018 en 1,15 \$/€.

Por otro lado, la paridad libra esterlina/euro se mantuvo a lo largo de todo 2018 en una horquilla relativamente estrecha de entre 0,86 £/€ y 0,91 £/€. Durante el segundo y tercer trimestres, la divisa británica sufrió presiones a la baja como consecuencia de las incertidumbres relativas al punto de aterrizaje de las negociaciones entre Londres y Bruselas acerca de las modalidades de salida de Reino Unido de la Unión Europea. En agosto, y tras la subida de los tipos oficiales del Banco de Inglaterra, dichas presiones fueron algo más tímidas, mientras que, a mediados de noviembre y tras la convergencia de los puntos de vista británicos

y europeos acerca de un acuerdo técnico de salida, las presiones bajistas perdieron mucho más fuelle. Este acuerdo disipó –al menos temporalmente– las inquietudes de los operadores del mercado, quienes, ante el bloqueo de las negociaciones hasta el otoño, llegaron a temer que ambas partes se dirigieran hacia un escenario de salida de Reino Unido sin acuerdo (no deal). Dichas inquietudes, aun cuando volvieron a resurgir a finales de año como consecuencia del aplazamiento del voto final en el parlamento británico, no llegaron a provocar fluctuaciones significativas en la libra esterlina.

El euro se depreció ligeramente frente al yen, probablemente por la imagen de valor refugio que acompaña a este último. En un entorno de mercado presa de las incertidumbres –en particular las derivadas del contencioso comercial entre China y Estados Unidos– las presiones a la baja ejercidas de forma puntual sobre el dólar y el renminbi acabaron por reforzar el yen por un efecto de vasos comunicantes. Como viene siendo habitual durante los episodios de tensiones que empujan a los operadores del mercado a refugiarse en activos seguros, el yen se apreció un 7% con respecto al euro (125,8 ¥/€) y un 3% con respecto al dólar (110,0 ¥/\$).

En sentido inverso, el euro se vio fortalecido por el debilitamiento de las divisas de Turquía, Rusia y de las de algunos países emergentes. En total, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se mantuvo prácticamente estable a lo largo de 2018. No obstante, atendiendo a la media anual, el euro se apreció en 2018 como consecuencia de la progresión observada a mediados de 2017.

Paralelamente, la clara remontada de precios que empezó a observarse en los mercados petroleros a mediados de 2017 continuó durante los tres primeros trimestres de 2018 fomentada por un crecimiento mundial todavía vigoroso, así como, en el lado de la oferta, por las tensiones geopolíticas (sanciones estadounidenses a Irán, tensiones geopolíticas en Oriente Medio) y por la bajada efectiva de las producciones diarias de petróleo. Esta bajada fue fruto de los llamados Acuerdos de Viena entre la OPEP y sus socios, quienes acordaron una reducción de las cuotas de producción a partir de

principios de 2017 que habría de ser extendida y prolongada en 2018. Tras el pico de 86 \$ alcanzado a principios de octubre, el precio del Brent se replegó claramente, contagiado por las inquietudes acerca de la demanda de petróleo en una coyuntura económica mundial menos favorable y en un contexto de oferta todavía abundante tras la flexibilización de las sanciones estadounidenses a las exportaciones iraníes de petróleo.

Pese a esta bajada de los precios a final de año, el precio del Brent en euros subió alrededor del 25% de media anual con respecto a su nivel de 2017.

ESTAS COYUNTURAS MUNDIALES CONTRIBUYERON A LA RALENTIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN FRANCIA

Como en toda la zona euro, la actividad en Francia sufrió las consecuencias del agotamiento de los vientos exteriores favorables (ralentización de la demanda mundial de productos franceses, subida del precio del petróleo) que habían contribuido fomentar el crecimiento en 2017. La actividad francesa se vio afectada asimismo por el fin de factores temporales más específicos que habían contribuido a su dinamismo en 2017, entre ellos la importante remontada de las transacciones inmobiliarias o el repunte del turismo tras los atentados.

Con todo, la economía francesa resistió este entorno internacional mejor que la economía de algunos de sus socios europeos gracias, en particular, a la resiliencia de la inversión de las empresas. En efecto, dicha inversión siguió mostrando un perfil dinámico a pesar del incremento de las incertidumbres y de la desaceleración en curso y, aun cuando, la inversión en material de transporte resultó penalizada por la entrada en vigor, durante el otoño, de nuevas normas de homologación de los vehículos.

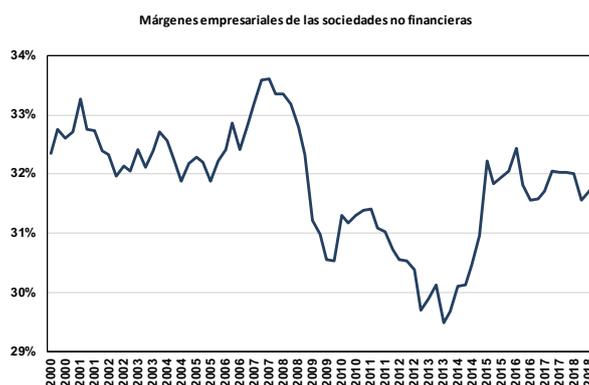
El comercio exterior también contribuyó de forma muy positiva al crecimiento francés (0,7 puntos del +1,7% registrado por el crecimiento en 2018) como colofón

a una progresión pujante de las exportaciones y de una moderación de las importaciones. El buen comportamiento del comercio exterior estuvo localizado en los sectores aeronáutico, químico, textil y de servicios informáticos.

Las medidas puestas en vigor de 2013 en adelante con el fin de abaratar el coste laboral (Pacto de Responsabilidad, Crédito Fiscal para la Competitividad y el Empleo) permitieron moderar el alza de los costes laborales –que subieron menos que en el resto de la zona euro– y ayudaron a las empresas a recomponer sus márgenes. De esta manera, los márgenes empresariales de las sociedades no financieras² avanzaron desde 2013 un total de 2 puntos porcentuales, colocándose así en un nivel cercano al que primaba antes de la crisis.

Por último, los flujos de entrada de inversiones extranjeras directas son prueba de la consolidación de la capacidad de atracción de Francia, con unos flujos de entrada totales (esto es, procedentes de todo el mundo) del orden de los 31,6 MM€ en 2018, lo que supone un incremento de 5 MM€ con respecto a 2017, que registró la entrada del equivalente de 26,4 MM€.

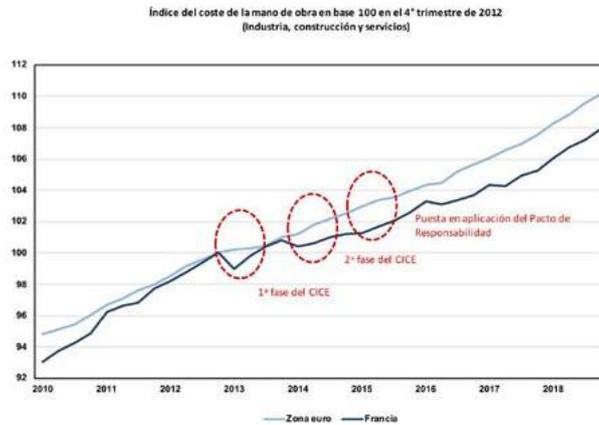
EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS FRANCESAS



Source : INSEE

²Los márgenes empresariales de las sociedades no financieras se definen como la relación entre el excedente bruto de explotación y el valor añadido, a precios corrientes. Fuente: INSEE

EVOLUCIÓN COMPARADA DEL COSTE LABORAL EN LA ZONA EURO Y EN FRANCIA



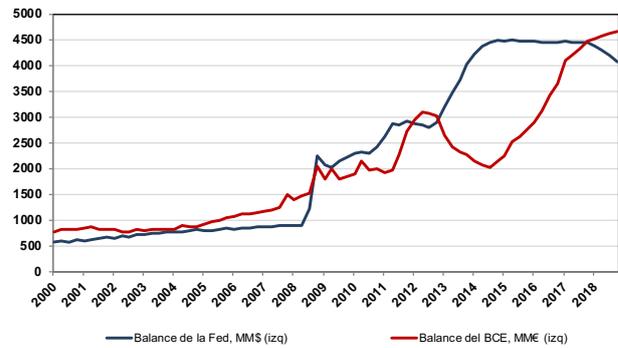
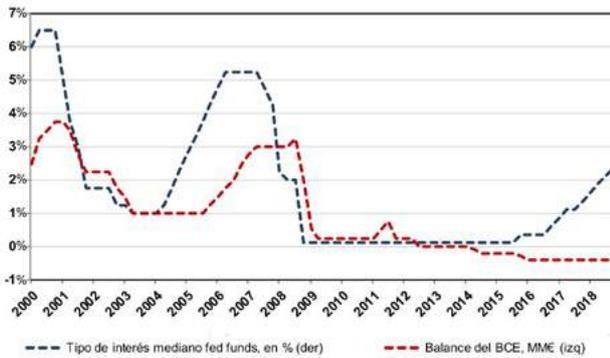
Fuente: INSEE, DG del Tesoro

LA DIVERGENCIA DE POSICIONES EN LOS CICLOS MONETARIO Y REAL HACE QUE PERSISTA EL DESACOPPLAMIENTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS

La Reserva Federal mantuvo el sesgo de normalización de su política monetaria prosiguiendo a la vez (i) el incremento de la horquilla de tipos *fed funds* iniciado en diciembre de 2015 y (ii) la contracción “con piloto automático” de su balance emprendida en el otoño de 2017. El avance en el ciclo de subida de los tipos de interés de la Reserva Federal estuvo justificado por una inflación que se movió en el entorno del objetivo a medio plazo (2%) y por una actividad que siguió dando muestras de vigor en los Estados Unidos. De esta manera, en 2018 la Reserva Federal incrementó en cuatro ocasiones la horquilla de tipos *fed funds*, que a finales de año estaba en el 2,25%-2,50%. Paralelamente, la Reserva Federal inició el ascenso imparable del proceso de contracción de su balance de cara a alcanzar el ritmo de decrecimiento de crucero, anunciado en el verano de 2017, de 30 MM\$ por mes en lo que respecta a sus haberes en bonos gubernamentales (US Treasuries) y 20 MM\$ por mes en lo que concierne a la deuda de las GSE y los activos respaldados por hipotecas (Mortgage backed securities), es decir un total de 50 MM\$ al mes.

La prolongación del endurecimiento monetario y las halagüeñas perspectivas de crecimiento en Estados Unidos se reflejaron en una subida de 28 puntos básicos –primero en invierno, luego en otoño– de los tipos a 10 años, que cerraron el año en el 2,68% tras la bajada de 56 puntos básicos que se registró ya casi a finales del ejercicio, después de que entre septiembre y noviembre de 2018 se superara transitoriamente el umbral simbólico del 3%. Este repliegue de los tipos de interés estadounidenses a finales de año se vio acompañado por algunas inversiones esporádicas de la curva de tipos, en particular en lo que atañe a los vencimientos a 2-5 años, como consecuencia del allanamiento de la curva provocado con ello. Dicho repliegue intervino también como colofón de las opiniones expresadas por los banqueros centrales americanos, más prudentes en lo relativo al ritmo de normalización de la política monetaria, y de la ambigüedad constructiva defendida por Jerome Powell, presidente de la Fed, con ocasión de la última reunión del FOMC en diciembre de 2018, en un contexto de turbulencias de mercado y de anticipación de desaceleración de la economía mundial.

EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES Y LOS TIPOS OFICIALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA RESERVA FEDERAL



Fuente: Bloomberg

En agosto de 2018, en un contexto marcado por las incertidumbres políticas y por las posibles consecuencias económicas del Brexit, el Banco de Inglaterra (BoE) incrementó su tipo oficial en 25 puntos básicos, alcanzando así el 0,75%: su nivel más alto desde 2009. El Banco de Inglaterra justificó esta decisión monetaria adoptada por unanimidad (i) por la aceleración de los precios –la inflación se mantenía por encima del objetivo del 2% desde 2017– y (ii) por la recuperación de la actividad tras el bache del primer trimestre, considerado temporal. El comité de política monetaria percibió el endurecimiento del mercado laboral como un factor favorable a las presiones salariales e inflacionistas, lo que le sirvió para justificar la segunda subida de su tipo de interés oficial en diez años (la primera había tenido lugar en noviembre de 2017). Por otro lado, el BoE continuó reinvertiendo las amortizaciones de los títulos llegados a vencimiento, manteniendo el techo de su balance en 435 MME de deuda soberana y 10 MME de deuda corporativa.

El Banco de Japón por su parte, mantuvo en 2018 el sesgo de su política ultraexpansiva. De hecho, su gobernador precisaba a finales de año que el debate acerca de la estrategia de salida y, *a fortiori*, del cese efectivo de la política de flexibilización monetaria no estaba en el orden del día, habida cuenta de una inflación modesta a la que le cuesta converger hacia su objetivo a

medio plazo. Aunque el Banco de Japón (BoJ) mantuvo su estrategia de bridar los tipos soberanos a 10 años en el 0%, no tuvo impedimento en introducir un cierto margen de flexibilidad a mediados de 2018, cuando decidió que los tipos podían fluctuar libremente, al alza o a la baja, a condición de que se mantuvieran en dicho entorno. Coincidiendo con ello, el BoJ introdujo igualmente y por primera vez desde que implementara su política de balance, indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria (*forward guidance*) en las declaraciones (*policy statements*) posteriores a las reuniones de su comité de política monetaria. El objetivo consiste en preservar un entorno de tipos bajos en los tramos corto y largo por un periodo prolongado. Por tercer año consecutivo, el tipo de interés oficial del Banco de Japón se mantuvo en territorio negativo (-0,1%).

El Banco Nacional Suizo (BNS) “mantuvo el rumbo expansionista de su política monetaria”³ de acuerdo con la estrategia adoptada en 2017 ante un entorno de cambio de divisas delicado. El diagnóstico macrofinanciero realizado por el BNS se mantuvo globalmente inalterado en 2018: el nivel del franco suizo volvió a ser calificado de elevado al tiempo que la evolución de los precios era moderada. De esta manera, el tipo de interés aplicado a los depósitos a la vista se mantuvo sin cambios en el -0,75% y la margen de fluctuación del Libor a tres meses permaneció entre el -1,25% y el -0,25%.

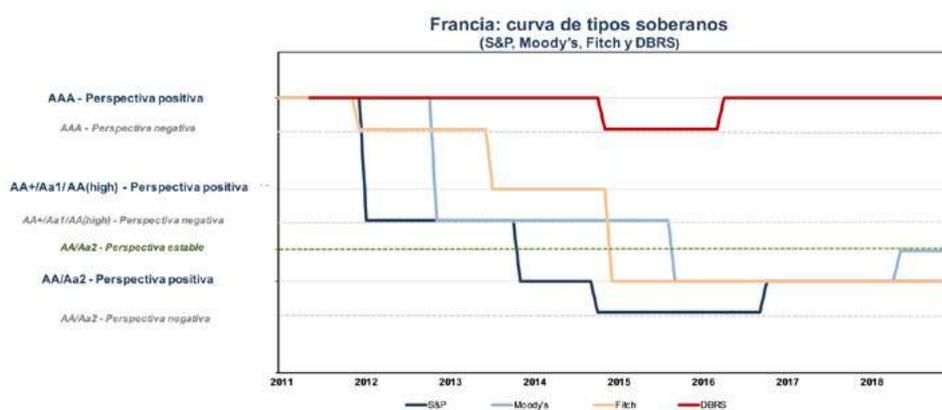
³ Comunicado de prensa del Banco Nacional Suizo de 13 de diciembre de 2018.

CALIFICACIÓN CREDITICIA DE FRANCIA

El año 2018 estuvo marcado por la estabilidad de la nota dada a Francia por las cuatro principales agencias de calificación: AA para Fitch y Standard & Poor's (Aa2 para Moody's) y AAA para DBRS. La perspectiva asociada a esta calificación siguió siendo estable, con excepción de Moody's, que la elevó hasta el rango de "positiva" como consecuencia (i) de la ambición del programa de reformas de las autoridades

francesas enfocado a mejorar la competitividad de la economía y alentar las perspectivas de crecimiento a medio plazo y (ii) del compromiso del gobierno francés a favor de una consolidación presupuestaria basada en los esfuerzos estructurales de reducción del gasto y encaminada a conseguir la reducción de la tasa de endeudamiento del Estado.

EVOLUCIÓN DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE FRANCIA



Fuentes: Agencias de calificación, Agence France Trésor

TABLA DE CALIFICACIONES A 31 DE DICIEMBRE DE 2018*

	LARGO PLAZO	CORTO PLAZO	PERSPECTIVA
Moody's	Aa2	/	Positiva
Standard & Poor's	AA	A-1+	Estable
Fitch	AA	F1+	Estable
DBRS	AAA	R-1 (high)	Estable

CALENDARIO DE LAS ACTUALIZACIONES DEL RIESGO SOBERANO FRANCÉS PARA 2019

AGENCIA	FECHA
DBRS	26 de abril de 2019
	25 de octubre de 2019
Standard & Poor's	5 de abril de 2019
	4 de octubre de 2019
Moody's	3 de mayo de 2019
	25 de octubre de 2019
Fitch	18 de enero de 2019
	14 de junio de 2019
	13 de diciembre de 2019

*Por otro lado, las calificaciones dadas por otras agencias al riesgo soberano francés quedaron como sigue:

Scope: AA perspectiva estable

R&I: AAA perspectiva estable

JCRA: AAA perspectiva estable

Creditreform: AA perspectiva estable



ESTRATEGIA Y GESTIÓN DE LA TESORERÍA DEL ESTADO

Garantizar la continuidad financiera del estado: mantener cada día un saldo acreedor en la cuenta única del Estado.

LA CUENTA ÚNICA DEL ESTADO ES OBJETO DE UN SEGUIMIENTO RIGUROSO

La tesorería del Estado está centralizada en la cuenta única del Tesoro, en la que se vuelca el conjunto de los movimientos financieros ejecutados por más de 5 000 contables públicos con acceso a una o varias cuentas operativas.

El cómputo a 31 de diciembre de 2018 era de 5 548 cuentas operativas.

Los movimientos son centralizados en tiempo real por el Banco de Francia en su calidad de tenedor de la cuenta del Estado.

- de los presupuestos del Estado, tanto de entrada como de salida;
- de los corresponsales del Tesoro, es decir de los organismos que depositan sus fondos en la cuenta única del Tesoro (entes territoriales, entidades públicas locales y nacionales y demás depositantes);
- de la propia Agence France Trésor (amortización de la deuda vencida, pago de intereses, operaciones de depósito, ajustes de márgenes...).

DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS BANCARIOS CON IMPACTO EN LA CUENTA DEL TESORO EN 2018



Fuente: Agence France Trésor

La AFT vela por que la situación de tesorería del Estado haga posible en toda circunstancia la correcta ejecución de las operaciones financieras que se imputan en la cuenta del Tesoro, y ello en condiciones de máxima seguridad. A tal efecto, la AFT sigue en tiempo real la ejecución de los movimientos de entrada y salida en la cuenta única del Tesoro en el Banco de Francia. En 2018, estos flujos de tesorería de entrada y salida registraron una media diaria de 19 000 millones de euros.

LA GESTIÓN ACTIVA DE LA TESORERÍA EVIDENCIA LA PERSISTENCIA DEL ENTORNO DE BAJA RENTABILIDAD EN LA ZONA EURO

La gestión de la tesorería encomendada a la AFT se basa en las previsiones realizadas cotidianamente. Dichas previsiones permiten evaluar los importes necesarios a la financiación de las operaciones destinadas a ser imputadas en corto plazo en la cuenta del Tesoro.

La búsqueda de una correcta gestión del dinero público lleva a la AFT a poner en práctica una gestión activa de la tesorería del Estado. De esta forma, los excedentes temporales de tesorería pueden ser colocados en el mercado interbancario en caso de que, habida cuenta del perfil de riesgo de la contraparte, ello genere un rendimiento interesante en comparación con las condiciones propuestas por el Banco de Francia para la tenencia de los

mencionados activos líquidos. Dichas operaciones son realizadas en forma de depósito o de repo inverso de títulos del Estado.

En el actual contexto de política monetaria expansiva, la abundancia de activos líquidos en el mercado interbancario europeo reduce el interés de las contrapartes bancarias por los préstamos propuestos por la AFT. Este entorno había influido en la actividad de colocación de activos de la AFT ya en 2017, con unas 500 operaciones con las contrapartes por un volumen medio de 6,5 MM de euros.

La abundancia de liquidez se mantuvo a lo largo de todo 2018, lo cual fomentó la actividad de colocación de activos de la AFT. De esta manera, el importe medio de las colocaciones el primer semestre se elevó a 10 400 millones de euros, mientras que en el segundo se alcanzó la cifra de 9 100 millones de euros. En total, a lo largo del año se contabilizaron 660 operaciones.

COLOCACIÓN DE LOS EXCEDENTES DE TESORERÍA EN 2018 – SEGMENTACIÓN POR TIPO DE COLOCACIÓN DE TESORERÍA (SALDO VIVO DE LA CUENTA EN EL BANCO DE FRANCIA NO INCLUIDO):



Fuente: Agence France Trésor

LA REDUCCIÓN DEL SALDO VIVO DE DEUDA A CORTO PLAZO PERMITE REDUCIR LA EXPOSICIÓN AL RIESGO DE TIPO DE INTERÉS

El entorno de baja rentabilidad provocó la anotación en tesorería de primas de emisión con motivo de las subastas de títulos de deuda a medio y largo plazo (véase página 94 “Primas y descuentos de emisión”).

La AFT adaptó su estrategia a este entorno. De finales de año a finales del siguiente, los recursos adicionales de tesorería generados por las primas de emisión permitieron reducir en 13 600 millones de euros el endeudamiento total a corto plazo, lo cual contribuyó a reducir la exposición del Estado al riesgo de tipos.

LOS DEPÓSITOS DE LOS CORRESPONSALES DEL TESORO SON UNA FUENTE ESTABLE DE FINANCIACIÓN

Las entidades que, por obligación¹ o a título facultativo, depositan sus activos líquidos en la cuenta única del Tesoro reciben el nombre de corresponsales del Tesoro. Exceptuando las cuentas del programa “Inversiones a Futuro”, estos saldos vivos representaban a 31 de diciembre de 2018 un importe total de 116 900 millones de euros. Estos activos líquidos constituyen un recurso para la tesorería del Estado.

Los movimientos anotados en las cuentas de los corresponsales del Tesoro repercuten directamente en la cuenta única del Tesoro. La AFT supervisa cada día los avisos de tesorería que efectúan estos corresponsales. Esto le permite determinar los flujos que se van a imputar en la cuenta del Tesoro, aproximándose lo más posible al día de ejecución y a su cuantía. Concretamente, los entes territoriales y las entidades públicas tienen la obligación de avisar a la AFT –la víspera a 16 horas a más tardar– de toda operación financiera por un valor superior a un millón de euros. En 2018, la tasa de avisos relativa a dichas operaciones por cuantías elevadas se situó en el 99,1% en el caso de los entes territoriales y las entidades públicas, resultado superior al objetivo de desempeño marcado por la ley de presupuestos para 2018.

Desde 2011 se encuentra en vigor el llamado dispositivo de “supervalidación”, creado para contribuir a la seguridad de la gestión de la tesorería del Estado. Dicho dispositivo permite a la AFT posponer hasta el día siguiente toda operación de débito por un importe superior a 1 millón de euros ordenada por alguno de los corresponsales del Tesoro en caso de que no se haya producido el preaviso la víspera. Aun así, la AFT puede autorizar el débito inmediato, pese al incumplimiento del requisito de preaviso, en caso de que la operación no acarree riesgo para el saldo de la cuenta única del Tesoro. Se dice entonces que la operación ha sido “supervalidada”. En 2018 fueron “supervalidadas” 126 operaciones: una cantidad ínfima con relación al total de movimientos registrados y una prueba más de la disciplina de las entidades públicas.

¹ En virtud del decreto relativo a la gestión presupuestaria y contable pública de 7 de noviembre de 2012, la mayoría de las personas jurídicas públicas tienen la obligación de depositar sus fondos en el Tesoro. En concreto, están sujetos a esta obligación los entes territoriales, las entidades públicas y los hospitales. Este decreto entró en vigor el 30 de junio de 2014.

ESTRATEGIA Y GESTIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

CONSECUENCIAS DEL EJERCICIO

El cometido de Agence France Trésor consiste en captar en los mercados los fondos necesarios para la financiación del Estado en las mejores condiciones de seguridad y esforzándose por minimizar el peso de la deuda sobre el contribuyente. Los pilares de la política de la AFT son la regularidad y la transparencia de las emisiones, cuyo calendario se da a conocer anualmente. La AFT incrementa periódicamente toda la curva de la deuda francesa velando así por que el mercado sea lo más líquido y profundo posible con vistas a recortar los costes de emisión.

LAS EMISIONES NETAS A MEDIO Y LARGO PLAZO ALCANZARON LOS 195,0 MM€ EN 2018

Esta cantidad es la suma de:

- 225,4 MM€ de préstamos a medio y largo plazo, de ellos 22,4 MM€ en títulos indexados a la inflación francesa y en la zona euro (OATi y OAT€i);
- a los que se restan 30,4 MM€ de recompras de títulos a amortizar en 2019 (19,8 MM€) y 2020 (10,6 MM €).

En 2018, los costes de emisión se mantuvieron a niveles muy bajos: 0,53% de media en el caso de las emisiones a medio y largo plazo, títulos indexados no incluidos, lo cual equivale a un nivel ligeramente inferior al registrado en 2017 (véase tabla a continuación).

REGULARIDAD Y TRANSPARENCIA DE LAS SUBASTAS: PILARES DE LA ESTRATEGIA DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO

El 14 de diciembre de 2017 se hacía público el programa de financiación indicativo con el fin de fijar las grandes directrices para 2018. De acuerdo con el calendario de subastas:

- las emisiones de OAT a largo plazo, es decir con un vencimiento residual superior a 8 años, tienen lugar cada primer jueves de mes;
- las emisiones de OAT a medio plazo, es decir con un vencimiento residual comprendido entre 2 y 8 años, y de títulos indexados a la inflación tienen lugar el tercer jueves de cada mes.
- con excepción de los meses de agosto y diciembre, durante los cuales solo se celebró una subasta.

EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

TIPOS MEDIOS PONDERADOS	Media 1998-2008	Media 2009-2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	
CORTO PLAZO	Conjunto de BTF	3,15%	0,28%	-0,53%	-0,62%	-0,60%	-0,59%	-0,58%	-0,56%	-0,67%
	de ellos BTF a 3 meses	3,10%	0,24%	-0,54%	-0,63%	-0,60%	-0,60%	-0,58%	-0,56%	-0,70%
MEDIO Y LARGO PLAZO	Emisiones de renta fija a más de un año (títulos indexados no incluidos)	4,15%	1,95%	0,37%	0,65%	0,53%	0,57%	0,46%	0,59%	0,50%
	De ellas emisiones de renta fija a 10 años (títulos indexados no incluidos)	4,44%	2,57%	0,48%	0,83%	0,81%	0,87%	0,81%	0,69%	0,84%

LA AFT SIGUIÓ PONIENDO EN PRÁCTICA UNA POLÍTICA DE EMISIÓN FLEXIBLE CON EL FIN DE DAR MEJOR RESPUESTA A LAS EVOLUCIONES DE LA DEMANDA DEL MERCADO

El año 2018 estuvo marcado en particular por el importante ajuste a la baja del programa de compras de activos del Eurosistema, cuya cuantía mensual de compras netas pasó de 60 000 millones de euros en enero a 15 000 millones de euros en diciembre. Este contexto percibido por los inversores como favorable a una subida de los tipos de interés no acarreó un empeoramiento de las condiciones de financiación del Estado, que se mantuvieron muy favorables a lo largo de todo el año. Aun así, la AFT pudo observar un inicio de reposicionamiento de la demanda del mercado hacia vencimientos menos largos e hizo un esfuerzo para dar respuesta a este movimiento ajustando al alza el volumen de sus subastas de títulos a medio plazo.

Por otro lado, la AFT continuó sus esfuerzos en favor del mantenimiento de una muy buena liquidez en el conjunto de sus títulos, para lo cual puso en marcha numerosos mecanismos.

- Como cada año, la AFT se apoyó de forma sistemática en las recomendaciones de los Especialistas en Valores del Tesoro (SVT) previas a las subastas con el fin de adecuar al máximo los títulos a emitir y los volúmenes emitidos a la demanda de los inversores finales.
- De cara a garantizar una liquidez homogénea en la totalidad de la curva de deuda del Estado, la AFT continuó en 2018 con la reapertura de referencias antiguas (las llamadas *off the run*), además de seguir incrementando las líneas de referencia (*benchmark*), por un importe agregado de 54,3 MM de euros, lo que equivale al 26,8% del total bruto de emisiones, títulos indexados no incluidos.
- Igualmente, y con vistas a reforzar el incremento periódico de los valores del Tesoro a lo largo del año, tanto la subasta optativa del mes de agosto como la de diciembre fueron celebradas, elevando a 32 el número de subastas de títulos nominales e indexados a medio y largo plazo celebradas por la AFT en 2018.
- Por último, y procediendo a la recompra de 30 400 millones de euros de títulos a corto plazo con el fin de favorecer la nivelación plurianual del perfil de amortización de la deuda, la AFT pudo ofrecer a los inversores una salida de liquidez para los títulos con vencimiento en 2019 y 2020, algunos de los cuales han dejado de ser admisibles al programa de compras del BCE.

CUATRO NUEVAS OAT DE REFERENCIA FUERON CREADAS EN EL TRAMO NOMINAL DE ACUERDO CON EL PROGRAMA INDICATIVO DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO

En un contexto de tipos negativos y como viene haciendo desde 2015, la AFT optó por alargar el plazo de amortización de su título de referencia a 2 años, fijando su vencimiento en el 25 de febrero de 2021. Asimismo, la AFT lanzó una nueva OAT a 5 años con vencimiento el 25 de marzo de 2024. Estas dos nuevas OAT registraron un tipo de interés negativo o muy cercano a cero, por lo que salieron con cupón cero.

En el segmento a largo plazo, la AFT creó una nueva línea a 10 años con vencimiento el 25 de noviembre de 2028, así como un nuevo título a 15 años con vencimiento el 25 de mayo de 2034. Estas dos nuevas OAT llevan cupones al 0,75% y 1,25% respectivamente, lo cual refleja las condiciones de tipos vigentes en el momento de sus emisiones inaugurales.

Por último, la AFT lanzó por el procedimiento de sindicación un nuevo título indexado a la inflación europea: la OAT€i 25 de julio de 2036 (véase página 44).

LA DEMANDA DE VENCIMIENTOS LARGOS SE MANTUVO ELEVADA EN 2018, SI BIEN EL VENCIMIENTO MEDIO DE LOS VALORES EMITIDOS DISMINUYÓ POR PRIMERA VEZ DESDE 2011

En un entorno de tipos de interés todavía históricamente bajos, en 2018 los inversores siguieron invirtiendo de forma significativa en el segmento de los títulos con vencimientos largos, cuyas rentabilidades resultan más atractivas.

De esta manera, el vencimiento medio a la emisión de las OAT a medio y largo plazo, reflejo de la demanda expresada por los inversores finales en el mercado de valores del Tesoro, se mantuvo en 2018 en un nivel muy elevado –10,4 años–, mientras que las emisiones con vencimiento superior a 8 años representaron más del 50% del programa de emisión de la AFT títulos indexados no incluidos.

No obstante, esta cifra bajó con respecto a 2017 (cuando alcanzó el máximo histórico de 11,8 años), lo cual confirma el inicio de un reposicionamiento de los inversores en un contexto percibido como favorable al alza de los tipos. A modo de ejemplo, las emisiones con vencimiento igual o inferior a 5 años representaron en 2018 el 40% del programa de emisión de la AFT (a comparar con el 33% de 2017 y el 31% de 2016).

EMISIONES BRUTAS DE LA AGENCE FRANCE TRÉSOR EN 2018 (EN MILES DE MILLONES DE EUROS)

	ENE.	FEB.	MAR.	ABR.	MAYO	JUNIO	JUL.	AGO.	SEP.	OCT.	NOV.	DIC.	Total 2018
2 años	4,2	3,8		3,6	6,3	2,5	4,0		3,8	3,0			31,3
3-4 años			5,9			2,1					2,4		10,3
5 años	3,5	4,2	2,1	3,2	3,1	5,1	4,2		4,1	3,8	6,3	0,9	40,4
6-8 años	1,7	2,0	1,5	1,0					1,4	2,2		3,1	12,7
10 años	6,5	3,6	5,8	5,1	7,1	6,7	5,3	3,0	3,3	4,6	8,6		59,7
15-20 años	1,6	3,3	0,9	2,2	1,2	8,6	4,7	4,9	3,9	1,4	2,5		35,2
30-50 años	2,0	2,3	1,3	1,3	2,3				1,5	2,8			13,4
i/€i	2,2	2,5	5,4	1,7	2,0	1,9	2,0		1,7	1,9	1,0		22,4
Emisiones brutas	21,7	21,7	22,7	18,1	22,0	26,8	20,2	8,0	19,8	19,7	20,8	4,0	225,4

LA AFT CONFIRMABA SU RANGO DE EMISOR DE REFERENCIA EN EL SEGMENTO DE LA INFLACIÓN LANZANDO UNA NUEVA OAT DE REFERENCIA INDEXADA A LA INFLACIÓN EUROPEA

Tratándose de los títulos indexados a la inflación, la cuantía de las emisiones se elevó en 2018 hasta los 22,4 MM€, lo que supone una ligera subida con respecto a 2017. Esta cuantía representa el 9,9% del programa de emisiones brutas a medio y largo plazo para el año, un porcentaje en línea con el compromiso de la AFT de dedicar alrededor del 10% de su programa a este segmento.

Además de incrementar las referencias indexadas a la inflación preexistentes, la AFT creó el 29 de marzo de 2018 una nueva línea indexada a la inflación en la zona euro con vencimiento a 18 años: la OAT€i 0,1% 25 de julio de 2036 (véase página 44). Esta nueva línea viene a completar un segmento de la curva hasta ahora vacante. Por otro lado, la creación de una nueva línea indexada a la inflación EURO con vencimiento a 10 años que había sido anunciada de forma opcional en el programa anual de financiación fue aplazada.

LA DEMANDA DE BTF SE MANTUVO MUY SÓLIDA, AUN CUANDO SU SALDO VIVO DISMINUYÓ POR CUARTO AÑO CONSECUTIVO

A finales de año, el saldo vivo de los bonos del Tesoro a corto plazo (BTF) había disminuido en 13,6 MM€, pasando así de los 126,5 MM€ de finales de 2017 a 112,9 MM€, lo que equivale al 6,4% del total de deuda negociable. El peso de los BTF dentro de la deuda del Estado volvió así a colocarse en un nivel que no se había observado desde 1999, tras la bajada progresiva que siguió al pico del 18,6% registrado en 2009 (véase gráfico infra).

Grosso modo, durante las subastas semanales de BTF fueron propuestas tres líneas de referencia (vencimientos a 3 meses, 6 meses y 1 año) que fueron objeto de una demanda sostenida. La posibilidad de realimentar líneas antiguas fue utilizada de forma secundaria para garantizar la liquidez en toda la curva de los BTF y responder a la demanda de los inversores que hicieron llegar los SVT.

En el contexto de la política de tipos de interés negativos del BCE, las subastas de BTF se realizaron a un tipo medio del -0,59% en el conjunto anual, lo que supone unas condiciones de tipos de interés muy similares a las

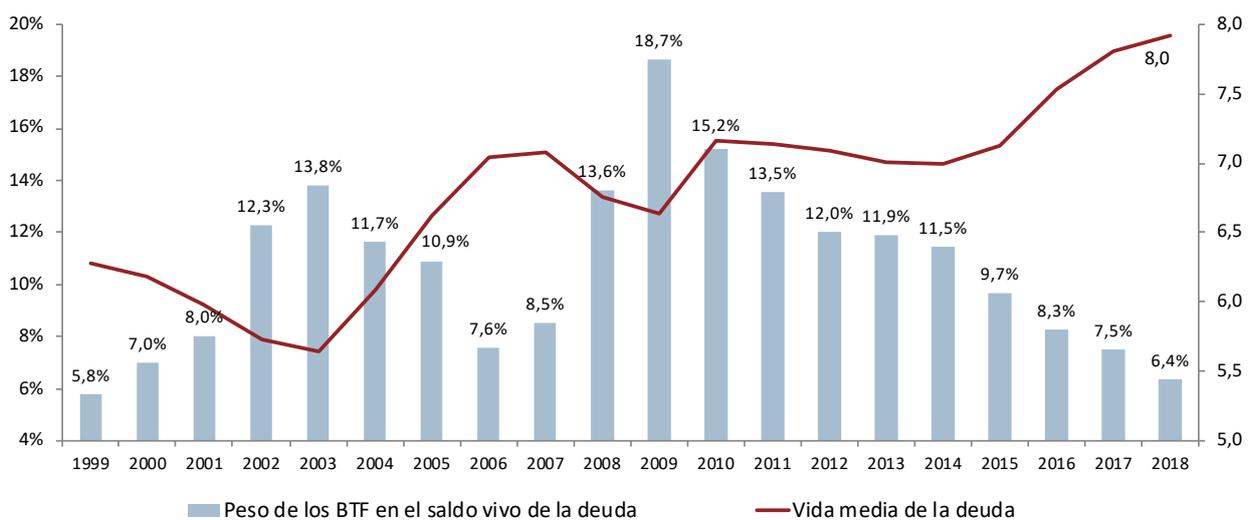
observadas en 2017, año en el que se alcanzó un récord a la baja histórico (-0,62%). La muy elevada demanda de activos de garantía de alta calidad crediticia permitió a la AFT colocar a lo largo de todo 2018 sus líneas de BTF a un tipo de interés inferior al tipo de la facilidad de depósito del BCE (que se mantuvo al -0,40% a lo largo de 2018) y el efecto de escasez característico de los periodos de finales de año permitió incluso colocar la emisión a 3 meses del 29 de octubre de 2018 a un interés récord del -0,765%.

LA VIDA MEDIA DE LA DEUDA ALCANZA UN NUEVO RÉCORD

La vida media de la deuda soberana francesa se establecía a finales de 2018 en 7,92 años, un alza de 0,11 años con respecto a 2017, lo que equivale al nivel más alto observado desde la creación de la AFT. No en vano, la ligera disminución del vencimiento medio a la emisión quedó más que compensada por las recompras de OAT (más importantes en 2018: 30 400 millones de euros frente a los 29 100 millones de 2017) y sobre todo por la reducción del saldo vivo de BTF.

El mantenimiento de una vida media elevada hace que la deuda francesa sea resiliente a una eventual remontada de los tipos de interés.

PESO DE LOS BTF EN EL SALDO VIVO DE LA DEUDA

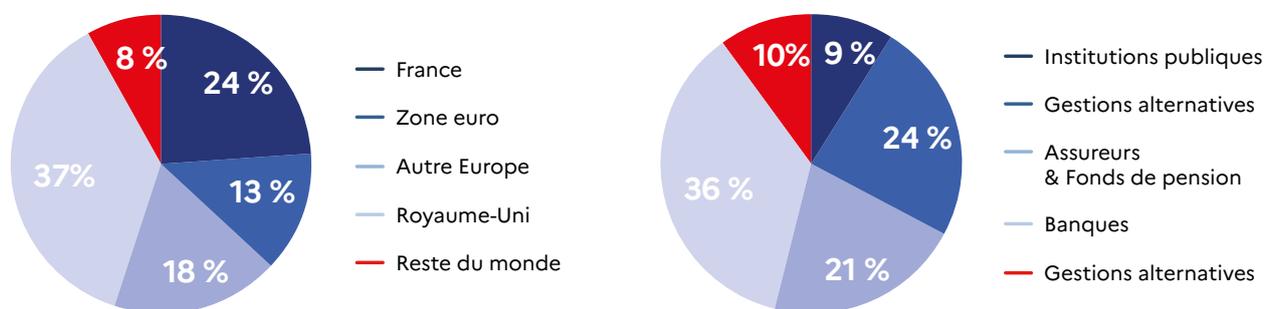


LANZAMIENTO DE UNA NUEVA OAT DE REFERENCIA A 15-20 AÑOS INDEXADA A LA INFLACIÓN EUROPEA

El 29 de marzo de 2018, la AFT lanzaba por el procedimiento de sindicación la OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036. Al término de la construcción del libro de órdenes, la demanda total ascendía a 11 500 millones de euros, de los que fueron servidos 3 500 millones de euros. Se trata pues del libro de órdenes de mayor volumen nunca constituido por la AFT durante una operación de lanzamiento por sindicación de una obligación indexada a la inflación europea.

Este título salió con un tipo de rentabilidad real a la emisión del -0,361%, lo que supone el más bajo nunca observado en operaciones similares de lanzamiento por sindicación de las efectuadas por la AFT. El punto de equilibrio de inflación (*breakeven*) implícito a la emisión de la nueva OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036 se situó en el 1,6%.

La colocación fue reflejo de la amplia diversidad de la base de inversores que suscribieron este título (véanse gráficos a continuación), reemitido por subasta una vez en 2018, elevando su saldo vivo a casi 4 000 millones de euros.



“Para la sindicación de su nueva OAT€i 2036, la AFT se vio beneficiada por un libro de órdenes de 11 500 millones de euros –un récord tratándose de una OAT€i– con más de 100 inversores finales. Esta fuerte demanda da fe del apetito de los inversores internacionales por la deuda francesa y permite a la AFT confirmar su papel de líder en el mercado de las obligaciones indexadas a la inflación europea. HSBC se congratula de haber contribuido a este gran éxito de mercado.”



“A pesar de unas condiciones de mercado volátiles, la AFT ha sabido elegir una muy buena ventana, puesto que la nueva obligación con vencimiento en 2036 acumuló un libro de órdenes récord para una sindicación de títulos indexados (11,5 MME), y ello pese a una tasa de rentabilidad real a la emisión en su nivel más bajo. La AFT fue el primer emisor de la zona euro en emitir títulos indexados a la inflación y sus emisiones siguen estando particularmente demandadas, en especial por su mayor liquidez.”



“Los inversores internacionales han demostrado una vez más su interés por las emisiones de la República Francesa indexadas a la inflación: esta emisión de 3 500 millones de euros registró la mayor demanda nunca registrada por una OAT€i sindicada (11 500 millones de euros) al tipo real más bajo nunca alcanzado por una línea de deuda francesa de referencia sindicada (-0,361%).”

J.P.Morgan

“El lanzamiento de la nueva OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036 por una cuantía de 3 500 millones de euros en marzo de 2018 representa la sindicación gubernamental vinculada a la inflación europea más larga desde el lanzamiento de la OAT€i 2047 en 2016. El claro éxito cosechado por esta emisión ha vuelto a confirmar el gran interés de los inversores por las OAT€i situadas en el tramo largo de la curva. Todo el personal de J.P. Morgan se alegra de haber trabajado junto a la AFT en el lanzamiento de esta nueva transacción estratégica.”



“NatWest Markets se enorgullece de haber participado en el exitoso lanzamiento de la nueva OAT indexada a la inflación europea con vencimiento en 2036, la cual ha establecido otro punto de referencia en la curva francesa. La rentabilidad de la nueva obligación supuso un nuevo mínimo histórico en términos de rendimiento real (-0,361%), tratándose de una emisión por sindicación de la AFT. Esta operación da fe del buen hacer de NatWest Markets en el sector de los productos indexados a la inflación y de su estrecha relación con la AFT como especialista en valores del Tesoro a lo largo de los años. La operación sirve asimismo para demostrar y fortalecer el liderazgo de la AFT en el sector de los bonos indexados a la inflación europea.”

LA OAT VERDE: UNA OBLIGACIÓN SOBERANA VERDE DE REFERENCIA

El 24 de enero de 2017, la Agence France Trésor lanzaba su primera obligación soberana “verde”, la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039, por un importe total de 7 000 millones de euros. El saldo vivo de esta obligación se situaba a finales de 2017 en 9 700 millones de euros y a finales de 2018 en 14 800 millones de euros. Con un empréstito verde de esta envergadura, Francia confirma su papel motor en la puesta en aplicación de las voluntades recogidas en el Acuerdo de París sobre Cambio Climático de diciembre de 2015.

Los fondos captados por medio de la OAT verde están dirigidos a financiar un conjunto de proyectos contemplados en los presupuestos del Estado o en el Programa de Inversiones a Futuro (PIA por sus siglas en francés), susceptibles de tener un efecto benéfico sobre el medioambiente. Cada ministerio identifica dentro de sus programas presupuestarios los gastos potencialmente admisibles, los cuales son sometidos cada año a la validación de un comité director interministerial supervisado por el Primer Ministro.

El sello TEEC (Transición Energética y Ecológica por el Clima), creado en 2015, es utilizado como referencia en el proceso de selección de los proyectos. Estos deben ir encaminados a uno de los objetivos siguientes: atenuación del cambio climático, anticipación a los riesgos derivados del mismo, preservación de la biodiversidad y lucha contra la contaminación.

Los fondos captados reciben el mismo tratamiento que los obtenidos por medio de una OAT tradicional y son administrados de acuerdo con los principios de universalidad presupuestaria. Estos no obstante están vinculados a una cuantía equivalente de gastos verdes admisibles, cuya partida limita pues, en el año en cuestión, las posibilidades de emisión de la OAT verde. En 2018, esta fue objeto de dos incrementos: uno por subasta a principios de abril por una cuantía de 1 100 millones de euros, el otro por sindicación a finales de junio por una cuantía de 4 000 millones de euros (véase página 46), lo cual elevó el saldo vivo del título a 14 800 millones de euros.

La especificidad de la OAT verde reside en el seguimiento de los proyectos financiados, el cual permite garantizar su orientación medioambiental de acuerdo con los compromisos adquiridos por Francia en el momento de la emisión inaugural. A tales efectos, el año 2018 fue testigo del primer ciclo completo de evaluación tal y como se define en el documento marco de la OAT verde. De esta manera, en junio de 2018 fue publicado el primer informe de asignación y resultados, centrado en los proyectos

financiados por las emisiones de 2017 (véase página 47). En noviembre de 2018, fue la primera evaluación de impacto medioambiental de los gastos admisibles, centrada en el Crédito Fiscal para la Transición Energética (CITE), la que fue hecha pública (véase página 49).

Estas labores de evaluación, que participan del buen pilotaje de las políticas públicas, constituyen en sí mismas uno de los aportes de la OAT verde a la acción de Francia en favor del medioambiente. La OAT verde contribuye, por otra parte, a la profundidad del mercado de bonos verdes. La OAT verde constituye un activo líquido y sin riesgo que hace posible, para los gestores que operan en este segmento, una diversificación de sus carteras de acciones en beneficio, llegado el caso, de productos verdes más arriesgados.

REAPERTURA POR SINDICACIÓN DE LA OAT VERDE 1,75% 25 DE JUNIO DE 2039, PRIMERA OBLIGACIÓN SOBERANA DE REFERENCIA Y OBLIGACIÓN VERDE CON MAYOR VOLUMEN A DÍA DE HOY

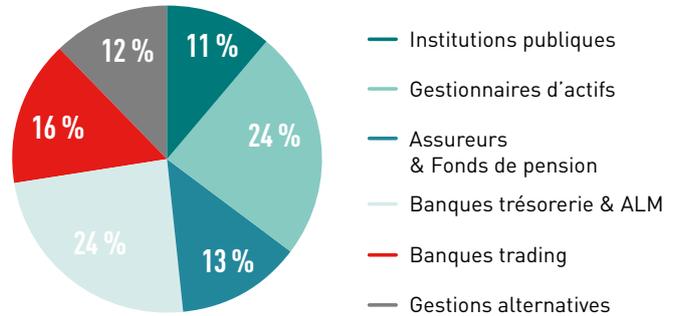
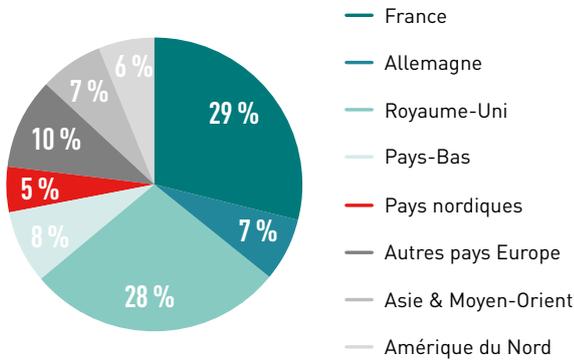
El 26 de junio de 2018, la AFT procedió a la reapertura de dicha línea por el procedimiento de sindicación. Al término de la construcción del libro de órdenes, la demanda total se situaba en 13 750 millones de euros, de los que fueron servidos 4 000 millones con una rentabilidad a la emisión del 1,462%.

Esta operación permitió a Francia, que acababa de hacer público el primer informe de asignación y resultados de la OAT verde, reafirmar la importancia que concede a la financiación de la transición energética. De esta manera, a finales de 2018, el saldo vivo de la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039 alcanzaba los 14 800 millones de euros, revalidando el posicionamiento francés como primer emisor soberano en el mercado de las finanzas verdes.

La reapertura de este título por el procedimiento de sindicación permitió comprobar una vez más que la OAT verde 1,75% 25 de junio de 2039 se asienta sobre una base de compradores muy diversificada desde el punto de vista tanto de la implantación geográfica como del tipo de inversor (véanse gráficos infra). De esta manera, fueron casi 140 los inversores finales* que suscribieron la operación, entre ellos algunos que, como ya ocurriera con motivo de la emisión inaugural, desearon dejar constancia pública de su participación, manifestando con ello su apoyo a la emisión de este producto innovador tanto dentro del mercado de valores del Tesoro como del mercado de bonos verdes.

* Los siguientes inversores han deseado que quede constancia de su participación en la operación:

Achmea Investment Management BV, AG2R La Mondiale, Axa IM, Bankhaus Lampe, Barclays treasury, CASA, Candriam, CIC, Deutsche Apo, Donner & Reuschel, ERAFP, Generali France, HSBC AM, MAIF, Mutuelle d'Ivry, Nordea IM, PGM Vermögensbeheer BV, ProBTP, Sparkasse Pforzheim, Swedish AP2, Triodos.



“El incremento por sindicación de la OAT verde constituía una gran primicia para la AFT, que recurre sistemáticamente a las subastas para incrementar el saldo vivo de sus OAT. Este procedimiento estaba ampliamente justificado por la diversidad de inversores ESG a los que estaba dirigida la operación. La reapertura de la línea por una cuantía de 4 000 millones de euros permitió incrementar el saldo vivo hasta los 14 800 millones de euros, favoreciendo así la liquidez de los títulos de acuerdo con el compromiso adquirido por la AFT con ocasión del lanzamiento de la línea inicial y revalidando el posicionamiento de la OAT verde como la mayor emisión de obligaciones verdes disponible en el mercado de capitales.”



“El incremento por sindicación de la OAT verde ha aportado una nueva dinámica a la curva francesa. Dicho incremento da respuesta a la demanda de activos responsables, en particular de los respaldados por Francia, que cada vez expresan más inversores de todo el mundo. A través de esta nueva operación, una vez más muy exitosa, la AFT confirma su reconocimiento internacional y su papel como actor insoslayable dentro del mercado de valores verdes. Natixis, muy comprometida con este sector, se siente honrada de participar en la proyección que la AFT y sus equipos dan a Francia en el sector de las finanzas verdes, gracias en particular a la calidad de su reporting y a su innovación constante.”



BNP PARIBAS

“Con este incremento de la OAT verde, Francia reafirma su papel motor en el mercado de deuda verde soberana al tiempo que garantiza una auténtica liquidez a la referencia. BNP Paribas se siente honrado de seguir participando en la expansión de este mercado junto con la AFT.”



“Nos sentimos orgullosos de haber participado en calidad de cojefe de fila en esta operación emblemática. El incremento de la OAT verde por el procedimiento de sindicación, una primicia mundial para un emisor soberano, conjuga valores importantes para Société Générale y perfectamente encarnados en el día a día de la Agence France Trésor: innovación, financiación de la transición energética y perseverancia en el compromiso. Esta operación, lanzada inmediatamente después de la publicación por parte de la AFT del primer informe de asignación de la OAT verde, ha permitido a los inversores socialmente responsables manifestar su fortísimo apoyo a las actuaciones de Francia en el mercado de las finanzas verdes. El éxito de la operación permitió elevar el saldo vivo de esta OAT verde hasta los 14 800 millones de euros, destinados a financiar la transición energética.”



“La demanda de activos verdes ha animado a los inversores a participar en la operación. Esta exitosa transacción da fe del compromiso incesante de Francia con la financiación de la transición energética y de su voluntad de reforzar aún más su posicionamiento en este mercado que crece con rapidez.”

UN SEGUIMIENTO PRECISO DE LOS GASTOS SUFRAGADOS POR LA OAT VERDE

La asignación de los fondos obtenidos por medio de la OAT verde y los resultados de los programas financiados fueron el centro de atención del primer informe anual. Este documento publicado en junio de 2018 y que puede ser consultado en el sitio web de la Agence France Trésor (https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/2017_fr_rapport_allocation_oat_verte.pdf) presenta el conjunto de gastos asociados a las emisiones realizadas a lo largo de 2017, cuya cuantía total se elevó a 9 700 millones de euros.

El seguimiento de los gastos por un lado y su carácter verde por otro, fueron objeto de auditorías realizadas por terceros independientes. Basándose en las diligencias efectuadas, KPMG pudo presentar un informe de fiabilidad moderado relativo a la asignación de los fondos, centrado particularmente en el carácter apropiado del documento marco de la OAT verde y de su correcta implementación. Por otro lado, Vigeo Eiris volvió a otorgar “nivel razonable”, su mejor calificación, al carácter verde de los gastos asociados a los incrementos realizados en 2017.

El informe de asignación hace un balance de las financiaciones concedidas a los diferentes programas admisibles. Las cuantías asignadas a cada uno de estos programas fueron prorrateadas de acuerdo con los volúmenes de gastos que representaban. De esta manera, en 2017 el 96,2% de los gastos admisibles pudieron ser financiados gracias a los fondos obtenidos por medio de la OAT verde. A su vez, los gastos admisibles habían sido calibrados ex post tomando como base (i) los informes de desempeño anexados a la ley de ejecución para los gastos presupuestarios, (ii) las extracciones de los sistemas de información fiscal para los gastos fiscales y (iii) los sistemas de información de pilotaje del PIA.

La presentación de la asignación de los fondos va acompañada de una evaluación general de resultados de los programas puestos en marcha. Esta toma como base los indicadores de desempeño presupuestarios, completados en particular por los indicadores de emisiones de contaminantes atmosféricos. Por otro lado, el informe pone en perspectiva los diferentes proyectos financiados, recalcando su pertinencia sector por sector, de acuerdo con los objetivos fijados por el documento marco de la OAT verde, alineados a su vez con varios de los objetivos de desarrollo sostenible de la ONU.

LA OAT VERDE PREMIADA POR LOS PROFESIONALES DEL MERCADO



La OAT verde fue recompensada en dos ocasiones a lo largo de 2018:

- El 20 de marzo de 2018, Climat Bonds Initiative otorgaba a la emisión inaugural de la OAT verde el premio a la mejor obligación verde de 2017 y el premio a la emisión de deuda por un importe de referencia más importante de 2017.
- El 4 de septiembre de 2018 y coincidiendo con el foro anual “Mercados de capitales sostenibles y responsables”, Euromoney y GlobalCapital volvían a recompensar a la AFT, como ya hicieran en 2017, con el premio de mejor agencia gubernamental.

LA OAT VERDE: UNA HERRAMIENTA DE EVALUACIÓN MEDIOAMBIENTAL DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS

Además de ser objeto de los informes de asignación y resultados, los gastos asociados a la OAT verde son objeto de una evaluación ex post relativa a sus efectos medioambientales, de acuerdo con los compromisos adquiridos por Francia con ocasión de la emisión inaugural de la OAT verde. La cadencia de este trabajo no ha sido definida a priori: estas labores de evaluación están llamadas a ser publicadas siguiendo una periodicidad *ad hoc*. Los estudios de impacto son supervisados por un consejo de evaluación independiente que define su marco metodológico y supervisa su elaboración.

Este Consejo compuesto por personalidades de proyección internacional y presidido por Manuel Pulgar Vidal, antiguo ministro de Medioambiente de Perú y director de la división Clima y Energía de WWF, se completa con otros seis miembros:

- Mats Andersson, vicepresidente de Global Challenges Foundation y antiguo director ejecutivo de AP4, cuarto fondo de pensiones nacional sueco;
- Nathalie Girouard, jefa de la división “Desempeño medioambiental e Información” de la OCDE;
- Ma Jun, director de Center for Finance and Development y consejero especial del gobernador del Banco Popular de China;
- Karin Kemper, directora superior del departamento de Prácticas Mundiales de Medio Ambiente y Recursos Naturales del Banco Mundial;
- Thomas Sterner, profesor de economía medioambiental de la Universidad de Göteborg;
- Eric Usher, jefe del Secretariado de Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente.

A esta lista se añaden dos observadores:

- Sean Kidney, cofundador y director ejecutivo de la Climate Bond Initiative;
- Nicholas Pfaff, director principal de las prácticas de mercado y de política de reglamentación de la International Capital Market Association.



En 2018, el Consejo tuvo dos reuniones en París: una en julio, la otra en noviembre. Para llevar a cabo su misión de evaluación medioambiental de los gastos asociados a la OAT verde, el Consejo procede por análisis sucesivos de diferentes programas. De esta manera, sus primeros trabajos se centraron en el Crédito Fiscal para la Transición Energética (CITE) y se materializaron, a finales de noviembre, en la publicación del primer informe de evaluación de la OAT verde. El documento puede ser consultado en el sitio web de la Agence France Trésor (https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/3.2_OATMLT/3.2.2_OATVerte/FR_rapport%20d'impact%20CITE.pdf). Para este informe y con el fin de garantizar la transparencia del estudio y su conformidad con los estándares académicos, el Consejo recurrió a los servicios de dos referentes independientes: Philippe Quirion (CNRS) y Louis-Gaëtan Giraudet (CIRED).

El CITE es una bonificación fiscal de la que se benefician las familias que efectúan trabajos de renovación energética en su vivienda, en el año siguiente a la realización de dichos trabajos. Su financiación representaba aproximadamente un tercio de los gastos asociados a la OAT verde en 2017, de ahí que la evaluación de su impacto medioambiental constituyera un reto importante. Esta permitió confirmar y cuantificar los efectos benéficos sobre el medioambiente. El informe pone de manifiesto en concreto:

- que el CITE permitió la renovación energética de 75 000 viviendas suplementarias por año en 2015 y 2016, lo que equivale a un aumento del 16% de las inversiones anuales en favor de la renovación energética;
- que los trabajos hechos posibles gracias al CITE a lo largo de estos dos años deberían permitir una reducción acumulada en el periodo 2015-2050 del consumo energético y de las emisiones de CO₂ del sector residencial del orden del 7% con respecto a los niveles de 2015.



Sesión de trabajo del Consejo de Evaluación de la OAT verde

CONTROL DE RIESGOS Y BACK OFFICE

EVALUACIONES DEL AÑO

El Polo de Control Interno y Control de Riesgos.

UN MARCO DE CONTROL AMPLIADO

La AFT está sometida a una fuerte exigencia de control. De hecho, está obligada por ley a responder a las preguntas parlamentarias, particularmente en el marco de la preparación de las leyes de presupuestos, y a someterse a numerosas auditorías, especialmente a las del Tribunal francés de Cuentas (semestralmente en lo que se refiere al aspecto contable, anualmente dentro del marco de la nota de ejecución presupuestaria).

Las intervenciones de gabinetes de auditores especializados encaminadas a validar la calidad y veracidad de los elementos contables, emitir un parecer sobre la supervisión de las medidas cautelares o proceder a la auditoría interna anual también forman parte de estos controles.

COMETIDOS DEL POLO DE CONTROL INTERNO Y CONTROL DE RIESGOS DE LA AFT

Tal y como estipula el decreto de creación de la AFT, la agencia dispone de un Polo de Control Interno y Control de Riesgos independiente de las funciones operativas que garantiza el correcto funcionamiento del dispositivo de control interno dentro de la

agencia, organiza el control de sus actividades, gestiona los riesgos asociados a las operaciones financieras y a la elección de las contrapartes –incluidos los riesgos jurídicos y de conformidad– y garantiza la validación de los contratos firmados por la agencia, la vigilancia reglamentaria y el respeto de las reglas deontológicas. El polo coordina asimismo las diferentes labores de control y auditoría en estos ámbitos.

El alcance de este control y de la supervisión de los riesgos se ha visto incrementado como consecuencia de la diversidad de operaciones realizadas por la AFT, de los circuitos de pago utilizados y de la internacionalización de sus contrapartes.

Este polo trabaja junto con los diferentes departamentos en la puesta al día periódica del marco general de actividad de la AFT, el cual establece las normas de gestión, organización y control y es validado por la Directora General del Tesoro. La supervisión del plan de continuidad de actividad de la agencia depende asimismo de este polo.

LOS INDICADORES DE DESEMPEÑO

La AFT ha decidido ajustarse, dentro de los límites de su aplicabilidad, a las obligaciones definidas por el decreto de 3 de noviembre de 2014 sobre control interno de las

empresas del sector bancario. El marco legislativo al cual está sujeta la AFT le obliga por otro lado a hacer llegar al Parlamento los resultados de una auditoría anual relativa a la gestión de los riesgos financieros y a las medidas cautelares aplicadas a este respecto.

El conjunto de dichos elementos permite a la AFT confirmar que está dotada de dispositivos de análisis permanentes y que controla todos los riesgos, sean del tipo que sean, engendrados por las operaciones de mercado y tesorería.

La experiencia de estos últimos años ha llevado a recurrir a los servicios de un gabinete especializado externo con objeto de llevar a cabo la auditoría. De acuerdo con los indicadores presentados al Parlamento en el marco de la preparación de la ley de presupuestos (véase página 89), el gabinete evalúa entre otros aspectos la calidad del dispositivo de control interno puesto en marcha por la AFT desde 5 ángulos diferentes:

- el sistema de control de las operaciones y procedimientos internos;
- la organización contable y el proceso de datos;
- los sistemas de evaluación de riesgos y resultados;
- los sistemas de vigilancia y control de riesgos;

- el sistema de documentación e información.

Esta evaluación da pie a una nota entre 1 y 4:

- Nota 1: el dispositivo existente permite cubrir satisfactoriamente los riesgos engendrados por las operaciones de la agencia identificados;
- Nota 2: el dispositivo existente debe ser completado a fin de cubrir los riesgos identificados;
- Nota 3: el dispositivo existente presenta insuficiencias significativas que exigen la adopción inmediata de medidas correctivas encaminadas a cubrir los riesgos identificados;
- Nota 4: el dispositivo existente no permite cubrir los riesgos engendrados por las operaciones de la agencia identificados.

UNIDAD	2016 Realización	2017 Realización	2018 Previsión PAD 2018	2018 Realización	2019 Objetivo PAD 2019	
Incidentes o infracciones al marco general de actividad	Números de casos	0	0	0	0	
Nota externa del control interno: Sistema de control de las operaciones y procedimientos internos	Nota entre 1 y 4	2	2	1	2	1
Nota externa del control interno: Organización contable y proceso de datos	Nota entre 1 y 4	1	1	1	1	1
Nota externa del control interno: Sistema de evaluación de riesgos y resultados	Nota entre 1 y 4	1	1	1	1	1
Nota externa del control interno: Sistema de vigilancia y control de riesgos	Nota entre 1 y 4	1	1	1	1	1
Nota externa del control interno: Sistema de documentación e información	Nota entre 1 y 4	1	1	1	1	1

PRECISIONES METODOLÓGICAS

Número de incidentes o infracciones al marco general de actividad.

Este subindicador permite tener una visión cualitativa y cuantitativa de los diferentes incidentes clasificados en las tres categorías siguientes:

- incumplimiento de las reglas de habilitación y delegación;
- rebasamiento de los límites de riesgos;
- incumplimiento de las modalidades de realización de las operaciones.

Se trata de un indicador interno de la calidad de organización de la AFT y del cumplimiento de sus obligaciones.

Una segunda serie de indicadores (véase página 97) mide el número de incidentes en la ejecución de las operaciones de la AFT con el fin de detectar con la mayor brevedad los malfuncionamientos o incidentes que pudieran interferir en la correcta ejecución de las operaciones de deuda y tesorería. Ninguno de los incidentes detectados en 2018 tuvo incidencia sobre la continuidad financiera del Estado.

UNIDAD	2016 Realización	2017 Realización	2018 Previsión PAP 2018	2018 Realización	2019 Objetivo PAP 2019	
Incidentes que degradan el nivel de la cuenta en el Banco de Francia	Número	2	1	0	1	0
Incidentes que no degradan o que incluso pueden mejorar el nivel de la cuenta en el Banco de Francia	Número	9	11	0	6	0
Otros incidentes sin impacto en el saldo de la cuenta en el Banco de Francia	Número	39	55	0	43	0

Fuente: Agence France Trésor

PRECISIONES METODOLÓGICAS

El indicador se basa en la recopilación, día a día, de los incidentes de ejecución registrados en operaciones relacionadas con la deuda o la tesorería.

Los llamados “otros incidentes” no tienen impacto en el saldo de la cuenta del Tesoro y están relacionados básicamente con los sistemas de información, tanto internos como externos, implicados en la gestión de las operaciones.

Esta recopilación se ha ido mejorando considerablemente a lo largo de estos últimos años por medio del incremento de la exhaustividad de los controles y de un mayor afinamiento de los indicadores de riesgo utilizados, lo cual hace posible una dinámica continua de mejora de la calidad operativa, tanto externa como interna.

Cabe señalar asimismo que, en la mayoría de los casos, los incidentes se originan en organismos y proveedores de servicios exteriores, por lo que la AFT no es responsable directo de su aparición.

LAS OBLIGACIONES DE CONTROL DE LA AFT

Objetivo: lograr un nivel de control de riesgos de calidad constante y que minimice la aparición de incidentes

El control interno y el control de riesgos deben estar al nivel de los estándares de mercado en lo que respecta tanto a las operaciones de gestión de deuda negociable, de tesorería o de derivados como a las operaciones por cuenta de terceros. La organización implementada debe posibilitar la detección rápida de malfuncionamientos o incidentes que pudieran interferir en la correcta ejecución de las operaciones de deuda y tesorería, precaverse y medir sus impactos. El alcance de dicho control se ha visto incrementado como consecuencia de la diversidad de operaciones realizadas por la AFT, de los circuitos de pago utilizados y de la internacionalización de sus contrapartes.

En el marco de la ley de presupuestos y de los indicadores de desempeño presentados al Parlamento francés, la AFT se ha marcado el objetivo de “obtener un nivel de control de los riesgos de calidad constante y en condiciones de minimizar la aparición de incidentes”.

Para medir la consecución de dicho objetivo se han desarrollado varias series de indicadores.

INDICADORES SOBRE LA CALIDAD DEL SISTEMA DE CONTROL IMPLEMENTADO POR LA AFT

- Un primer indicador recoge el número de incidentes o infracciones a las reglas internas de la AFT definidas en su marco general de actividad (habilitaciones, límites de riesgos, control de las operaciones).
- Otros cinco indicadores son elaborados por un auditor externo (KPMG en 2018) que verifica el grado de adecuación de los procedimientos de la AFT a sus actividades y a los riesgos inherentes a estas últimas. El decreto de 3 de noviembre de 2014 relativo al control interno de las empresas del sector bancario es, desde de 2015, el texto de referencia para las disposiciones aplicables a la AFT.

INDICADORES RELATIVOS A INCIDENTES EN LA EJECUCIÓN DE OPERACIONES DE DEUDA Y TESORERÍA DE LA AFT

- Primer indicador: número de incidentes que degradan el saldo de la cuenta en el Banco de Francia.
- Segundo indicador: número de incidentes que no degradan o que incluso pueden mejorar el saldo de la cuenta en el Banco de Francia.
- Tercer indicador: número de incidentes sin impacto en el saldo de la cuenta en el Banco de Francia, relacionados con los sistemas implicados en la gestión de las operaciones, incidentes de conformidad e incidentes de índole diversa como el incumplimiento eventual de los procedimientos operativos internos.

GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE BACK OFFICE

El departamento financiero de back office concentra las labores de control y de supervisión de los límites, así como de liquidación de posiciones subsiguientes a la negociación de todas las transacciones entabladas por la AFT en los mercados financieros. En efecto, y con el fin de cumplir su papel en la ejecución de la misión global de la AFT, consistente en administrar la deuda y la tesorería del Estado salvaguardando los intereses del contribuyente y garantizando las mejores condiciones posibles de seguridad, el departamento de back office está obligado a garantizar el correcto desempeño de principio a fin de todas las operaciones iniciadas en los mercados. El departamento debe supervisar y tratar todas y cada una de las operaciones a lo largo de todo su ciclo de vida, desde que se inicia su tramitación hasta su conclusión. El departamento gestiona asimismo todas las operaciones de la AFT, sean éstas por cuenta propia o por cuenta de terceros (otros ministerios, otros servicios de la Dirección General del Tesoro, etc.) para los cuales la Agence France Trésor dispone de un mandato de ejecución.) Por último, el departamento de back office representa a la AFT ante la asociación de profesionales de colocación de valores (AFTI) y se implica en las iniciativas y proyectos europeos de infraestructuras de mercado.

La actividad del back office se articula en torno a tres grandes ejes:

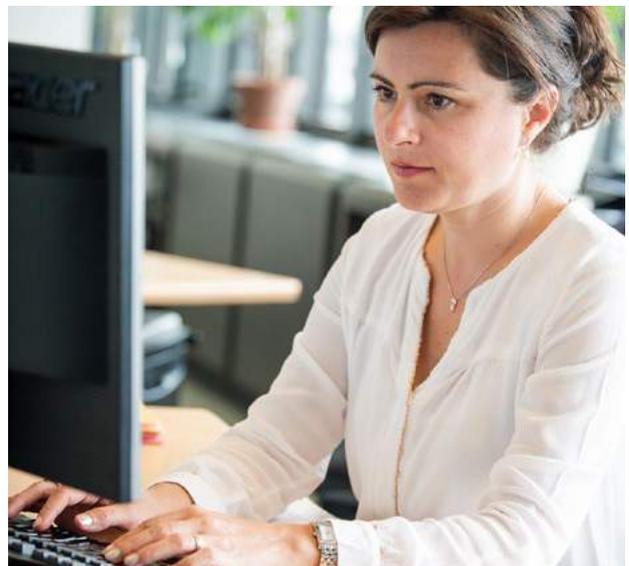
- **1 liquidación de posiciones:** el back office se encarga de la supervisión y ejecución de las operaciones financieras iniciadas por los departamentos “Tesorería” y “Deuda” y transmite al Servicio de Control Presupuestario y Contable Ministerial (SCBCM) del Ministerio de Economía y Finanzas todos los elementos necesarios para su anotación contable. El departamento se encarga asimismo del tratamiento post subasta de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero asignados a Francia por el régimen de comercio de la Unión Europea.
- **2 supervisión y control de riesgos:** el back office supervisa periódicamente, junto con el departamento de Control Interno y la Dirección General, los principales riesgos de mercado a los que se expone la agencia: riesgos de crédito, de apropiación, de compromiso, de pago y de contraparte. El departamento se encarga asimismo de que no se rebasen los límites diarios y evalúa constantemente las técnicas de supervisión de riesgos para adaptarlas a las evoluciones del entorno financiero y a las necesidades de la agencia.

- **3 gestión de los ajustes de márgenes:** todas las operaciones financieras a plazo, derivadas o de repo inverso de la AFT están reguladas por contratos bilaterales en los que se incluyen mecanismos de mitigación de los riesgos adoptados por la AFT en el cumplimiento de sus misiones. De esta manera, el departamento de back office tramita los ajustes de márgenes de todas estas operaciones reduciendo así la exposición residual de la AFT a sus contrapartes.

En 2018, el back office se encargó de la liquidación de posiciones de:

- más de 680 operaciones de financiación a través del depositario central de valores francés Euroclear France;
- más de 690 operaciones de colocación de excedentes de tesorería en el mercado monetario en forma de préstamos sin garantías y de varias decenas de operaciones por cuenta de otros ministerios y organismos del Estado.

En 2018, el departamento de back office supervisó asimismo los cambios derivados de la reorganización de los Especialistas en Valores del Tesoro provocada por la activación por parte de Reino Unido del artículo 50 de la Unión Europea, con el fin de garantizar la continuidad de las actividades del conjunto de los SVT en el mercado de deuda francesa. Por último, el departamento se encargó durante todo el año de vigilar los incumplimientos de entrega en el mercado secundario con el fin de velar por el buen funcionamiento del mercado y por su adecuada liquidez.



CIFRAS CLAVE

2018

The image features a large, abstract line drawing of a building facade. The drawing is composed of various geometric shapes, including rectangles, triangles, and irregular polygons, all defined by thin black lines. The lines are arranged to suggest the structure and depth of a building. In the upper right portion of the drawing, there are several parallel lines that resemble a staircase or a series of steps. The overall style is minimalist and architectural. The drawing is contained within a large rectangular frame that has a white background and a thin black border.

ESTADOS CONTABLES DE LAS OPERACIONES DE LA AGENCE FRANCE TRÉSOR

relativas a la gestión de la deuda negociable y de tesorería, a la cobertura de los riesgos financieros del Estado y a las deudas transferidas al Estado

ESTADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2018

ESTADOS CONTABLES

ELEMENTOS DE SITUACIÓN PATRIMONIAL

ELEMENTOS DE ACTIVO	NOTA	IMPORTE (EN MILLONES DE EUROS)		
		31/12/2018	31/12/2017	VARIACIÓN
ACTIVO EN CIRCULACIÓN (tesorería no incluida)	1			
Gastos anticipados por deudas financieras	1.2	9 028,48	9 471,30	-442,82
Descuentos por OAT		9 028,48	9 471,30	-442,82
Gastos a escalonar por deudas financieras		134,19	129,45	4,74
Gastos de emisión por OAT		134,19	129,45	4,74
Otros derechos de cobro	1.7	0,01	-	0,01
Ajustes de márgenes abonados por operaciones de repo		-	-	-
Intereses corridos		-	-	-
Ajustes de márgenes abonados por instrumentos financieros a plazo		-	-	-
Intereses corridos		0,01	-	0,01
TESORERÍA	2			
Fondos bancarios		-10,25	-8,67	-1,58
Intereses corridos en la cuenta del Estado en el Banco de Francia		-10,25	-8,67	-1,58
Otros componentes de la tesorería	2.2	9 900,00	11 200,00	-1 300,00
Préstamos sin garantía en el mercado interbancario		9 900,00	11 200,00	-1 300,00
Intereses corridos		-	-	-
Repos inversos		-	-	-
Intereses corridos		-	-	-
Valores mobiliarios de inversión	2.1	4 499,81	2 434,90	2 064,91
Títulos comprados		4 500,00	2 435,00	2 065,00
Intereses anticipados		-0,19	-0,10	-0,09
CUENTAS DE REGULARIZACIÓN	3			
Ingresos a recibir por compromisos fuera de balance		15,91	15,93	-0,02
Intereses por swaps de tipos de macrocobertura	3.2	5,30	5,32	-0,01
Intereses por swaps de tipos de microcobertura	3.3	10,61	10,61	-0,00
Intereses por swaps de divisas		-	-	-

ELEMENTOS DE PASIVO	NOTA	IMPORTE (EN MILLONES DE EUROS)		
		31/12/2018	31/12/2017	VARIACIÓN
DEUDAS FINANCIERAS	1			
Títulos negociables		1 773 621,03	1 703 459,35	70 161,68
Obligaciones asimilables del Tesoro (OAT)	1.1	1 660 543,77	1 576 766,12	83 777,65
Valores nominales		1 618 659,73	1 539 542,23	79 117,50
Intereses capitalizados		36,88	32,98	3,90
Diferenciales de indexación		24 823,23	20 084,23	4 739,00
Cupones corridos en emisión		282,53	265,93	16,60
Intereses corridos		16 741,41	16 840,75	-99,34
Bonos del Tesoro con intereses anuales (BTAN)	1.1	-	-	-
Valores nominales		-	-	-
Bonos del Tesoro de renta fija (BTF)	1.3	113 077,26	126 693,23	-13 615,97
Valores nominales		112 900,00	126 473,00	-13 573,00
Intereses anticipados		177,26	220,23	-42,97
Otros empréstitos	1.6	1 448,91	1 448,90	0,01
Empréstitos asumidos de la SNCF a través la CDP		1 407,07	1 407,07	0,00
Intereses corridos		41,83	41,83	0,00
DEUDAS NO FINANCIERAS	1			
Ingresos anticipados por deudas financieras	1.2	73 127,08	69 518,89	3 608,19
Primas de emisión por OAT		73 127,08	69 518,89	3 608,19
Otras deudas	1.7	121,33	123,13	-1,80
Ajustes de márgenes recibidos por operaciones de repo		-	-	-
Intereses corridos		-	-	-
Ajustes de márgenes recibidos por instrumentos financieros a plazo		121,13	123,11	-1,98
Intereses corridos		0,02	0,02	-0,00
Cantidades a pagar - Deudas con proveedores		0,18	-	0,18
TESORERÍA	2			
Otros componentes de la tesorería	2.2	0,39	0,49	-0,10
Empréstitos sin garantía		-	-	-
Intereses corridos		0,39	0,49	-0,10
Repos		-	-	-
Intereses corridos		-	-	-
CUENTAS DE REGULARIZACIÓN	3			
Importes a pagar por compromisos fuera de balance		0,71	0,72	-0,01
Intereses por swaps de tipos de macrocobertura	3.2	0,71	0,72	-0,01
Intereses por swaps de tipos de microcobertura	3.3	-	-	-
Intereses por swaps de divisas		-	-	-

CUENTA DE RESULTADO

CUADRO DE CARGOS NETOS	NOTA	IMPORTE (EN MILLONES DE EUROS)		
		31/12/2018	31/12/2017	VARIACIÓN
DEUDAS FINANCIERAS				
Intereses	4.1	-36 904,32	-37 741,48	837,16
Cargos por intereses de OAT		-37 669,80	-38 460,86	791,06
Cargos por intereses de BTAN		-	-151,12	151,12
Cargos netos o ingresos netos de intereses por BTF		765,48	870,50	-105,02
Amortizaciones de primas y descuentos	4.1	7 283,10	6 777,87	505,23
Cargos por amortizaciones de los descuentos en emisión de títulos		-1 287,58	-1 388,59	101,01
Ingresos por amortizaciones de las primas en emisión de títulos		8 570,67	8 166,46	404,21
Indexación por OAT y BTAN	4.1	-4 440,75	-2 535,19	-1 905,56
Cargos netos de indexación		-4 440,75	-2 535,19	-1 905,56
Operaciones de recompra o permuta de títulos		-539,00	-901,55	362,55
Cargos netos		-539,00	-901,55	362,55
Comisiones y gastos derivados de la gestión de los empréstitos	4.2	-11,85	-11,16	-0,69
Cargos netos		-11,85	-11,16	-0,69
Gastos financieros netos por deudas financieras		-34 612,83	-34 411,51	-201,32
OTRAS DEUDAS FINANCIERAS				
Empréstitos e instrumentos financieros a plazo asumidos de terceros				
Empréstitos asumidos de la SNCF a través la CDP		-79,39	-79,54	0,15
Cargos por intereses de empréstitos		-98,63	-98,63	0,00
Cargos por intereses de instrumentos financieros a plazo		-	-	-
Ingresos por intereses de instrumentos financieros a plazo		19,24	19,09	0,15
Cargos debidos a la reevaluación de contratos de divisas		-	-	-
Ingresos debidos a la reevaluación de contratos de divisas		-	-	-
Cargos financieros netos por otras deudas financieras		-79,39	-79,54	0,15
INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO				
Cargos por intereses de instrumentos financieros a plazo		-3,77	-3,63	-0,14
Otros ingresos financieros netos por instrumentos financieros a plazo		0,08	0,19	-0,11
Ingresos por intereses de instrumentos financieros a plazo		28,52	28,38	0,14
Ingresos financieros netos por instrumentos financieros a plazo		24,83	24,94	-0,11
TESORERÍA				
Cargos por intereses		-190,17	-171,86	-18,31
Cargos netos por intereses de fondos bancarios	4.3	-152,94	-146,23	-6,71
Cargos por intereses de préstamos o empréstitos sin garantía en el mercado interbancario		-35,10	-25,09	-10,01
Cargos por intereses de préstamos o empréstitos sin garantía entre estados de la zona euro		-	-	-
Cargos por intereses de ajustes de márgenes en operaciones de repo		-	-	-
Cargos netos por intereses de operaciones de repos		-	-	-
Cargos por intereses de compras de títulos		-2,14	-0,54	-1,60
Ingresos por intereses		-	0,01	-0,01
Ingresos netos por intereses de fondos bancarios	4.3	-	-	-
Ingresos por intereses de préstamos o empréstitos sin garantía en el mercado interbancario		-	0,01	-0,01
Ingresos por intereses de préstamos o empréstitos sin garantía entre estados de la zona euro		-	-	-
Ingresos por intereses de ajustes de márgenes en operaciones de repo		-	-	-
Ingresos netos por intereses de operaciones de repo		-	-	-
Ingresos por intereses de compras de títulos		-	-	-
Cargos financieros netos por operaciones de tesorería		-190,17	-171,85	-18,32
CARGA NETA		-34 857,56	-34 637,96	-219,60

CONTRATOS Y COMPROMISOS FINANCIEROS

COMPROMISOS EN EL MARCO DE ACUERDOS BIEN DEFINIDOS	NOTA	IMPORTE (EN MILLONES DE EUROS)	
		31/12/2018	31/12/2017
INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO	3		
Swaps de tipos			
Macrocobertura	3.2	1000,00	1000,00
Microcobertura	3.3	500,00	500,00
Compras de divisas a plazo	3.4	701,45	560,97
Swaps de divisas		-	-
Swaps de productos petroleros	3.5	133,72	21,91
OTROS COMPROMISOS			
Líneas de tesorería	2.3	6000,00	6000,00

II – NOTAS ANEXAS

II.1 – PRESENTACIÓN GENERAL

La Agence France Trésor, creada por decreto de 8 de febrero de 2001, es un servicio de competencia nacional vinculado a la Dirección General del Tesoro francés. Su misión es la de administrar la deuda y la tesorería del Estado en condiciones de seguridad máxima y con el menor coste, a largo plazo y de cara al contribuyente.

Desde 2006 además, a la Agence France Trésor le está siendo encomendada la misión de cubrir determinados riesgos financieros por cuenta de otros ministerios u otros servicios del Ministerio francés de Economía y Finanzas.

De esta manera, y de forma accesoria a su misión como administradora de la deuda y la tesorería del Estado, la agencia viene ejecutando transacciones que pueden definirse como operaciones de índole industrial y comercial.

Las operaciones presupuestarias relacionadas con la gestión de la AFT son anotadas en dos cuentas de comercio:

- las operaciones presupuestarias relacionadas con la gestión de la deuda y la tesorería del Estado son anotadas en la cuenta de comercio 903 “Gestión de la deuda y de la tesorería del Estado”, creada en virtud del artículo 22 de la ley orgánica nº 2001-692 de 1 de agosto de 2001 relativa a las leyes de presupuestos;
- las operaciones presupuestarias relacionadas con la cobertura de riesgos financieros del Estado –a excepción de las operaciones repercutidas en la cuenta de comercio 903– son anotadas en la cuenta de comercio 910 “Cobertura de riesgos financieros del Estado”, creada en virtud del artículo 54 de la ley de presupuestos nº 2005-1719 de 30 de diciembre de 2005 para 2006.

Así pues, el conjunto de operaciones efectuadas por la Agence France Trésor es objeto de una contabilización en contabilidad del Estado que se repercute en la Cuenta General del Estado.

Los estados contables de las operaciones de la AFT salidos directamente de la contabilidad de la Cuenta General del Estado recogen los elementos del balance y de la cuenta de resultado relativos a las operaciones pilotadas por la AFT:

- los elementos del balance de la Cuenta General del Estado para las operaciones relativas a la gestión de la deuda negociable y la tesorería del Estado;

- los elementos de la cuenta de resultado que reflejan la incidencia de las operaciones gestionadas por la AFT en lo que respecta a la carga de la deuda;
- un estado recapitulativo de los compromisos fuera de balance relativos a la cobertura de riesgos financieros del Estado.

No obstante, los estados contables aportados no contemplan operaciones relativas a las cuentas de los corresponsales del Tesoro, ni operaciones relativas a la deuda no negociable a pesar de que unas y otras estén vinculadas, desde el punto de vista presupuestario, a la cuenta de comercio 903.

II.2 – HECHOS DESTACADOS DEL EJERCICIO

Las condiciones de financiación siguieron siendo muy favorables en 2018. La AFT emitió títulos a medio y largo plazo con un tipo de interés medio del 0,53%, a comparar con el 0,65% de 2017. El coste de las emisiones a corto plazo siguió siendo negativo durante todo el año, situándose en el -0,60% de media tras el -0,62% de 2017.

El Banco Central Europeo (BCE) modificó su política monetaria, aun cuando mantuvo su sesgo expansivo. El banco central fue disminuyendo progresivamente sus compras netas de activos hasta ponerles término a finales de diciembre de 2018. Aun así, el principal de los títulos que vayan llegando a vencimiento será reinvertido, lo cual mantendrá una demanda de títulos soberanos por parte del BCE. Los tipos de interés oficiales por su parte se mantuvieron en un suelo histórico: el 0,00% para las operaciones principales de financiación y el -0,40% para la facilidad de depósito.

En 2018 se realizaron dos empréstitos sindicados. A finales de marzo, la emisión inaugural de la OAT€i (indexada a la inflación en la zona euro) con vencimiento en julio de 2036 alcanzó 3,5 MM€ frente a una demanda de 11,5 MM€. A finales de junio, la OAT verde fue incrementada en 4 MM€ frente a una demanda de 13,75 MM€.

II.3 – PRINCIPIOS Y MÉTODOS CONTABLES

1 – PRINCIPIOS CONTABLES

A continuación, se recuerdan los principios contables esenciales sobre los que se sustentan las disposiciones normativas de la contabilidad del Estado y que son de aplicación a estos estados contables.

El principio de **regularidad** estipula que la contabilidad será conforme a las reglas y procedimientos en vigor.

Según el principio de sinceridad, las reglas y procedimientos en vigor serán aplicadas de forma que reflejen con sinceridad el conocimiento de la realidad y de la importancia relativa de los acontecimientos observados.

El principio de **imagen fiel** estipula que la información proporcionada será suficiente en todos los puntos significativos, de modo que el lector reciba una información satisfactoria. Este principio implica que, en caso de que la aplicación de una regla contable se revele inadecuada para dar una imagen fiel de la realidad, deberá hacerse constar informaciones complementarias en el anexo.

El principio de **especialización de los ejercicios** impone que a cada ejercicio contable le sean imputados única y exclusivamente los cargos e ingresos que efectivamente le incumban.

Según el principio de **continuidad de explotación**, el Estado seguirá ejerciendo sus actividades en un futuro previsible.

La coherencia de los datos contables a lo largo de los periodos sucesivos implica el principio de **permanencia de los métodos**. Dicho principio es necesario para establecer comparaciones entre los diferentes ejercicios. Las modificaciones de los convencionalismos y métodos contables deberán llevarse a cabo solo en caso de que contribuyan a una presentación más fiel de los estados financieros. Toda modificación que implique una incidencia importante en el resultado deberá ser explicitada en las notas anexas (cf. disposiciones de la norma 14 – “Cambios de métodos contables, cambios de estimaciones contables y correcciones de errores”).

El principio de **buena información** estipula que la contabilidad deberá ser inteligible, pertinente y fiable.

2 – DISPOSICIONES NORMATIVAS

Las disposiciones normativas figuran en la recopilación de las normas contables del Estado (RNCE) adoptada por decreto de 21 de mayo de 2004, modificado por última vez por decreto de 28 de noviembre de 2016 modificado. Las normas 10 (“Componentes de la tesorería”) y 11 (“Deudas financieras e instrumentos financieros a plazo”) atañen más concretamente a las operaciones efectuadas por la AFT.

Ambas fueron modificadas por última vez por decreto de 23 de septiembre de 2015 publicado en el Boletín Oficial del 25 de septiembre de 2015, que ponía en aplicación inmediata los dictámenes n° 2015-06 y n° 2015-07 relacionados con ella.

Tales normas se aplicarán a los elementos de activo y pasivo, mientras que los cargos e ingresos derivados de dichas operaciones serán tratados en las normas 2 (“Cargos”) y 4 (“Ingresos de funcionamiento, ingresos de intervención e ingresos financieros”).

3 – MODOS DE CONTABILIZACIÓN Y EVALUACIÓN DE LAS OPERACIONES

3.1 – REGLAS Y MÉTODOS APLICABLES A LAS PARTIDAS DEL BALANCE

3.1.1 – Tesorería

Al llevarse a cabo su contabilización inicial, los elementos de activo y pasivo serán contabilizados por su coste de adquisición, gastos accesorios no incluidos. Los eventuales derechos de cobro e importes a pagar serán imputados a cada uno de los elementos de activo o de pasivo.

Disponibilidades: las disponibilidades son todos aquellos valores que, habida cuenta de sus características, pueden convertirse inmediatamente en efectivo por su importe nominal. Las disponibilidades serán contabilizadas en el activo de los estados financieros del ejercicio durante el cual sean adquiridos los valores correspondientes:

- en el caso de las transferencias recibidas y los créditos y adeudos directos: a la fecha de la anotación del crédito o el adeudo en la cuenta bancaria;
- en el caso de las transferencias emitidas en proceso de liquidación: a la fecha de la emisión de la transferencia.

La remuneración de las disponibilidades puede ser positiva y/o negativa, pero los intereses corridos serán imputados en el activo por el importe neto devengado, que puede ser negativo.

Las disponibilidades en divisas serán convertidas en euros al cierre del ejercicio según el último tipo de cambio al contado. Las diferencias de conversión serán consignadas en el resultado del ejercicio.

Valores mobiliarios de inversión: son títulos financieros en el sentido de la definición que establece el Código Monetario y Financiero (artículos L211-1 y L211-2 del Código Monetario y Financiero).

Dichos valores serán contabilizados en el ejercicio durante el cual sean adquiridos y los gastos accesorios de adquisición serán contabilizados entre los cargos.

A la fecha de cierre, la diferencia entre el valor de inventario (valor actual representado por el valor de mercado) y el coste de entrada puede hacer aflorar plusvalías y minusvalías latentes. Las minusvalías latentes serán objeto de depreciaciones, sin compensación con las plusvalías latentes.

Para los valores emitidos a descuento, la diferencia entre el precio de compra y el nominal de los títulos será consignada como ingreso financiero devengado en la cuenta de resultado.

La remuneración de los títulos podrá ser positiva y/o negativa y los intereses anticipados serán asentados en el activo por el importe neto devengado, que podrá ser negativo o positivo.

Otros componentes de la tesorería: son valores convertibles en efectivo a muy corto plazo y que no entrañan riesgos de cambio de valor:

- derechos de cobro resultantes de la adquisición temporal de títulos de deuda soberana y asimilados (repos inversos) o resultantes de préstamos o empréstitos sin garantía;
- importes a pagar resultantes de la cesión temporal de títulos de deuda soberana y asimilados (repos) o resultantes de préstamos o empréstitos sin garantía;
- importes a pagar resultantes de la utilización de líneas de tesorería.

Estos derechos de cobro e importes a pagar serán contabilizados a la fecha de la transferencia de los fondos por el importe abonado o cobrado.

Los derechos de cobro e importes a pagar resultantes de empréstitos o préstamos sin garantía serán anotados por el importe nominal depositado.

Los importes a pagar resultantes de las líneas de tesorería serán anotados por el importe de la parte utilizada de las autorizaciones suscritas. Todo uso de la línea de tesorería dará pie a una anotación fuera de balance por el compromiso financiero recibido.

3.1.2 - Deudas financieras y no financieras

3.1.2.1 - Títulos negociables

Las deudas financieras serán anotadas en las cuentas siempre y cuando se cumplan las dos condiciones siguientes:

- que sea deuda cierta;
- que sean evaluables de manera fiable.

Las deudas financieras serán anotadas en los estados contables del ejercicio durante el cual el empréstito sea emitido o contratado y los fondos correspondientes hayan sido recibidos o retomados de terceros.

Dichas deudas serán anotadas por su valor de reembolso, que por lo general coincide con su valor nominal.

Los títulos negociables emitidos por el Estado pueden adoptar las diferentes formas recogidas a continuación.

OAT con intereses capitalizados: la contrapartida de la carga financiera de intereses anual es imputada como deuda financiera a la fecha de cierre.

Títulos con capital e intereses indexados (OATi y OAT€i, indexadas al Índice de Precios al Consumo): serán anotados por su valor de reembolso, que equivale a su valor nominal indexado a la fecha de emisión, en cada fecha de cierre o cuando lleguen a vencimiento.

En caso de que el valor de reembolso de un empréstito indexado esté garantizado a la par, el valor del pasivo no podrá ser inferior al 100% del nominal.

El diferencial de indexación anotado a la fecha de emisión de los títulos indexados es bien una plusvalía equivalente a la parte de la indexación cobrada por el Estado, bien una minusvalía equivalente a la parte de la indexación soportada por el Estado. Este diferencial se anota en una cuenta de deuda distinta del nominal.

Los diferenciales de indización determinados durante la vida de los títulos son considerados cargos financieros en caso de que el coeficiente de indización aumente, productos financieros en caso de que baje.

Desde julio de 2017, fecha de reembolso del último BTAN, la AFT solo emite títulos a medio y largo plazo en forma de OAT, OATi y OAT€i.

Valores emitidos a descuento (BTF): la diferencia entre el precio de emisión y el valor nominal de los títulos se asienta como cargo financiero devengado en la cuenta de resultado.

La remuneración de los títulos podrá ser positiva y/o negativa y los intereses anticipados serán vinculados al pasivo por el importe neto devengado, que podrá ser negativo o positivo.

Títulos con interés abonado a vencimiento (OAT): los intereses corridos no vencidos serán contabilizados en la cuenta de resultado a la fecha de cierre.

3.1.2.2 - Primas, descuentos, gastos asociados e intereses corridos a la fecha de emisión

Primas y descuentos: cuando se recurra a la técnica de la asimilación, las nuevas emisiones serán vinculadas a empréstitos ya existentes y los precios de los tramos complementarios serán ajustados en función de las condiciones de mercado. La diferencia entre el precio de emisión y el valor nominal del título constituye una prima o un descuento que se refleja en las cuentas del Estado como una reducción o un complemento de sus cargos financieros.

La prima se anotará en el pasivo del balance dentro de las deudas no financieras como ingreso anticipado, mientras que el descuento se anotará como cargo anticipado en el activo del balance dentro del activo en circulación.

Las primas y los descuentos serán asentadas en la cuenta de resultado según el método actuarial por vida del empréstito a la fecha de cierre.

Las primas y los descuentos aún por escalar deberán ser anotadas en el resultado del ejercicio a la fecha de reembolso del empréstito.

Cuando se lleve a cabo una recompra de empréstito, se anotará una amortización excepcional de las primas o de los descuentos según el método "primero en entrar-primero en salir".

Gastos de emisión de títulos: estos gastos corresponden a las comisiones abonadas a los intermediarios financieros (comisiones de garantía en el marco de un proceso de subasta de OAT para personas físicas, comisión de sindicación en caso de emisión por sindicación).

Dichos gastos serán anotados inicialmente en el activo del balance como cargos anticipados.

Asimismo, serán escalonados en la cuenta de resultado por la duración del empréstito al que se refieren según el método lineal. Si se ha elegido el escalonamiento lineal es porque no conlleva en el resultado incidencias significativamente diferentes a las que se habrían obtenido según el método actuarial.

Intereses corridos a la fecha de emisión: en caso de que un título sea emitido en fecha diferente a la del corte de cupón de la referencia, el suscriptor abonará un cupón corrido equivalente a los intereses corridos entre la fecha de corte anual del cupón y la fecha de emisión.

El importe del cupón corrido entre la fecha de corte de cupón y la fecha de emisión será ingresado y anotado en el pasivo del balance dentro de una cuenta de tercero.

3.1.2.3 - Recompensas de títulos

Cuando un título es recomprado, la diferencia entre el valor de recompra y el valor nominal, eventualmente indexado, del título, incluida la parte no escalonada de la prima o el descuento a la fecha de recompra, será anotada en la cuenta de resultado como cargo o como ingreso financiero.

3.1.2.4 - Empréstitos asumidos de terceros

Los empréstitos asumidos de terceros serán anotados en el balance como contrapartida de una carga financiera por el valor de reembolso del empréstito, incrementado, si fuera el caso, por los elementos accesorios del empréstito, entre ellos los intereses corridos no devengados a la fecha en que se hayan asumido.

3.1.2.5 - Empréstitos en divisas

Estos empréstitos serán anotados a la fecha de recepción de los fondos por su importe nominal convertido al

tipo de cambio del día. A la fecha de cierre, su importe nominal será calculado al tipo de cambio en vigor y las diferencias de conversión serán anotadas en la cuenta de resultado como ganancias o pérdidas latentes.

Los intereses corridos en divisas serán evaluados al tipo de cambio en vigor y anotados en la cuenta de resultado a la fecha de cierre.

Cuando lleguen a vencimiento, los intereses serán anotados en el resultado en el día en que se efectúe el abono.

3.1.2.6 - Corrección de errores

Ninguna corrección ha sido aportada al balance de entrada del ejercicio 2018.

3.1.3 - Instrumentos financieros a plazo

Los instrumentos financieros a plazo son contratos en virtud de los cuales una de las contrapartidas se compromete ante la segunda a entregar o recibir un elemento subyacente o a pagar o recibir un diferencial de precio, ya sea a una fecha de vencimiento, ya hasta una fecha de vencimiento dada.

Los importes nominales de los contratos, estén destinados o no a ser liquidados a futuro, no serán asentados en el balance, sino que quedarán debidamente recogidos en el anexo.

El tratamiento contable será distinto según el contrato sea cualificado o no de operación de cobertura

3.1.3.1 - Operaciones de cobertura

Una operación de cobertura consiste en vincular un elemento cubierto con un instrumento de cobertura con el fin de reducir el riesgo de que la exposición cubierta acabe teniendo una incidencia desfavorable en el resultado o en los futuros flujos del Estado.

Cuando se recurra a un instrumento financiero a plazo en el marco de una operación de cobertura, este será objeto de un tratamiento simétrico al elemento cubierto en términos de reconocimiento y de resultado.

Los ingresos y cargos (latentes o liquidados), así como las sumas compensadas serán anotados en la cuenta de resultado de forma simétrica al modo de contabilización de los ingresos y cargos del elemento cubierto.

Las variaciones de valor de los instrumentos de cobertura no serán consignadas en el balance, a no ser que la consignación total o parcial de dichas variaciones haga posible el tratamiento simétrico con el elemento cubierto.

Las diferentes estrategias de cobertura son detalladas a continuación.

Swaps de tipos de macrocobertura: el Estado pone en práctica una gestión de la vida global de la deuda financiera que permite disminuir de media y en periodos largos la carga de intereses, en contrapartida a un aumento medio de la variabilidad a corto plazo de dicha carga.

Compras de divisas a plazo y coberturas sobre productos petroleros: la AFT efectúa operaciones de cobertura de cambio y sobre productos petroleros por cuenta de otros servicios del Ministerio francés de Economía y Finanzas o de otros ministerios.

Dichas operaciones están consideradas como coberturas a efectos de la cuenta general del Estado y los resultados de las mismas serán contabilizados en el resultado de forma simétrica al elemento cubierto.

Dado que la AFT no gestiona el elemento cubierto, los impactos contables de estos derivados no serán asentados en los estados contables de la AFT. Únicamente se dará parte, en las notas anexas, de los compromisos asumidos con las contrapartidas externas y de su valor de mercado, así como de las operaciones realizadas en el año junto con su resultado efectivo.

3.1.3.2 - Operaciones que no pueden ser calificadas como operaciones de cobertura

En caso de que la relación de cobertura no pueda ser demostrada, se considerará que la operación es una operación de interés abierto aislado. Las variaciones de valor del instrumento financiero a plazo serán anotadas en el balance en contrapartida a una partida dentro de los cargos financieros netos.

3.1.3.3 - Ajustes de márgenes abonados y/o recibidos por instrumentos financieros a plazo

El recurso a los ajustes de márgenes se hace para dar mayor seguridad a las operaciones con repos e instrumentos financieros a plazo y cubrir así el riesgo de contrapartida.

Según el sentido de la variación del valor de los títulos o swaps, se cobra o se paga un ajuste de márgenes.

Estos ajustes de márgenes constituyen derechos de cobro o deudas en el sentido de que son restituibles por el Estado o la contrapartida. Los ajustes serán anotados por el importe correspondiente a la variación de valor de los contratos dentro del límite marcado por contrato.

Los ajustes generan réditos.

3.2 - REGLAS Y MÉTODOS APLICABLES A LAS PARTIDAS DE LA CUENTA DE RESULTADO

3.2.1 - Criterios de asiento de los cargos e ingresos financieros en el ejercicio

3.2.1.1 - Cargos

Los cargos financieros emanan de las deudas financieras, los instrumentos financieros a plazo y la tesorería.

En el caso de los cargos financieros que constituyan **intereses**, el criterio de asiento de los cargos en el ejercicio será la adquisición a prorrata temporis de los intereses por parte del tercero.

En el caso de los cargos financieros que constituyan **pérdidas**, el criterio de asiento será la anotación de las pérdidas, excepto cuando se trate de instrumentos financieros de cobertura a plazo, en cuyo caso el criterio de asiento será la anotación de los ingresos registrados por el elemento cubierto a partir de la fecha de vencimiento del contrato.

En el caso de los cargos financieros que constituyan **descuentos**, será asentada en el ejercicio la parte proporcional del descuento calculada según el método actuarial.

3.2.1.2 - Ingresos

Los ingresos financieros emanan de las deudas financieras, los instrumentos financieros a plazo y la tesorería.

Quedan excluidas las ganancias de cambio derivadas de operaciones que no sean relacionadas con la financiación y la tesorería del Estado.

Los ingresos serán asentados en el ejercicio durante el cual hayan sido adquiridos por el Estado, a condición de que los ingresos del ejercicio o el resultado de la operación puedan ser medidos de forma fiable.

En el caso de los ingresos financieros que constituyan **remuneraciones**, el criterio de asiento en el ejercicio será la adquisición a prorrata temporis de dichas remuneraciones por parte del Estado.

En el caso de las **ganancias de cambio** relacionadas con las deudas financieras y los instrumentos financieros a plazo emitidos en moneda extranjera:

- para las operaciones de deuda financiera, tesorería e instrumentos financieros a plazo sin la cualificación de cobertura, el criterio de asiento en el ejercicio será la anotación de las ganancias;
- para las ganancias por instrumentos financieros de cobertura a plazo, el criterio será la anotación de los cargos generados por el elemento cubierto a partir de la fecha de vencimiento del contrato.

En el caso de las **dotaciones a las amortizaciones de las primas**, el criterio de asiento en el ejercicio será la parte proporcional de la prima calculada según el método actuarial.

II.4 - NOTAS

1 - DEUDAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

1.1 - EVOLUCIÓN DE LAS DEUDAS FINANCIERAS NEGOCIABLES A MEDIO Y LARGO PLAZO

A 31 de diciembre de 2018, la deuda financiera se elevaba a 1 660 543,77 millones de euros frente a los 1 576 766,12 millones de euros registrados en el ejercicio 2017, lo que equivale a un aumento en 83 777,65 millones de euros.

EVOLUCIÓN EN 2018 DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES A MEDIO Y LARGO PLAZO (EN MILLONES DE EUROS)	OAT			TOTAL TÍTULOS A LARGO PLAZO
	OAT de renta fija	OAT de renta variable	TOTAL	
TÍTULOS NEGOCIABLES A MEDIO Y LARGO PLAZO A 31 DE DICIEMBRE DE 2017	1 373 757,59	203 008,54	1 576 766,12	1 576 766,12
de ellos, valor nominal	1 357 884,58	181 657,64	1 539 542,23	1 539 542,23
de ellos, diferencial de indexación, intereses, cupones corridos y asimilados	15 873,00	21 350,89	37 223,90	37 223,90
EVOLUCIÓN DEL VALOR NOMINAL (1)	66 014,00	13 103,50	79 117,50	79 117,50
Aumentos	203 007,00	22 377,00	225 384,00	225 384,00
de ellos, adjudicaciones	199 007,00	18 877,00	217 884,00	217 884,00
de ellos, sindicaciones	4 000,00	3 500,00	7 500,00	7 500,00
Disminuciones	136 993,00	9 273,50	146 266,50	146 266,50
de ellos, amortizaciones	106 659,00	9 223,50	115 882,50	115 882,50
de ellos, recompras	30 334,00	50,00	30 384,00	30 384,00
EVOLUCIÓN DE LOS INTERESES CORRIDOS Y ASIMILADOS (2)	-164,09	4 824,24	4 660,15	4 660,15
Aumentos	15 675,93	6 789,74	22 465,68	22 465,68
de ellos, diferencial de indexación	-	5 437,84	5 437,84	5 437,84
de ellos, intereses corridos y capitalizados	15 402,19	1 343,11	16 745,31	16 745,31
de ellos, cupones corridos	273,74	8,79	282,53	282,53
Disminuciones	15 840,02	1 965,50	17 805,53	17 805,53
de ellos, diferencial de indexación	-	698,84	698,84	698,84
de ellos, intereses corridos	15 585,96	1 254,79	16 840,75	16 840,75
de ellos, cupones corridos	254,07	11,87	265,93	265,93
EVOLUCIÓN DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES A LARGO Y MEDIO PLAZO (1) + (2)	65 849,91	17 927,74	83 777,65	83 777,65
Títulos negociables a medio y largo plazo a 31 de diciembre de 2018	1 439 607,50	220 936,28	1 660 543,77	1 660 543,77
de ellos, valor nominal	1 423 898,58	194 761,14	1 618 659,73	1 618 659,73
de ellos, diferencial de indexación, intereses, cupones corridos y asimilados	15 708,91	26 175,13	41 884,05	41 884,05

1.2 - PRIMAS Y DESCUENTOS POR OAT

Las primas y los descuentos serán anotados respectivamente en el pasivo y el activo del balance en concepto de ingresos o cargos anticipados a escalonar durante la vida del empréstito.

ESCALONAMIENTO DE LAS PRIMAS Y DESCUENTOS A LA EMISIÓN DE OAT Y BTAN (EN MILLONES DE EUROS)					
PRIMAS	ELEMENTOS DE LA PARTIDA "INGRESOS ANOTADOS POR ANTICIPADO"	A 31/12/2017 (1)	PRIMAS DE EMISIÓN (2)	ESCALONAMIENTO DE LAS PRIMAS (3)	A 31/12/2018 (1) + (2) - (3)
		por OAT de renta fija	59 120	9 056	7 096
	por OAT de tipo variable	10 399	3 123	1 475	12 047
	Total de primas	69 519	12 179	8 571	73 127
DESCUENTOS	ELEMENTOS DE LA PARTIDA "CARGOS ANOTADOS POR ANTICIPADO"	A 31/12/2017 (1)	Descuentos de emisión (2)	Amortización de los descuentos (3)	A 31/12/2018 (1) + (2) - (3)
	por OAT de renta fija	8 821	845	1 198	8 467
	por OAT de tipo variable	651	-	89	561
	Total de descuentos	9 471	845	1 288	9 028

1.3 - TÍTULOS NEGOCIABLES A CORTO PLAZO

Los bonos del Tesoro de renta fija (BTF) representan el pilar del endeudamiento a corto plazo.

A 31 de diciembre de 2018, los BTF acumulaban 112 900 millones de euros, lo que supone una disminución de más del 12% (-13 573 millones de euros) con respecto al ejercicio 2017.

EVOLUCIÓN EN 2018 DEL VALOR NOMINAL DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES A CORTO PLAZO (EN MILLONES DE EUROS)	
TÍTULOS NEGOCIABLES A CORTO PLAZO A 31 DE DICIEMBRE DE 2017	126 473,00
Aumentos	288 279,00
de ellos, adjudicaciones	288 279,00
Disminuciones	301 852,00
de ellos, recompras	-
de ellos, amortizaciones	301 852,00
Evolución del valor nominal	-13 573,00
TÍTULOS NEGOCIABLES A CORTO PLAZO A 31 DE DICIEMBRE DE 2018	112 900,00

1.4 - VENCIMIENTOS DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES

VALOR NOMINAL DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES A 31 DE DICIEMBRE DE 2018 (EN MILLONES DE EUROS)	DESGLOSE POR RANGO DE EXIGIBILIDAD				
	MENOS DE 1 AÑO EN MILLONES DE EUROS	ENTRE 1 Y 2 AÑOS EN MILLONES DE EUROS	ENTRE 2 Y 5 AÑOS EN MILLONES DE EUROS	MÁS DE 5 AÑOS EN MILLONES DE EUROS	
Títulos negociables a largo y medio plazo	1 618 659,73	128 901,09	161 004,00	419 129,14	909 625,51
OAT de renta fija	1 423 898,58	117 211,09	140 694,00	368 345,14	797 648,36
OAT de renta variable	194 761,14	11 690,00	20 310,00	50 784,00	111 977,14
BTAN de renta fija	-	-	-	-	-
BTAN de renta variable	-	-	-	-	-
Títulos negociables a corto plazo	112 900,00	112 900,00	-	-	-
BTF	112 900,00	112 900,00	-	-	-
Total de los títulos negociables	1 731 559,73	241 801,09	161 004,00	419 129,14	909 625,51

1.5 - VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES

VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES A 31 DE DICIEMBRE DE 2018 (EN MILLONES DE EUROS)			
TÍTULOS	VALOR, INTERESES CORRIDOS NO INCLUIDOS	VALOR DE LOS INTERESES CORRIDOS	VALOR TOTAL
OAT	1 881 212	17 024	1 898 236
BTF	113 120	-	113 120
Total	1 994 332	17 024	2 011 356

1.6 - EMPRÉSTITOS ASUMIDOS DE TERCEROS

La ley de presupuestos rectificativa para 2007 autorizó la asunción de la deuda del Servicio Anexo de Amortización de la Deuda (SAAD) de la compañía de ferrocarriles SNCF por medio de contratos suscritos con la Caja de Deuda Pública (CDP). Esta deuda se componía de empréstitos en euros (6 346 millones de euros) y empréstitos en divisas (1 515 millones de euros) cubiertos por instrumentos financieros a plazo.

A 31 de diciembre de 2018, los empréstitos asumidos de terceros se elevaban a 1 407,07 millones de euros, una cifra estable con respecto a la de finales de 2017.

El saldo de las posiciones en curso a 31 de diciembre de 2018 corresponde a empréstitos cuyas características son presentadas a continuación:

DESGLOSE DE LOS EMPRÉSTITOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO ASUMIDOS DE LA SNCF A TRAVÉS DE LA CDP A 31 DE DICIEMBRE DE 2018 (EN MILLONES DE EUROS)				
TÍTULOS O INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO	FECHAS DE VENCIMIENTO	IMPORTE	IMPORTE POR VENCIMIENTO	INTERESES CORRIDOS
Empréstitos	3 de junio de 2020	500,00	500,00	10,53
	11 de agosto de 2023	907,07	907,07	31,30
TOTAL		1 407,07		41,83

1.7 – AJUSTES DE MÁRGENES

A 31 de diciembre de 2018, el importe neto de los depósitos recibidos en concepto de ajustes de márgenes se elevaba a 121,13 millones de euros.

2 - TESORERÍA

2.1 - VALORES MOBILIARIOS DE INVERSIÓN

A 31 de diciembre de 2018, esta partida se componía de pagarés de empresa comprados a ACOSS por 4,5 millones de euros.

Durante el ejercicio 2018, el Estado compró pagarés de empresa con los intereses abonados a vencimiento por un valor de 25,45 millones de euros, de ellos 4,5 millones de euros contratados en diciembre de 2018 y reembolsados en enero de 2019.

2.2 - OTROS COMPONENTES DE LA TESORERÍA

Lo esencial de esta partida se refiere a colocaciones a corto plazo destinadas a optimizar la gestión de la tesorería y comprende depósitos en el mercado interbancario por un total de 9,9 MM de euros, lo que supone una bajada de 1,3 MM de euros. Estas colocaciones se hacen en forma de préstamos de muy corta duración.

2.3 - LÍNEAS DE CRÉDITO DE TESORERÍA

La AFT tiene abiertas en determinadas entidades de crédito con categoría de “Especialistas en Valores del Tesoro” (SVT) líneas de tesorería por un importe global de 6 000 millones de euros, a las cuales puede recurrir con el fin de asegurar la posición de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de Francia.

3 - INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO

3.1 - VALOR DE MERCADO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO

VALOR DE MERCADO DE LOS EMPRÉSTITOS FINANCIEROS A PLAZO (EN MILLIONS D'EUROS)		
INSTRUMENTOS FINANCIEROS A PLAZO	VALOR NOMINAL	VALOR DE MERCADO
Swaps de tipos		
Macrocobertura	1000	75
Microcobertura	500	38
Compras de divisas a plazo	701	40
Swaps de productos petroleros	134	18

3.2 - GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA Y LA TESORERÍA (MACROCOBERTURA)

Desde septiembre de 2002, el programa de reducción de la vida media de la deuda mediante swaps de tipos se mantiene suspendido como consecuencia de las condiciones de mercado y, en particular, del bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo. Esto explica que en 2018 no se haya concluido ninguna operación que implique el incremento de la cartera de swaps.

3.3 - SWAPS DE TIPOS DE MICROCOBERTURA

Estas cantidades provienen de los swaps de tipos de interés vinculados a operaciones de empréstitos asumidas de la SNCF.

A 31 de diciembre de 2018, únicamente el empréstito de 500 millones de euros estaba cubierto por un swap de tipos de interés.

3.4 - OPERACIONES DE COBERTURA DE CAMBIO

Se trata de operaciones de cambio a plazo, que son compras o ventas de divisas a un precio (cotización) fijado de antemano y con un intervalo entre la fecha de contratación y la fecha de entrega superior al plazo acostumbrado (dos días).

Estas operaciones son efectuadas por la AFT por cuenta de otros beneficiarios y no tienen impacto sobre los presentes estados contables.

Durante el ejercicio 2018, se dio salida a operaciones de compra a futuro de dólares americanos vs. euros por un valor total de 658,10 millones de euros, cambiados por un total de 753,67 millones de dólares y 34,60 millones de francos suizos.

La siguiente tabla detalla los importes de las operaciones de cambio vivas al cierre:

FECHA DE CLAUSURA	EUROS A ABONAR A LOS SVT A CAMBIO DE DIVISAS A RECIBIR (EN MILLONES)	US A RECIBIR DE LOS SVT Y A ENTREGAR A LOS BENEFICIARIOS FINALES (EN MILLONES)	CHF A RECIBIR DE LOS SVT Y A ENTREGAR A LOS BENEFICIARIOS FINALES (EN MILLONES)	CONTRAVALOR EN MILLONES DE EUROS AL CONTADO	GANANCIAS DE CAMBIO LATENTES EN MILLONES DE EUROS
31/12/2017	560,97	644,37	34,60	567,07	6,10
31/12/2018	701,45	838,44	35,00	762,96	61,51

3.5 - SWAPS DE PRODUCTOS PETROLEROS

Los movimientos financieros están ejecutados por el DCM Finanzas, de ahí que estos contratos sean asentados fuera de balance por el servicio que demanda la cobertura, que no tengan impacto en los presentes estados contables y que sean mencionados solo a título informativo.

La AFT efectúa operaciones de cobertura de los suministros en productos petroleros por cuenta del Servicio de Combustibles de los Ejércitos (SEA), dependiente del Ministerio francés de Defensa.

Desde 2012 se trata de swaps de materias primas que sustituyen a las opciones de compra utilizadas anteriormente. Estos contratos destinados a cubrir las fluctuaciones del precio de los productos petroleros consisten en la permuta de un precio fijo estipulado por contrato a cambio de un precio variable calculado a partir de la media de los precios de mercado observados en un mes.

Durante el ejercicio 2018 fueron negociadas nuevas operaciones por un importe total de 133,73 millones de euros.

4 - CARGOS E INGRESOS FINANCIEROS

4.1 - CARGOS FINANCIEROS POR TÍTULOS NEGOCIABLES

El coste de financiación de la deuda negociable del Estado se compone de tres partidas: intereses pagados, amortización de primas y descuentos de emisión y diferenciales de indexación.

a Los intereses son pagados en el momento de la emisión en el caso de los BTF (valores al descuento) y en las fechas anuales de expiración de los títulos en el caso de las OAT (cupones).

La cuantía total de los cargos por intereses de títulos negociables se elevó en 2018 a 36 904,32 millones de euros, lo que supone una bajada de 837,16 millones de euros con respecto al ejercicio anterior. Esta variación se explica por la bajada de los tipos de interés nominales registrada por los títulos a medio y largo plazo emitidos en los últimos años. Esta bajada compensa sobradamente el incremento del volumen de la deuda.

b La prima o el descuento de emisión, diferencia entre el precio de emisión y el valor nominal del título emitido, resulta de la diferencia entre el tipo del cupón del título emitido y el tipo de interés demandado en el momento de la emisión. La amortización de la prima (o del descuento) se realiza anotando esta cantidad en la cuenta de resultado, de forma escalonada durante la vida del título, de cara a obtener en total (amortización más cupón) la carga financiera correspondiente al tipo de interés demandado en el momento de la emisión (véase también § 3.1.2.2 de los principios y métodos contables).

En el ejercicio 2018, la amortización de las primas y descuentos generó un ingreso financiero neto de 7 283,10 millones de euros. Esta partida de ingresos aumenta en 505,23 millones de euros con respecto a 2017 como consecuencia, en particular, de las importantes primas a la emisión anotadas en los últimos años, las cuales han contribuido a engrosar la cantidad de primas a amortizar.

c El cargo o ingreso por indexación resulta de la variación del valor nominal a abonar de acuerdo con la evolución de un índice. Los dos índices utilizados para los títulos negociables del Estado son el Índice de Precios al Consumo ex-tabaco en Francia y el mismo índice en la zona euro. (Observación: dada la índole de la indexación, los tipos a la emisión de los títulos indexados son más bajos que los de los demás títulos (se trata de tipos considerados "reales", que excluyen el componente de inflación de los tipos de interés nominales).

Los cargos netos de indexación se elevaron en 2018 a 4 440,75 millones de euros en 2018, subiendo 1 905,56 millones de euros como consecuencia del repunte de la inflación en 2018.

4.2 - COMISIONES Y GASTOS DERIVADOS DE LA GESTIÓN DE LOS EMPRÉSTITOS

Esta partida toma en cuenta las comisiones de sindicación abonadas a los SVT miembros del sindicato, escalonadas durante el tiempo de vida de los títulos emitidos por sindicación. En ella se incluyen igualmente los gastos facturados por Euroclear, depositario de los títulos emitidos por el Estado, y gastos de comunicación derivados directamente de la gestión de la deuda.

4.3 - INGRESOS Y CARGOS POR INTERESES EN LA CUENTA CORRIENTE DEL BANCO DE FRANCIA

El Estado dispone de una cuenta única en el Banco de Francia que se desglosa en varias cuentas de operaciones. El saldo diario de esta cuenta corriente es objeto de remuneración.

En virtud de la decisión BCE/2014/23 y de la orientación BCE/2014/22 de 5 de junio de 2014, el BCE introdujo nuevas modalidades de remuneración aplicables a los depósitos de las administraciones públicas en los bancos centrales nacionales:

- pasado un umbral definido conjuntamente, el tipo de remuneración aplicable a los depósitos a la vista es el tipo de mercado no seguro a un día (EONIA);
- los depósitos por encima del umbral establecido de mutuo acuerdo que no superan el 0,04% del PIB son remunerados a un tipo de interés del 0% sea cual sea el día del año civil. En caso de que el tipo de la facilidad de depósito sea negativo, este será el que se aplique a dichos depósitos.

Desde el 1 de diciembre de 2014, el saldo diario de la cuenta única del Estado en el Banco de Francia es remunerado al tipo de mercado no seguro a un día (EONIA) hasta un límite de 550 millones de euros. El 1 de julio de 2018, este límite fue ampliado hasta los 614 millones de euros. El importe de los cargos netos derivados de la remuneración de la cuenta en el Banco de Francia se elevó, durante el ejercicio 2018, a 152,94 millones de euros.

II.5 - INCIDENCIAS POSTERIORES AL CIERRE DE LAS CUENTAS

Estado "sin operaciones".

INFORME ESTADÍSTICO

DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO

PORCENTUAL EN MANOS DE NO RESIDENTES

EN% A FINALES DE AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DEL TOTAL DE DEUDA	64,1%	67,8%	67,0%	64,0%	61,9%	63,5%	63,6%	61,9%	58,7%	55,1%	52,6%
Títulos a medio y largo plazo (BTAN y OAT)	63,5%	66,2%	64,2%	61,8%	60,7%	61,5%	61,6%	60,0%	56,5%	52,7%	50,5%
Títulos a corto plazo (BTF)	68,2%	75,3%	83,9%	79,6%	72,0%	79,9%	82,1%	82,8%	88,6%	89,9%	89,2%

Fuente: Banco de Francia

VALOR, DURACIÓN DE VIDA Y SALDO EN MANOS DE NO RESIDENTES

RESULTADOS EN FIN DE AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
SALDO VIVO DE LA DEUDA (EN MILLONES DE EUROS)	1 016 645	1 147 985	1 228 971	1 312 980	1 386 154	1 457 220	1 527 562	1 576 372	1 620 597	1 686 112	1 756 400
Títulos a medio y largo plazo (BTAN y OAT)	878 364	933 865	1 041 833	1 135 184	1 219 554	1 283 377	1 352 277	1 423 699	1 486 672	1 559 639	1 643 500
de los cuales, títulos indexados (1)	152 411	147 831	159 433	165 914	173 030	173 660	189 258	190 390	199 528	201 742	219 584
Títulos a corto plazo (BTF)	138 281	214 120	187 138	177 796	166 600	173 843	175 285	152 673	133 925	126 473	112 900
SALDO VIVO DE SWAPS DE TIPOS (EN MILLONES DE EUROS)	28 362	20 362	15 562	12 500	10 450	6 900	5 800	5 800	1 000	1 000	1 000
Vida antes de swaps	6 años 292 días	6 años 246 días	7 años 68 días	7 años 57 días	7 años 37 días	7 años 5 días	6 años 363 días	7 años 47 días	7 años 195 días	7 años 296 días	7 años 336 días
Vida después de swaps	6 años	6 años 233 días	7 años 60 días	7 años 52 días	7 años 34 días	7 años 2 días	6 años 362 días	7 años 47 días	7 años 195 días	7 años 296 días	7 años 336 días

Fuente: Agence France Trésor; Banco de Francia

(1) Para estos títulos, el saldo es igual al valor nominal multiplicado por el coeficiente de indexación en fecha considerada; a finales de 2018, el compromiso por concepto de indexación es de 24,8 M€.

DATOS SOBRE LA DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO

VALOR DE LA DEUDA NEGOCIABLE

Valor nominal: **1731,6 MM€** a finales de 2018 (+65,5 MM€ con respecto a finales de 2017)

Valor nominal, indexación incluida: **1756,4 MM€** a finales de 2018 (+70,3 MM€ con respecto a finales de 2017)

de los cuales:

- 1 559,6 MM€ de títulos a medio y largo plazo (OAT)
- 112,9 MM€ de títulos a corto plazo (BTF)

RENOVACIÓN DE LA DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO

9,5% de la deuda a finales de 2017 renovada en 2018 (**146 MM€** de títulos amortizados o recomprados del saldo vivo de 1 540 MM€ a finales de 2017)

VIDA ÚTIL EN PROMEDIO

7 años y 336 días a finales de 2018

SWAPS DE TIPOS

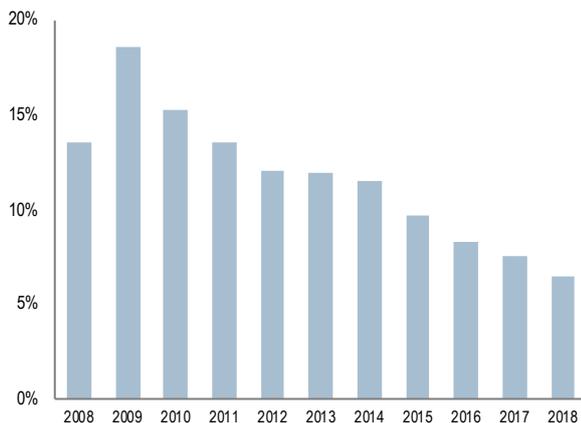
1 MM€ de saldo vivo a finales de 2018
El programa se mantiene suspendido

EN POSESIÓN DE NO RESIDENTES

52,6% a finales de 2018

PESO DE LOS BTF EN EL SALDO VIVO DE LA DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO

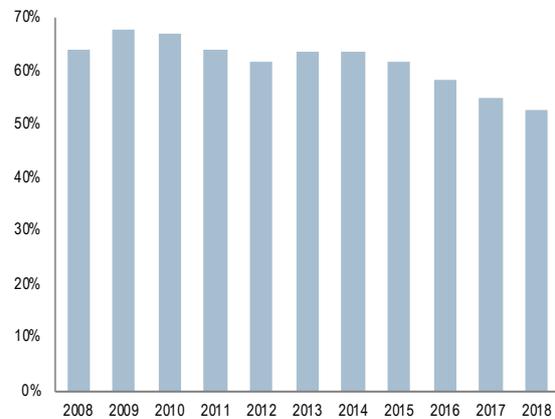
vida útil en años y peso en% a finales de año



Fuente: Agence France Trésor

PESO DE LA DEUDA NEGOCIABLE EN MANOS DE NO RESIDENTES

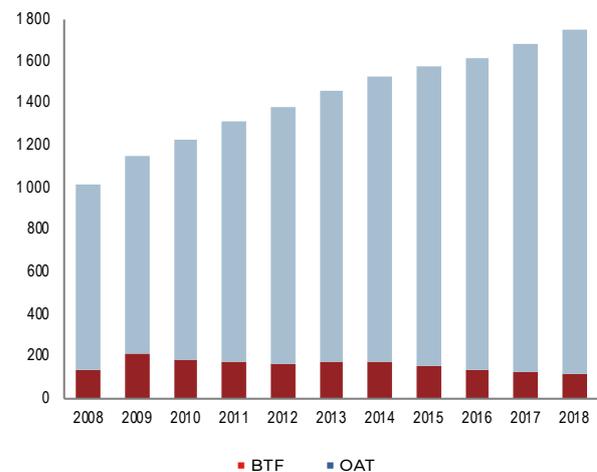
en% a finales de año



Fuente: Banco de Francia

SALDO VIVO DE BTF Y DE OAT

saldo vivo en miles de millones de euros a finales de año



Fuente: Agence France Trésor

DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO

DATOS SOBRE LA DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO

AMORTIZACIONES EN 2018

títulos de renta fija **106,7 MM€** amortizados (nominal)

títulos indexados **9,2 MM€ + 0,7 MM€** de suplemento de indexación

EMISIONES EN 2018

32 subastas en 2018

2 sindicaciones (en marzo de 2018, lanzamiento de la OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036; en junio de 2018, incremento de la OAT verde 25 de junio de 2039)

títulos de renta fija: **203,0 MM€ (nominal)**

títulos indexados: **22,4 MM€ (nominal)**

ratio de cobertura media*: **2,07**

* volumen de las peticiones respecto al volumen adjudicado, antes de las ONC

RECOMPRAS EN 2018

30,4 MM€ (nominal)

CREACIÓN DE LÍNEAS EN 2018

2 NUEVAS OAT DE RENTA FIJA A MEDIO PLAZO

2 años ++ OAT 0,00% 25 de febrero de 2021

5 años OAT€ 0,00% 25 de marzo de 2024

2 NUEVAS OAT DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO

10 años OAT 0,75% 25 de noviembre de 2028

15 años OAT 1,25% 25 de mayo de 2034

1 NUEVA LÍNEA INDEXADA

Francia OATi 0,10% 25 de julio de 2036

TIPO DE INTERÉS MEDIO DE EMISIÓN DE LÍNEAS DE RENTA FIJA

	EN CONJUNTO	A 10 AÑOS
2018	0,53%	0,81%
2017	0,65%	0,83%
2016	0,37%	0,48%
2015	0,63%	0,93%
media 2009-2014	2,17%	2,84%
media 1998-2008	4,15%	4,44%

SALDO VIVO Y FLUJOS DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO

En millones de euros

	IMPORTES NOMINALES		
	TÍTULOS DE RENTA FIJA	TÍTULOS INDEXADOS	TOTAL
SALDO VIVO A FINALES DE 2017 (1)	1 357 885	181 658	1 539 542
Emissiones	203 007	22 377	225 384
Subastas	199 007	18 877	217 884
Sindicaciones	4 000	3 500	7 500
Recompras (2)	30 334	50	30 384
Adjudicaciones directas	30 334	50	30 384
Adjudicaciones a la inversa	-	-	-
EMISIONES NETAS DE RECOMPRAS	172 673	22 327	195 000
Amortizaciones	106 659	9 224	115 883
FLUJOS NETOS	66 014	13 104	79 118
SALDO VIVO A FINALES DE 2018 (1)	1 423 899	194 761	1 618 660

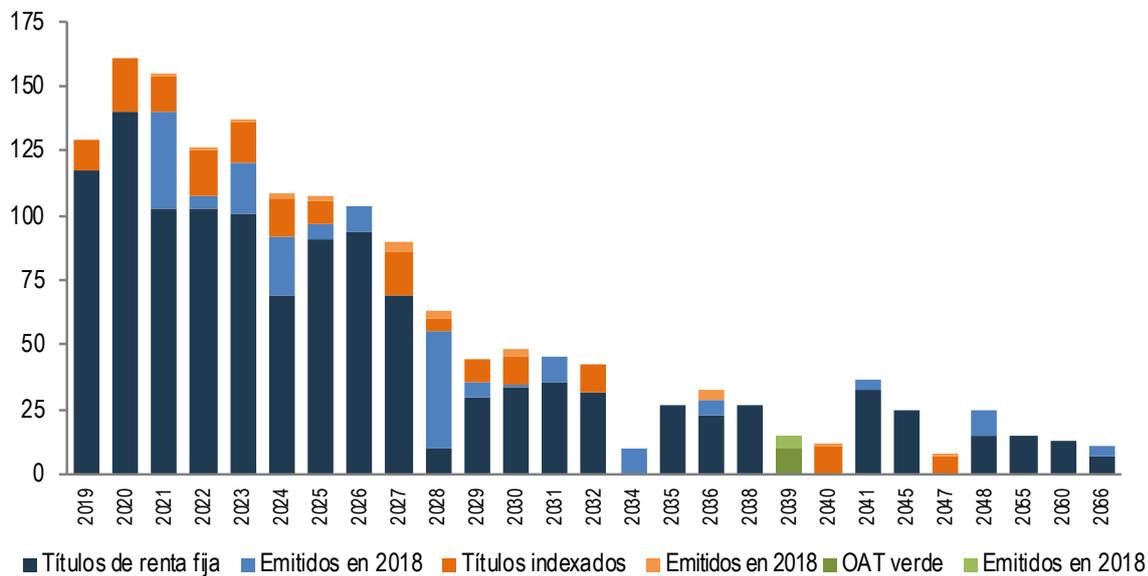
Fuente: Agence France Trésor

(1) Saldos vivos en valor nominal de los títulos emitidos: no incluyen la indexación del capital a diferencia de los saldos vivos indicados en otras tablas

(2) Exceptuando títulos con vencimiento en el año, contabilizados con las amortizaciones

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO A 31 DE DICIEMBRE DE 2018

Valor nominal, en miles de millones de euros



Source : Agence France Trésor

Fuente: Agence France Trésor

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO

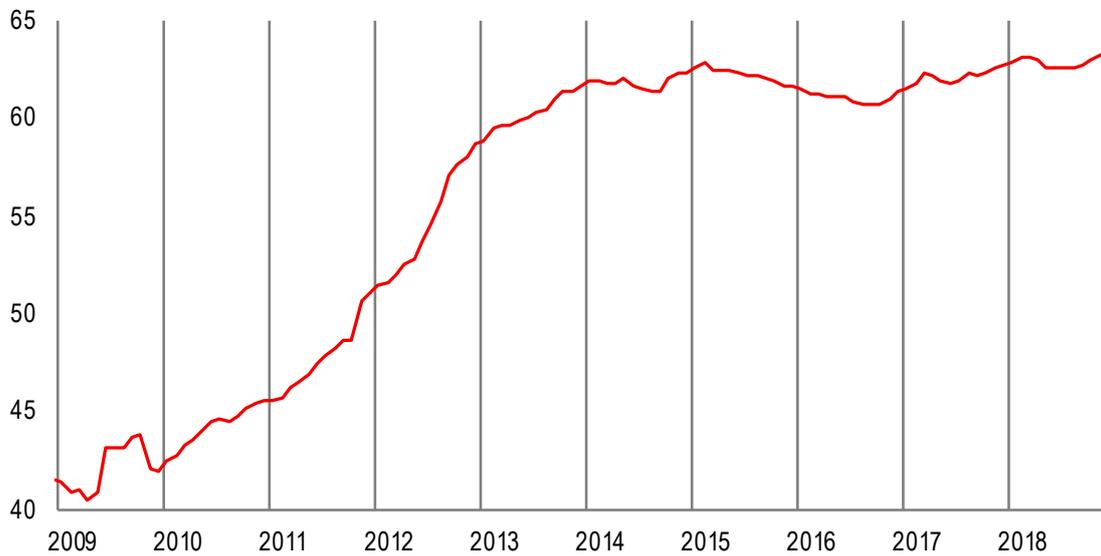
En%



Fuente: US Treasury, Banco de Francia, Agence France Trésor

SALDO VIVO DE LOS TÍTULOS SEGREGADOS

En MM€



Fuente: Euroclear

DESGLOSE DEL SALDO VIVO A MEDIO Y LARGO PLAZO

En millones de euros

	SALDO VIVO A FINALES 2017	EMISIONES 2018	RECOMPRAS 2018	SALDO VIVO A FINALES 2018
OAT 0,00% 25/02/2019	16 680	-	8 200	8 480
OAT 4,25% 25/04/2019	30 648	-	1 375	29 273
OAT 1,00% 25/05/2019	18 980	-	3 245	15 735
OATi 1,30% 25/07/2019	11 740	-	50	11 690
OAT 3,75% 25/10/2019	33 075	-	380	32 695
OAT 0,50% 25/11/2019	28 737	-	6 560	22 177
OAT 0,00% 25/02/2020	28 009	-	5 674	22 335
OAT 3,50% 25/04/2020	38 946	-	1 700	37 246
OAT 0,00% 25/05/2020	22 969	-	2 000	20 969
OAT 2,5% 25/10/2020	36 562	-	1 200	35 362
OAT 0,00% 25/02/2021	-	31 275	-	31 275
OAT€i 0,10% 01/03/2021	6 422	1 144	-	7 566
OAT 0,00% 25/05/2021	23 653	5 851	-	29 504
OAT 3,0% 25/04/2022	44 359	2 063	-	46 422
OAT 0,00% 25/05/2022	25 105	2 352	-	27 457
OAT€i 1,10% 25/07/2022	17 929	1 084	-	19 013
OAT 0,00% 25/03/2023	9 851	19 208	-	29 059
OAT 1,75% 25/05/2023	35 237	935	-	36 172
OATi 2,10% 25/07/2023	15 695	710	-	16 405
OAT 0,00% 25/03/2024	-	20 296	-	20 296
OAT 2,25% 25/05/2024	33 135	1 675	-	34 810
OAT€i 0,25% 25/07/2024	14 585	1 989	-	16 574
OAT 1,75% 25/11/2024	36 026	999	-	37 025
OATi 0,10% 01/03/2025	8 635	1 622	-	10 257
OAT 0,50% 25/05/2025	34 702	2 364	-	37 066
OAT 6,00% 25/10/2025	27 609	1 985	-	29 594
OAT 1,00% 25/11/2025	28 307	2 166	-	30 473
OAT 3,50% 25/04/2026	35 814	1 053	-	36 867
OAT 0,50% 25/05/2026	27 522	5 752	-	33 274
OAT 0,25% 25/11/2026	30 214	2 910	-	33 124
OAT€i 1,85% 25/07/2027	17 114	3 707	-	20 821
OATi 0,10% 01/03/2028	4 461	3 214	-	7 675
OAT 0,75% 25/05/2028	9 587	23 685	-	33 272
OAT 0,75% 25/11/2028	-	22 300	-	22 300
OAT 5,50% 25/04/2029	30 034	5 611	-	35 645
OAT 2,50% 25/05/2030	33 208	1 911	-	35 119
OAT€i 0,70% 25/07/2030	10 117	2 883	-	13 000
OAT 1,50% 25/05/2031	35 834	10 114	-	45 948
OAT 1,25% 25/05/2034	-	10 054	-	10 054
OAT 1,25% 25/05/2036	22 657	6 569	-	29 226
OAT€i 0,10% 25/07/2036	-	3 916	-	3 916
OAT 1,75% 25/06/2039	9 697	5 096	-	14 793
OAT€i 1,80% 25/07/2040	11 473	474	-	11 947
OAT 4,50% 25/04/2041	32 780	3 372	-	36 152
OAT€i 0,10% 25/07/2047	6 834	1 634	-	8 468
OAT 2,00% 25/05/2048	15 140	9 675	-	24 815
OAT 1,75% 25/05/2066	6 845	3 736	-	10 581
EN CONJUNTO		225 384	30 384	
títulos no indexados		203 007	30 334	
títulos indexados		22 377	50	

Fuente: Agence France Trésor

FINANCIACIÓN DEL ESTADO

NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

192,0 MME en 2018 de los cuales:

- **116,6 MME** de amortización de OAT (suplementos de indexación incluidos)
- **76,1 MME** de déficit a financiar (programa “Inversiones a Futuro” no incluido)

RECURSOS DE FINANCIACIÓN

195,0 MME de emisiones de OAT en 2018 (neto de recompra)

-3,0 MME de recursos complementarios en 2018

de los cuales:

- **9,9 MME** de aumento de los depósitos de los corresponsales (cuentas del programa “Inversiones a Futuro” no incluidas)
- **11,8 MME** de otros recursos (esencialmente primas de emisión netas de descuentos)

menos:

- **13,6 MME** por disminución del saldo vivo de los BTF
- **11,1 MME** por aumento de las disponibilidades (contribución negativa a los recursos de financiación)

CUADRO DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO

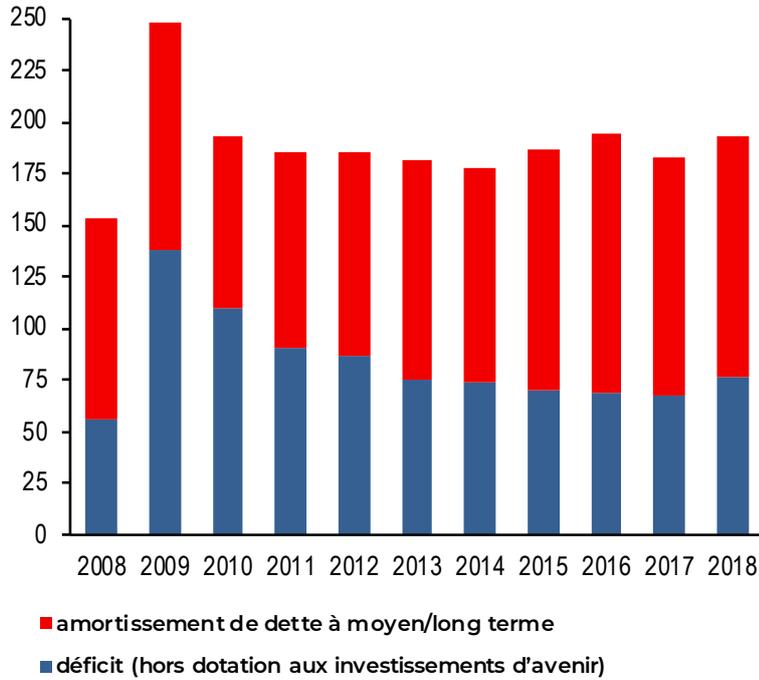
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NECESIDAD DE FINANCIACIÓN	160,3	246,4	196,8	185,6	187,0	185,5	179,1	189,1	194,1	183,1	192,0
Amortización de la deuda a medio y largo plazo	97,6	110,1	82,9	94,9	97,9	106,7	103,8	116,4	124,9	115,2	116,6
<i>De ellos, nominal</i>	97,6	107,7	82,2	93,0	95,3	103,8	103,8	114,1	124,5	112,8	115,9
<i>De ellos, suplementos de indexación abonados a vencimiento</i>	–	2,5	0,8	1,8	2,7	2,8	–	2,3	0,4	2,4	0,7
Amortizaciones de otras deudas	10,3	1,6	4,1	0,6	1,3	6,1	0,2	0,1	–	–	–
Déficit a financiar	56,3	138,0	110,1	90,7	87,2	74,9	73,6	70,5	69,1	67,7	76,1
Otras necesidades de tesorería	-3,9	-3,4	-0,4	-0,6	0,6	-2,2	1,5	2,0	0,1	0,3	-0,7
RECURSOS DE FINANCIACIÓN	160,3	246,4	196,8	185,6	187,0	185,5	179,1	189,1	194,1	183,1	192,0
Emisiones a medio y largo plazo netas de recompras	128,5	165,0	188,0	184,0	178,0	168,8	172,0	187,0	187,0	185,0	195,0
Recursos asignados a la CDP para la reducción de la deuda	–	–	–	–	–	–	1,5	0,8	–	–	–
Variación del saldo vivo de títulos del Estado a corto plazo	59,8	75,8	-27,0	-9,3	-11,2	7,2	1,4	-22,6	-18,7	-7,5	-13,6
Variación de los depósitos de los corresponsales	-1,6	0,8	6,0	13,4	13,4	-4,2	-1,3	6,7	1,6	4,7	9,9
Variación de las disponibilidades (1)	-25,3	-0,5	22,1	-3,9	-2,0	7,9	-1,4	-5,2	4,6	-9,2	-11,1
Otros recursos netos de tesorería	-1,2	5,3	7,7	1,5	8,9	5,7	6,9	22,4	19,7	10,0	11,8

Fuente: Agence France Trésor, Dirección General de Finanzas Públicas (DGFIP)

(1) Incluidas las colocaciones a corto plazo; un signo positivo corresponde a una bajada del saldo vivo.

NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO

En miles de millones de euros



Fuente: Agence France Trésor, Dirección General de Finanzas Públicas (DGFIP)

FINANCIACIÓN DEL ESTADO

DATOS SOBRE LA CARGA DE LA DEUDA

CONTABILIDAD PRESUPUESTARIA

41,5 MM€ de carga neta imputada en el programa "Carga de la deuda y tesorería del Estado" en 2018, de los cuales:

- **40,5 MM€** de deuda negociable del Estado
- incremento de **0,3 MM€** con respecto a la ley de presupuestos inicial (41,2 MM€)
- reducción de **0,2 milliard d'euros** 0,2 MM€ con respecto al ejercicio 2017 (41,7 MM€)

CONTABILIDAD EN VALORES DEVENGADOS

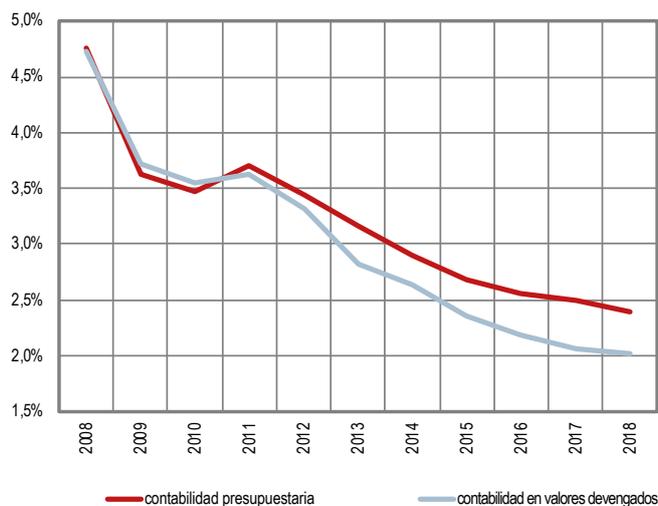
34,1 MM€ de carga neta en concepto únicamente de deuda negociable del Estado (tesorería y deudas asumidas no incluidas) en

de los cuales:

- **37,7 MM€** de cupones corridos de OAT y BTAN
- 4,4 MM€ de carga de indexación del capital de los títulos indexados
- -7,3 MM€ de impacto de las primas y descuentos en la emisión (reducción de carga)
- -0,8 MM€ de intereses devengados por BTF

CARGA DE LA DEUDA NEGOCIABLE (OAT Y BTF)

Tipo aparente (relación carga anual/saldo vivo a primeros de año), en%



Fuente: Agence France Trésor

CARGA DE LA DEUDA Y DE LA TESORERÍA DEL ESTADO – CONTABILIDAD PRESUPUESTARIA

En millones de euros

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DEUDA NEGOCIABLE – CARGA NETA (1)	43 796	36 895	39 801	45 502	45 182	43 778	42 193	41 094	40 301	40 541	40 378
OAT y BTAN – carga neta de intereses	34 785	35 128	36 505	39 924	41 339	41 849	41 118	40 896	41 041	39 087	37 753
intereses pagados	36 855	37 923	39 330	42 897	43 958	43 735	43 339	42 702	42 195	40 291	38 764
ingresos de intereses corridos a la emisión (-)	2 070	2 795	2 825	2 973	2 620	1 887	2 221	1 806	1 154	1 205	1 011
OAT y BTAN – carga de indexación	4 615	84	2 267	3 967	3 638	1 772	932	499	13	2 309	3 348
BTF – intereses corridos	4 396	1 682	1 029	1 611	206	158	142	-301	-753	-855	-723
Otros cargos e ingresos											
Deudas asumidas – carga neta	626	504	412	265	231	180	83	81	80	80	79
Deuda no negociable	14	2	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Inversiones a Futuro – remuneración	-	-	165	408	645	667	688	751	754	750	752
Tesorería – cargo neto	14	204	104	66	234	242	181	204	282	297	316
Cargos	751	540	248	365	309	253	205	205	282	297	316
Ingresos	736	336	144	300	75	11	24	1	0	0	0
Otros	13	20	20	14	9	17	14	6	30	31	16
CARGA TOTAL DE DEUDA Y TESORERÍA	44 464	37 625	40 503	46 256	46 303	44 886	43 159	42 136	41 447	41 697	41 541
Contratos de swaps – ganancias	156	140	386	322	307	208	134	145	145	25	25
Ingresos	1 912	1 210	800	619	488	290	185	155	155	28	29
Cargos	1 757	1 070	414	297	181	82	51	10	10	4	4

Fuente: Agence France Trésor, Dirección General de Finanzas Públicas (DGFIP)

(1) Gastos y comisiones no incluidos, ganancias/pérdidas por recompras no incluidas

CARGA DE LA DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO – CONTABILIDAD EN VALORES DEVENGADOS

En millones de euros

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DEUDA NEGOCIABLE – CARGA NETA (1)	43 523	37 855	40 762	44 529	43 588	39 207	38 305	36 126	34 365	33 498	34 062
OAT y BTAN – carga de intereses y asimilados	35 252	35 831	37 006	38 507	39 411	37 993	37 450	36 135	34 038	31 834	30 387
INTERESES CORRIDOS	34 944	35 736	38 176	40 285	41 690	41 016	40 667	40 687	40 222	38 612	37 670
ESCALONAMIENTO DE DESCUENTOS DE EMISIÓN (+)	1 417	1 457	1 234	1 372	1 491	1 400	1 530	1 621	1 474	1 388	1 287
ESCALONAMIENTO DE PRIMAS DE EMISIÓN (-)	1 109	1 362	2 404	3 149	3 771	4 423	4 747	6 173	7 658	8 166	8 570
OAT y BTAN – carga de indexación (2)	4 094	-338	2 642	4 412	3 618	1 106	648	170	955	2 535	4 440
BTF – intereses corridos	4 176	2 362	1 114	1 610	559	109	208	-179	-628	-871	-765

Fuente: Agence France Trésor, Dirección General de Finanzas Públicas (DGFIP)

(1) Gastos y comisiones no incluidos, ganancias/pérdidas por recompras no incluidas

(2) Debido a la bajada de los precios, se registró un abono en 2009 (computado negativamente en minoración de la carga)

DEUDA A CORTO PLAZODATOS SOBRE LA DEUDA
A CORTO PLAZO**SALDO VIVO DE BTF**Saldo vivo a finales de 2018: **112 900 millones de euros**Disminución de **13 600 millones de euros** en 2018**EMISIONES DE BTF****50 subastas** en 2018**5 800 millones de euros** de media por subastaRatio de cobertura media* en 2018: **2,86**** Volumen de las peticiones respecto al volumen adjudicado, antes de las ONC***TIPO DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES
PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN DEL
BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)**Finales 2017: **0,00%**Finales 2018: **0,00%****TIPO DE INTERÉS
MEDIO DE EMISIÓN**

	EN CONJUNTO	DE LO CUAL A 3 MESES
2018	-0,60%	-0,60%
2017	-0,62%	-0,63%
2016	-0,53%	-0,54%
2015	-0,19%	-0,19%
media 2009-2014	0,36%	0,31%
media 1998-2008	3,15%	3,10%

Fuente: Agence France Trésor

SALDO VIVO Y FLUJOS DE BTF

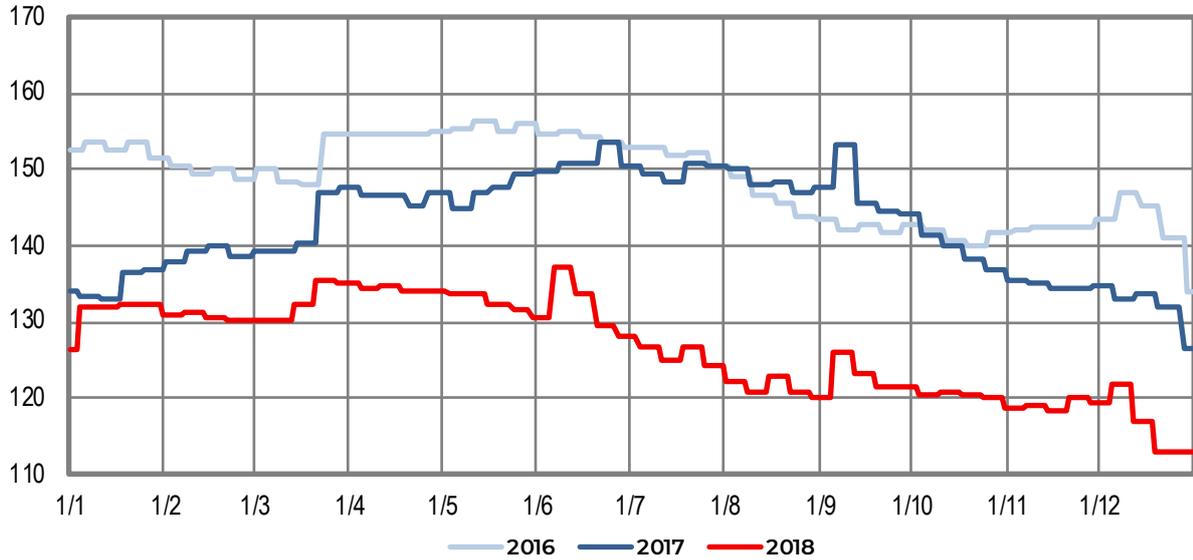
En millones de euros

SALDO VIVO A FINALES DE 2017	126 473
EMISIONES 2018	288 279
BTF menos de 2 meses	—
BTF de 3 meses	166 649
BTF de 4 a 5 meses	—
BTF de 6 meses	64 637
BTF de 7 a 11 meses	418
BTF de 12 meses	56 575
AMORTIZACIONES 2018	301 852
BTF menos de 2 meses	636
BTF de 3 meses	169 622
BTF de 4 a 5 meses	—
BTF de 6 meses	71 078
BTF de 7 a 11 meses	531
BTF de 12 meses	59 985
SALDO VIVO A FINALES DE 2018	112 900

Fuente: Agence France Trésor

PERFIL DEL SALDO VIVO DE BTF

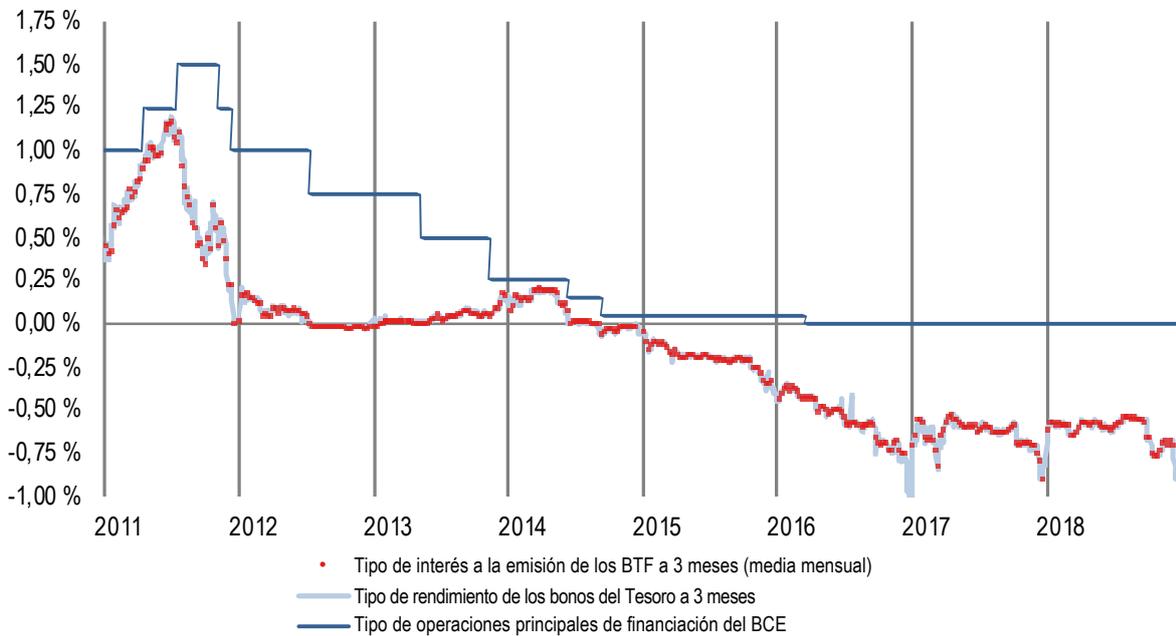
En miles de millones de euros



Fuente: Agence France Trésor

TIPOS DE INTERÉS

En%



Fuente: Banco de Francia, Agence France Trésor

RECOMPRAS DIRECTAS DEL ESTADO (OAT)*En millones de euros*

POR MES DE RECOMPRA	VOLUMEN RECOMPRADO*
enero de 2018	2 465
febrero de 2018	9 225
marzo de 2018	6 820
abril de 2018	–
mayo de 2018	–
junio de 2018	–
julio de 2018	1 250
agosto de 2018	4 975
septiembre de 2018	400
octubre de 2018	2 100
noviembre de 2018	1 425
diciembre de 2018	1 724

** Exceptuando títulos con vencimiento en el año*

POR LÍNEA RECOMPRADA	VOLUMEN RECOMPRADO*
OAT 0% 25 de febrero de 2019	8 200
OAT 4,25% 25 de abril de 2019	1 375
OAT 1% 25 de mayo de 2019	3 245
OAT i 1,3% 25 de julio de 2019	50
OAT 3,75% 25 de octubre de 2019	380
OAT 0,5% 25 de noviembre de 2019	6 560
OAT 0% 25 de febrero de 2020	5 674
OAT 3,5% 25 de abril de 2020	1 700
OAT 0% 25 de mayo de 2020	2 000
OAT 2,5% 25 de octubre de 2020	1 200

** Exceptuando títulos con vencimiento en el año*

TOTAL DE RECOMPRAS	30 384
Vencimiento 2018	19 810
Vencimiento 2019	10 574
Títulos de renta fija	30 334
Títulos indexados	50

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2018

DEUDA A CORTO PLAZO

En euros

CÓDIGO ISIN	VENCIMIENTO	SALDO VIVO (€)
FR0124747561	BTF 4 de enero de 2019	5 257 000 000
FR0125218158	BTF 9 de enero de 2019	9 507 000 000
FR0125064859	BTF 16 de enero de 2019	5 380 000 000
FR0125218166	BTF 23 de enero de 2019	5 473 000 000
FR0124747579	BTF 30 de enero de 2019	6 145 000 000
FR0125218174	BTF 6 de febrero de 2019	6 252 000 000
FR0125064867	BTF 13 de febrero de 2019	4 559 000 000
FR0125218182	BTF 20 de febrero de 2019	6 918 000 000
FR0124747587	BTF 27 de febrero de 2019	5 540 000 000
FR0125218190	BTF 6 de marzo de 2019	5 944 000 000
FR0125218208	BTF 13 de marzo de 2019	4 835 000 000
FR0124909641	BTF 27 de marzo de 2019	4 755 000 000
FR0125218224	BTF 10 de abril de 2019	4 844 000 000
FR0124909658	BTF 25 de abril de 2019	4 890 000 000
FR0125218232	BTF 8 de mayo de 2019	3 370 000 000
FR0124909666	BTF 22 de mayo de 2019	4 752 000 000
FR0124909674	BTF 19 de junio de 2019	3 745 000 000
FR0125064875	BTF 17 de julio de 2019	4 369 000 000
FR0125064883	BTF 14 de agosto de 2019	4 235 000 000
FR0125064891	BTF 11 de septiembre de 2019	3 926 000 000
FR0125218257	BTF 9 de octubre de 2019	4 405 000 000
FR0125218265	BTF 6 de noviembre de 2019	3 799 000 000
TOTAL BTF	SALDO VIVO	112 900 000 000
	VIDA (DÍAS)	95

DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO (VENCIMIENTOS 2019–2025)

En euros

CÓDIGO ISIN	DESIGNACIÓN	SALDO VIVO (€)	COEFICIENTE DE INDEXACIÓN	SALDO VIVO NOMINAL (€)	SEGREGADOS (€)	CAC*
	VENCIMIENTO 2019	130 133 383 011				
FR0013101466	OAT 0,00% 25 de febrero de 2019	8 480 000 000			0	x
FR0000189151	OAT 4,25% 25 de abril de 2019	29 273 000 000			0	
FR0011708080	OAT 1,00% 25 de mayo de 2019	15 735 000 000			0	x
FR0010850032	OAT i 1,30% 25 de julio de 2019	12 885 419 400	(1)	1,10226	11 690 000 000	0
FR0000570921	OAT 8,50% 25 de octubre de 2019	8 844 392 893			5 610 585 100	
FR0010776161	OAT 3,75% 25 de octubre de 2019	32 695 000 000			0	
FR0011993179	OAT 0,50% 25 de noviembre de 2019	22 177 000 000			5 000 000	x
FR0000570954	OAT cap. 9,82% 31 de diciembre de 2019	43 570 718	(2)		6 692 154	-
	VENCIMIENTO 2020	166 491 152 700				
FR0013232485	OAT 0,00% 25 de febrero de 2020	22 335 000 000			0	x
FR0010854182	OAT 3,50% 25 de abril de 2020	37 246 000 000			0	
FR0012557957	OAT 0,00% 25 de mayo de 2020	20 969 000 000			0	x
FR0010050559	OAT €i 2,25% 25 de julio de 2020	25 797 152 700	(1)	1,27017	20 310 000 000	0
FR0010949651	OAT 2,50% 25 de octubre de 2020	35 362 000 000			0	
FR0012968337	OAT 0,25% 25 de noviembre de 2020	24 782 000 000			0	x
	VENCIMIENTO 2021	156 042 361 500				
FR0013311016	OAT 0,00% 25 de febrero de 2021	31 275 000 000			0	x
FR0013140035	OAT €i 0,10% 1 de marzo de 2021	7 878 097 500	(1)	1,04125	7 566 000 000	0
FR0010192997	OAT 3,75% 25 de abril de 2021	39 352 000 000			0	
FR0013157096	OAT 0,00% 25 de mayo de 2021	29 504 000 000			0	x
FR0011347046	OAT i 0,10% 25 de julio de 2021	8 142 264 000	(1)	1,04388	7 800 000 000	0
FR0011059088	OAT 3,25% 25 de octubre de 2021	39 891 000 000			0	
	VENCIMIENTO 2022	129 036 468 940				
FR0000571044	OAT 8,25% 25 de abril de 2022	1 243 939 990			508 888 400	
FR001196856	OAT 3,00% 25 de abril de 2022	46 422 000 000			0	
FR0013219177	OAT 0,00% 25 de mayo de 2022	27 457 000 000			0	x
FR0010899765	OAT €i 1,10% 25 de julio de 2022	21 468 528 950	(1)	1,12915	19 013 000 000	0
FR0011337880	OAT 2,25% 25 de octubre de 2022	32 445 000 000			0	
	VENCIMIENTO 2023	139 382 417 203				
FR0013283686	OAT 0,00% 25 de marzo de 2023	29 059 000 000			0	x
FR0000571085	OAT 8,50% 25 de abril de 2023	10 606 195 903			5 377 565 200	
FR0011486067	OAT 1,75% 25 de mayo de 2023	36 172 000 000			0	x
FR0010585901	OAT i 2,10% 25 de julio de 2023	18 627 221 300	(1)	1,13546	16 405 000 000	0
FR0010466938	OAT 4,25% 25 de octubre de 2023	44 918 000 000			4 320 850 000	
	VENCIMIENTO 2024	109 656 347 600				
FR0013344751	OAT 0,00% 25 de marzo de 2024	20 296 000 000			0	x
FR0011619436	OAT 2,25% 25 de mayo de 2024	34 810 000 000			0	x
FR0011427848	OAT €i 0,25% 25 de julio de 2024	17 525 347 600	(1)	1,05740	16 574 000 000	0
FR0011962398	OAT 1,75% 25 de noviembre de 2024	37 025 000 000			51 000 000	x
	VENCIMIENTO 2025	107 748 615 408				
FR0012558310	OAT i 0,10% 1 de marzo de 2025	10 615 687 290	(1)	1,03497	10 257 000 000	0
FR0012517027	OAT 0,50% 25 de mayo de 2025	37 066 000 000			0	x
FR0000571150	OAT 6,00% 25 de octubre de 2025	29 593 928 118			2 851 064 400	
FR0012938116	OAT 1,00% 25 de noviembre de 2025	30 473 000 000			0	x

* Por otra parte, los strips emitidos con posterioridad al 1 de enero de 2013 llevan asociadas –como todos los títulos de deuda de la zona euro– cláusulas de acción colectivas (CAC) y no son, en consecuencia, asimilables a las referencias emitidas con anterioridad.

(1) Valor nominal x coeficiente de indexación (valor nominal si el coeficiente es inferior a 1)

(2) Intereses capitalizados a 31/12/2018 incluidos; no propuesta a suscripción

DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO (VENCIMIENTOS 2026 Y POSTERIOR)

En euros

CÓDIGO ISIN	DESIGNACIÓN	SALDO VIVO (€)		COEFICIENTE DE INDEXACIÓN	SALDO VIVO NOMINAL (€)	SEGREGADOS (€)	CAC*
	VENCIMIENTO 2026	103 265 000 000					
FR0010916924	OAT 3,50% 25 de abril de 2026	36 867 000 000				0	
FR0013131877	OAT 0,50% 25 de mayo de 2026	33 274 000 000				0	x
FR0013200813	OAT 0,25% 25 de noviembre de 2026	33 124 000 000				0	x
	VENCIMIENTO 2027	92 073 151 330					
FR0013250560	OAT 1,00% 25 de mayo de 2027	31 451 000 000				0	x
FR0011008705	OAT€i 1,85% 25 de julio de 2027	23 168 151 330	(1)	1,11273	20 821 000 000	0	
FR0011317783	OAT 2,75% 25 de octubre de 2027	37 454 000 000				82 343 600	
	VENCIMIENTO 2028	63 528 793 364					
FR0013238268	OATi 0,10% 1 de marzo de 2028	7 930 193 750	(1)	1,03325	7 675 000 000	0	x
FR0000571226	OAT cupón cero 28 de marzo de 2028	26 599 614	(2)		46 232 603	-	
FR0013286192	OAT 0,75% 25 de mayo de 2028	33 272 000 000				0	x
FR0013341682	OAT 0,75% 25 de noviembre de 2028	22 300 000 000				0	x
	VENCIMIENTO 2029	46 950 705 817					
FR0000571218	OAT 5,50% 25 de abril de 2029	35 644 880 458				29 374 461 100	
FR0000186413	OATi 3,40% 25 de julio de 2029	11 305 825 359	(1)	1,29444	8 734 144 000	0	
	VENCIMIENTO 2030	48 688 530 000					
FR0011883966	OAT 2,50% 25 de mayo de 2030	35 119 000 000				0	x
FR0011982776	OAT€i 0,70% 25 de julio de 2030	13 569 530 000	(1)	1,04381	13 000 000 000	0	x
	VENCIMIENTO 2031	45 948 000 000					
FR0012993103	OAT 1,50% 25 de mayo de 2031	45 948 000 000				61 500 000	x
	VENCIMIENTO 2032	45 784 582 500					
FR0000188799	OAT€i 3,15% 25 de julio de 2032	13 622 259 900	(1)	1,28694	10 585 000 000	0	
FR0000187635	OAT 5,75% 25 de octubre de 2032	32 162 322 600				11 286 157 400	
	VENCIMIENTO 2033 Y ULTERIOR	258 770 694 280					
FR0013313582	OAT 1,25% 25 de mayo de 2034	10 054 000 000				0	x
FR0010070060	OAT 4,75% 25 de abril de 2035	26 678 000 000				4 886 337 000	
FR0013154044	OAT 1,25% 25 de mayo de 2036	29 226 000 000				0	x
FR0013327491	OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036	4 009 200 800	(1)	1,02380	3 916 000 000	0	x
FR0010371401	OAT 4,00% 25 de octubre de 2038	26 534 000 000				4 753 931 400	
FR0013234333	OAT 1,75% 25 de junio de 2039	14 793 000 000				0	x
FR0010447367	OAT€i 1,80% 25 de julio de 2040	14 242 257 640	(1)	1,19212	11 947 000 000	0	
FR0010773192	OAT 4,50% 25 de abril de 2041	36 152 000 000				6 833 999 000	
FR0011461037	OAT 3,25% 25 de mayo de 2045	24 908 000 000				12 317 100 000	x
FR0013209871	OAT€i 0,10% 25 de julio de 2047	8 797 235 840	(1)	1,03888	8 468 000 000	0	x
FR0013257524	OAT 2,00% 25 de mayo de 2048	24 815 000 000				7 301 000 000	x
FR0010171975	OAT 4,00% 25 de abril de 2055	14 926 000 000				7 740 118 000	
FR0010870956	OAT 4,00% 25 de abril de 2060	13 055 000 000				7 208 804 100	
FR0013154028	OAT 1,75% 25 de mayo de 2066	10 581 000 000				6 429 000 000	x
TOTAL MLP	SALDO VIVO ACTUALIZADO	1 643 500 203 653					
	SALDO VIVO NOMINAL	1 618 659 728 719					
	SALDO VIVO DESMEMBRADO (NOMINAL)	63 231 534 700					
	SALDO VIVO DESMEMBRABLE (NOMINAL)	1 618 606 803 962	es decir				
	VIDA (DÍAS)	3 083	8 años y				
			163 días				
TOTAL DEUDA	SALDO VIVO ACTUALIZADO	1 756 400 203 653					
	SALDO VIVO NOMINAL	1 731 559 728 719					
	VIDA (DÍAS)	2 891	es decir				
			7 años y				
			336 días				

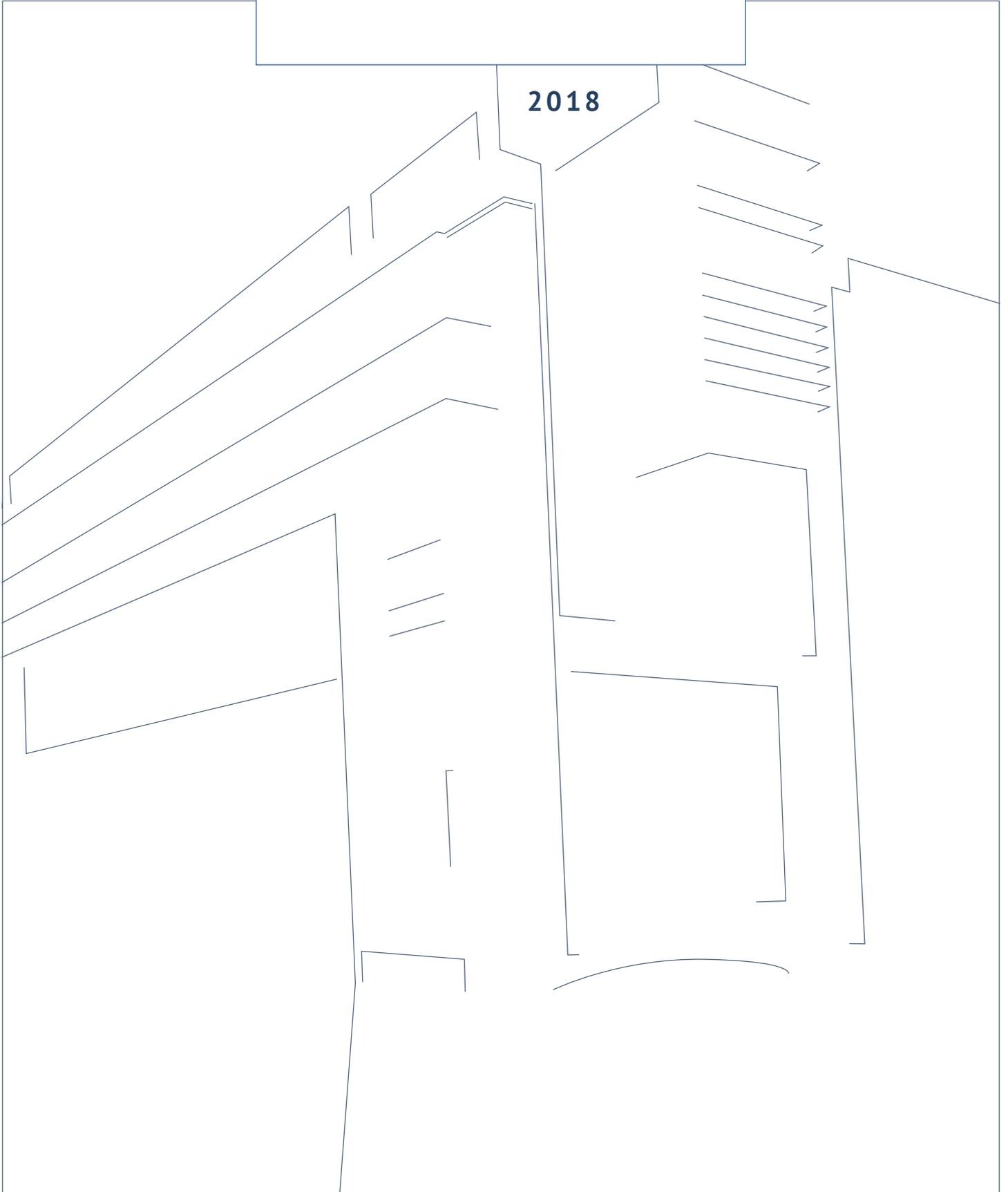
* Por otra parte, los strips emitidos con posterioridad al 1 de enero de 2013 llevan asociadas –como todos los títulos de deuda de la zona euro– cláusulas de acción colectivas (CAC) y no son, en consecuencia, asimilables a las referencias emitidas con anterioridad.

(1) Valor nominal x coeficiente de indexación (valor nominal si el coeficiente es inferior a 1)

(2) Intereses capitalizados a 28/03/2018 incluidos; no propuesta a suscripción

FICHAS TÉCNICAS

2018



MECANISMOS DE EMISIÓN

Desde 1985, el procedimiento de adjudicación habitual en las emisiones de valores del Tesoro es el conocido como subasta holandesa (“al precio de demanda”), mientras que sólo se recurre a la sindicación bancaria en circunstancias específicas.

ADJUDICACIONES AL PRECIO DE DEMANDA

Efectuada de modo transparente y en el marco de un calendario de previsión de subastas, este tipo de adjudicación garantiza las condiciones de perfecta competencia entre los suscriptores. Las adjudicaciones “al precio de demanda” consisten en colocar los títulos al precio o tipo efectivo de petición, por oposición al precio o tipo marginal. Este tipo de subasta recibe también el nombre de “subasta de precio múltiple y a sobre cerrado”. Las peticiones cuyos precios son los más elevados son las primeras en ser servidas. Luego les siguen las de nivel inferior y así hasta alcanzar la cantidad prevista por la AFT. Los peticionarios pagan precios diferentes, exactamente el que ha pedido cada uno.

MODALIDADES:

- Avisos de subasta: En el caso de los BTF, la AFT anuncia con un día hábil de antelación la cuantía que tiene intención de emitir. Esta se expresa en forma de horquilla por línea dentro de las líneas previstas por el calendario trimestral de emisiones de BTF. En el caso de las OAT, la AFT informa con cuatro días hábiles de antelación de los títulos que saldrán a subasta y de la cuantía de los mismos, expresada en forma de horquilla global.
- Desarrollo de las subastas: Los peticionarios (los SVT) pueden hacer llegar sus peticiones al Banco de Francia hasta la hora de comienzo de la subasta (10:50 h en el caso de las subastas de OAT a medio y largo plazo; 11:50 h en el de las de títulos vinculados a la inflación; 14:50 h para las subastas de BTF). El Banco de Francia transmite a la AFT las ofertas recibidas, manteniendo el anonimato de los peticionarios. La AFT procede en ese momento al cierre de la presentación de ofertas. La AFT sirve integralmente las líneas que se encuentran por encima del precio límite (en el caso de las OAT) o por debajo del tipo de interés límite (en el caso de los BTF) fijado y puede reducir de forma proporcional las peticiones efectuadas al precio o al tipo límite.

- Difusión de los precios: Los resultados de las subastas son comunicados de inmediato a los peticionarios y transmitidos por las pantallas de las agencias especializadas y el sitio web de la agencia, detallándose los volúmenes demandados, las cantidades colocadas y el precio marginal de cada título (tipo marginal en el caso de los BTF), así como el tipo medio ponderado de los diferentes títulos adjudicados.

SINDICACIÓN

Otro mecanismo de emisión es la llamada sindicación. En este caso, los bancos (suscriptores reunidos en un sindicato bancario) se comprometen con la entidad emisora a comprar títulos a un precio preestablecido de acuerdo con esta última.

Este procedimiento es utilizado en el lanzamiento de títulos novedosos o en segmentos de mercado menos profundos, particularmente en el tramo largo de la curva (15 años y más).

HISTORIAL DE SINDICACIONES DESDE 2010:

- 26 de junio de 2018: reapertura por sindicación de la OAT 2,00% 25 de junio de 2039 (OAT verde);
- 28 de marzo de 2018 sindicación de la OAT€i 0,10% 25 de julio de 2036;
- 16 de mayo de 2017: sindicación de la OAT 1,75% 25 de mayo de 2048;
- 24 de enero de 2017: sindicación de la OAT 2,00% 25 de junio de 2039 (OAT verde);
- 28 de septiembre de 2016: sindicación de la OAT€i 0,10% 25 de julio de 2047;
- 12 de abril de 2016: sindicación de la OAT 1,25% 25 de mayo de 2036 y de la OAT 1,75% 25 de mayo de 2066;
- 11 de junio de 2014: sindicación de la OAT€i 0,70% 25 de julio de 2030;
- 26 de marzo de 2013: sindicación de la OAT 3,25% 25 de mayo de 2045;
- 9 de febrero de 2011: sindicación de la OAT€i 1,85% 25 de julio de 2027;
- 10 de marzo de 2010: sindicación de la OAT 4,00% 25 de abril de 2060.

GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA

LA AFT puede actuar de diferentes maneras en el mercado secundario.

RECOMPRAS

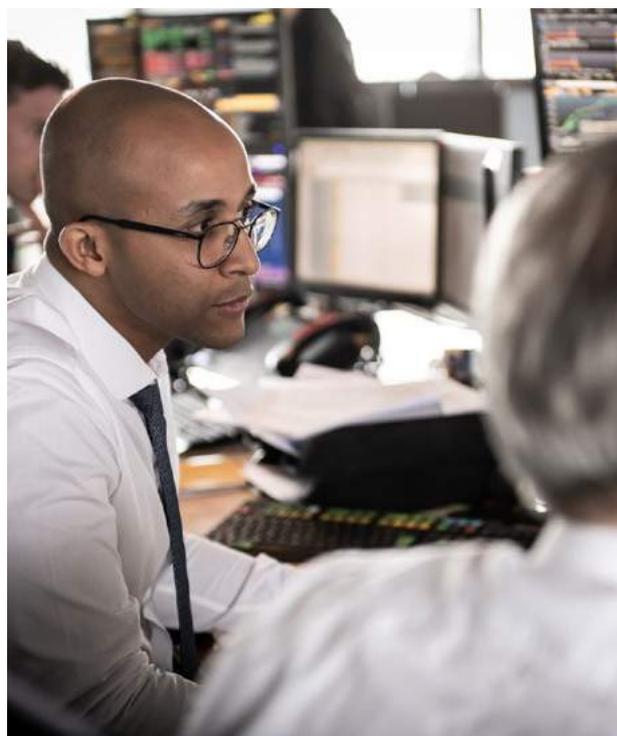
La AFT puede proceder a recompras directas o subastas inversas con el fin de refinanciar los programas de emisiones de años venideros y nivelar así las cuantías que habrán de emitirse a lo largo del tiempo. Para su realización, la AFT tiene en cuenta las condiciones de mercado: la recompra de un título en el mercado depende de la liquidez y del precio del mismo. La AFT informa mensualmente de las cuantías recompradas por título a lo largo del mes.

En 2018, la AFT procedió a la recompra de 30,4 MM€ de títulos con vencimiento en 2019 y 2020.

CANJES

Su finalidad es sustituir papeles antiguos, casi siempre menos líquidos, por títulos más demandados por el mercado. Las operaciones de canje se efectúan mediante subasta o sindicación: los títulos propuestos son de nueva emisión y se canjean por otros títulos que serán retirados de la circulación.

La última operación de canje tuvo lugar el 4 de diciembre de 2008. Ese día, la AFT procedió a una operación de canje de OAT 4% 25 de octubre de 2038 por OAT 5,75% 25 de octubre de 2032. En aquel momento se emitió un total de 1 367 millones en OAT 2038 con el fin de proceder a la recompra de 1 129 millones en OAT 2032.



CONTRATOS DE PERMUTA DE TIPOS DE INTERÉS O SWAPS

La AFT gestiona desde 2001 la vida media de la deuda. El imperativo de liquidez exigible a cada referencia emitida, la demanda creciente de inversores a muy largo plazo y el control del riesgo de refinanciación conllevan naturalmente una vida media de la deuda relativamente larga. En circunstancias normales, caracterizadas por una curva de tipos claramente ascendente con tipos largos más elevados y tipos cortos más bajos pero también más volátiles, la reducción de esta vida media debe redundar en la reducción de la carga media de los intereses en un periodo amplio, permaneciendo el resto constante. Como contrapartida, la variabilidad de esta carga se ve acrecentada.

La asignación de un objetivo de reducción de la vida media del stock de deuda conlleva la necesidad de encontrar un compromiso entre una carga de interés menor y una mayor variabilidad de esta. Dicha reducción debe ser puesta en práctica progresivamente, en un periodo al menos equivalente a un ciclo económico, ya que el nivel de tipos varía en función de la coyuntura.

A finales de 2018, las ganancias acumuladas por el programa de swaps desde 2002 se elevaban a 3 900 millones de euros.

A finales de 2018, el recurso a esta estrategia permanecía suspendido. Dicho esto, el programa de contratos de permuta de tipos de interés puede ser reactivado en caso de que las condiciones de mercado así lo aconsejen.



LOS BTF

Los bonos del Tesoro de renta fija emitidos a descuento (BTF) son títulos asimilables del Tesoro a corto plazo, con vencimiento inicial inferior o igual a un año.

PRESENTACIÓN DEL MERCADO

La duración de los BTF aparece expresada en número entero de semanas. Las duraciones emitidas con mayor frecuencia son las de 13, 26 y 52 semanas. También pueden emitirse bonos con una duración de entre 20 y 24 semanas, considerados semestrales, y de entre 48 y 52 semanas, considerados bonos anuales.

Su valor nominal es de 1€. Los BTF son emitidos semanalmente mediante subasta en el marco del calendario trimestral publicado previamente por la AFT. Este calendario precisa los vencimientos de los bonos que serán subastados durante el trimestre. Algunos BTF pueden ser emitidos fuera de calendario por duraciones inferiores a las duraciones estándares, de acuerdo con las necesidades de la tesorería del Estado. Cada semana se emite por lo general un BTF trimestral, un BTF semestral y un BTF anual.

A 31 de diciembre de 2018, el saldo vivo total de los BTF alcanzaba los 112 900 millones de euros.

De esta forma, y para permitir la asimilación con referencias ya existentes, las duraciones de los bonos son adaptadas a referencias previamente abiertas en emisiones anteriores. En 2018, el mercado de BTF estaba compuesto permanentemente por entre 22 y 25 líneas.

SUBASTAS

Cada viernes a las 11:00 h se anuncia al mercado los BTF que serán subastados el lunes siguiente. Con el fin de garantizar la flexibilidad suficiente para servir las peticiones constatadas, la AFT anuncia las cuantías a colocar ofreciendo una horquilla para cada uno de los títulos que saldrán a subasta.

Las peticiones, por una cuantía mínima de un millón de euros, se efectúan en tipos de interés abonados al final, expresados con una cifra de tres decimales (de 0,5 en 0,5 puntos básicos) y en número exacto de días de un total de 360 (actual/360). Los BTF van acompañados de un tipo de interés abonado al descuento, aplicado al valor nominal del bono y calculado mediante un tipo de descuento prorrateo temporis, pagado a la emisión del bono y descontado del precio de compra, por lo que no hay pago de cupón.

Desde el 6 de octubre de 2014, la liquidación de las subastas de BTF se efectúa a dos días vista con objeto de armonizar las fechas de liquidación del mercado primario con las del mercado secundario.

TRANSACCIONES

La compra de un BTF en el mercado secundario obedece a exactamente las mismas reglas que en el mercado primario. Las negociaciones se llevan a cabo sobre la base de un tipo de interés abonado al final con tres decimales (de 0,5 en 0,5 puntos básicos) y expresado en número exacto de días de un total de 360 (actual/360). Desde el 2 de abril de 2012, la fecha de liquidación de los BTF en el mercado secundario es a dos días vista a partir de la fecha de transacción y no a un día vista como anteriormente.



LAS OAT

Las OAT (obligaciones asimilables del Tesoro) son valores asimilables del Tesoro a medio y largo plazo con vencimiento a entre 2 y 50 años.

Desde el 1 de enero de 2013 y con objeto de simplificar, los nuevos títulos de referencia a medio plazo (con vencimiento inicialmente a entre 2 y 5 años) que antes eran emitidos en forma de BTAN (bonos del Tesoro de renta fija e interés anual) son emitidos en forma de OAT, al igual que los títulos a largo plazo (8 años y más en 2018).

De esta manera, las OAT pasaron a ser el único medio de financiación a medio y largo plazo del Estado después de que entre 1985 y 2012 fueran el medio preferido únicamente para las emisiones a largo plazo. Se trata de títulos asimilables con un vencimiento inicial de entre 2 y 50 años, emitidos habitualmente por el procedimiento de subasta. La técnica de la asimilación consiste en vincular una nueva emisión a un tramo emitido anteriormente. El Estado tiene así la posibilidad de emitir tramos de préstamo cuyo precio de emisión se ajusta a la evolución del mercado pero cuyas características siguen siendo idénticas a las de la emisión inicial. Esto también evita al Estado un número excesivo de programas con características diferentes y le permite garantizar la liquidez de las referencias en circulación.

Las OAT tienen un valor nominal de 1 €. El valor del cupón corrido es el resultado de calcular el número exacto de días transcurridos del total de un número exacto de días (ACTUAL/ACTUAL). El vencimiento de las OAT así como el abono del cupón corrido tienen lugar el 1 o 25 de cada mes. Las operaciones con OAT son ejecutadas por los depositarios centrales nacionales e internacionales.

SUBASTAS DE OAT

El viernes anterior a la colocación, la AFT informa de las líneas que saldrán a subasta el jueves siguiente, proporcionando una horquilla con la cuantía global. Las subastas de OAT a largo plazo (igual o superior a 8 años en 2018) se celebran el primer jueves de mes a las 10:50 h, mientras que las colocaciones de OAT a medio plazo (entre 2 y 8 años en 2018) tienen lugar el tercer jueves de mes a las 10:50 h. Las peticiones, por una cuantía mínima de un millón de euros, se efectúan en precio limpio expresado en tanto por ciento del nominal con dos decimales. Desde el 6 de octubre de 2014, la liquidación de la subasta de OAT tiene lugar a dos días vista, es decir el lunes siguiente a la subasta.

LAS OAT

VINCULADAS A LA INFLACIÓN

La primera vez que el Estado emitió una OAT vinculada al índice de precios al consumo en Francia (OATi) fue el 15 de septiembre de 1998. En octubre de 2001 innovó una segunda vez con la emisión de la primera OAT vinculada al índice de precios al consumo en la zona euro (OAT€i).

Desde entonces, la AFT se compromete a emitir de forma periódica y transparente títulos vinculados a la inflación y a construir dos curvas reales: una vinculada a la inflación francesa, otra a la inflación europea. De esta forma, la AFT emite alrededor del 10% de su programa anual de emisiones a través de estos títulos: 9,9% en 2013, 10,3% en 2014, 9,5% en 2015, 10,9% en 2016, 10,8% en 2017 y 11,5% en 2018.

Desde 2004, las OATi y OAT€i son subastadas de forma periódica los mismos días que las OAT a medio plazo, solo que durante una sesión dedicada exclusivamente a ellas (a las 11:50 h). Desde 2016, las subastas opcionales de agosto y diciembre pueden ampliarse a la emisión de títulos indexados, en cuyo caso la subasta tiene lugar el primer jueves a las 11:50 h. Las OATi y OAT€i están dirigidas a todas las categorías de inversores que buscan mantener el poder adquisitivo de sus inversiones, mejorar el respaldo de su pasivo o diversificar la composición de su cartera. Estas obligaciones se dirigen tanto a los inversores institucionales—compañías de seguros, fondos de pensiones y previsión, fondos de pensiones, gestores de activos, bancos, etc.—residentes o no residentes como a los particulares.



A 31 de diciembre de 2018, el saldo vivo nominal de las OATi se situaba en 62 561 millones de euros y el de las OAT€i en 132 200 millones de euros.

CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS OATi

Su nominal es de 1 € y su cupón real es un porcentaje fijo del principal indexado que se determina en el momento de la emisión y permanece fijo a lo largo de la vida del título. El cupón pagadero es un cupón anual calculado atendiendo a la siguiente fórmula: cupón real x nominal x coeficiente de indexación.

El coeficiente de indexación es la relación entre el índice de referencia diario del día D y el índice base. El índice de referencia diario se calcula mediante interpolación lineal entre el Índice de Precios de Consumo ex-tabaco (IPC) del mes m-3 y el IPC del mes m-2. El índice base, por su parte, es el índice de referencia diario registrado en la fecha de inicio de devengo¹ de la OAT con ocasión de su primera emisión. El coeficiente de indexación permite pues calcular en todo momento la evolución del índice de precios a partir de la fecha de devengo. El índice de referencia utilizado es el Índice de Precios al Consumo ex-tabaco para el conjunto de familias residentes en Francia, publicado mensualmente por el Instituto Nacional francés de Estadística y Estudios Económicos, INSEE por sus siglas en francés.

El importe de la amortización de la OAT se calcula atendiendo a la fórmula: nominal x coeficiente de indexación. En caso de que el índice de referencia diario correspondiente a la fecha de vencimiento fuera inferior al índice base, el importe de la amortización será igual al nominal.

Más información en:

<https://www.aft.gouv.fr/fr/oati-presentation>

CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS OAT€i

Las características de las OAT€i son idénticas a las de las OATi con excepción del índice de referencia, que es el Índice de Precios al Consumo armonizado ex-tabaco para la zona euro, publicado mensualmente por Eurostat.

Más información en:

<https://www.aft.gouv.fr/fr/oateuroi-presentation>

¹ La fecha de devengo de una OAT es la fecha en la que se empieza a calcular el primer cupón pagadero de dicha OAT, es decir la fecha de vencimiento del cupón que precede la primera emisión de la OAT en cuestión. Por ejemplo, para una OAT emitida por vez primera el 1 de abril del año N con vencimiento el 25 de N, la fecha de devengo es el 25 de mayo de N-1.

EL MERCADO DE LAS OAT ENTRE PARTICULARES

La AFT ha implementado con la colaboración de Euronext y los SVT un mercado secundario que permite a los particulares comprar y vender con facilidad obligaciones asimilables del Tesoro (OAT), empréstitos emitidos por la República Francesa que se benefician del crédito y la garantía del Estado. El inversor particular puede comprar OAT de renta fija con vencimiento a entre 2 y 50 años que le son reembolsadas a vencimiento en una sola vez, después de haber recibido cada año los intereses correspondientes (o cupón). Los particulares también pueden comprar OAT indexadas.

El mercado de las OAT es accesible a todos. Para los particulares se trata de herramientas de inversión capaces de dar respuesta a necesidades muy diversas: ingresos habituales, protección contra la inflación, capitalización para completar pensiones de jubilación o para financiar un proyecto, diversificación de patrimonio, etc.

UN MERCADO SECUNDARIO ORGANIZADO

Como cualquier otro título o valor mobiliario, las OAT son transferibles en bolsa a precio de mercado en cualquier momento. En 2005, el Estado promovió una modernización de la organización de las transacciones con OAT destinada a adaptar dicho mercado a las necesidades de los inversores particulares. El mercado de OAT destinado a los particulares, gestionado por Euronext, funciona de acuerdo con la reglamentación bursátil en vigor y cumple con sus reglas de transparencia e información. Este mercado ofrece:

- **Liquidez del mercado:** las OAT se benefician de una gran liquidez. No en vano, las entidades financieras creadoras de mercado se han comprometido a animar las transacciones. Dicho mercado está organizado por Euronext.
- **Transmisión de las órdenes:** las órdenes pueden ser transmitidas de forma tradicional mediante los intermediarios financieros o a través de los correos en línea.

FISCALIDAD DE LAS OAT

El artículo 28 de la ley de presupuestos para 2018 n° 2017-1837 de 30 de diciembre de 2017 modifica las modalidades de imposición sobre los ingresos y ganancias de capital. Desde el 1 de enero de 2018, estos ingresos y ganancias de capital están sujetos en concepto de impuesto sobre la renta, de pleno derecho, a una imposición a tanto alzado del 12,8% en aplicación del artículo 200 A del Código General de Impuestos (CGI). A ello se añaden las correspondientes cotizaciones sociales al tipo global del 17,2%. Dicho esto, estos ingresos y ganancias podrán tributar, si hubiera lugar y por solicitud expresa del contribuyente, de acuerdo con el baremo del impuesto sobre la renta: esta opción global e irrevocable se hará valer en el momento de hacer la declaración global de la renta, de conformidad con las disposiciones del párrafo 2 del artículo 200 A del CGI.

Al tratarse de rendimientos del capital mobiliario, los intereses de las OAT y otros títulos de deuda del Estado percibidos por personas físicas con domicilio fiscal en Francia están sujetos, salvo excepciones, a una imposición a tanto alzado o tributan de acuerdo con el baremo progresivo del impuesto sobre la renta el año siguiente al de su percepción, tras haber sido objeto, el año mismo de su percepción, de una retención no liberatoria del 12,8% a la cual hay que añadir las cotizaciones sociales aplicables a los ingresos por inversiones, con un tipo global aplicable del 17,2%. Esta retención obligatoria a tanto alzado se imputa al impuesto sobre la renta correspondiente al año en que la retención ha sido aplicada. En caso de que la retención exceda el importe adeudado, el excedente es devuelto en virtud de las disposiciones previstas en el punto 1 del párrafo V del artículo 125 A del CGI.



LAS OAT

SEGREGADAS (« STRIPS »)



La segregación de un título consiste en la posibilidad de separar los flujos de remuneración explícita de los flujos de amortización del principal, de modo que puedan crearse tantos títulos como pagos periódicos y que el tipo nominal de estos sea nulo (título cupón cero). Esta técnica permite desvincular el capital de una obligación de los intereses que lleva asociado.

Francia, primer emisor soberano de Europa en autorizar, ya en 1991, la segregación de sus títulos, se ha impuesto como la referencia de este tipo de producto en la zona euro.

A 31 de diciembre de 2018, el saldo vivo de las OAT de renta fija segregadas se elevaba a unos 63,3 MM€, es decir el 4,4% del saldo vivo de títulos de renta fija segregables.

ORGANIZACIÓN DEL MERCADO

El mercado de OAT segregadas se beneficia de las mismas garantías de liquidez y seguridad que el de los demás valores del Tesoro. Para ello, la gestión de los títulos ha sido confiada a una Agrupación de Interés Económico (GIE por sus siglas en francés) para la segregación y reconstitución de valores del Tesoro, compuesta por Euroclear France y los SVT. Esta GIE fija las reglas relativas a dichas operaciones, mientras que la AFT está representada en calidad de censor.

Los SVT activos en este mercado se comprometen a jugar el papel de creadores de mercado. Por otro lado, los strips de OAT cotizan en Euronext Paris, siendo su base

de negociación un tipo actuarial expresado en porcentaje por año de 365 o 366 días (actual/actual). El precio se redondea al cuarto decimal en porcentaje del nominal.

REGLAS DE FUNGIBILIDAD

A finales de 2009 y para responder a las necesidades del mercado, la AFT autorizó la entrada en vigor de nuevas reglas aplicables a las operaciones de segregación y reconstitución de OAT de renta fija. La nueva herramienta de segregación instaure un tipo de strip único sin distinción entre el principal y los cupones: los "strips cero-cupón fungibles".

Cuando una OAT es segregada, queda dividida en varios strips de idéntico valor nominal (0,01 €) pero con diferentes fechas de vencimiento: las mismas que habrían tenido los flujos de caja de la OAT originaria. Son fungibles entre sí todos los cupones segregados con la misma fecha de vencimiento. También pueden ser reconstituidos para volver a formar la OAT original o una OAT sintética (compuesta por certificados procedentes de diferentes emisiones de OAT). Los strips de cupones procedentes de diferentes OAT son fungibles entre sí solo si tienen la misma fecha de vencimiento.

Por otra parte, los strips emitidos con posterioridad al 1 de enero de 2013 llevan asociadas –como todos los títulos de deuda de la zona euro– cláusulas de acción colectivas (CAC) y no son, en consecuencia, asimilables a las referencias emitidas con anterioridad.

LA AFT Y LA GESTIÓN DE TESORERÍA

El conjunto de los movimientos financieros (gastos e ingresos) del Estado, así como de los “corresponsales del Tesoro” (entes locales y entidades públicas en particular) está centralizado en una cuenta única abierta en el Banco de Francia, cuya gestión cotidiana incumbe a la Agence France Trésor.

GARANTIZAR LA CONTINUIDAD FINANCIERA DEL ESTADO DE ACUERDO CON LOS COMPROMISOS DE FRANCIA CON EUROPA

La misión encomendada a Agence France Trésor es la de gestionar la tesorería del Estado. Esto consiste en garantizar que el Estado disponga en todo momento y circunstancias de los medios necesarios para cumplir con sus compromisos financieros.

Este imperativo se desprende del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). En virtud de dicho artículo, el Banco de Francia, tenedor de la cuenta del Estado, tiene prohibida la concesión de cualquier tipo de créditos al mismo. Consecuencia de ello, la cuenta única del Tesoro debe presentar, al cierre de cada jornada, un saldo acreedor.

UNA GESTIÓN DE LA TESORERÍA CONFORME CON LOS MEJORES ESTÁNDARES INTERNACIONALES

De cara a optimizar la gestión de la tesorería pública, Francia ha implementado un dispositivo de puesta en común llamado “centralización”. La centralización de las tesorerías públicas es una buena práctica recomendada por las instituciones internacionales (entre ellas el Banco Mundial y el FMI). Francia dispone de un dispositivo bien desarrollado que se materializa en la cuenta única del Estado.

Además del Estado, la gran mayoría de los entes públicos franceses, entre ellos y en particular las colectividades locales, las entidades públicas locales y nacionales y los hospitales, tienen la obligación de depositar su tesorería en el Tesoro. También existen entidades que, en virtud de determinados convenios, depositan toda o parte de su tesorería en el Tesoro. Es el caso por ejemplo de la Unión Europea, que deposita parte de sus fondos en el Tesoro francés. Las diferentes entidades que depositan su tesorería en el Tesoro son conocidas como “corresponsales del Tesoro”.

Los fondos depositados por los corresponsales del Tesoro constituyen un recurso para la tesorería del Estado, que reduce así su necesidad de recurrir a los préstamos.

PROMOVER LA CENTRALIZACIÓN DE LAS TESORERÍAS PÚBLICAS

Al evitar la acumulación de tesorería, la centralización permite reducir el endeudamiento global de las administraciones públicas. Esta tiene pues consecuencias positivas sobre los tipos de interés propuestos a Francia por el mercado y reduce el recurso al mercado de deuda soberana.

Además del interés que entraña para las finanzas públicas, la centralización presenta ventajas para los corresponsales, en particular la seguridad absoluta de sus depósitos.

UTILIZAR LA TESORERÍA EN EL MÁXIMO INTERÉS DEL CONTRIBUYENTE

De cara a optimizar los costes de tesorería para el contribuyente, la AFT cuida de disponer del importe de tesorería adecuado –introduciendo un margen de seguridad– con el fin de hacer frente a los gastos previstos.

Para conseguirlo, la AFT actualiza de forma permanente la previsión de los flujos para el año por venir y efectúa al cierre de cada jornada una previsión de los flujos esperados para el día siguiente. De la misma manera, la AFT ejecuta a lo largo de todo el día un seguimiento en tiempo real de los flujos de entradas y salidas.

Como consecuencia de la centralización, la AFT supervisa tanto los flujos financieros del Estado propiamente dichos como los que resultan de la actividad financiera particular de cada uno de los corresponsales del Tesoro. La AFT dispone para ello de un sistema de información específico que le permite identificar cada movimiento.

Habida cuenta de la estrategia de gestión de la tesorería, orientada a garantizar las mejores condiciones de seguridad en lo que respecta a la ejecución de los pagos, la cuenta única del Tesoro presenta por lo general excedentes. Para reducir el coste de la tesorería excedentaria, la AFT la deposita cotidianamente en el mercado interbancario. Dichos depósitos suelen hacerse en forma de préstamos sin garantía o de adquisiciones temporales de valores del Estado (repos inversos). La AFT puede proponer a sus contrapartidas colocaciones en varios momentos del día en función de la demanda del mercado.



PRIMAS O DESCUENTOS DE EMISIÓN

Las emisiones de títulos dan lugar al cobro de primas o descuentos de emisión en caso de que exista una diferencia entre el tipo de interés nominal y el tipo de interés demandado por el mercado en el momento de la emisión.

Las primas y descuentos compensan la diferencia, a lo largo de la vida del título, entre el importe de los cupones abonados y el tipo de mercado a la emisión.

Si el cupón servido es superior al tipo de mercado en el momento de la emisión, los suscriptores pagan un precio de compra superior a la suma que será reembolsada a vencimiento ("par" o valor nominal): en estos casos se anota una "prima de emisión" en la tesorería. En el caso contrario, hablamos de "descuento de emisión" (el Estado percibe una cantidad por debajo del valor nominal del título). La anotación de primas y descuentos afecta tanto a las emisiones de títulos nuevos como a las reemisiones de títulos antiguos.

En el caso de los títulos emitidos por primera vez, la diferencia entre el tipo de interés de mercado y el tipo nominal tiene dos orígenes. Por una parte, los nuevos títulos son creados con un tipo nominal redondeado al cuarto de punto porcentual (por tramos de 0,25%). Esto provoca por lo general una diferencia entre el tipo nominal y el tipo demandado por el mercado. Por otra parte, el tipo nominal es siempre positivo o nulo. La emisión a un tipo de interés negativo conlleva pues la anotación de primas de emisión.

En el caso de las reemisiones de títulos antiguos, la diferencia proviene del hecho de que el tipo de mercado en el momento de la reemisión rara vez coincide con el tipo nominal de dicha referencia, fijado en el momento de la creación del título y vigente durante toda su vida.

Ahora bien, por una parte, los tipos de interés varían, por otra, la vida residual del empréstito en el momento de la reemisión es inferior a la duración inicial del título.

Como consecuencia de la tendencia bajista de los tipos de interés observada estos últimos años, el Estado francés ha registrado más primas que descuentos. En el caso de las emisiones iniciales, una parte cada vez mayor de la curva de tipos francesa se inscribe en territorio negativo, lo que genera primas de emisión de forma automática. Tratándose de las reemisiones de títulos, se dieron más casos en los que los tipos en el momento de la reemisión fueron de media inferiores a los tipos nominales que casos de signo contrario. El esperado repunte de los tipos de interés debería redundar en la reemisión de menos títulos asociados a primas y de más títulos asociados a descuentos, cuyas cuantías dependerán de las líneas emitidas.

Las primas y los descuentos son anotados en el balance del Estado dentro de la contabilidad general, dando origen a entradas o salidas de tesorería en el cuadro de financiación del Estado.

La carga de la deuda en la contabilidad presupuestaria contempla únicamente los intereses nominales abonados (las primas y los descuentos de emisión son sin efecto). Según la contabilidad general del Estado y la contabilidad de Maastricht en cambio, las primas y los descuentos de emisión son amortizados de forma escalonada durante toda la vida del título, de modo que la carga financiera efectiva coincide, en uno y otro marco de referencia contable, con el tipo de interés demandado por el mercado en el momento de emisión de los títulos independientemente del interés realmente abonado.

LAS OBLIGACIONES DE CONTROL DE LA AFT

Objetivo: lograr un nivel de control de riesgos de calidad constante y que minimice la aparición de incidentes

El control interno y el control de riesgos deben estar al nivel de los estándares de mercado en lo que respecta tanto a las operaciones de gestión de deuda negociable, de tesorería o de derivados como a las operaciones por cuenta de terceros. La organización implementada debe posibilitar la detección rápida de malfuncionamientos o incidentes que pudieran interferir en la correcta ejecución de las operaciones de deuda y tesorería, precaverse y medir sus impactos. El alcance de dicho control se ha visto incrementado como consecuencia de la diversidad de las operaciones realizadas por la AFT, de los circuitos de pago utilizados y de la internacionalización de sus contrapartes.

En el marco de la ley de presupuestos y de los indicadores de desempeño presentados al Parlamento francés, la AFT se ha marcado el objetivo de “obtener un nivel de control de los riesgos de calidad constante y en condiciones de minimizar la aparición de incidentes”.

Para medir la consecución de dicho objetivo se han desarrollado varias series de indicadores.



INDICADORES SOBRE LA CALIDAD DEL SISTEMA DE CONTROL IMPLEMENTADO POR LA AFT

- Un primer indicador recoge el número de incidentes o infracciones a las reglas internas de la AFT definidas en su marco general de actividad (habilitaciones, límites de riesgos, control de las operaciones).
- Otros cinco indicadores son elaborados por un auditor externo (KPMG en 2018) que verifica el grado de adecuación de los procedimientos de la AFT a sus actividades y a los riesgos inherentes a estas últimas. El decreto de 3 de noviembre de 2014 relativo al control interno de las empresas del sector bancario es, desde de 2015, el texto de referencia para las disposiciones aplicables a la AFT.

INDICADORES RELATIVOS A INCIDENTES EN LA EJECUCIÓN DE OPERACIONES DE DEUDA Y TESORERÍA DE LA AFT

- Primer indicador: número de incidentes que degradan el saldo de la cuenta en el Banco de Francia.
- Segundo indicador: número de incidentes que no degradan o que incluso pueden mejorar el saldo de la cuenta en el Banco de Francia.
- Tercer indicador: número de incidentes sin impacto en el saldo de la cuenta en el Banco de Francia, relacionados con los sistemas implicados en la gestión de las operaciones, incidentes de conformidad e incidentes de índole diversa como el incumplimiento eventual de los procedimientos operativos internos.

POLÍTICA DE SEGURIDAD DE LOS SISTEMAS DE INFORMACIÓN

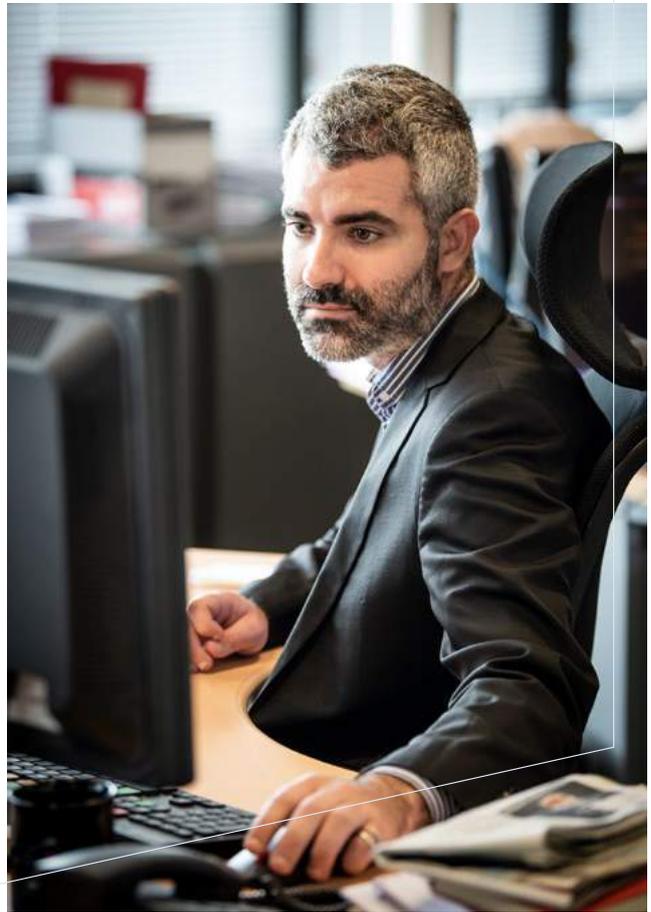
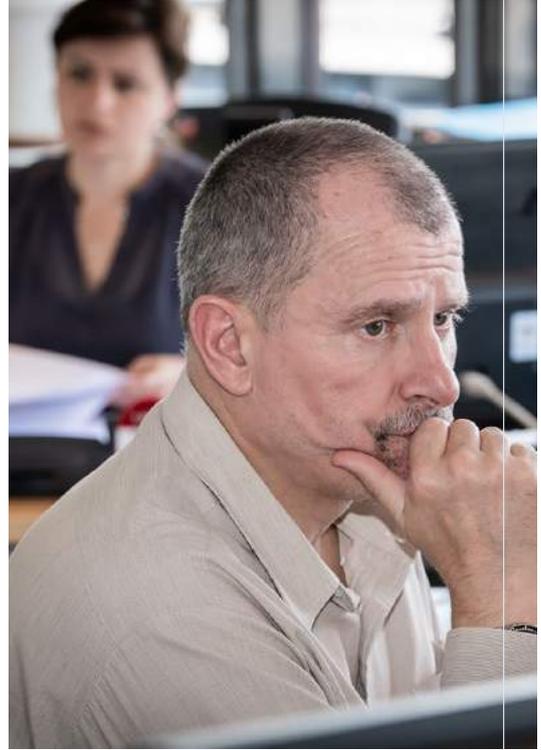
El sistema de información de la Agence France Trésor es el soporte de su actividad operativa. A tal efecto, está obligado a ofrecer a los agentes un alto nivel de seguridad ya sea en términos de:

- disponibilidad de la información en cualquier momento que pueda ser útil;
- integridad de los datos, impidiendo cualquier alteración de las informaciones registradas a largo plazo;
- confidencialidad acorde con la información tratada.

Las auditorías periódicas llevadas a cabo por el Tribunal de Cuentas o por gabinetes de auditoría externos afectan por fuerza a parte del sistema de información. Se verifica que las políticas de acceso a dicho sistema cumplen correctamente con el marco general de actividad de la agencia en lo relativo a la separación de las actividades y con los procedimientos de asignación y retirada de los derechos a los agentes.

La amenaza cibernética añade una necesidad de auditoría específica más técnica. Se trata de auditorías efectuadas por el servicio del alto funcionariado de defensa y seguridad de los ministerios económicos y financieros (SHFDS) o por la agencia nacional de seguridad de los sistemas de información (ANSSI). Dichas auditorías tienen como objetivo verificar la configuración de las máquinas y los programas con el fin de garantizar que unas y otros cuentan con lo más puntero en materia de seguridad.





GLOSARIO

AMORTIZACIÓN

Reembolso de las cantidades anotadas una vez que un préstamo llega a vencimiento.

Sinónimo: reembolso; desde el punto de vista del acreedor: cobro.

CALIFICACIÓN

Nota atribuida por observadores financieros especializados a la calidad de las cuentas sociales y a las herramientas financieras emitidas por un agente económico.

Agencia de calificación (rating): empresa especializada en la calificación, es decir en la atribución de notas a la gestión de cuentas sociales o a las herramientas financieras emitidas por un agente económico.

COBRO

Para un acreedor, el hecho de recibir el reembolso de la cantidad prestada. Poner al cobro: reclamar el reembolso de una deuda.

CREADOR DE MERCADO (MARKET MAKER)

Los creadores de mercado son operadores de los “mercados al contado” que se comprometen a proporcionar una cotización en cuanto se les contacta y ello sea cual sea el estado del mercado.

CUPÓN

Antiguamente, parte de un título de valor mobiliario destinada a ser cortada y entregada a cambio de un interés o dividendo o a raíz de otra operación (como justificante de la misma). Una vez que los valores dejan de tener soporte material, el “cupón” hace referencia únicamente al interés (obligación) o dividendo (acción). Corte del cupón: abono del interés o dividendo.

CURVA DE TIPOS

La curva de tipos permite visualizar la relación existente entre los tipos de interés y los vencimientos de los títulos de deuda. De manera general (aunque no siempre), esta curva es creciente como consecuencia de una prima de riesgo (tipos largos superiores a los tipos cortos).

DEPOSITARIO

Entidad financiera con rango de banco en la que los tenedores de valores mobiliarios depositan sus títulos. El depositario debe saber en todo momento quién posee qué, cuál es el estatuto de cada título (libre, en préstamo/empréstito o en prenda) y dónde se encuentra asentada dicha propiedad. Desde la desmaterialización de activos, los depósitos de valores mobiliarios están digitalizados, cuentan con dispositivos de protección y son ampliamente duplicados. La manutención de los valores mobiliarios electrónicos es incomparablemente más rápida, más flexible y menos onerosa que la de los títulos en papel.

DEUDA

Toda cantidad de dinero que una persona física o moral (el deudor) toma prestada de otra (el acreedor) con la obligación de devolver. Hasta la fecha de vencimiento de la deuda, cada año y en la fecha que se acuerde, el deudor deberá abonar al acreedor un interés (cupón) de acuerdo con el tipo convenido.

ENTREGA

En el caso de las operaciones y negociaciones financieras, la entrega consiste en la cesión por parte del cedente de los valores mobiliarios al adquirente o suscriptor.

INTERÉS (TIPO DE ~)

Proporción expresada en tanto por ciento que sirve para calcular el cupón de un préstamo. El tipo de interés se determina en el momento de la contratación del préstamo, pudiendo ser fijo o variable. Si es excesivo se considera “usurario”.

Interés (por extensión): cantidad que el emisor de las obligaciones abona anualmente al tenedor de las mismas durante la vida del préstamo.

JEFE DE FILA

Dentro de un sindicato de colocación de deuda, las entidades financieras que preparan la emisión, recaudan el capital suscrito, atribuyen las participaciones en función de la oferta y la demanda y fijan los precios. Junto a estos están los “co-jefes de fila”, con menos responsabilidades, y los “demás miembros” del sindicato. Ambas categorías contribuyen, de forma más modesta, a la colocación de la emisión.

LIBERATORIO (PODER ~)

Se dice de una divisa o moneda que tiene poder liberatorio cuando un pago en esta divisa es aceptado a cambio de todo bien o servicio o en pago de impuestos y tasas en una zona geográfica dada. El euro tiene poder liberatorio en 19 países de Europa y en Montenegro.

LIQUIDACIÓN

En el caso de las operaciones y negociaciones financieras, la liquidación consiste en el pago de los valores mobiliarios por parte del comprador o suscriptor al cedente y en la entrega por parte de este último de los títulos.

LIQUIDEZ

Característica de un producto financiero o de mercado cuando es posible efectuar operaciones de compra o venta sin provocar grandes variaciones de precio con respecto al último precio de transacción.

MERCADO PRIMARIO

El mercado primario es el mercado en el que los nuevos títulos financieros son emitidos y suscritos por los inversores, procediendo así a ampliaciones de capital y a la suscripción de préstamos en forma de obligaciones. Se trata de un mercado de “primera mano”, por oposición al mercado secundario, que funciona como un mercado “de segunda mano”.

MERCADO SECUNDARIO

El mercado secundario es aquel en el que se negocian títulos financieros emitidos con anterioridad en el mercado primario. Al fomentar la liquidez de las inversiones financieras, el mercado secundario favorece la calidad del mercado primario y la evaluación de los títulos financieros. Los mercados primario y secundario son pues complementarios.

NEGOCIACIÓN

En bolsa, operación por la cual un valor mobiliario dado es traspasado, en la cantidad y precio acordados, entre dos partes, ambas representadas por un intermediario (sociedad de inversiones). La negociación es validada (con registro de fecha y hora) por Euronext, tras lo cual sigue el proceso de compensación, liquidación y entrega. Sinónimo: transacción, intercambios, mercado.

NOMINAL

Valor que consta en un título con valor mobiliario. El capital social de una sociedad es de X millones de euros repartidos en N acciones de valor nominal de X/N euros. Una obligación tiene un valor nominal de n euros: los valores del Tesoro tienen todos un valor nominal de un euro.

Por extensión: las obligaciones “nominales” son las obligaciones de renta fija, por oposición a las “indexadas” o “flotantes”.

OBLIGACIÓN

La obligación es un reconocimiento de deuda. El Estado, las entidades públicas y las grandes empresas emiten obligaciones.

El prestatario se compromete a abonar intereses anuales hasta que el título llega a vencimiento.

OPCIÓN

Una opción de compra da derecho a comprar un activo a un precio y hasta una fecha fijados de antemano. Una opción de venta da derecho a vender este mismo activo en las mismas condiciones. Las opciones negociables son contratos intercambiables en el marco de los mercados reglamentados.

OPERACIONES CON TÍTULOS

Conjunto de actividades que acompañan la vida de un valor mobiliario. En el caso de las obligaciones consisten esencialmente en el "corte del cupón", es decir el cobro de los intereses que les corresponden. En el de las acciones, en el cobro de los dividendos y, llegado el caso, en la división de acciones. En uno y otro caso pueden consistir igualmente en el intercambio por otros valores mobiliarios.

PRECIO

Cantidad de dinero equivalente al valor de mercado de un bien o servicio. El precio queda determinado por la interacción entre la oferta y la demanda. El precio de una obligación evoluciona en relación inversa a su tipo de rendimiento.

PRÉSTAMO

Cantidad de dinero entregada temporalmente por un acreedor a un deudor.

Sinónimos: empréstito o crédito. Activo desde el punto de vista de quien presta la suma, pasivo o deuda desde el punto de vista de quien la toma prestada.

PUNTO DE EQUILIBRIO DE INFLACIÓN (BREAKEVEN)

El punto de equilibrio de inflación o punto muerto de inflación es la diferencia entre la rentabilidad de las obligaciones nominales (no indexadas) y las obligaciones indexadas a la inflación. Este punto de equilibrio toma en cuenta en primer lugar las expectativas de inflación de los actores de mercado. Además de las expectativas de inflación, otros factores que influyen en la valoración relativa de las obligaciones indexadas son la liquidez y el desequilibrio relativo entre la oferta y la demanda de productos de productos indexados (son pocos los emisores que tienen presencia en este segmento) con respecto a las obligaciones nominales. Otro factor a tener en cuenta es que, al contrario que las obligaciones indexadas a la inflación, la rentabilidad de las obligaciones nominales incorpora una prima de riesgo de inflación.

PRINCIPAL

Valor de una deuda, abstracción hecha de los cupones.

RIESGO

Se llama riesgo a la posibilidad, siempre existente, de perder todo o parte de un bien o de su contravalor monetario. El riesgo es la esencia misma de la actividad financiera: evaluarlo, repartirlo, asumirlo, diversificarlo y cubrirlo son las tareas que permiten la remuneración de las transacciones financieras. El precio de una obligación es proporcional al grado de riesgo que entraña, mientras que la importancia de las garantías demandadas para una operación es siempre proporcional a los riesgos que entraña y así sucesivamente. Riesgo de contrapartida: riesgo de que el comprador no pague lo que le ha sido vendido, de que el vendedor no entregue lo que le ha sido comprado, de que el prestatario no devuelva lo que le ha sido prestado o de que el prestador no entregue los fondos que se ha comprometido a prestar (y para los cuales ha recibido garantías). También se conoce como riesgo de firma.

SEGREGACIÓN

La segregación de una obligación consiste en escindir dicha obligación en tantos títulos como fechas de vencimiento de cupón y

de reembolso del capital. Cada título creado mediante el mecanismo de segregación es cedido y cotizado por separado y se comporta pues como una emisión de cupón cero. Existe una demanda específica para este tipo de título, llamado strips, en el mercado de deuda francesa.

SINDICACIÓN

El principio de la sindicación consiste en que el emisor del empréstito ceda globalmente a un banco o a un sindicato de bancos una parte o la totalidad de los títulos a colocar entre el público. Este mecanismo de colocación es el preferido para las entidades privadas. El Estado francés recurrió ampliamente a la sindicación hasta 1985.

SINDICATO

Grupo de bancos constituido para organizar y garantizar el éxito de la colocación de una emisión de volumen considerable. Un sindicato está compuesto por jefes de fila, co-jefes de fila y miembros.

SWAP (TÉRMINO INGLÉS)

El principio de un swap de tipos de interés consiste en comparar una renta variable y una renta fija y de abonarse mutuamente los diferenciales de tipos de interés sin intercambio de capital. El swap de tipos se adapta particularmente a la gestión del riesgo de tipos a largo plazo en empresa. El mercado de swaps ha registrado un impulso considerable y los bancos juegan un papel determinante en la animación de este mercado. Las tesorerías de empresas aprecian la flexibilidad del swap, que les permite elegir la duración, el tipo variable de referencia y el nocional. Un swap contratado entre un banco y una empresa puede ser liquidado en todo momento calculando el valor actual de los flujos fijos previstos según los tipos de mercado y comparándolo al nocional inicial. El recurso al swap es también frecuente para gestionar el riesgo de tipos sobre activos de renta variable o fija.

TEC

El índice diario CNO-TEC N, tasa de vencimiento constante N años para una variante N que oscila entre 1 y 30, representa la tasa de rendimiento actuarial de una OAT ficticia con un vencimiento idéntico a N. Esta tasa es obtenida mediante interpolación lineal entre las tasas de rendimiento actuariales anuales de las dos OAT más cercanas, anterior y posteriormente, al vencimiento N.

TÍTULO

Unidad de valor mobiliario, a día de hoy desprovisto de soporte material en Francia.

TRANSACCIÓN

En Bolsa, operación por la cual un valor mobiliario dado es traspasado, en la cantidad y precio acordados, entre dos partes, ambas representadas por un intermediario (sociedad de inversiones). Sinónimos: negociación, intercambio, acuerdo.

VARIABLE

Se dice de un tipo de interés que no se mantiene constante a lo largo de la duración del préstamo, sino que se modifica en función de elementos exteriores como los índices de referencia del mercado (Euribor, Eonia) o los índices estadísticos.

VENCIMIENTO

Fecha estipulada en el momento de la contratación de un préstamo en la que debe efectuarse el reembolso. Sinónimo: expiración.

VOLATILIDAD (OBLIGACIÓN)

La volatilidad de las obligaciones deriva principalmente del riesgo de tipos que afecta casi exclusivamente a los préstamos de renta fija. Y es que, el valor de una obligación varía en sentido inverso de los tipos de mercado. Esta sensibilidad es tanto más fuerte cuanto más débiles son el valor nominal del título y el tipo de mercado.

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ACOSS

Agencia Central de Organismos de Seguridad Social

AFT

Agence France Trésor

BCE

Banco Central Europeo

BOE

Bank of England (Banco de Inglaterra)

BTF

Bono del Tesoro de renta fija

CAC

Cláusula de Acción Colectiva

CADES

Caja de Amortización de la Deuda Social

CDP

Caja de Deuda Pública

CICE

Crédito Fiscal para la Competitividad y el Empleo

CITE

Crédito Fiscal para la Transición Energética

DCM

Departamento Contable Ministerial

DGFIP

Dirección General de Finanzas Públicas

EONIA

Euro overnight index average

ESDM

EFC sub-committee on EU sovereign debt markets

FMI

Fondo Monetario Internacional

GIE

Agrupación de interés económico

INSEE

Instituto Nacional francés de Estadística y Estudios Económicos

IPC

Índice de Precios al Consumo

IPCA

Índice de Precios al Consumo Armonizado

LOLF

Ley Orgánica relativa a las Leyes de Presupuestos

OAT

Obligación Asimilable del Tesoro

OCDE

Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos

OICVM

Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios

OPEP

Organización de Países Exportadores de Petróleo

PIB

Producto Interior Bruto

QE

Quantitative Easing

SCBCM

Servicio de control presupuestario y contable ministerial

SCN

Servicio con competencia estatal

SEA

Servicio francés de combustibles de los ejércitos

SVT

Especialista en Valores del Tesoro

TFUE

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

WPDM (TÉRMINO INGLÉS)

Working Party on Debt Management



Cada uno de los elementos de la presente publicación, propiedad exclusiva de la AFT, está protegido por las disposiciones del código de la propiedad intelectual, en particular aquellas que se refieren a los derechos de autor.

Toda reproducción de los contenidos, integral o parcial, no autorizada por la AFT está estrictamente prohibida, y ello sea cual sea el medio utilizado.

En consecuencia, toda reproducción de los contenidos de la obra, limitada exclusivamente a fines no comerciales, deberá contar con la autorización expresa del titular de los derechos.

La solicitud de autorización deberá dirigirse por correo electrónico al director de la publicación a la dirección siguiente: **contact@aft.gouv.fr**.

Las reutilizaciones deberán especificar la fuente y la fecha de reproducción seguidas del símbolo del copyright **©Agence France Trésor**.



AGENCE
FRANCE TRÉSOR

WWW.AFT.GOUV.FR



REUTERS: <TRESOR> BLOOMBERG: TREX<GO>

CONTACTO

Agence France Trésor
139, rue de Bercy - Télédock 287 - 75572 Paris Cedex 12

Tél.: 01 40 04 15 00 - Fax: 01 40 04 15 93

contact@aft.gouv.fr