
VII. Innovaciones

El comportamiento de la deuda pública española durante 2003 fue muy satisfactorio. Continuó siendo patente la positiva valoración que le otorgan los distintos agentes participantes en los mercados financieros, incluidas las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito. Así, el mercado de deuda pública española evolucionó progresivamente hacia la práctica eliminación del diferencial de tipos de interés con los principales países de la zona euro, siendo destacable su convergencia con la deuda alemana, como se describe en el capítulo I.

Entre los principales cambios que tuvieron lugar en el mercado español de deuda durante 2003 destacan la creación de Meffclear, Cámara de Contrapartida Central sobre Deuda Pública Española, y la constitución formal de la Sociedad de Sistemas. Ambos acontecimientos eran las piezas que habían quedado pendientes tras la aprobación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (LMRSF) para completar el proceso de integración de los mercados financieros españoles.

Por otro lado, el Tesoro introdujo ciertas novedades en su política de emisión, así como en relación con la negociación en el mercado secundario. Además de continuar su tendencia hacia la concentración de los volúmenes en un menor número de subastas, también puso en marcha una nueva fase de la reforma del mercado de letras. En este sentido, los cambios introducidos en 2003 fueron la incorporación de las letras a las dos plataformas españolas de negociación y la instauración de la figura de Creador de Mercado de Letras.

VII.1. MEJORA DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LA DEUDA ESPAÑOLA

En 2003 se produjeron nuevas mejoras en la calificación otorgada por las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito. Tras haber obtenido en diciembre de 2001 la máxima calificación (Aaa) por parte de Moody's, en diciembre de 2003 le fue otorgada la calificación equivalente por parte de Fitch, aumentando su calificación un nivel, desde AA+ hasta AAA. Además, aunque Standard & Poor's sigue manteniendo su calificación en AA+, en julio de 2003 revisó su perspectiva, que pasó de «estable» a «positiva».

La decisión de Fitch de elevar la calificación a la deuda soberana española se fundamentó en la prudente política fiscal que se viene desarrollando en España —que ha redundado en una reducción rápida y sostenible de la deuda

pública en relación con el PIB—, así como en la confianza en que continuará el proceso de convergencia real con los principales países de la Unión Europea. La agencia valora positivamente la gestión prudente y eficaz del endeudamiento, que ha permitido la disminución del volumen de deuda a corto plazo y la ampliación de la estructura de vencimientos de la deuda, así como la reducción de los costes de financiación. Como consecuencia de todo ello, el riesgo de refinanciación ha disminuido drásticamente en los últimos años, al igual que el riesgo de liquidez, que se ha reducido a través de líneas disponibles de créditos bancarios y unos depósitos considerables mantenidos en el Banco de España por el Tesoro, conceptos ambos que, sumados, equivalen aproximadamente al 30% de los pagos de la deuda previstos para 2004, incluida la refinanciación de la deuda a corto plazo.

VII.2. CAMBIOS EN LA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO

Los principios básicos reguladores de la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España fueron establecidos por la Orden Ministerial de 10 de febrero de 1999 y desarrollados por la Resolución de 11 de febrero de 1999, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF). Esta última fue modificada por la Resolución de 31 de julio de 2001, de la DGTPF, que introdujo más flexibilidad al permitir a la DGTPF alterar las condiciones de cotización, previo acuerdo con los Creadores de Mercado. Posteriormente, con el objetivo de reforzar la actividad de los Creadores en el mercado de deuda del Estado, la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la DGTPF, derogó la Resolución de 11 de febrero de 1999 y redefinió las condiciones de colaboración de los mismos con el Tesoro en lo referente a la actividad de colocación de valores de deuda pública en el mercado primario y a su negociación en el mercado secundario.

En 2003 el Tesoro dio un paso adicional encaminado a ampliar el ámbito de colaboración de los Creadores, abarcando no solamente el mercado de bonos y obligaciones, sino también el de letras, con el fin de garantizar su liquidez y mantener su competitividad respecto al resto de emisores institucionales del área euro. Para ello, se aprobó la Resolución de 5 de marzo de 2003, de la DGTPF, por la que se regulan los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España, que sustituyó a la Resolución de 20 de febrero de 2002. Entre las aportaciones de esta nueva norma destacan la modificación de la segunda vuelta que se concede a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligacio-

nes y la creación de la figura de Creador de Mercado de Letras.

Con referencia al primer aspecto, se limitó la exclusividad en el acceso a la segunda vuelta a aquellos Creadores que cumplan al menos una de las dos condiciones siguientes: haber cumplido los mínimos de cotización durante el último período de evaluación precedente a la subasta o haber resultado, de acuerdo con la evaluación mensual, más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

En cuanto a la figura de Creador de Mercado de Letras, se diseñó a imagen de la de Creador de Mercado de Bonos y Obligaciones en términos de condiciones de acceso, pérdida de dicha condición, derechos, obligaciones y evaluación (1). Sin embargo, existen algunas diferencias, como las relativas al precio de adjudicación y a la fecha e importe de la segunda vuelta (2). Otra diferencia significativa es que los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones son los únicos que pueden segregar y reconstituir valores de deuda del Estado.

VII.3. NOVEDADES EN LA POLÍTICA DEL TESORO

La actividad del Tesoro durante 2003 estuvo caracterizada por la reducción de las emisiones de deuda del Estado, la disminución del número de subastas realizadas y un incremento del importe medio emitido por subasta, lo cual favorece la notoriedad de las subastas y la liquidez de los valores emitidos. En cuanto a los procedimientos de emisión, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2003 se conti-

(1) Los Creadores de Mercado de Letras están obligados a participar en las subastas de letras, presentando pujas por un 3% del importe adjudicado a una rentabilidad inferior a la marginal más dos puntos básicos, y a garantizar la liquidez del mercado secundario de letras, cotizando las letras en uno de los sistemas organizados de negociación durante al menos cinco horas al día. En cuanto a sus derechos, tienen acceso a las segundas vueltas de las subastas y pueden colaborar en las operaciones de gestión de tesorería. Su actividad es evaluada mensualmente por el Tesoro, primando la cotización y la negociación, evaluación que sirve para otorgar el 2% adicional de la segunda vuelta.

(2) Las peticiones de los Creadores de Mercado de Letras en la segunda vuelta se adjudican al precio marginal redondeado resultante de la fase de subasta, mientras que para bonos y obligaciones se utiliza el precio medio ponderado. Además, la segunda vuelta se desarrolla entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil posterior al de la celebración de la misma, mientras que la fecha límite para bonos y obligaciones son las doce horas del segundo día hábil posterior a la subasta. Por otro lado, el 20% y el 4% adicional del nominal adjudicado en la subasta — corregido por el coeficiente de participación— que pueden obtener como máximo los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones en la segunda vuelta es, en el caso de las letras, del 10% y 2%, respectivamente.

nuó cubriendo con subastas (un 93% de la emisión), también se volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a 10 años. Esta práctica, utilizada por primera vez en 2002, puede resultar más adecuada que la subasta para emitir volúmenes elevados de determinados instrumentos, ya que en principio facilita una mejor distribución entre inversores nacionales e internacionales, al tiempo que garantiza la colocación de un importante volumen entre los inversores finales desde el primer día de su emisión. En este caso concreto, el libro de órdenes superó los 10.000 millones de euros, emitiéndose finalmente 5.000 millones de euros, de los que casi un 75% fueron vendidos a inversores no residentes.

Por otro lado, en 2003 el Tesoro continuó con la profunda reforma del mercado de letras que viene desarrollando desde 2001. Su objetivo fundamental es dinamizar dicho mercado e incrementar su liquidez, dada la marcada reducción observada en el peso de dichos instrumentos en la cartera de deuda, así como la baja participación de los inversores no residentes. Para ello, ya en 2001 se modificaron las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, de manera que, desde el mes de agosto de 2002, se pasó a realizar una única subasta mensual a doce y dieciocho meses en lugar de subastas quincenales, con lo que se redujo el número de referencias en circulación y aumentó su volumen. En septiembre de 2002 se inició una segunda fase de la reforma que afectaba tanto al mercado primario como al secundario. En cuanto al primero, se produjo una nueva concentración de vencimientos, que se producirían, a partir de febrero de 2004, en los meses pares del año. Además, desde 2002 el Tesoro comenzó a subastar una misma referencia en varias ocasiones, concretamente cuatro veces —emitiéndola con dieciocho, diecisiete, doce y once meses al vencimiento—, lo cual favorece la liquidez (3). Por otro lado, y también en favor de la liquidez, se incrementó el primer tramo de cada nueva referencia de letras, estableciendo un volumen de 1.500 millones de euros.

Pero no es hasta 2003 cuando se producen los cambios que afectan al mercado secundario de letras del Tesoro. Una de las novedades del año en este sentido fue la incorporación de las letras a las dos plataformas españolas de negociación —Senaf y MTS España—, extendien-

(3) En febrero de 2003 cada referencia pasó a subastarse en seis ocasiones hasta vencimiento a dieciocho, diecisiete, doce, once, seis y tres meses. En los meses pares se subastan y amortizan letras a seis, doce y dieciocho meses, y en los meses impares, a tres, doce y dieciocho meses.

do así a estos valores las ventajas de la negociación electrónica, de las que los bonos y obligaciones del Estado ya llevaban varios años disfrutando. Por otro lado, como se comentó en el apartado anterior, en el mes de abril se constituyó un grupo de 11 creadores de mercado que se comprometían a dotar de liquidez a estos valores en las dos plataformas.

El efecto de estas medidas sobre el mercado de letras del Tesoro ha sido un notable aumento de la liquidez, medida por el saldo medio por referencia (3.500 millones de euros a principios de diciembre de 2003 frente a 1.000-1.500 millones en 2002), y de la negociación, cuya media diaria ha pasado de 60 millones de euros en 2002 a 200 millones en 2003 (operaciones simples entre miembros del mercado). Aquí merece especial mención la negociación electrónica, que ha ganado peso en la negociación total de deuda del Estado y en este segmento ha pasado a suponer las tres cuartas partes del total negociado (referido a las operaciones simples entre titulares de cuenta). Asimismo, se ha conseguido incrementar la participación de los inversores no residentes en la cartera de letras a vencimiento, pasando de un 3,8% en 2002 a un 10,3% en 2003.

VII.4. CAMBIOS EN LA ORGANIZACIÓN DE LA INDUSTRIA DE MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

En el año 2002 se aprobó la LMRSF y se creó el grupo Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, propietario del 100% de las acciones de las cuatro bolsas españolas, el SCLV, el mercado de futuros sobre cíclicos FC&M y el Holding de Mercados Financieros Españoles, integrado a su vez por Meff, AIAF y Senaf. Aunque con estos acontecimientos el proceso de integración de los mercados financieros Españoles quedaba prácticamente finalizado, dos aspectos fundamentales habían quedado pendientes: la incorporación plena de Iberclear y la creación de una Contrapartida Central (CC), iniciativas ambas para las que la LMRSF daba soporte legal y que vieron finalmente la luz en 2003.

VII.4.1. Iberclear

La LMRSF estableció la creación de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (Sociedad de Sistemas), que se crearía mediante la transformación de la sociedad Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, SA, de nombre

comercial Iberclear, con la participación del SCLV y del Banco de España. Además, de acuerdo con dicha Ley, la Sociedad de Sistemas se registraría, además de por ella misma y su normativa de desarrollo, por un reglamento cuya aprobación correspondía al ministro de Economía, previo informe de la CNMV, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconocieran competencias en materia de regulación de centros de contratación de valores.

Ya en 2003 se publicó la Orden Eco/689/2003, de 27 de marzo, por la que se aprobó el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, y desde el 1 de abril de 2003 Iberclear se convirtió en el Depositario Central de Valores de España, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas españolas, en el Mercado de Deuda Pública, en AIAF y Latibex. Con esta asunción de funciones finalizó el proceso establecido en la LMRSF.

Dado que resulta de la fusión del SCLV y CADE —gestionada, hasta entonces, por el Banco de España—, Iberclear utiliza ambas plataformas técnicas (SCLV y CADE), y las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas son aquellas que ostentan la condición de entidades adheridas al SCLV o de entidad gestora o titular de cuenta del Mercado de Deuda Pública.

VII.4.2. Meffclear

Entre las iniciativas puestas en marcha en 2003 destaca también la creación por Meff, en el mes de septiembre, de una CC para la compensación de operaciones sobre deuda pública (4): Meffclear, Cámara de Contrapartida Central sobre Deuda Pública Española, que completa por fin la nueva organización de la industria de valores española.

Meffclear no es una iniciativa aislada en el marco europeo. En lo que al mercado de deuda pública se refiere, el primer paso lo dio Clearnet en noviembre de 1998 con el lanzamiento de la primera CC en Europa para *repos* y operaciones a vencimiento sobre deuda pública francesa, que en abril de 1999 expandió su ámbito de

actuación a la deuda pública alemana. Asimismo, en los últimos años han surgido otras cámaras, como EurexRepo, plataforma electrónica integrada de negociación-liquidación en Suiza, y LCH RepoClear, introducida por la London Clearing House (LCH).

El proyecto de Meffclear tiene como antecedente legal la entrada en vigor de la LMRSF, cuyo artículo 44 modificaba en algunos aspectos la Ley del Mercado de Valores, para permitir la creación de la entidad de Contrapartida Central de Valores. Además, con su artículo 59 habilitaba a las entidades rectoras de los mercados de futuros y opciones para que fueran ellas las que incorporaran la actividad de contrapartida central, y es que, hasta la puesta en marcha de Meffclear, la actividad de contrapartida central se asociaba en el mercado español exclusivamente a la negociación y liquidación en los mercados de derivados.

Una CC tiene como función principal la interposición por cuenta propia en los procesos de compensación y liquidación de valores, fundamentando su actuación en la novación de contratos y gestionando el riesgo derivado de la interposición mediante la exigencia de garantías. Con la novación se produce la extinción de las obligaciones de los participantes en la cámara a favor de la propia institución, que asume dichas obligaciones y pasa a actuar como contraparte tanto del comprador como del vendedor, garantizando así el buen fin de las operaciones. Es decir, la existencia de una CC libera a las entidades participantes del riesgo de contraparte (5). De ahí su trascendencia para el desarrollo de los mercados de valores en general y el de deuda pública en particular.

Ahora bien, la consecución de estos objetivos no está exenta de dificultades. Para empezar, la actuación de una CC no elimina el riesgo de crédito del mercado, sino que implica una redistribución del riesgo de contraparte, reemplazando la exposición de un participante al riesgo de crédito bilateral por el riesgo de crédito estándar de la CC. Esta centralización del riesgo en una sola entidad aumenta la importancia de una gestión efectiva del mismo, a la vez que puede implicar un riesgo sistémico (6). Además, ya que la CC asume los riesgos de

(4) En septiembre de 2003 se registraron los *repos* sobre deuda pública negociados en Senaf, en octubre los *repos* sobre deuda pública negociados bilateralmente y está previsto que a corto plazo se incorporen todas las operaciones a plazo sobre deuda pública. Aunque por ahora en Meffclear solamente se liquidan operaciones de deuda pública, el objetivo a largo plazo es ampliar su alcance a operaciones de tipo de interés, de renta fija privada e incluso de renta variable.

(5) En el caso concreto que nos ocupa, donde todas las operaciones que se comunican a la cámara se hacen a través de Iberclear, la novación se produce en el momento en que Meffclear comunica a Iberclear la aceptación de la operación.

(6) La definición más amplia de riesgo sistémico es la que lo califica como el riesgo de que un problema de crédito o liquidez de alguno de los participantes en el mercado cree problemas de crédito o liquidez sustanciales a otros participantes.

contrapartida, tiene que protegerse del riesgo de fallido, para lo cual debe seleccionar adecuadamente a las entidades participantes, asegurar una cobertura apropiada de las posiciones mediante garantías y diseñar mecanismos de reparto de pérdidas que eviten posibles problemas de riesgo moral.

En este sentido, Meffclear exige a las entidades participantes el cumplimiento de una serie de requisitos (7). Así: (i) deben poder acceder a la condición de miembro de un mercado secundario oficial; (ii) han de tener cuenta de valores en el sistema encargado de compensación y liquidación del activo subyacente de las operaciones que se negocian en la cámara; (iii) así como cuenta en efectivo en el Banco de España y, si no, tener un acuerdo de domiciliación con entidades que tengan dicha cuenta de efectivo; (iv) además, deben contar, como mínimo, con unos recursos propios de 100 millones de euros; (v) han de depositar una garantía general mínima, que puede ser de 3 millones o de 12 millones, en función de si el miembro actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros; y, por último, (vi) los miembros liquidadores deben cumplir la capacidad de registro, que se compone de la garantía general mínima y de un crédito que concede la cámara a los miembros, que depende de sus recursos propios y su *rating*. Por tanto, un miembro no puede operar en el mercado si su capacidad de registro no es superior al riesgo registrado.

Asimismo, como medida adicional de control del riesgo hay dos garantías específicas por operativa (8): la garantía por posición, exigida en cada operación viva por el riesgo de pérdida futura del activo; y el ajuste a precios de mercado, debido a la variación que pueda sufrir el valor del activo subyacente y el valor de efectivo en las operaciones vivas. Igualmente hay una garantía extraordinaria, que se lleva a cabo en función de los movimientos extraordinarios del

precio del subyacente o en cualquier otra circunstancia que, a criterio de la cámara, ponga en peligro la solvencia del miembro.

Por otro lado, se han establecido límites a la actividad, de modo que si la actividad de un miembro está en torno al 60% de su capacidad de registro, dicho miembro deberá aportar garantías adicionales, y si el riesgo está en torno al 80%, Senaf suspende automáticamente la actividad del miembro, que se reanudará cuando se incorporen garantías adicionales. Y, por último, también hay límites a la posición abierta, que impide que el riesgo registrado por un miembro pueda poner en peligro su solvencia.

Por último, conviene señalar que, además de en las ventajas que reporta al mercado de deuda pública española, la importancia de la implantación de Meffclear reside en otros dos aspectos esenciales. Por un lado, la próxima implantación de los criterios de Basilea II requerirá una mayor calidad de la gestión del riesgo y evidenciará las ventajas de las CC, que contribuyen a ahorrar capital reduciendo los requerimientos o las valoraciones de los activos a efectos de ponderación. Por otro lado, la puesta en marcha de Meffclear tiene una dimensión estratégica, ya que equipara el sistema financiero español con otros mercados europeos con los que tendrá que competir. Meffclear tendrá que medirse con las cámaras de contrapartida más importantes de Europa: LCH, Clearnet y Eurex Clearing, grandes rivales a los que se enfrenta con la filosofía de ofrecer las tarifas más baratas (9) y con la singularidad de su especialización en el riesgo de contraparte (10). Ahora bien, este ambiente de competencia entre las distintas CC europeas no implica la necesidad de llegar a una situación con una única cámara para toda Europa, sino que existen otras posibilidades basadas en la cooperación de múltiples cámaras de alcance nacional.

(7) La normativa de Meffclear reside en el Reglamento de Mercado MEFF RF, ampliado al efecto (Título II).

(8) Meffclear dispone de un sofisticado sistema de control de riesgos en tiempo real que permite el cálculo y aportación de garantías en función de la operativa de cada cuenta, sin admitir compensación entre cuentas propias y de clientes, ni entre clientes de un mismo miembro liquidador.

(9) Meffclear no cobrará por hacerse miembro, ni tampoco cantidades fijas mensuales, y el precio por operación será el más barato del mercado europeo.

(10) Mientras que a Iberclear le corresponde la gestión de los riesgos propios de la liquidación, Meffclear se ocupa de la gestión del riesgo de crédito, de modo que es imprescindible una perfecta coordinación. De ahí la idoneidad de que ambas pertenezcan a un mismo grupo accionarial.