

7 Innovaciones

La buena situación comparativa tanto de la economía como del presupuesto público español respecto de nuestros competidores europeos ha permitido cerrar un año muy positivo, de nuevo, para la deuda pública española.

En 2004 se produjo una nueva mejora en la calificación crediticia otorgada por las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito a la deuda soberana española. Tras haber obtenido una Aaa por parte de Moody's en el mes de diciembre de 2001, y una AAA por parte de Fitch en diciembre de 2003, en diciembre de 2004 le fue otorgada la calificación equivalente por Standard & Poor's (AAA), aumentando su calificación un nivel, desde AA+. Además, Standard & Poor's no solo elevó su calificación, sino que también mantiene una perspectiva «estable» sobre la misma de cara al futuro. Esta decisión se fundamentó en la prudente consolidación fiscal de los últimos años, la rápida reducción de la ratio entre la deuda pública y el PIB —que pasó de un 63% en 1999 a un 49,6% en 2004, cerca de la media europea— y la confianza en que la prudencia fiscal continúe a medio plazo. De este modo, la deuda pública española se sitúa ya entre las más seguras del mundo, al contar con la máxima calificación por parte de las tres principales agencias. Esta mejora de la calidad crediticia ha incrementado la confianza de los inversores nacionales e internacionales, aumentando la demanda estructural de deuda española y llevando a los diferenciales de interés con sus competidores europeos a mantenerse en mínimos históricos, como se comenta en el capítulo 1, y a reducir el coste de emisión.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro, en 2004 se completó la reforma del mercado de letras iniciada en el año 2001, con la que se perseguía dinamizar dicho mercado e incrementar su liquidez, dada la marcada reducción observada en el peso de estos instrumentos en la cartera de deuda, así como la baja participación de los inversores no residentes. El primer paso fue la modificación en 2001 de las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, con el objeto de reducir el número de referencias y aumentar su volumen. Así, desde agosto de 2002 las subastas quincenales fueron sustituidas por una única subasta mensual a doce y dieciocho meses. La segunda fase de la reforma se inició en septiembre de 2002, afectando tanto al mercado primario como al secundario. En cuanto al primero, se produjo una nueva concentración de vencimientos, que, a partir de febrero de 2004, pasaron a tener lugar en los meses pares del año. Además, en 2002 el Tesoro comenzó a subastar una misma referencia cuatro veces —emitiéndola con dieciocho, diecisiete, doce y once meses al vencimiento—, para pasar en febrero de 2003 a hacerlo en seis ocasiones —a dieciocho, diecisiete, doce, once, seis y tres meses—, lo cual favoreció la liquidez. Por otro lado, y también en favor de la liquidez, se incrementó el primer tramo de cada nueva referencia de letras, estableciéndose un volumen de 1.500 millones de euros. Ya en 2003 se produjeron los cambios que afectaban al mercado secundario de letras del Tesoro: la incorporación de las letras a las dos plataformas electrónicas de negociación españolas —Senaf y MTS España— y la constitución de un grupo de Creadores de Mercado de Letras, que se comprometieron a dotar de liquidez a estos valores en ambas plataformas.

El efecto de estas medidas sobre el mercado de letras del Tesoro ha sido un aumento de la liquidez (desde 2004 hay nueve referencias que cuentan con saldos en circulación superiores a los 5.000 millones de euros) y la negociación, a la vez que se ha conseguido incrementar la participación de los inversores no residentes en la cartera de letras a vencimiento, pasando de un 1,3% a finales de 2001 a un 6,7% en diciembre de 2004.

Otra novedad significativa en el ámbito de la política del Tesoro en 2004 fue la emisión de un bono en dólares con vencimiento a cinco años, puesto que en esta divisa no se realizaba emisión alguna desde 2001. Esta operación permitió al Tesoro financiarse en un momento concreto a un coste muy competitivo, incluso algo menor que el coste de financiación en euros.

En cuanto a los procedimientos de emisión, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2004 se continuó cubriendo con subastas, el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir el primer tramo de la nueva obligación de referencia a diez años. Esta práctica, utilizada por primera vez en 2002, facilita la ampliación de la base inversora y garantiza un nivel adecuado de liquidez desde el lanzamiento. En este caso concreto, el libro de órdenes superó los 14.000 millones de euros y, finalmente, se emitieron 5.000 millones de euros, de los que un 70% fueron vendidos a inversores no residentes.

Entre los cambios que tuvieron lugar en la organización del mercado español de deuda pública durante 2004, destaca la aparición de dos nuevos productos. Senaf, una de las dos plataformas electrónicas de negociación de deuda pública en España, introdujo los *switches* y las *bases*, regulados inicialmente por la Instrucción Operativa 2/2004, de 18 de marzo de 2004, que fue sustituida por la Instrucción Operativa 4/2004, de 17 de junio. Los *switches*, que comenzaron a negociarse en marzo de 2004, consisten en la compra/venta de una referencia y la venta/compra simultánea de otra referencia de distinto plazo y precio. Así, las emisiones que forman parte de un *switch* reciben el nombre de «referencia corta» y «referencia larga», de acuerdo con sus respectivas fechas de vencimiento. En el caso que nos ocupa, la referencia corta es un bono u obligación, mientras la referencia larga puede ser un bono, una obligación o un *strip*; en todos los casos se trata de instrumentos emitidos por el Tesoro español y negociados en Senaf. Las *bases*, por otro lado, comenzaron a negociarse en el mes de julio, fruto del acuerdo con el mercado de futuros alemán Eurex. Son operaciones consistentes en la compra/venta de contratos de futuros y, simultáneamente, la venta/compra de valores de deuda. Es decir, los contratos de futuros son alemanes y se negocian en Eurex, mientras que los valores de deuda son emisiones de deuda pública española negociadas en Senaf.

En ambos casos se trata de operaciones a vencimiento y puede operar con ellos cualquier miembro de Senaf sin ningún requisito adicional. Sin embargo, estos nuevos segmentos del mercado están especialmente dirigidos a los clientes más activos, ya que permiten modificar la composición de las carteras de inversión en activos de deuda con una mayor agilidad. Estas innovaciones en la gama de productos no solo han sido positivas para los clientes, favoreciendo el dinamismo de las operaciones de cobertura, sino también para el propio mercado, ya que han contribuido a mantener la operativa en un contexto de caída generalizada de volúmenes en los mercados de bonos soberanos de toda el área del euro, consecuencia directa de las menores necesidades de financiación del sector público.

Otro hecho significativo relativo a la estructura del mercado de deuda pública ha sido la creación, en julio de 2004, del Servicio del Defensor del Cliente por parte de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME). La puesta en marcha de este Servicio da cumplimiento a la nueva normativa sobre transparencia y protección de la clientela de servicios financieros que desarrolla, en este ámbito, la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero de 2002⁸. Sus funciones son resolver las consultas y re-

8. El Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros; y la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

clamaciones de los inversores, promover el cumplimiento de la normativa de transparencia en el sector financiero y fomentar la protección de la comunidad inversora, siendo sus decisiones vinculantes para la entidad de servicios de inversión a la que se refieran sus actuaciones.

Por último, cabe destacar las mejoras en la comunicación con sus participantes implantadas por Iberclear, el Depositario Central de Valores español, en su primer año completo tras la fusión del SCLV y CADE en 2003. Así, desde finales de octubre de 2004, las entidades participantes pueden enviar y recibir información utilizando como canales de conexión los más modernos medios ofrecidos por SwiftNet, lo que sitúa a Iberclear a la vanguardia de los Depositarios Centrales de Valores europeos en cuanto a medios y tecnología de comunicación. Además, durante 2004 se ha desarrollado un proyecto (Sistema Único de Case) en el que la mensajería se ha diseñado siguiendo el estándar internacional más avanzado (ISO 15022) y cuya primera fase empezará a aplicarse a los traspasos de valores en 2005. Será también a lo largo de 2005, una vez la Plataforma CADE haya migrado desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear, cuando comiencen a implantarse las soluciones de comunicación existentes para la plataforma del SCLV a la de CADE.