

7 Innovaciones

La deuda pública española ha mostrado, un año más, un comportamiento muy positivo, gracias a la buena posición comparativa tanto de la actividad económica como del saldo del presupuesto público español respecto de nuestros competidores europeos. Situada entre las más seguras del mundo al contar con la máxima calificación por parte de las tres principales agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito, la deuda pública española sigue estando muy bien valorada en los mercados financieros. De hecho, el diferencial de rentabilidad con los bonos de los principales emisores de la zona del euro fue muy reducido, llegando incluso en algunos casos a cotizar rentabilidades inferiores.

En cuanto a la política del Tesoro en 2005, varios hechos merecen ser destacados. En primer lugar, el Tesoro continuó su tendencia hacia la reducción del número de subastas y el incremento del volumen emitido por subasta, con el objetivo de potenciar la liquidez del mercado primario. Asimismo, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2005 se continuó cubriendo con subastas (el 90% de la emisión total), el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir la nueva obligación de referencia a treinta 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 17.000 millones de euros y, finalmente, se emitieron de 6.000 millones de euros. Esta emisión, que es la de mayor volumen y con el vencimiento más largo realizada por el Tesoro, consiguió sus objetivos de distribución tanto funcional, pues su colocación se realizó entre inversores de calidad a largo plazo, como geográfica, ya que los inversores no residentes adquirieron el 85% del total adjudicado.

Asimismo, se recurrió al procedimiento de sindicación para emitir una nueva referencia a cinco años en dólares, operación que el Tesoro también había realizado en 2004, después de tres años sin hacerlo. Se trata de la primera emisión en divisas tras la mejora de la calificación crediticia por parte de Standard & Poor's obtenida en diciembre de 2004 y supone un avance en la diversificación de la base inversora, ya que el 67% de la emisión se colocó en Asia, el 14% en Norteamérica y el 19% en Europa.

Por otro lado, en 2005 se reformó de nuevo el sistema de Creadores de Mercado. Con el fin de adaptarse a los cambios acontecidos en los mercados de deuda pública durante los últimos años, se actualizó la normativa sobre el régimen de los Creadores de Mercado mediante la Resolución de 20 de julio de 2005, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Esta resolución derogó y sustituyó a la de 5 de marzo de 2003, que ampliaba el alcance del ámbito de colaboración de los Creadores para abarcar no solo el mercado de bonos y obligaciones del Estado, sino también el de letras del Tesoro. Los objetivos principales de la reforma de 2005 fueron el impulso de los mercados de letras y de *strips*, la reducción de las pujas que distorsionan las subastas y la promoción de la liquidez y la transparencia en la negociación de deuda. En cuanto a este último aspecto, se pretendía dar cobertura al acuerdo alcanzado por los Tesoros de la zona del euro representados en el Subcomité de Mercados de Letras y Bonos de la Unión Europea, perteneciente al Comité Económico y Financiero de la Comisión Europea, acerca de la armonización de los sistemas de remisión de información de los Creadores de Mercado. Las medidas adoptadas se detallan a continuación.

Los requisitos para acceder a la condición de Creador de Mercado, así como sus derechos, permanecen inalterados con respecto a la normativa anterior tanto para los Creadores de

Mercado de Bonos y Obligaciones como para los Creadores de Mercado de Letras. En las obligaciones, por el contrario, se introducen algunas novedades, modificándose los requisitos de cotización, aumentando el número de principales segregados y disminuyendo el de referencias no *benchmark*.

Concretamente, en lo concerniente a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones, cada Creador deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro referencias (antes eran cinco), definidas como referencia del mercado o *benchmark*, suprimiéndose las tres cestas adicionales de bonos y obligaciones establecidas en la normativa anterior. Asimismo, cada Creador deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro principales segregados (antes eran dos principales y dos referencias adicionales, que podían ser *strips* o los dos bonos y obligaciones sustitutivos de los *strips*), de acuerdo con determinadas condiciones de diferencial máximo y de volumen. Además, si en una subasta un Creador resulta adjudicatario de más del 40% del volumen emitido, este deberá comunicar al Tesoro los clientes que, en su caso, hayan participado en la subasta a través de él. Otra novedad es que, para la cotización de los principales segregados, los Creadores se podrán dividir en grupos. Así, en las reuniones con el Tesoro se podrán diseñar cestas en las que se podrán incluir los principales segregados y cuya cotización será obligatoria, asignándose cada cesta a un grupo de Creadores. Para la elaboración de las cestas, que se podrán modificar cada dos meses, se tendrá en cuenta el vencimiento de las referencias que las compongan, de manera que sean similares en duración y liquidez.

Por otro lado, y referido a los Creadores de Mercado de Letras, en las reuniones con el Tesoro se definirán las letras que se consideran referencia del mercado, pero se suprimen las dos cestas adicionales de letras, así como la creación de los correspondientes dos grupos homogéneos de Creadores que debían cotizarlas.

También hubo novedades en la evaluación de los Creadores por parte del Tesoro, aumentando el peso de los aspectos cualitativos. Así, se introdujeron cinco nuevas áreas de evaluación:

- grado de participación en la negociación mensual de deuda pública realizada por Creadores con entidades que no sean titulares de cuenta en Iberclear;
- actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos;
- grado de participación en las operaciones de promoción interior y exterior de la deuda del Estado;
- grado de distribución de la deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas;
- regularidad en el comportamiento de los Creadores.

Además, el *ranking* anual se elaborará teniendo en cuenta la actividad de creación de mercado tanto en el segmento de bonos y obligaciones como en el de letras, de modo que se nombre un único grupo de entidades consideradas las más activas. Se decidió también que los Creadores más activos no tengan garantizado el papel de líder de las emisiones sindicadas que pueda realizar el Tesoro, sino que el Tesoro seleccione a dichos líderes entre los diez primeros clasificados en la evaluación. Así se pretenden evitar los comportamientos excesivamente agresivos de algunas entidades para escalar puestos en la clasificación.

Por otro lado, se concretaron por primera vez los motivos de penalización de los Creadores: no cumplir con la solicitud de información o de asesoramiento del Tesoro, no asistir a las reuniones con el Tesoro, desarrollar acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o tengan como fin último y único mejorar la evaluación que el Tesoro realice del Creador; o presentar pujas excesivamente agresivas, es decir, peticiones que se desvíen significativamente del precio o de la rentabilidad del mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, distorsionando así su funcionamiento.

Como novedad en los motivos de pérdida de la condición de Creador aparece la realización de acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o a la deuda del Estado, o cuando su comportamiento sea considerado impropio de un Creador, contrario a los intereses del Tesoro o al buen funcionamiento del mercado de deuda. Además, también se podrá perder dicha condición cuando el Tesoro decida realizar una rotación en su grupo de Creadores, con el objetivo de dar acceso a nuevas entidades.

Por último, cabe reseñar que en el mes de enero de 2005 se produjo la migración definitiva de la Plataforma CADE desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear, el Depositario Central de Valores español. A partir de dicha fecha se han ido implantando las soluciones de comunicación existentes para la plataforma del SCLV en la de CADE.