

## 7 Innovaciones

Al igual que en años anteriores, la deuda pública española se comportó en 2006 de forma muy positiva. Tanto la buena situación relativa de la economía española frente a sus competidores europeos como la inmejorable calificación crediticia con la que cuenta por parte de las principales agencias de calificación del riesgo de crédito sostuvieron su buena valoración en los mercados financieros. Su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, mostró una trayectoria prácticamente idéntica a la del bono alemán al mismo plazo, con un diferencial ajustado por las diferencias en las fechas de vencimiento estable en torno a dos puntos básicos y llegando a cotizar diferenciales negativos en algunos momentos del año.

Sin embargo, este buen comportamiento no impidió que en 2006 se invirtiese la tendencia de reducción del coste de emisión de la deuda puesta en circulación durante el año, situándose este un punto porcentual por encima del registrado en 2005. Dicho incremento se debió principalmente al aumento de las rentabilidades de las letras del Tesoro, que supusieron el 44% del total emitido. A pesar de ello, el coste medio de la cartera de deuda del Estado sí mantuvo en 2006 su tendencia a la baja, ya que las deudas amortizadas en el año fueron reemplazadas, en general, por nuevas emisiones con un coste de emisión menor.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro en 2006, hay que destacar varios hechos significativos. En primer lugar, para potenciar la liquidez del mercado primario continuó la tendencia general de reducción del número de subastas e incremento del volumen emitido en cada una de ellas. Ahora bien, aunque el número de subastas disminuyó tanto en las letras como en los bonos y obligaciones, el importe medio adjudicado solamente se incrementó en las subastas de letras, reduciéndose en el caso de las subastas de bonos y obligaciones debido a la fuerte contracción en las necesidades de financiación. De hecho, esta reducción en el volumen total emitido propició que durante 2006 se suspendieran las subastas de letras a seis meses, lo cual ya se había hecho en 2005 para las letras a tres meses.

En segundo lugar, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2006 se continuó cubriendo con subastas, que abarcaron el 90% del volumen total, el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir una nueva obligación de referencia a diez años en octubre. Esta emisión, cuyo primer tramo fue de 5.000 millones de euros, constituyó un éxito tanto en términos de precio como de distribución entre los inversores finales. Así, la rentabilidad se situó 20 pb por debajo de la curva *swap* y solo 3 pb por encima del bono alemán a diez años, una vez ajustado el diferencial por las diferencias de vencimientos. Por otro lado, el 54% de la emisión fue adquirido por emisores finales y casi la mitad del total se colocó entre inversores de fuera de la zona del euro, con una presencia significativa de inversores asiáticos y norteamericanos. En 2006 también se lanzó una nueva referencia del bono del Estado a tres años, que fue subastado en enero y que, aunque tuvo menos visibilidad en los mercados que la obligación a diez años, alcanzó un saldo en circulación a final de año de casi 10.000 millones de euros.

Por otro lado, como novedad en el desarrollo de las subastas tanto de letras como de bonos y obligaciones, se elevó el importe nominal máximo por postor de 200.000 euros a un millón de euros en las peticiones no competitivas. Gracias a este cambio, los suscriptores pueden asegurarse valores del Tesoro hasta ese importe sin tener que presentar peticiones competitivas, que en muchas ocasiones acababan distorsionando el precio medio de la subasta. No obstante, este límite continuó siendo de 100 millones de euros para determinadas entidades.

Asimismo, se introdujeron cambios para mejorar la accesibilidad a la deuda del Estado por parte de los inversores minoristas, cuyas tenencias de deuda sobre el saldo vivo total han aumentado notablemente en el pasado reciente, debido a la elevación de los tipos de interés en la parte corta de la curva. En este sentido, en 2006 se introdujo la posibilidad de adquirir deuda pública con el nuevo DNI electrónico, que está siendo implantado progresivamente en todo el territorio nacional. Es decir, ahora se puede acceder a la compra y venta de valores del tesoro en [www.tesoro.es](http://www.tesoro.es), tanto con el certificado 2CA como mediante el nuevo DNI. Además, se incluyó en el servicio de compra de valores por Internet una operativa que ya existía para las cuentas directas «tradicionales»: las cuentas conjuntas. Estas cuentas permiten realizar operaciones a nombre de varios titulares con las mismas comisiones, garantías y seguridad que si se tratase de una cuenta unipersonal.

Otra medida que, como las anteriores, pretendía fomentar la demanda de deuda del Estado fue la renovación de los Fondtesoro, recogida en la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio de 2006. En este caso, la reforma persigue dar respuesta, por un lado, a la notable reducción de las tenencias de deuda del Estado por parte de los Fondtesoro, en particular<sup>1</sup>, y de los fondos de inversión españoles, en general, en los últimos años; y, por otro, a la aprobación del nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005). Para ello se redujo de cinco a tres el número de tipos de Fondtesoro existentes (Fondtesoro largo plazo FI, Fondtesoro corto plazo FI y Fondtesoro Plus FI), con el objetivo de hacerlos más comprensibles para el inversor. Además, se amplió la gama de productos en los que pueden invertir para incluir nuevos activos de renta fija de alta calidad crediticia y dar más libertad en el uso de derivados. Por último, se recortaron las comisiones máximas aplicables a estos fondos.

También hubo en 2006 cambios concernientes a la gestión de la tesorería del Estado, destinados concretamente a mejorar el funcionamiento de las subastas de liquidez, por las que el Tesoro rentabiliza sus saldos en el Banco de España<sup>2</sup>. Las modificaciones introducidas persiguen minimizar las distorsiones que estas operaciones pueden provocar en el mercado secundario de deuda, así como mejorar el rendimiento que obtiene el Estado por la cesión de su liquidez. Para ello, las medidas adoptadas fueron las siguientes:

- (i) Para fomentar la participación de entidades de menor tamaño, se redujo la puja mínima en las subastas del 2% al 1% del saldo diario, al tiempo que se aumentó de tres a cinco el número máximo de pujas que cada entidad puede presentar.
- (ii) Se incrementó notablemente la información proporcionada al mercado por el Tesoro antes de la celebración de las subastas, lo cual ha aumentado su transparencia. Mientras antes solamente se anunciaban los saldos máximos, mínimos y medios previstos, a partir de 2006 se comunica a los participantes la previsión diaria de saldos para cada uno de los días del mes, la cual se actualiza posteriormente el primer día hábil de cada semana.
- (iii) Finalmente, se amplió para determinados días el conjunto de garantías aceptables para las operaciones simultáneas. Desde que comenzó esta operativa en 2001, las únicas garantías aceptadas eran valores de deuda del Estado, lo cual era

---

1. El porcentaje de la cartera de los Fondtesoro invertido en deuda del Estado se situó en 2006 cerca del 75%, produciéndose un descenso en sus tenencias desde más de 11.000 millones de euros en 2002 a menos de 6.000 millones en 2006. 2. Esta operativa, que tiene lugar desde febrero de 2001, consiste en transferir diariamente mediante operaciones simultáneas sobre deuda la mayor parte del saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España a las entidades de crédito que resultan adjudicatarias en dichas subastas.

un foco potencial de tensiones en su mercado cuando los saldos del Tesoro eran elevados. Desde 2006, y para evitar estas distorsiones, antes de celebrar cada subasta el Tesoro anuncia si aceptará, y en qué días, otros valores como garantía. Estos valores deberán cumplir una serie de condiciones: estar denominados en euros, registrados en Iberclear y ser de buena calidad crediticia (deuda de Estados de la UE, de Comunidades Autónomas o de otros emisores con *rating* AAA/Aaa). Aunque en las subastas celebradas en 2006 solo se aceptó deuda de otros Estados y de Comunidades Autónomas, el propósito a este respecto en 2007 es avanzar en las medidas necesarias para poder aceptar también valores de renta fija privada de alta calidad que cumplan los requisitos citados.

Otra novedad que tuvo lugar en 2006 en el ámbito de la operativa del Tesoro fue el avance en la regulación de ciertos procedimientos previstos en la Ley General Presupuestaria (Ley 47/2003, de 26 de noviembre). De un lado, la Orden EHA/333/2006, de 9 de febrero, estableció los supuestos en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar la apertura, fuera del Banco de España, de cuentas del Tesoro en entidades de crédito<sup>3</sup>. Y, de otro, se aprobó la nueva normativa reguladora de los procedimientos por los que el Tesoro puede obtener financiación complementaria<sup>4</sup> a las emisiones regulares de deuda. La Orden EHA/2393/2006, de 14 de julio, establece las bases para la concertación de líneas de crédito y otras operaciones de financiación a corto plazo, así como de préstamos a medio y largo plazo por parte del Tesoro, todo ello previsto en la Ley General Presupuestaria. Hasta la aprobación de esta Orden EHA, el Tesoro realizaba estas operaciones de financiación amparado por:

- (i) Las órdenes anuales por las que se dispone la creación de deuda del Estado y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.
- (ii) La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 9 de mayo de 1995, por la que se autorizaba la realización de operaciones de permuta de intereses sobre emisiones de deuda del Estado en pesetas y la formalización de líneas de crédito en pesetas movilizables mediante letras del Tesoro<sup>5</sup>.
- (iii) La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de junio de 1997, por la que se regulan las operaciones de segregación de principal y cupones de los valores de deuda del Estado y su reconstrucción, y se autoriza a la DGTPF a formalizar préstamos singulares con instituciones financieras.

Por otra parte, en 2006 también se produjeron cambios que afectaron a la organización del mercado español de deuda pública. La Ley 12/2006, de 16 de mayo, introdujo varias modificaciones a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, completando así la regulación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad  *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA. En lo que al mercado de deuda pública se refiere, se modificaron los artículos 31 y

---

3. Según la Ley General Presupuestaria, los ingresos y pagos del Estado y sus Organismos Autónomos se canalizarían, con carácter general, a través de cuentas en el Banco de España, mientras que la apertura de cuentas en otras entidades estaría sujeta a autorización por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a la definición por parte del ministro de Economía y Hacienda de los supuestos excepcionales en los que se podría producir dicha autorización. 4. Estos procedimientos de financiación son complementarios a las emisiones regulares de deuda del Estado, ya que su objetivo básico es la cobertura de necesidades transitorias de tesorería que no conviene, desde los puntos de vista operativo y financiero, satisfacer con las citadas emisiones de valores. 5. Mientras que desde 1999 dichas líneas han sido movilizables contra la emisión de letras del Tesoro, en 2007 se pretende negociar un nuevo instrumento sin necesidad de emitir deuda adicional que permita cubrir riesgos operativos o de situaciones extremas.

44 bis de la Ley del Mercado de Valores para incluir a las sociedades administradoras de mercados secundarios españoles y a Iberclear, respectivamente, en el régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 69 de la misma Ley para las empresas de servicios de inversión. Así, se considera significativa cualquier participación que alcance, directa o indirectamente, el 1% del capital o de los derechos de voto, o la que, sin llegar a ese porcentaje, permita ejercer una influencia notable en la sociedad. Por otro lado, sin perjuicio de las facultades de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de oponerse a una participación significativa en los términos previstos en dicho artículo 69, el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, podrá también oponerse a la adquisición o transmisión de una participación significativa en el capital de la sociedad cuando lo estime necesario para el buen funcionamiento de los mercados o de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores; o por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente.

Por último, ya en 2007 ha tenido lugar otra modificación en la regulación del mercado español de deuda pública. El Banco de España, con su Circular 2/2007, de 26 de enero, del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ha dado respuesta a la disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En este sentido, manteniendo la coordinación con Iberclear, dicha Circular integra y sistematiza los aspectos relacionados con la negociación y la contratación de deuda pública una vez que Iberclear ha asumido sus funciones, entre las que se encuentran la gestión del sistema de registro y la liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública. Al mismo tiempo, esta Circular ha eliminado la posibilidad de formalizar operaciones con pacto de recompra entre titulares de cuenta, limitando la operativa de los mismos, por tanto, a operaciones simples al contado o a plazo y a operaciones simultáneas.