

7 Innovaciones

Como en años anteriores, el comportamiento de la deuda pública española en 2008 fue positivo. Siguió ostentando la máxima calificación crediticia otorgada por las principales agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito¹, lo cual sostuvo su buena valoración por parte de los mercados financieros. Su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, evolucionó de forma muy similar a la del conjunto del área del euro, registrando un diferencial medio de 0,5 pb. Con respecto a la deuda alemana a diez años, sin embargo, el diferencial fue aumentando progresivamente, hasta alcanzar un valor a final de 2008 de 81 pb, frente a los 15 pb de 2007. Ya en 2009, Standard & Poor's rebajó en enero la calificación a largo plazo del Reino de España, hasta situarla en AA+, un nivel por debajo de la calificación máxima, justificando su decisión en el descenso de las perspectivas de crecimiento.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro, en 2008 se produjo un cambio significativo con respecto a los años previos. Mientras que en los últimos años las emisiones habían sido sensiblemente inferiores a las previstas inicialmente en la estrategia de emisión, esta vez se emitió un volumen superior al previsto para el conjunto del año. El principal motivo de estas mayores necesidades de financiación fueron las distintas medidas de política económica adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis financiera internacional, aunque también se produjo una desaceleración en los ingresos fiscales.

La respuesta del Tesoro tuvo dos vertientes. Por un lado, aumentó el volumen de sus emisiones. Por otro, recurrió a instrumentos poco habituales en los últimos años, como las emisiones en divisas, que no se utilizaban desde 2005, y a otros que, aunque habituales, no estaban previstos en la estrategia de emisión para 2008, como las letras a seis meses. En cualquier caso, la mayor parte de la financiación del Estado recayó sobre la emisión bruta de bonos y obligaciones del Estado, destacando las dos nuevas obligaciones a diez y quince años introducidas por sindicación bancaria. Esta última obligación cobró especial relevancia por cuanto significó que el Tesoro Público retomaba las emisiones a quince años, que no habían tenido lugar desde 2004, con el objetivo de concentrar la provisión de liquidez en el resto de puntos de la curva. Asimismo, también se subastaron obligaciones para satisfacer la demanda en los plazos intermedios. En cuanto al mercado de letras del Tesoro, en 2008 se completó la reforma iniciada en 2006, al amortizarse en la primera mitad del año las últimas referencias emitidas a dieciocho meses. Dicha reforma suponía un cambio en el esquema de mercado consistente en la desaparición de las letras a dieciocho meses y en la creación de un núcleo formado por subastas mensuales de letras a doce meses acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año. Ahora bien, aunque en principio, y según dicha reforma, para 2008 solamente estaba prevista la emisión de letras a doce y a tres meses², las mayores necesidades de financiación propiciaron, como se comenta más arriba, la convocatoria de subastas a seis meses en el último trimestre del año.

También hubo en 2008 cambios concernientes a la gestión de la tesorería del Estado. En este ámbito, las operaciones que podía realizar el Tesoro se limitaban a la cesión del saldo del Te-

1. 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). 2. Se pretendía que las letras a tres meses sustituyeran a las letras a seis meses como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado a finales de año.

soro en el Banco de España a las entidades de crédito, a través de las denominadas «subastas de liquidez»³. La Orden EHA/15/2008, de 10 de enero, amplió la gama de operaciones activas que puede realizar el Tesoro para abarcar otras operaciones previstas en el artículo 108 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Así, se autorizó al Tesoro a realizar los siguientes tipos de operaciones, todas ellas mediante el procedimiento de subasta e instrumentadas a través del Banco de España:

- (i) Operaciones simultáneas sobre valores anotados en Iberclear, que se valorarán de acuerdo con los criterios aplicados por el Banco de España en sus operaciones de intervención a un plazo equivalente.
- (ii) Operaciones con pacto de recompra y, en general, de adquisición temporal de activos, así como operaciones respaldadas por acuerdos de garantía financiera, bajo la normativa de otros Estados de la Unión Europea, que tengan por objeto valores de alta calidad crediticia negociados en mercados regulados. A estas subastas solamente podrán acudir los creadores de mercado de letras del Tesoro.
- (iii) Operaciones activas de préstamo a otros Estados de la Unión Europea o a entidades que cuenten con la garantía expresa de aquellos, o bien con los creadores de mercado de letras del Tesoro.

Como norma general, todas estas operaciones deberán estar sujetas a la aportación de garantías por parte de las entidades adjudicatarias, así como al control de riesgo de contraparte. Con carácter excepcional, podrían autorizarse operaciones sin garantía con entidades públicas o con creadores de mercado de letras del Tesoro.

Por otro lado, también en 2008 se modificó la normativa aplicable a la actuación de los creadores de mercado de deuda pública para adaptarla a la nueva realidad de los mercados de valores. El marco legal estaba hasta entonces definido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que fue modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Esta última había regulado los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los internalizadores sistemáticos⁴, que, junto con los mercados secundarios oficiales, constituyen los distintos sistemas de negociación de instrumentos financieros reconocidos por la ley. La Resolución de 18 de noviembre de 2008, del Tesoro, que sustituye a la Resolución de 20 de julio de 2005, actualizó los aspectos del sistema de creación de mercado de deuda pública español relacionados con los SMN, los internalizadores sistemáticos y los mercados secundarios oficiales.

Entre las novedades más relevantes introducidas por dicha resolución, cabe citar la actualización de los requisitos para acceder a la condición de creador de mercado. Así, además de ser titular de cuenta de valores a nombre propio en el mercado de deuda pública en anotaciones y cumplir los requisitos en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos, deberán contar con determinadas condiciones económicas y jurídicas para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los mercados regulados o SMN que determine el Tesoro. Los criterios utilizados por el Tesoro para ello serán: a) los mercados regulados o SMN deberán estar reconocidos como tales por algún país de la Unión Europea, y

³. 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. ⁴. La internalización sistemática hace referencia a la capacidad de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión para ejecutar, al margen de un mercado regulado o de un SMN y por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, siempre que cumplan ciertas condiciones en términos de frecuencia e importe.

b) un número suficiente de creadores de mercado deberá comprometerse a cotizar y negociar valores de deuda del Estado en esos mercados regulados o SMN, de manera que se promueva la liquidez de la deuda. Por su parte, los mercados regulados o SMN estarán obligados a proporcionar al Tesoro la información necesaria para llevar a cabo la evaluación de los creadores de mercado.

Además, esta misma resolución, respecto a la obligación de los creadores de mercado de garantizar la liquidez del mercado secundario, elimina la mención explícita a los volúmenes mínimos y *spreads* máximos de cotización. Dado el entorno de mayor volatilidad que ha caracterizado recientemente a los mercados, deja que sea el Tesoro, previa consulta a los creadores, quien defina cuáles son los *benchmark* y quien fije en cada momento los diferenciales máximos y volúmenes mínimos que han de cotizar, adaptándose así a las condiciones vigentes en el mercado.

Por último, también en 2008 se modificaron los convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, para equiparar los criterios de inversión en todas las categorías de Fondtesoro. Dos circunstancias hacían necesaria esta modificación:

- (i) Por un lado, en la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, se había establecido una serie de requisitos que debían cumplir los fondos de inversión que se constituyesen al amparo de los correspondientes convenios suscritos por el Ministerio de Economía y Hacienda —a través del Tesoro— y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva con el fin de promover la mejor colocación de la deuda del Estado. Entre estos requisitos figuraba, para todas las categorías de Fondtesoro contempladas en la citada orden, la obligación de invertir el 70% del patrimonio del fondo en deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades, computando a tal efecto los bonos emitidos por los FTPymes que contasen con el aval del Estado, hasta un máximo del 20% del patrimonio del fondo.
- (ii) Por otro lado, el ICO había decidido impulsar la financiación de vivienda protegida mediante la concesión de avales a fondos de titulación de activos, denominados FTVPO, que incorporasen en su activo préstamos hipotecarios destinados, al menos en un 80%, a la financiación a particulares de vivienda protegida, debiendo estar el resto compuesto por préstamos hipotecarios destinados a la financiación a particulares de vivienda libre.

Dadas las similitudes, tanto en naturaleza como en calidad crediticia, entre los bonos de titulación emitidos por los FTVPO y los emitidos por FTPymes susceptibles de recibir el aval del ICO y del Estado, respectivamente, la Orden EHA/3465/2008, de 26 de noviembre, modificó la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, con el fin de equiparar ambos a efectos de la definición de los criterios de inversión para todas las categorías de Fondtesoro. Con ello, se ampliaron las posibilidades de actuación de las sociedades gestoras de los fondos, aumentando la difusión de estos productos para los inversores sin un deterioro de su seguridad.

