



Universidad de Jaén

Facultad de Ciencias Sociales
y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN LA ERA DE LA ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA

FRANCISCO CORTÉS QUESADA

MAYO, 2019

RESUMEN.

Nuestro trabajo de investigación, abarcará el fenómeno jurídico-económico de la deuda pública, desde diferentes perspectivas de análisis. Para, finalmente, llegar objetivo central del mismo, que es la emisión de la deuda a través de los títulos de deuda soberana. Nuestra primera pretensión es precisamente la de demostrar la necesidad de existencia de este recurso público para cubrir el desequilibrio o diferencia negativa entre los ingresos que percibe el estado y los gastos presupuestados. Un equilibrio alcanzado por el conocido déficit presupuestario público.

Una vez aceptada la necesidad – y los efectos—del endeudamiento, continuamos abordando aspectos relacionados con la emisión de deuda pública. Desde su expresión constitucional y su reserva de Ley que garantiza sus condiciones de emisión y amortización así como el coste de la misma. Para finalizar analizamos el papel y peso que juegan el sistema financiero en España en los mecanismos de colocación de la deuda pública en el mercado primario o de emisión.

ABSTRACT

Our research work will cover the legal-economic phenomenon of public debt, from different perspectives of analysis. To finally reach the central objective of it, which is the issuance of debt through sovereign debt securities. Our first pretension is precisely to demonstrate the need for existence of this public resource to cover the imbalance or negative difference between the income received by the state and the budgeted expenses. A balance reached by the well-known public budget deficit.

Once the need - and the effects - of the debt have been accepted, we continue to address aspects related to the issuance of public debt. From its constitutional expression and its legal reserve that guarantees its issuance and amortization conditions as well as the cost thereof. Finally, we analyze the role and weight played by the financial system in Spain in the placement mechanisms of public debt in the primary or issuance market.

INDICE.

	Paginas.
1. Introducción.	3
2. La Emisión de la Deuda Pública como Recurso Público.	5
2.1. Ingresos Públicos: Concepto y Clasificación.	5
2.2. Concepto de Deuda Pública y Clasificaciones de la misma.	7
2.3. Relación entre Deuda Pública y PIB.	8
2.4. Necesidad de Contención de la Deuda Pública.	10
2.5. Déficit Presupuestario. Relación de éste, con los Principios y la Estabilidad Presupuestaria.	12
3. Garantías Legales, Medidas de Solvencia y el Tipo de Interés de la Deuda Pública.	19
3.1. Garantía de la Deuda Pública. Su Expresión Constitucional.	19
3.2. Reserva de Ley de Emisión de Deuda Pública.	21
3.3. Prima de Riesgo.	23
3.4. Agencias de Calificación Crediticia y su relación con la Deuda Pública.	26
4. Tipos y Formas de Emisión de la Deuda Pública.	29
4.1. Tipos de Títulos de Deuda.	29
4.2. Procedimientos de Colocación de Deuda Pública. La Subasta.	30
4.3. Mercado de Deuda Pública Anotada.	33
5. Participación del Sistema Financiero en le Emisión de Deuda Pública.	35
5.1. Introducción: Peso del Sistema Financiero en la Deuda Pública.	35
5.2. Creadores de Mercado de Deuda Pública.	37
5.3. Procedimientos de Emisión de Deuda Pública Especiales.	40
6. Conclusiones Finales.	43
7. Bibliografía.	45
Anexos.	

1. INTRODUCCIÓN.

Son muchas las ocasiones en las que escuchamos o leemos aspectos o noticias relacionadas con la deuda pública, así como otros términos vinculados a ésta, como pudiera ser la prima de riesgo o déficit presupuestario, sin realmente conocer a fondo el significado o alcance los mismos.

Partiendo de esta necesidad de ampliar y clarificar conceptos relacionados con la deuda pública, se abarcaran en diferentes bloques, diferentes aspectos o hechos que influyen, inciden o se relacionan con ésta, como el mencionado déficit presupuestario, la emisión de los propios títulos de deuda, su regulación y garantías o el papel que juega del sistema financiero español en los procesos de colocación.

En un primero capítulo, se plantea la pregunta, que de su respuesta positiva da sentido y posibilidad a este estudio, ¿Porque los gobiernos tienen la necesidad de emitir deuda pública? Y ahondando más en el tema, ¿Siempre ha sido así? ¿Qué evolución ha experimentado esta emisión de deuda pública en los últimos años?, ¿Cuál es su peso o importancia actual? En tal sentido, y para ver esta necesidad de endeudamiento, se apuntará la estructura de ingresos públicos del estado, observando las diferentes partidas que lo componen, donde se refleja la importancia actual del endeudamiento a través de la emisión de deuda pública para afrontar los distintos gastos que debe acometer cualquier Estado del Bienestar.

Tal es así, que dentro de este primero bloque se expondrán los esfuerzos de contención de la deuda pública que tienen que realizar los gobiernos, más concretamente el español. Apuntando el respeto a los principios y a la estabilidad presupuestaria a la que deben atenerse y ajustarse. Para una mayor visualización del peso de la deuda pública se relacionara con el indicador principal de la actividad económica y productiva de cualquier país.

En un siguiente apartado, se abaricara la regulación o marco dentro de los cuales se ajusta la emisión de la deuda pública en España. Se expondrá, que ya dentro desde nuestra Constitución, se recoge aspectos relacionados con la deuda pública, más concretamente en el conocido por su reforma artículo 135. Se observara como uno de los propósitos de esta regulación tanto constitucional como a un nivel normativo jerárquico inferior es dar confianza a los inversores. Estas garantías afectaran tanto al éxito de las emisiones como al coste de la

misma. Así se tratara, el tipo de interés de los valores públicos, a través de la prima de riesgo y el papel de las agencias de calificación crediticia en el mercado de deuda pública.

Una vez aceptado la necesidad de los ingresos crediticios, su peso, garantías y la prima de riesgo o coste de estos, en un cuarto tema, expongo las diferentes modalidades de títulos o valores de deuda pública y los procedimientos de suscripción de esta. La modernización en la negociación de estos títulos se verá reflejada en el último punto de este bloque, sirviéndome para ello, del mercado donde se ejecutan las ordenes de suscripción de deuda pública.

Antes del pertinente capítulo de conclusiones, tratare de ilustrar el mapa de deuda pública, planteándome el desglose de la deuda de nuestro país a través de los acreedores de la misma. Hecho éste, que me servirá de hilo conductor para abarcar el peso del sistema bancario en nuestro país en el ámbito de la deuda, así como su participación en los mercados de negociación de los valores públicos, observando las posibles circunstancias o coyunturas especiales, de prioridad o compromiso que disponen estas entidad financieras dentro de los mercados de deuda pública.

2. LA EMISIÓN DE DEUDA COMO RECURSO PÚBLICO.

2.1. INGRESOS PUBLICOS: CONCEPTO Y CLASIFICACIÓN.

Se iniciara este bloque introduciendo una serie de conceptos que relacionados entre sí, serán necesarios para la estructura y desarrollo posterior de este trabajo fin de grado. Obvio es que los gobierno, ya sean estatales, autonómicos o de carácter local, necesitan de recursos económicos para afrontar los múltiples y diferentes gastos e inversiones públicos (infraestructuras, sanidad, educación, pensiones, prestaciones y un largo etcétera) cada uno con su peso y naturaleza; por tanto en una contrapartida lógica al gastos público deben de proveerse de los necesarios ingresos públicos.

“Se entiende por ingreso público toda cantidad de dinero percibida por el Estado y los demás entes públicos, cuyo objetivo esencial es financiar los gastos públicos”¹. Este mismo manual destaca los tres principales rasgos que definen el ingreso público, el primero es que este siempre supone una suma dinero, segundo que este ingreso deber ser percibido por un ente público y tercero en relación a lo comentado anteriormente, su destino u objetivo esencial debe ser financiar el gastos público. A modo aclaratorio o de apunte, este último punto es más cuestionable o dicho de otra forma, un requisito no imprescindible en determinados ingresos públicos. Sirva como claro ejemplo las multas o sanciones, que aunque sin duda son una fuente de ingresos públicos, en principio su finalidad es otra, la represiva.

Hay diferentes posibles clasificaciones de estos ingresos públicos, siendo la más interesante para este estudio la que se basa en la fuente u origen de estos ingresos, diferenciando en dos bloques por un lado los tributarios, monopolísticos y patrimoniales y en segundo bloque los crediticios.

Los ingresos tributarios no son más que los recursos obtenidos por las administraciones públicas a través de los impuestos, siendo por tanto imprescindible incluir en este punto la definición de tributos, extrayendo la misma de la Ley General Tributaria² *“Los tributos son los ingresos públicos que consisten en prestaciones pecuniarias exigidas por una Administración pública como consecuencia de la realización del supuesto de hecho al que la ley vincula el deber de contribuir, con el fin primordial de obtener los ingresos necesarios para el sostenimiento de los gastos públicos”* .A modo de apunte estos a su vez

¹ Martín Queralt J., Lozano Serrano C., Tejerizo López JM., Casado Ollero G (2015), *Curso de derecho financiero y tributario*, Madrid Tecnos, p.43

²Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

pueden clasificarse como tasas, contribuciones especiales e impuestos. Estos suponen la presión tributaria o más conocida presión fiscal siendo el término que refiere al porcentaje de los ingresos que los particulares y empresas aportan efectivamente al Estado en concepto de tributos en relación al producto bruto interno (en el apartado correspondiente se ampliara la relación entre el Producto Interior Bruto³ y la deuda), o bajando a un nivel individual el porcentaje de tributos que afronta cada persona física o jurídica en relación a sus ingresos. Sirva como dato que en España esta presión fiscal ha ido aumentando en los últimos años situándose en 2017 en un 34,2%, como ampliación de este dato, nuestro país se sitúa en el puesto decimonoveno de la OCDE⁴ con una presión fiscal inferior a la media.

Por su parte los ingresos de monopolios son aquellos que obtienen las administraciones públicas en virtud de la prestación de servicios y venta de productos que los entes públicos sirven de forma exclusiva o monopolística y que de tal forma se expresa en el ordenamiento jurídico.

Por último, en el desarrollo somero de este primer bloque de ingresos conceptualizar los patrimoniales, los cual podemos entender como los ingresos que reciben los entes públicos derivados de la titularidad de un patrimonio, es decir se obtienen de la explotación y enajenación del citado patrimonio las administraciones públicas.

Continuando con el segundo bloque de ingresos que al principio nos referíamos, con la definición de los ingresos crediticios: siendo los mismos los que se amparan en una pluralidad de negocios jurídicos o, dicho en expresión más amplia de operaciones de crédito. Expresándose estas operaciones de crédito como *“las realizadas por el Estado u otro ente público que pueden reconducirse al préstamo como figura general, cuyo mecanismo esencial, reproduciendo en sus diversas manifestaciones, está constituido por la toma de una cantidad de dinero que en el futuro se ha de restituir”*⁵.

En una clasificación de ingresos ordinarios y extraordinarios, estos ingresos crediticios se situaban dentro de la categoría de los segundos, debido a que una concepción tradicional de la estructura presupuestaria del estado, los ingresos procedentes del primer bloque deben ser suficiente o en un nivel paralelo a los gastos que puede afrontar un estado, quedando estos

³ En sus siglas PIB a partir de este momento.

⁴ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos es un organismo de cooperación internacional, compuesto por 36 estados, cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales.

⁵ Ferreiro Lapatza J.J. (2006), *Curso de Derecho Financiero Español*, Madrid, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, p.134.

ingresos derivados de operaciones crediticias, como algo coyuntural o extraordinario. En la actualidad, los recursos de financiación crediticia en un sentido amplio, es un recurso ordinario y constante de las Haciendas Públicas.

En definitiva, y sirviendo como hilo del siguiente apartado sobre la deuda pública, concluir que los ingresos crediticios en la actualidad es una fuente de ingresos ordinaria para los Estados, dejando muy atrás, la observación de los mismo como un recurso excepcional de los Estados, convirtiéndose en la actualidad en una fuente de ingresos habitual de las Haciendas públicas, sin las cuales no podrían atender las necesidades de los actuales Estados Sociales del Bienestar, tanto es así que estos ingresos públicos son los segundos en importancia o peso entre las formas de ingreso que dispone el Estado, utilizando la misma, para cubrir los déficit presupuestarios.

2.2. CONCEPTO DE DEUDA PÚBLICA Y CLASIFICACIONES DE LA MISMA.

“Constituye la Deuda del Estado el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado mediante emisión pública, concertación de operaciones de crédito, subrogación en la posición deudora de un tercero o, en general, mediante cualquier otra operación financiera del Estado, con destino a financiar los gastos del Estado o a constituir posiciones activas de tesorería”⁶. Una vez incluido esta necesaria definición sobre la deuda pública, conviene apuntar diferentes aspectos, en relación a la misma. En primer lugar, debe entenderse como préstamo en un sentido amplio, no reduciéndole este término al contrato tradicional bancario, si no como las múltiples posibilidades que hoy en día dispone los Estados para obtener financiación. Otra aspecto que conviene apuntar es que a diferencia del ingreso tributario, en la deuda pública, recae el carácter voluntario, es decir, no hay obligación por parte tercero de prestar o invertir su capital.

Dentro de lo expuesto en el artículo 92, de la LGP, en el que ya se advierten las diferentes formas de deuda pública. En este proyecto nos hemos centrado en la emisión de títulos de deuda pública, separándola así de otras modalidades deuda, como pudiera ser el habitual contrato de préstamo. Esta elección se ha realizado entre otras cuestiones, por el

⁶ Art 92, Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

peso de esta respecto al préstamo corriente. La deuda representada en valores o títulos emitidos alcanza cifras cercanas al 85% del total de la deuda.

Conviene manifestar las diferentes clases o clasificaciones que se pueden realizar dentro la deuda pública, ya que cada una de las mismas, ofrece algunos matices que son interesantes para su comprensión. De tal forma podemos distinguir en:

Según el ente público emisor. Se distingue, entre deuda del Estado (en la cual me centrare más para mi trabajo, debido a que es la más importante en cuanto a emisión de deuda), deuda de las Comunidades Autónomas y de las Entidades Públicas Empresariales.

Deuda Publica interior o exterior, esta clasificación es muy interesante, debido a que la deuda interior que es la que la parte prestataria o inversora reside en mismo país, en nuestro caso residiría en España, por tanto es fácilmente observar el posible vínculo o relación que pudiera a haber entre los Estados y aquellos, hecho este que no en principio no se da con los agentes que residen fuera España.

Otra categoría importante es la que distingue la deuda singular y deuda general, la primera es la que es emitida y por tanto contraída para uno o varios (pero conocidos o determinados) agentes o sujetos, siendo la general la que puede ser suscrita por un número indeterminado de sujetos, expresado de otra forma, esta deuda general va destinada al mercado de capitales.

En razón del tiempo: corto (hasta 18 meses), medio (hasta 5 años) y largo plazo (superior a los mencionados 5 años), esta clasificación afecta sobre todo a las condiciones, más allá de la duración, como los rendimientos de la emisión. A su vez, esta clasificación afecta a la denominación de la emisión. También existe, aunque con escaso peso, la deuda perpetua⁷.

2.3. RELACIÓN ENTRE DEUDA PÚBLICA Y PRODUCTO INTERIOR BRUTO.

En este apartado en el que se está ampliando diferentes aspectos y elementos sobre la deuda, se estima relevante plantearse la siguiente cuestión ¿Hasta qué punto es importante la deuda pública en un país? ¿Y en concreto España?

⁷ He basado esta clasificación en lo expuesto en el manual Martin Queralt et alii, *Curso de derecho* , p.56.

Para resolver esta pregunta, nada puede ser más ilustrativo que relacionar la deuda pública con la riqueza o actividad económica del país en cuestión. Para este hecho, suele ser habitual una comparativa o cálculo de porcentaje entre la deuda pública del país y PIB. Para un buen entendimiento de esta comparativa y sin entrar en profundidad, en primer lugar sería preciso definir lo que significa el citado PIB, entendiéndose por el mismo como un indicador económico que refleja la producción total de bienes y servicios asociada a un país durante un determinado periodo de tiempo, normalmente un año. Siendo este indicador habitualmente utilizado a nivel internacional para valorar lo citado anteriormente, la actividad económica o riqueza de ese país. Hablaríamos del PIB per cápita cuando se divide el PIB por el número de habitantes de ese determinado país. Este indicador resulta más adecuado ya que permite comparar directamente países con grandes diferencias en cuanto a población total. Si bien el cálculo del PIB es realmente complejo, ya que depende de múltiples factores y parámetros, su fórmula de la elaboración sería la que continúa: $PIB = C + I + G + X - M$

Siendo C el consumo, I los ingresos asociados al país, G el gasto público y X y M las exportaciones e importaciones respectivamente.

Una vez introducido esta definición y con lo expresado respecto a la deuda pública a lo largo de este apartado, se advierte la conveniencia de esta relación, ya que se podría decir de forma simplista, que se está comparando por un lado los ingresos o mejor dicho lo que genera un país en un año y con el montante de su deuda.

A nivel de España se puede concluir que el peso de la Deuda Pública en nuestro país es muy importante a la luz de los datos que ilustro a continuación, ya que prácticamente la deuda y el PIB ascienden a la misma cuantía, es decir, en un primer comentario superficial e hipotético, si el gobierno de nuestro país, decidiera cancelar su deuda pública en un año, debiera dedicar todo su PIB a la atención o amortización de la misma. Por otro lado puede resultar alarmante, la evolución de la misma al observar como en menos de diez años la cifra de la deuda en porcentaje al PIB se ha duplicado, incluso con un pico en año 2014, donde está lo supero.

En conclusión, esto convierte a España en uno de los países más endeudados del mundo en términos globales y también en deuda per cápita situándose en ambos datos entre los quince primeros estados, de ahí la importancia de la deuda en las políticas de nuestros gobiernos y en la economía del país. Nos servimos de este último comentario como enlace conductor que da pie al siguiente punto de este trabajo de fin de grado que nos ocupa.

España: Evolución de la deuda⁸

Fecha	Deuda total (M.€)	Deuda (%PIB)	Deuda Per Cápita
2018	1.173.988	97,20%	25.121€
2017	1.144.425	98,10%	24.528€
2016	1.107.220	99,00%	23.797€
2015	1.073.934	99,30%	23.125€
2014	1.041.624	100,40%	22.425€
2013	978.272	95,50%	21.033€
2012	890.726	85,70%	19.062€
2011	743.530	69,50%	15.881€
2010	649.259	60,10%	13.913€
2009	568.700	52,80%	12.234€

2.4. NECESIDADES DE CONTENCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA.

La dinámica de endeudamiento que ha manifestado nuestro país en estos últimos años, es para algunos analistas (nombro a algunos⁹), uno de los elementos claves para comprender la duración y profundidad de la reciente crisis económica en España. Como puede observarse

⁸ Datos extraídos de Disponible *on line*: <https://datosmacro.expansion.com/> en colaboración con el Instituto Nacional de Estadística.

⁹ Artículo Berges G y Baliña S (2015), “El mapa de la deuda en España: ¿Quién debe a quién?”, *Analistas Financieros Internacionales S.A.*, disponible *on line*: <https://www.funcas.es/>

en esta coyuntura negativa de crisis la deuda pública fue incrementándose paulatinamente, hasta tocar techo en 2014, en la que parece se estabilizó e incluso se ha rebajado ligeramente. A modo de ampliación, informar que a diferencia de esta deuda pública, la deuda de los hogares y empresas si se reducido en estos años, se puede decir que la deuda pública y la deuda privada han seguido trayectorias opuestas.

De hecho, para algunos analistas, España soporto mejor la crisis debido a que partió de niveles de deuda pública muy bajos, hecho éste que le supuso un “colchón” para gastar en materia de políticas económicas y sociales en estos años. A día de hoy si llegara una nueva crisis, no se dispondría del citado “colchón” o margen de endeudamiento, por lo que sus consecuencias, de esta hipotética y futura crisis, podrían ser más duras y severas. Sirva esta reflexión como otra argumentación favorable a las teorías pro contención de deuda.

Una vez se ha advertido la evolución preocupante de la deuda pública, resulta razonable manifestar la necesidad de contención de la misma, si bien, es muy importante dictar que sobre todo resulta interesante la ratio ya expresada en el apartado anterior, (deuda pública sobre porcentaje del PIB).

Siendo lo primero que puede afectar este cociente, es su vinculación al déficit o superávit del Estado. Siendo estos básicamente y dependiendo del signo de la ecuación, la diferencia entre el gasto público y los ingresos públicos presupuestados en un determinado periodo de tiempo, normalmente un año. Estos términos son muy importantes y no deben confundirse, es decir no es lo mismo el déficit presupuestario con la deuda pública, si bien claro esta guardan relación. Si hay déficit, el cociente deuda/PIB tiende a aumentar, porque el Gobierno tiene que emitir nuevos títulos en el mercado primario (dado que, actualmente, el banco central tiene prohibido prestar directamente al Estado). Si lo que se registra es un superávit, ocurre lo contrario: la ratio deuda/PIB tiende a reducirse.

Otros aspecto que no debe escaparse, es que a mayor deuda pública, mayor es el coste de la misma, o dicho de otra forma los intereses que debe afrontar el Estado superiores, esto puedo suponer en la práctica que un mayor endeudamiento puede reflejarse en un aumento del mismo para responder al coste de este, lo que es conocido como efecto bola de nieve, que también podría darse en sentido inverso, si el PIB está creciendo, estos pagos supondrán un porcentaje cada vez menor de la renta. Por tanto, el efecto bola de nieve tiende a reducir el peso de la deuda pública en el PIB cuando la tasa de crecimiento de la economía es mayor que el tipo de interés.

Claro resulta que en toda economía, a nivel que nos queramos situar, (familiar, empresa o administraciones públicas en cualquiera de sus territorialidades) pueden y deben pretender reducir su deuda o endeudamiento. Esta contención puede intentar alcanzarse de diferentes formas, aquí y ya de nuevo, centrándonos en la AA.PP. y el cociente deuda/PIB, suponen diferentes visiones o teorías económicas (políticas de austeridad o expansivas) e incluso políticas. En una primera reflexión, puede resultar lógico que si lo que se desea es contener la deuda pública, lo que se debe es reducir el gasto público, si bien esto no es del todo cierto, ya que puede conseguirse reducir la deuda en términos globales, pero si esta bajada del gasto afecta negativamente a actividad económica del país, esto conllevaría en la práctica que pudiera aumentar el cociente deuda/PIB. En sentido contrario puede ocurrir que un aumento del gastos o inversión pública supone un aumento del PIB superior a la citada inversión con lo que el porcentaje que nos ocupa, disminuyera. Quedando así expuestas de forma breve dos posturas para combatir este problema, dentro de las cuales hay diferentes matices y posibilidades, si bien, no puedo dejar de destacar que independiente de la opción o política establecida la importancia clave del coste de la deuda, es decir la evolución de tipo de interés que la grava y de la prima de riesgo.

En definitiva, hay diferentes formas de afrontar el problema de la contención de la deuda pública, siendo precisamente esto, en lo que si hay un cierto consenso, sea de una forma u otra, existe la necesidad de la contención de la deuda pública en términos globales pero sobre manera en su comparación con el PIB.

2.5. DÉFICIT PRESUPUESTARIO. RELACIÓN DE ÉSTE CON LOS PRINCIPIOS Y LA ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA.

Ya en el apartado anterior, se ha iniciado el concepto de déficit presupuestario público y su diferenciación del mismo con la deuda pública, no obstante su vinculación como puede suponerse es importante. En este punto, vamos a profundizar en este concepto, siendo para esto necesario, introducir algunas nociones sobre los presupuestos, su equilibrio y su redactado legislativo.

Dentro de nuestra ordenación jurídica, se puede entender como el presupuesto, como el acto del poder legislativo mediante el cual se aprueba el plan anual de gastos, estableciéndose límites precisos a la acción del ejecutivo, que es quien corresponde su

ejecución. Puede observarse la diferenciación de fases, competencia y facultades de los dos poderes, el legislativo y el ejecutivo.

De una manera más importante que en el bloque de los tributos, el núcleo de la regulación del presupuesto se encuentra recogido en la propia Constitución Española, por lo que se sustrae la función clave del presupuesto en el desarrollo de la política del Estado. Se concluye en tal forma su naturaleza y origen constitucional. De tal forma el artículo 134 de la Constitución Española se expresa y regula en sus dos primeros puntos:

“1. Corresponde al Gobierno la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado y a las Cortes Generales, su examen, enmienda y aprobación.

2. Los Presupuestos Generales del Estado tendrán carácter anual, incluirán la totalidad de los gastos e ingresos del sector público estatal y en ellos se consignará el importe de los beneficios fiscales que afecten a los tributos del Estado”.

También se destaca en relación a este ámbito, dentro de nuestra Constitución como artículo clave el 31.2 que se expresa como *“El gasto público realizará una asignación equitativa de los recursos públicos, y su programación y ejecución responderán a los criterios de eficiencia y economía.”*. De aquí se desprende un añadido en los gastos públicos y por ende en los presupuestos, y es que estos deben estar regidos por los principios de equidad, de eficiencia y de economía.

En este estudio y en este punto, son muy importantes estos principios presupuestarios (más concretamente uno de estos, que tratare y ampliare de forma individualizada) pudiéndose observarse a los mismo como las reglas que suponen una disciplina de la institución y cuyo contenido asegura el cumplimiento de la finalidad básica de control presupuestario del proceso de asignación de los recursos públicos, así como la correspondencia entre dichas asignación y su ejecución¹⁰.

Estos principios presupuestarios se desprenden o sustraen directamente de la redacción de nuestra Constitución. Se puede destacar entre otros, los siguientes: el Principio de Legalidad Presupuestaria, de Anualidad y de Unidad. Estos se manifiestan, se amplían y se desarrollan desde un aspecto más financiero, en el texto básico que supone la Ley General Presupuestaria, cuya redacción original de 1997 fue objeto de diferentes modificaciones para

¹⁰ He desarrollado estas definiciones a partir de lo expuesto en el manual Pérez Royo F, *Derecho financiero y tributario parte general*, Cizur Menor, Editorial Aranzadi, SA, pp. 270-277.

adaptarse a los diferentes momentos o requerimientos legislativos y económicos. Actualmente y a partir de 2003 se ha aprobado la nueva Ley General Presupuestaria, Ley 43/2003 del 26 de noviembre. Esta Ley a su vez, enumera otros principios como puede ser el de Universalidad de los presupuestos.

No se ha mencionado anteriormente el principio presupuestario que por su importancia en este proyecto se profundizara de forma individualizada. Éste no es otro que el principio de Estabilidad presupuestaria. En tal sentido, por su repercusión y relevancia voy a plasmar integro el artículo 135 CE, que como es conocido fue modificado en septiembre de 2011, no sin polémica, según las diferentes visiones políticas, en virtud de un pacto entre los dos partidos mayoritarios del momento (PP y PSOE), hecho este que se fundamentó dentro de una coyuntura de crisis económica y de una insuficiencia de mecanismos legislativos necesarios para la contención de la deuda pública, que se plasmó en unas cifras déficit público que se disparó a datos alarmantes superiores a los dos dígitos porcentuales respecto al PIB como por ejemplo en año 2009. De tal forma, el artículo 135 quedo redactado de la siguiente forma:

“1. Todas las Administraciones Públicas adecuarán sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria.

2. El Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los márgenes establecidos, en su caso, por la Unión Europea para sus Estados Miembros.

Una ley orgánica fijará el déficit estructural máximo permitido al Estado y a las Comunidades Autónomas, en relación con su producto interior bruto. Las Entidades Locales deberán presentar equilibrio presupuestario.

3. El Estado y las Comunidades Autónomas habrán de estar autorizados por ley para emitir deuda pública o contraer crédito.

Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta. Estos créditos no podrán ser objeto de enmienda o modificación, mientras se ajusten a las condiciones de la ley de emisión.

El volumen de deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas en relación con el producto interior bruto del Estado no podrá superar el valor de referencia establecido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

4. Los límites de déficit estructural y de volumen de deuda pública sólo podrán superarse en caso de catástrofes naturales, recesión económica o situaciones de emergencia extraordinaria que escapen al control del Estado y perjudiquen considerablemente la situación financiera o la sostenibilidad económica o social del Estado, apreciadas por la mayoría absoluta de los miembros del Congreso de los Diputados.

5. Una ley orgánica desarrollará los principios a que se refiere este artículo, así como la participación, en los procedimientos respectivos, de los órganos de coordinación institucional entre las Administraciones Públicas en materia de política fiscal y financiera. En todo caso, regulará:

a) La distribución de los límites de déficit y de deuda entre las distintas Administraciones Públicas, los supuestos excepcionales de superación de los mismos y la forma y plazo de corrección de las desviaciones que sobre uno y otro pudieran producirse.

b) La metodología y el procedimiento para el cálculo del déficit estructural.

c) La responsabilidad de cada Administración Pública en caso de incumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria.

6. Las Comunidades Autónomas, de acuerdo con sus respectivos Estatutos y dentro de los límites a que se refiere este artículo, adoptarán las disposiciones que procedan para la aplicación efectiva del principio de estabilidad en sus normas y decisiones presupuestarias”.

Antes de otra valoración, debemos ampliar el concepto de déficit estructural, que hace mención este artículo en su punto dos, siendo este el componente del déficit que responde a una naturaleza constante, ya que surge sin relación con el periodo económico en particular en el que se desarrolle. A diferencia del déficit cíclico que sí que tiene en cuenta hechos económicos o situaciones de cambios económicos como pudiera ser una recesión económica. Pues en relación de este déficit estructural, el artículo constitucional antes expuesto supone en la práctica un mandato constitucional a los entes públicos para no superar el déficit estructural fijado por la Unión Europea, al mismo tiempo que se limita el volumen de deuda por referencia a los niveles del Tratado de Funcionamiento de la U.E. y se le otorga la prioridad absoluta a la atención de la citada deuda.

La Ley que hace referencia este artículo en su punto cuarto y que desarrolló lo expuesto en el reformado artículo 135 CE, como en su propio preámbulo se desprende, es la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad

Financiera¹¹, la cual y como también establece el mismo artículo constitucional atiende y se ajusta a lo expresado a la normativa europea. Esta ley distingue entre administraciones a la hora de aplicar el déficit estructural, de tal forma, que todas las Administraciones Públicas deben presentar equilibrio superávit, sin que puedan incurrir en el citado déficit estructural. No obstante, el Estado y las Comunidades Autónomas podrán presentar déficit estructural en las situaciones excepcionales tasadas en la Ley.

Para una mayor comprensión de la trascendencia del déficit y su afección a las políticas de los gobiernos y por ende en la economía, se estima conveniente en este punto, ilustrar con datos la evolución de déficit público en nuestro país a nivel a nivel global o agregado, es decir, sin entrar en el desglose en las diferentes Administraciones Públicas.

Evolución del Déficit en España ¹²		
Año	Déficit (m.€)	Déficit (% PIB)
2018	-29.982	-2,48%
2017	-35.903	-3,08%
2016	-49.996	-4,47%
2015	-57.004	-5,27%
2014	-61.942	-5,97%
2013	-71.687	-6,99%
2012	-108.847	-10,47%
2011	-103.214	-9,64%
2010	-101.404	-9,38%
2009	-118.194	-10,95%
2008	-49.343	-4,42%
2007	20.792	1,92%

En esta tabla que acompaño puede observarse la evolución del déficit público tanto en porcentaje respecto al PIB como en cifras absolutas en millones de euros. Es interesante resaltar algunos aspectos, el primero por temporalidad, es el dato del 2007, en cual el déficit fue positivo, es decir hubo superávit, hecho este a que en estas fechas se nos pudiera presentar como una quimera, el segundo es las cifras preocupantes en plena crisis y que se puede decir, que propulsaron la Reforma Constitucional. Así desde el 2013 la reducción paulatina del mismo, hasta el 2,48% del 2018.

Una vez visto esta evolución de los últimos años del déficit, cabe preguntarse el objetivo del mismo para el año actual. Así el objetivo de déficit presupuestario marcado para este año es situarnos en el 1,3% respecto al PIB, si bien las propias estimaciones del gobierno actual, proyectan situarlo en 2%, lo que, si bien, supondría una rebaja de casi medio punto

¹¹ A partir de este nota; LOEPSF

¹² Web ya citada disponible *on line*: <https://datosmacro.expansion.com/>

respecto al año anterior, también es una desviación al alza respecto al objetivo deseable marcado de siete décimas.

Para finalizar este punto y bloque, no podemos dejar de reflejar el articulado de la LOEPSF en referencia a la deuda pública. Para esto debemos acudir al artículo 13 que versa sobre la instrumentación de la sostenibilidad financiera, donde se establecen unos límites de deuda pública, la cual diferencia o distingue también entre las distintas administraciones públicas que nos refiramos; en tal sentido el artículo expone el volumen de deuda pública, definida de acuerdo con el Protocolo sobre el procedimiento de déficit excesivo, del conjunto de Administraciones Públicas no podrá superar el 60 por ciento del PIB nacional expresado en términos nominales, o el que se establezca por la normativa europea. Este límite se distribuirá de acuerdo con los siguientes porcentajes, expresados en términos nominales del Producto Interior Bruto nacional: 44 por ciento para la Administración Central, 13 por ciento para el conjunto de Comunidades Autónomas y 3 por ciento para el conjunto de Corporaciones Locales.

3. GARANTÍAS LEGALES, MEDIDAS DE SOLVENCIA Y EL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA.

3.1. GARANTÍAS DE LA DEUDA PÚBLICA. SU EXPRESIÓN CONSTITUCIONAL.

En el bloque anterior, se ha tratado de manifestar la importancia y el peso de la deuda pública, en los actuales Estados Sociales del Bienestar y consecuencia su repercusión en la economía y políticas de estos. Para este hecho, se ha partido de la concepción de los diferentes ingresos públicos, distinguiendo entre dos bloques, por una el lado el tributario, monopolístico y patrimonial y en su segundo bloque los crediticios. Siendo precisamente la posible desviación o desequilibrio respecto a los gastos y el primer bloque de ingresos (déficit presupuestario), lo que fomenta a las administraciones públicas a endeudarse para atender los diferentes servicios sociales, infraestructuras y demás gastos públicos comprometidos y que no pueden ser afrontados sin los ingresos crediticios. Así bien, ahora en este tercer bloque del proyecto mi trabajo, se enfoca o presenta desde otra visión, que no es otra que la posición de los acreedores de esta deuda. En que se basan estos para prestar ese dinero a las AA.PP. o dicho de otra forma, que garantías tiene estos sobre la devolución del principal y los intereses comprometidos.

Así tal y como escribe el profesor Ferreiro Lapatza, *“En los Estados actuales la única y verdadera garantía de sus deudas es el crédito de que gozan, la confianza que inspiran en sus acreedores”*¹³. Esta literal del profesor, puede entenderse como que en el ámbito público, la única garantía que tienen los acreedores es la confianza que desprenda la determinada AA.PP. Para ello se debe proceder al estudio individualizado de sus políticas fiscales y económicas, así como del análisis de magnitudes y cuentas públicas y otros datos o variables que muestren o sirvan como indicadores del estado del país, como puede ser el PIB y su evolución, la tasa de desempleo...

Si entendemos garantías desde un punto de vista más estricto o específico de las operaciones crediticias, estas se distinguen básicamente entre las garantías personales y las reales. En las primeras comentar que no es común que la deuda pública está garantizada con una garantía personal adicional, es decir, en la de deuda pública responde solo como garantía la propia administración. No obstante si suele ser más habitual que determinada deuda publica emitida o soportada por un Ente Público este respaldado por otro Ente Público, por ejemplo

¹³ Ferreiro Lapatza, *Curso de Derecho...* p. 176

en nuestro país, el Estado, garantiza o respalda determinada deuda las Comunidades Autónomas o de las Corporaciones Locales, al aportar este más seguridad a los acreedores que estas últimas. Por otro lado, la existencia de las garantías reales es prácticamente inexistente, entre otras razones por sus dificultades de instrumentación en el campo del patrimonio público.

En referencia a la expresión constitucional de la garantías de las deudas, se debe atender nuevamente a lo manifestado en el artículo 135.3 de nuestra CE, el cual ya hemos redactado en el bloque anterior, del que se desprenden varias conclusiones que suponen en la práctica, toda una seguridad para los acreedores o suscriptores de deuda pública. En primer lugar, se establece constitucionalmente, que los presupuestos siempre deben incluir o dotar fondos suficientes para afrontar tanto el principal como los intereses de la deuda. Segunda conclusión que también se extrae de la lectura literal de este artículo, es y como ya se ha comentado anteriormente, es la prioridad absoluta en la atención de este servicio de la deuda.

A su vez dentro de este apartado, aclarar o ampliar cuestiones que pueden plantearse o quedar en duda, una de ellas sería, si este respaldo constitucional a la deuda se refiere a todas las Administraciones Públicas o solo alcanza al Estado, las CCAA y las Corporaciones Locales, en principio al referirse directamente a su inclusión en los presupuestos públicos, parece lógico pensar que se incluyen todas las Administraciones que estos afectan. Por tanto, se incluirían por extensión a los Organismos Autónomos y Entidades Públicas empresariales.

Por otro lado, como ya se ha comentado en este proyecto, en los presupuestos participan en sus distintas fases tanto el poder legislativo como el ejecutivo, pues se afirma que estas garantías constitucionales afectan a ambos poderes, es decir tanto en su elaboración, su aprobación y su ejecución, siendo si cabe, esta última fase aún más trascendente, al ser en la misma en la que se debe afrontar el pago de la deuda. Siendo esta la finalidad última de este artículo, la de amortizar la deuda en tiempo y forma, así como sus intereses y estableciendo confianza en los prestamistas.

Por último en este punto, y en conexión con el que nos prosigue, es que el propio artículo 135.3 CE limita la garantía únicamente a los supuestos en que la dotación del servicio de la deuda pública se ajuste a las condiciones de la Ley de emisión. Para algunos autores, esta Ley de emisión, debe entenderse en sentido material, esto es, hace referencia a la norma, cualquiera que sea su rango, en la cual se deben fijar las prestaciones derivadas de la deuda pública que están cubiertas con la garantías de su inclusión automática en la Ley de

Presupuestos. No obstante, en relación al concepto de reserva de Ley de la emisión de deuda, se profundizara en el siguiente punto, aunque se ha considera preciso incluirlo en este presente, al ser una autentica garantía de su atención expresada en nuestra Constitución.

3.2. RESERVA DE LEY EN LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA.

Volvemos a remitirnos para este apartado, al consabido artículo 135 en su punto tercero de nuestra Constitución, el cual se expresaba de tal forma “*El Estado y las Comunidades Autónomas habrán de estar autorizados por ley para emitir deuda pública o contraer crédito*”, según este precepto constitucional parece estar fuera de duda, la necesidad de dictar y aprobar una ley para la emisión de deuda pública. Más aún, si lo complementamos con lo redactado en la Ley General Presupuestaria en el artículo 94.1 la cual remacha “*la creación de deuda del Estado habrá de ser autorizada por ley*”.

Pues pese a lo manifestado en el párrafo anterior, que parecía dejar establecido la necesidad de la reserva de Ley para la emisión de deuda pública, en la práctica, estas pretensiones de reserva de Ley no son tan ambiciosas o severas. Y es el propio artículo 94.1 el que en su continuación nos informa de “*la Ley de Presupuestos Generales del Estado establecerá el límite de la variación del saldo vivo de Deuda del Estado de cada ejercicio presupuestario, al que se ajustarán las operaciones financieras que impliquen creación de Deuda. Este límite se entenderá neto de las variaciones de las posiciones activas de tesorería mantenidas por el Estado en el Banco de España o en otras entidades financieras*”, es decir lo que se implica o concreta en Ley, es la necesidad u obligatoriedad de fijar mediante la Ley de Presupuestos Generales del Estado de un límite o techo del montante máximo de la variación del saldo de la deuda pública.

Por tanto en la práctica, la reserva de Ley se reduce a este límite máximo reflejado en la Ley de Presupuestos en función del poder legislativo y la aprobación de la emisión de deuda por parte del gobierno. A modo de apunte, reflejar que le emisión efectiva en nuestro país corresponde al Ministerio de Economía y Empresa.

Existen algunos aspectos, que han convenido que esta reserva de Ley a la que parecía hacer alusión el artículo constitucional, en la práctica no fuera tan estricta y se limitara a lo expuesto en las líneas anteriores.

Uno de estos puede ser el carácter voluntario que como ingreso público tiene la deuda, a diferencia de lo que sucede con los tributos. Es por tanto por lo que no se precisa como necesario, la protección de unos hipotéticos derechos de los ciudadanos o suscriptores de la deuda, ya que estos siempre tiene la posibilidad en el ejercicio de su libertad de no contratar deuda pública, en contra posición con los tributos.

Otro segundo es que carece de fundamento real, la necesidad de fiscalidad y control del poder legislativo, mediante la emisión de Ley en la emisión de deuda al poder ejecutivo.

A su vez, en efectos prácticos también se nos presenta como hipotético la posibilidad de que una Ley formal pudiera recoger las condiciones de una determinada emisión, cuando en la actual economía de los mercados, las citadas condiciones dependen de una determinada oferta y demanda no consabida y que se concretan posteriormente a la emisión de la deuda en sí.

No obstante a lo comentado anteriormente, tampoco parece que deba dejarse al Estado, con el enorme potencial económico que tiene, la posibilidad de actuar a su antojo en la captación de recursos financieros. Es por esto que parece razonable es si establecer en reserva de Ley tal como establece el artículo 94 de la LGP, de un máximo de endeudamiento, aunque para algunos autores una mayor regulación en todo el proceso de la emisión de deuda debería ser deseable.

Por último en este punto, y en cierto modo en concordancia con aquellos que demandan una mayor regulación o reserva en la emisión de deuda, es que existe la posibilidad de variación del límite fijado en las Leyes de Presupuestos y que esta mismas previenen y regulan, ya que este límite puede estar sometido un buen número de excepciones que suponen su revisión automática (modificaciones netas de créditos presupuestarios, las desviaciones entre la previsión de ingresos y su evolución real, la variación neta de los derechos y obligaciones del Estado reconocidos y pendientes de ingresos y pagos, es decir la evolución del posible déficit o superávit de caja) de tal forma como destacan algunos autores el único límite a la Deuda pública resulta ser la necesidad de financiación del Estado¹⁴.

¹⁴ He basado este punto en lo expuesto en el manual ya citado Martin Queralt *et alii*, *Curso de derecho*, p.p.57-60.

3.3. PRIMA DE RIESGO.

En cierta forma, estos dos puntos anteriores de este bloque, tratan de una forma u otra, entre otras finalidades por supuesto, de ofrecer una garantía para los diferentes suscriptores de deuda pública. Siguiendo con este razonamiento, la pretensión de estas garantías es doble, en primer lugar, la que resulta más intuitiva, que es la de captar a esos inversores y por ende la inyección de los ingresos crediticios públicos necesitados, pero una segunda que no es menos importante es que el coste por ese endeudamiento sea el menor posible.

Con carácter general, para amortizar la deuda pública ya sea en sus vencimientos o por anticipado, indiferentemente del proceso de colocación de esta (se ampliara en el apartado correspondiente) hay que hacer frente tanto al capital o principal prestado, como al coste por haber recibido dicho capital. Pues bien, este coste está íntimamente relacionado con el riesgo que suponga la correspondiente inversión. Es decir, será más *baratas* a aquellas inversiones que le suponga un menor riesgo al prestamista, debido a que resulta lógico pensar, que si en un préstamo asumimos un mayor riesgo de impago por parte del prestatario, elevamos el coste a este (mayor interés al prestamista) para así incentivar a este a realizar la transacción, ya que otro modo no la efectuaría.

Pues bien una vez introducido y centrándonos en la deuda soberana, expresar que la forma que entre países miden este coste o tasa de interés por su endeudamiento es mediante la comparación con otro estado de referencia. De tal forma, que la diferencia entre unos y el de referencia es conocida como prima de riesgo, pudiéndose afirmar esta como el sobreprecio que paga un país para financiarse en los mercados en comparación con otros países (en concreto con el de referencia). De esta forma cuanto mayor es el riesgo país, más alta será su prima de riesgo y más alto será el tipo de interés de soporta su deuda. Dicho de otra forma, la prima de riesgo es la rentabilidad que exigen los inversores (interés) a un país para comprar su deuda soberana en comparación con la que exigen a otros países. En tal sentido, se podría analizar como esta prima de riesgo, sirve y es como una medida de la fiabilidad de un país concreto. A mayor fiabilidad de un país, menor es su prima de riesgo y por consiguiente menor será el coste de su deuda y viceversa.

Llegados a este punto, se estima interesante plasmar los datos de prima de riesgo de España, así como su evolución y comparación con otros países. Para esta pretensión, añadir previamente, dos aspectos necesarios.

El primero de ellos es la forma de medición de esta prima de riesgo, siendo la misma mediante puntos básicos. Equivaliendo cada punto básico a un 0,01%, sirva como ejemplo lo siguiente, si un país paga para una determinada emisión de deuda, un tipo de interés del 3,27% y otro segundo un 1,12%, la prima de riesgo de este primer país respecto al segundo es de 215 puntos básicos (claro es, que se deben equiparar o comparar dos emisiones de iguales o muy similares características de duración, amortización, liquidez...).

Siendo el segundo aspecto el siguiente, en el caso de España y en general en todos los países, en especial los pertenecientes a la Eurozona¹⁵, el estado que se usa como termómetro o referencia de esa prima de riesgo es Alemania. Debido a que se considera al país germano, como el país con la economía más sólida, de mayor tamaño y con mayor estabilidad a todos los efectos. Y en consecuencia se supone que su deuda pública es la que tiene menor riesgo de impago, incluso suele aceptarse que su riesgo de impago es cero. En otras palabras la prima de riesgo de la deuda soberana de España es una medida del diferencial del coste de financiación respecto a Alemania, o dicho de otra manera, la rentabilidad que exigen los inversores para comprar nuestra deuda en lugar de comprar la alemana. En definitiva, la prima de riesgo de la deuda soberana española, se calcularía en los puntos básicos de diferencia que se obtiene restando del interés que se paga por los bonos a diez años españoles al interés que se paga por los bonos alemanes en este mismo plazo.

Una vez informado de estos dos aspectos, se retoma el interés en plasmar los datos y la evolución de la prima de riesgo en nuestro país, tomando como punto de partida el inicio de este siglo; desde el año 2000 hasta el año 2007, la prima de riesgo de España sufrió muy poca variación situándose en durante mucho tiempo por debajo de 10 puntos básicos e incluso en ciertos momentos en valores negativos. Se podría decir que durante estos años a los inversores le pudiera resultar indiferente invertir en España que en Alemania, desde el punto de vista del riesgo. Sirva este dato como baremo del buen estado de salud que disfrutaba la economía española en esos años, derivando en un escaso o casi nulo coste de sus emisiones de deuda. En el año 2008 y 2009 toma una tendencia al alza, que se culmina en febrero de ese año con un techo de 128 puntos básico, si bien en ese mismo año se termina con un paulatino descenso hasta los 57 puntos. En 2010, continuo la senda alcista, con picos puntuales de 221 puntos básicos a mediados de junio, posteriormente al primer rescate de Grecia en mayo de 2010. También en 2010, a finales de noviembre días después de que Irlanda solicitase su

¹⁵ Se creó en 1999 y está formada por los países o estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda oficial.

rescate, se alcanzaron los 283. En 2011, la prima de riesgo sigue su escalada con picos puntuales de 469 puntos básicos a finales de noviembre donde empezó a bajar ligeramente hasta el primer trimestre del 2012, en el que se formalizó el segundo rescate a Grecia a mediados de marzo que no pareció afectar significativamente, pero a partir de abril se disparó y llega a su punto álgido a finales de julio en que alcanza su máximo histórico de los 639 puntos básicos. En ese año el gobierno de España, presidido por Mariano Rajoy confirma en ese preciso mes de julio que solicitara dinero a la Unión Europea para sanear el sistema financiero español por un montante de 100.000€ (que fuera este episodio un rescate o no, lo dejo a juicio del lector). También en ese mes, se produjeron algunos pronunciamientos claves desde las Instituciones Europeas, cito por ejemplo a Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo desde el 1 de noviembre de 2011 y por ende lo era en esas fechas, donde se respaldaba y garantizaba en post de la moneda única la deuda soberana de los estados miembros. Eran años de crisis de deudas, sobre todo en los países mediterráneos, sumados a la crisis económica, con unas primas de riesgo disparadas, en las que se pudo poner en riesgo el sistema actual de la Unión Monetaria Europea. Ya desde este año si se produce un descenso continuado y significativo, llegando incluso a principios de año 2014 a proclamarse el fin del rescate financiero a nuestro país por el resto de países miembros. Desde este año a la actualidad, la prima de riesgo ha transitado entre los 100 puntos básicos, con algún repunte u oscilación pero nunca superando ni acercándose a los 200 puntos (de hecho a fecha de 30 de Abril es 99 puntos básicos). No obstante, aún lejos y superior a los 10 puntos básicos en los que se oscilaba durante los primeros años del siglo.

En la comparativa actual de la prima de riesgo con el resto de países, (voy a tomar algunos países que por su importancia, proximidad o por su repercusión en la crisis de deuda, resultan ilustrativos) España tiene una prima de riesgo similar o algo inferior a Portugal (se sitúa en 112¹⁶) o Reino Unido (117) y superior a otros países que pueden servir de termómetro como Francia (36) o Bélgica (44) Dinamarca (9) o Irlanda (56) e inferior significativamente a Italia (256) y Grecia (336). A modo de apunte o ampliación, informar de la prima de riesgo de tres países que pueden ser representativos e interesantes para evaluar el actual estado de la prima de riesgo a un nivel mundial: Estados Unidos (249) Japón (-1) y México (809).

¹⁶ Datos a 30 de abril del 2019, recogidos y disponibles *on line* en *web* citada: <https://datosmacro.expansion.com/>

3.4. AGENCIAS DE CALIFICACION CREDITICIA Y SU RELACIÓN CON LA DEUDA PÚBLICA.

Como se indicó al inicio de este bloque de este estudio, la orientación de este capítulo era observar la deuda pública en cierta forma desde la perspectiva de la contraparte o suscriptora de la misma. Con tal sentido, nos ha servido o permitido para ampliar aspectos de la deuda pública como son los relacionados con las garantías constitucionales, su reserva de Ley y su coste en los tres apartados precedentes. Pues bien para concluir este capítulo tercero, se completara escribiendo sobre las agencias de calificación crediticia, anticipando que estas agencias están relacionadas o se ocupan del análisis de las garantías de la deuda y por ende, en consecuencia con el éxito y precio de la emisión, ya que de la calificación de estas de determinada emisión o del Estado en general repercuten directamente en el coste de la misma. En definitiva, otra herramienta a considerar para para observar y valorar la fiabilidad o calidad de la deuda soberana de un determinado país, siendo a su vez instituciones que sirven como punto de confianza o de partida en gran medida a los agentes a la hora de realizar sus inversiones.

Lo primero que procede es definir a estas agencias. Atendiendo a su finalidad podría expresarse de la siguiente forma: *“Las agencias de calificación crediticia o rating son instituciones asociadas al sistema financiero, cuyo objetivo principal es la valoración y cuantificación del riesgo crediticio asociado a las emisiones de deuda pública y privada que se negocian en los mercados de capitales; a través de esa valoración emiten una calificación o rating con el fin de dar una opinión sobre el instrumento emitido y la salud económico-financiera del emisor para hacer frente a las obligaciones que contrae con sus inversores”*¹⁷.

Se pueden extraer de este concepto varias notas necesarias e interesantes:

Son entidades privadas e independientes. Ambos aspectos se antojan vitales, ya que de no ser así carecen de significancia sus valoraciones. Nos servimos de este punto para realizar un inciso sobre estas instituciones. Las agencias de calificaciones más importantes han tenido (aún siguen teniendo) una gran influencia en los mercados financieros, es decir, dependiendo de la nota o rating plasmada por estas sobre una emisión en cuestión, la misma conseguía unos peores o mejores resultados tanto en volumen de colocación como en el tipo de interés de esta. Poder éste, que le ha costado en la práctica dos críticas. La primera de ella es dudar de su

¹⁷ Definición sobre agencias de calificación de crediticia del Instituto Superior de Empresas y Finanzas (ISEFI), disponible on line: <https://isefi.es/>

independencia, al ser tan relevantes sus juicios y estos afecten a administraciones tan potentes como la de los Estados (o grandes empresa, en el ámbito de lo privado), se ha planteado la posibilidad que sufrieran presiones de alguna forma, de tal forma que afectase la objetividad e independencia del dictamen realizado, más aún si se considera el hecho, del que el coste del servicio de estas agencias es sufragado o soportado por el propio emisor. Y una segunda basada en algunas calificaciones pasadas que se han manifestado con posteriores totalmente equivocadas. (aunque esta fuera de la pretensión de mi trabajo, pueden observarse al respecto, lo acaecido en Estados Unidos en año 2007 y que para muchos economistas fueron el origen de la crisis, respecto a las hipotecas *subprime* y su posterior titularización en bonos con una alta calidad crediticia por parte de la agencias de calificación y que a la postre resultaron ser los conocidos como bonos basura, este no es sin duda el único episodio de una mala calificación de las agencias de calificación, aunque si posiblemente el más conocido y el que de hecho más trascendía tuvo.) Ambas críticas le han supuesto una merma general en el prestigio en las agencias así como la confianza en las mismas.

El método habitual utilizado por estas agencias, es el análisis de la mayor cantidad de datos cuantitativos que dispongan sobre el emisor tanto actuales como históricos. A su vez también se consideran sus previsiones y futuros proyectos en el corto, medio y en ocasiones largo plazo, lo que le da un valor añadido a la valoración realizada con los datos cuantitativos. Apuntar que una buena calificación no es una foto estática sino que se va actualizando con cierta periodicidad.

Se puede manifestar, que sancionan la salud económica-financiera, concluyendo sobre conceptos como la liquidez, solvencia y garantía de devolución o dicho de otra forma, el riesgo de impago de la emisión.

Una vez realizado el análisis concienzudo necesario, las agencias emiten una calificación pública, más conocida como se ha mencionado con anterioridad como rating. Este rating sirve como dato “simple” para valorar una emisión y permitir compararlas con otras, sirviendo así de gran ayuda a los inversores. Es una clasificación o nota alfabética no estandarizada, pero si parametrizada, esto quiere decir que al existir diferentes compañías calificadoras cada una es libre de emitir su evaluación siendo similar en todas son los rangos de calificación. Se ilustra en el siguiente grafico en el que se refleja las notas en función del corto y largo plazo de las tres principales agencias calificadoras. (*Standar & Poor’s, Moody’s y Fitch*)

Cuadro de clasificaciones de las principales agencias¹⁸.

	LARGO PLAZO			CORTO PLAZO		
	MOODY'S	STANDAR & POORS	FITCH IBCA	MOODY'S	STANDAR & POORS	FITCH IBCA
Grado de inversión ↑	AAA	AAA	AAA	PRIME 1	A1	F1
	Aa1	AA+	AA+			F2+
	Aa2	AA+	AA+	PRIME 2	A2	F2
	Aa3	AA-	AA-			F2-
	A1	A+	A+			F3+
	A2	A	A	PRIME 3	A3	F3
	A3	A-	A-			F3-
	Baa1	BBB+	BBB+			B+
	Baa2	BBB	BBB		B	B
	Baa3	BBB-	BBB-			B-
Bonos basura ó "high yield" ↓	Ba1	BB+	BB+	NOT PRIME	C	C+
	Ba2	BB	BB		D	C+
	Ba3	BB-	BB-		SD	C-
	B3	B+	B+		R	D
	B2	B	B			
	B1	B-	B-			
	Caa	CCC	CCC			
	Ca	CC	CC			
	C	C	C			
	C	D	D			

Como puede observarse, la frontera de la triple “B” es fundamental, Ya que supone la barrera entre una inversión con un riesgo aceptable o los bonos basura de alto riesgo e incertidumbre De tal forma, si una emisión está calificada como BB+ o inferior, es decir los mencionados bono basura o *high yield*, tendrá complicado o será más difícil encontrar compradores.

A su vez, obviamente a menor calificación, los emisores tendrán que ofrecer un mayor tipo de interés a los inversores para convencerlos de que suscriban sus letras, obligaciones y bonos interpretándose igualmente en sentido contrario..

A fecha de este trabajo España se sitúa en estos parámetros de calificación en: A- para *Standar & Poor's* y *Fitch* , Baa1 para *Moody's* en su valoración a largo plazo. Que si bien, no es lo deseable, si está por encima en dos escalones de esta línea o frontera comentada anteriormente y destacada como fundamental.

¹⁸ Puig i Pla, X (2017): Curso de Postgrado en Información y Asesoramiento Financiero, Barcelona, Universidad Pompeu Fabra (2º Capítulo, del material del Curso, dedicado al Sistema Financiero).

4. TIPOS Y FORMA DE EMISIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA.

4.1. TIPOS DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA.

La deuda pública en nuestro país se instrumenta a través de títulos de deuda, que en función de sus características obtienen una denominación diferente. Estos títulos de deuda pública representan en la práctica, un préstamo que el Estado ha recibido de los inversores.

Estos títulos hay que aclarar que solo confieren a sus tenedores los derechos económicos reconocidos en los mismos, sin conferirle otro tipo de derechos como pudieran ser los políticos o participación en decisiones. Los derechos económicos de forma reducida no son otra cosa que los intereses fijados (en sus diferentes posibilidades) y la devolución del total de la inversión.

Antes de proseguir con la sus clasificación de los valores de deuda pública, anotar un dato relevantes y es que la mayoría de la deuda pública en España está mayoritariamente soportada en estos títulos y en mucha menor medida en préstamos bancarios. Se calcula un porcentaje cercano al 86% representada en títulos emitidos que a continuación presento.

En virtud de sus características los títulos de deuda pública se distinguen en¹⁹:

a) Letras del Tesoro: Son títulos de deuda pública emitidos a un plazo a 3, 6, 9,12 o 18 meses. El importe nominal de las letras y mínimo de petición es de 1.000 euros, en caso de invertir una cantidad mayor, siempre ha de ser en múltiplos de estos 1.000 euros.

Estas se emiten al descuento, lo que significa que el precio efectivo en el momento de la suscripción o compra será inferior al valor nominal, (salvo en el caso de rentabilidades negativas). De tal forma, la rentabilidad obtenida por las Letras al final del periodo es la diferencia entre lo que se ha pagado por ellas y su valor nominal (1.000 euros).

b) Bonos y Obligaciones del Estado: Son valores o títulos de renta fija a medio y largo plazo. Los bonos y las obligaciones tienen las mismas características y funcionan de forma similar. El valor nominal de estos es igual que las Letras de Tesoro, es decir 1.000 euros, en caso de invertir una cantidad mayor, siempre ha de ser en múltiplos de estos 1.000 euros.

¹⁹ Clasificación realizada a partir del ya citado Puig i Pla: *Curso de Postgrado* , (5º Capítulo, del material del Curso, dedicado a Títulos de Deuda).

La distinción entre Bono y Obligaciones se hace en referencia a su plazo; en el caso de los bonos oscila entre 2 y 5 años y para obligaciones, es más de 5 años.

Su rentabilidad va determinada en primer lugar por el conocido como cupón (pago de un tipo de interés al tenedor a la periodicidad establecido en la subasta de emisión) y una segunda que depende del precio pagado en el momento de la emisión, ya que esta puede ser a la par, como prima o al descuento respecto al nominal.

c) Deuda en Divisas. Desde principios de los años ochenta, el Reino de España ha sido un participante activo de los mercados de capitales internacionales, lo que ha permitido la diversificación de las fuentes de financiación y distribución del riesgo.

En la actualidad, la financiación en divisas tiene un papel complementario a la financiación en euros. Uno de sus objetivos prioritarios, además de la posible obtención de ahorro en coste a través de operaciones de arbitraje, es diversificar la base inversora internacional en bonos del Reino de España. Afirmando que tiene un escaso peso de la deuda del Tesoro denominada en divisas en la deuda total en circulación ya que se sitúa por debajo del uno por ciento.

La composición por monedas de la deuda en divisas del Tesoro (antes de swaps) muestra una preeminencia de los bonos denominados en dólares, seguidos a distancia, por yenes y libras esterlinas. Por instrumentos, destaca el segmento compuesto por instrumentos negociables: eurobonos y Notas a Medio Plazo, siendo nula actualmente la participación de préstamos²⁰.

4.2. PROCEDIMIENTOS DE COLOCACIÓN DE DEUDA PÚBLICA. LA SUBASTA.

En primer lugar, en este punto aludo a la distinción entre los dos tipos de mercados que existen en virtud de los momentos o fase en que se producen los negocios jurídicos sobre los títulos de deuda. Es necesaria esta clasificación debido a que solo el primero de los mercados que a continuación se exponen es interesante y ocupa dentro del presente estudio; de tal forma se distingue entre:

²⁰ Web del Tesoro Público (Ministerio de Economía y Empresa), disponible on line: <http://www.tesoro.es/>

El mercado primario o de emisión, pudiéndose definir éste como el mercado de *primera mano* utilizando expresiones del lenguaje común, es decir el mercado donde los emisores consiguen tesorería o liquidez a través del lanzamiento o creación de los títulos de deuda pública. La compra de estos títulos nuevos en el mercado primario que nos ocupa se denomina suscripción.

El mercado secundario o de negociación, valiéndome nuevamente de la expresión coloquial, sería el conocido como el mercado de *segunda mano*. En este los valores se transfieren entre tenedores actuales de títulos de deuda pública y otros que quieren serlo, en este mercado los movimientos no afectan al emisor. Es por esta última afirmación por lo queda fuera de este trabajo, como manifestaba al principio de este punto.

Ya hemos tratado, más concretamente en el punto 3.2. del proyecto, el hecho de la reserva de Ley en la emisión de deuda pública, así como se exponía en el misma La Ley General Presupuestaria se concede un importante margen al Gobierno para la administración y gestión de la deuda soberana, con la única limitación de obedecer las restricciones y límites establecidos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada ejercicio o en otras leyes. De tal forma, el Gobierno, y por delegación del Ministerio de Economía y Hacienda (que este a su vez delega la mayor parte de sus poderes en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera), puede elegir entre los diferentes títulos de Deuda, sus características y el procedimiento de colocación. Además, puede variar el volumen total de Deuda en circulación, a través de emisiones adicionales, amortizaciones anticipadas y canjes. Cuestiones estas que deben resolverse y plasmarse en un Real Decreto y en una Orden Ministerial que se aprueban y publican al inicio de cada ejercicio.

Por finalizar, en las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se detallan algunos aspectos sobre las emisiones de los diferentes instrumentos de Deuda del Estado para el ejercicio que ocupe, tales como el calendario correspondiente a las subastas ordinarias o el rendimiento de las mismas, publicándose así en el Boletín Oficial del Estado a principio de cada año.

Aunque ya se ampliara en el siguiente punto que nos prosigue el Banco de España es el organismo que actúa como agente financiero del Estado, encargándose de la gestión de la Central de Anotaciones, donde se liquidan y compensan las operaciones realizadas en el mercado español de Deuda pública anotada (también se desarrollará en punto que sigue a continuación).

El sistema o procedimiento casi exclusivo por el que se instrumenta la emisión de la deuda pública en España es mediante el procedimiento de subasta. Como se ha comentado anteriormente, a principio de cada año el Tesoro publica en el BOE un calendario donde se establecen las fechas de celebración de estas subastas, distinguiendo por cada instrumento de deuda, así como las fechas establecidas de presentación de peticiones, liquidación y entrega de los valores o títulos. De tal forma que se pueden distinguir entre las subastas ordinarias, las que se ajustan al calendario establecido y las especiales las que provienen de una variación de ese calendario en función de las necesidades de financiación del Gobierno.

En la convocatoria de subasta, realizada mediante Resolución de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, deben publicarse entre otros estos aspectos sobre la subasta como la fechas de emisión y amortización de la deuda emitida, el importe montante del nominal ofrecido, el importe nominal mínimo de las ofertas, en el caso de los Bonos y Obligaciones del Estado el tipo interés nominal anual y fecha de pago de los cupones así como la posibilidad a de amortización anticipada y cualesquiera otras condiciones adicionales que se considere oportuno reflejar en la convocatoria.

Cualquier persona física o jurídica puede realizar peticiones de suscripción de valores del Tesoro en cualquier entidad financiera, no obstante en el caso del Banco de España solo podrán las personas físicas o jurídicas residentes en España. Sus solicitudes de compra deben tramitarse a través de entidades gestoras, debiendo las mismas presentar conjuntamente todas sus peticiones, tanto las realizadas en nombre propio como las efectuadas en nombre de terceros.

Es habitual que el montante de una emisión se desglose o divida en dos tipos de peticiones de subasta, la competitiva y la no competitiva, de tal forma y en consecuencia que las entidades gestoras que asisten a las subastas, pueden presentar estos dos tipos de peticiones de compra, las cuales se pueden definir:

- **Petición competitiva:** Como el procedimiento de colocación de valores, donde los inversores presentan sus peticiones al emisor, indicando la cantidad deseada y el precio que están dispuestos a pagar. El emisor establece el precio mínimo, rechazando todas las peticiones que queden por debajo del mismo. De esta forma, los valores se adjudican al mejor postor progresivamente.

- Petición no competitiva: en este procedimiento, los suscriptores solicitan un determinado volumen que se adjudican al precio medio ponderado que haya resultado como consecuencia de la subasta competitiva antes descrita.

En este sentido ampliar, que existen otro tipo de subastas no tan comunes, como puede ser y cito textualmente: *“La resolución de la subasta puede realizarse mediante otro procedimiento de coste distinto del anteriormente indicado si así lo dispusiera la Secretaría General del Tesoro. Por ejemplo, en 2002 las subastas de las Obligaciones a 10 años se resolvieron por el sistema multi precio puro: las peticiones por precio superior al precio mínimo se adjudican al precio pujado correspondiente y las peticiones no competitivas pagan el precio medio ponderado”*.²¹

Informar que al final de cada subasta el Tesoro debe publicar los detalles de la misma, siendo de gran relevancia el dato del ratio de cobertura, que es el que muestra el interés que ha despertado la subasta, ya que se calcula dividiendo la demanda real entre la oferta de títulos de deuda. Un valor positivo de este ratio de cobertura es un muy buen indicador de lo atractivo que puede ser determinado país para invertir en su deuda soberana, de forma inversa un ratio de cobertura inferior a uno, es un dato preocupante y un signo de alarma debido a que la demanda de títulos ni siquiera ha sido suficiente para satisfacer la oferta.

Este punto se completara con lo expuesto en el siguiente capítulo quinto, con la exposición de dos posibilidades de colocación de deuda pública, como son la segunda vuelta en la subasta y procedimiento sindicado, que por su contenido se ha estimado conveniente ubicarlos en ese capítulo.

4.3. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA.

Para terminar este tema, sin entrar en una excesiva profundidad, se advierte conveniente, ampliar con algunos aspectos, el mercado donde se colocan y gestionan los títulos de deuda pública que se emiten en nuestro país, que no es otro que el Mercado de Deuda Pública Anotada.

Se denomina como anotada porque desde finales de los años 80, se ha ido transformando o modernizando por un sistema de anotaciones, que ha supuesto la sustitución

²¹ En web ya citada, disponible on line: <http://www.tesoro.es/>

de los títulos físicos como forma de representación de los valores públicos por las anotaciones en una cuenta de valores a favor de su titular. Estas anotaciones se registran en sistemas de inscripción y registros informáticos.

Este registro contable se realiza en dos ámbitos por el lado de la oferta la Central de Anotaciones como registro central y por el lado de la demanda o parte inversora directamente las entidades gestoras. Por su parte, estas llevan las cuentas de quienes no están autorizados a operar a través de la Central de Anotaciones (terceros). Para ello, mantienen en la Central de Anotaciones una cuenta global que debe constituir en todo momento la contrapartida exacta de las cuentas de terceros. Si esta entidad gestora ostente la condición adicional de Titular de Cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones deberá mantener estas cuentas a nombre propio totalmente separadas de las cuentas de terceros.

Como supone lógico pensar, desde que empezó a instalarse este sistema de anotaciones, se ha ido imponiendo al tradicional, estando en la actualidad estando gestionando por este sistema la mayor parte de la deuda pública existente.

La Central de Anotaciones, antes mencionada, está gestionada por el Banco de España por cuenta del Tesoro, siendo de gran importancia, no solo por el alto número de operaciones que gestiona y por el volumen de las mismas, sino también porque es el órgano encargado de realizar, entre otras, las siguientes funciones:

“1. Gestionar la emisión y amortización de los valores incluidos en el sistema de anotaciones en cuenta.

2. Realizar los pagos de intereses devengados y de la transferencia de saldos que se originen por la transmisión de valores en el mercado secundario.

3. Realización de procesos que permitan la constitución de prendas y demás derechos de garantía, posibilitando la identificación de los mismos.

4. Organización del mercado secundario mediante el establecimiento de los procedimientos de compensación y liquidación mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central de Anotaciones y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo del Banco de España”²².

²² En web ya citada, disponible on line: <http://www.tesoro.es/>

5. PARTICIPACION DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA.

5.1. INTRODUCCIÓN. PESO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA DEUDA PÚBLICA.

Antes de proceder a ampliar las diferentes formas en la que el sistema financiero puede participar en la emisión y colocación de los valores de deuda pública, conviene a modo introductorio, preguntarse el peso o porcentaje de deuda pública de la cual los tenedores es el propio sistema financiero mencionado.

En primer lugar, advertir la forma en que se instrumenta esta posición acreedora del sistema financiero. Como ya se ha comentado en este trabajo, la deuda pública cada vez en mayor medida se halla instrumentalizada en valores (letras, obligaciones y bonos) y cada vez en menor cuantía en préstamo, producto este típico del sector bancario. Si se aprecia, que en principio los títulos de deuda pública, pueden comprarlos cualquier agente económico en comparación con el habitual préstamo que con mayor exclusividad comercializa u ofrece el sistema financiero. Este dato, podría llevarnos a una conclusión errónea, de que a menor peso de los préstamos, menor peso del sistema bancario en particular y financiero en general. Siendo de hecho, al contrario, el porcentaje de deuda pública en España en manos del sistema financiero ha aumentado significativamente, como se expondrá acto seguido.

Para argumentar lo expuesto anteriormente, lo primero que se considera necesario, sería exponer los diferentes porcentajes en los que está repartida la deuda pública española, Así y según datos año 2017²³, se hace prioritario proceder a la división de la deuda pública entre los acreedores residentes o interna y la externa o extranjera.

Los tenedores no residentes o extranjero mantiene aproximadamente el 45%, que si bien, es una cifra a considerar, es significativamente inferior la media europea. Esta cifra se debe a que los títulos de deuda pública española siempre han supuesto una inversión atractiva para los no residentes, debido a la buena conjunción de la fórmula, rentabilidad versus riesgo de los valores españoles.

Así realizando el cálculo por su diferencia, con carácter general en España el 54% de su deuda pública está en posesión de residentes, situándose de tal forma, en la zona alta de

²³ Datos extraídos de nota publicada en su *web* en Junio 2017 por Eurostat (Agencia de Estadística de la Unión Europea), disponible *on line*: https://ec.europa.eu/info/index_es

naciones que mantienen un elevado porcentaje de su deuda en el cartera de los agentes propios del país. A modo de ampliación, menciono que observando “*a grandes rasgos la deuda pública del resto de países de Europa, cabe destacar que Chipre (79%), Letonia (72%) y Austria (71%), son los países que tiene una mayor porción de su deuda en manos de extranjeros. Por el lado opuesto aparecen Dinamarca, con un 68% de su deuda en manos de residentes daneses, Suecia (64%), Croacia, Italia y Malta (62%²⁴)*”.

Una vez indicado el porcentaje de deuda en manos externas, solo faltaría desglosar la parte interna para observar más claramente el peso del sistema financiero. Si a su vez dividimos esta deuda interna entre los dos siguientes bloques, por un lado el sistema financiero y el resto de residentes no pertenecientes al sistema financiero, se afirma, que según misma fuente de datos en año 2017 que solo el 1,8% está bajo el poder de estos agentes residentes no pertenecientes al sistema financiero. Sirva este dato en contrapartida, como muy esclarecedor del peso del sistema financiero.

De tal forma en España el 53% de la deuda pública está en posesión del sector financiero. Si se disgrega más este dato, las entidades bancarias tienen un 16% de toda la deuda pública en su balance. Por otro lado, el Banco de España (brazo ejecutor de las compras de deuda del Banco Central Europeo) tiene un 21% de toda la deuda. Las entidades de seguro poseen un 7,85%, los fondos de inversión un 2,36% y, por último, los fondos de pensiones un 1,39%.

Existen varia perspectivas o argumentaciones que avalan el hecho del importante peso del sector financiero y de las entidades bancarias en particular en la deuda pública española, así como su incremento desde los años de crisis.

Una de ellas podría ser que en nuestro país, desde los años de la crisis, la financiación del sistema bancario a las familias y empresas (Segmentando la economía en tres sectores familias, empresas y Administraciones Públicas) ha caído de forma significativa, tanto por el endurecimiento en la concesión del riesgo, como por el decrecimiento de solicitudes de crédito, como por las amortizaciones del riesgo vivo en cartera. En consecuencia, este descenso de la financiación en estos sectores, ha supuesto la lógicamente merma importante de sus ingresos. De tal forma, las entidades bancarias de nuestro país pusieron el foco en la deuda pública, para dar salida a sus inversiones y conseguir los rendimientos deseados.

²⁴ Eleconomista ,“¿Quién está detrás de la deuda pública en España y Europa?”(2017), artículo publicado en página web el economista, disponible on line: <https://www.eleconomista.es/>

Otra razón, se explica por el conocido *carry trade*, que es en una operación financiera muy atractiva para los bancos, que consiste en lograr dinero prácticamente gratis del Banco Central Europeo (con intereses cercanos al cero) para colocarlo en deuda del Tesoro, así embolsarse la diferencia. Recordamos del apartado de prima de riesgo que en los años de crisis, la rentabilidad de la deuda española era muy elevada y por tanto atractiva. Consecuentemente, otro motivo por el que se incrementó el peso del sistema financiero. Este hecho y el manifestado en el párrafo anterior, ha supuesto que la exposición del sistema bancario se haya modificado de forma muy importante, rebajándose de forma relevante la exposición a los sectores privados (hogares y empresas) y aumentando al sector público.

En conclusión, en este primer punto del bloque quinto de mi trabajo, he tratado de exponer y afirmar la influencia del sector financiero en la deuda pública soberana, pudiéndose afirmar que actualmente representa u ostenta más de la mitad de los valores de deuda pública.

5.2. CREADORES DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA²⁵.

Se definen a Los Creadores de Mercado de Deuda Pública como las entidades financieras, que bajo una serie de requisitos, cumplen la función principal, entre otras, de favorecer la liquidez del mercado español de deuda pública y contribuir a la colocación y difusión exterior e interior de la citada deuda soberana.

Ampliar que la finalidad principal que estas entidades realizan es significativa y relevante dentro del mercado de deuda pública española, debido que ofrecen una seguridad al posible suscriptor o tenedor, de que si este se planteara vender los títulos de deuda en su titularidad, encontraría con mayor facilidad contrapartida mediante la aportación de liquidez al mercado secundario de estos Creadores de Mercado.

Estas entidades se dividen según su ámbito de actuación en dos grupos: Creadores de Mercado de Obligaciones y Bonos y Creadores de Mercado de Letras del Tesoro, en virtud de la ya mencionada en este trabajo clasificación de los valores de deuda pública. Advertir, que la inclusión en un grupo no es excluyente del otro, es más, lo habitual es que las entidades participen en ambos bloques.

²⁵ Dicha figura se encuentra regulada en: Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999 (BOE del día 13 de febrero de 1999), por la que se regula la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

De este primer párrafo, puede observarse el motivo por el que se ubica este punto dentro de este bloque que aborda el peso del sistema financiero en el mercado de deuda pública en España. Los Creadores de Mercado son entidades financieras. Al final de este punto se ilustra mediante una tabla los principales Creadores de Mercado de los últimos años, diferenciado según al grupo que pertenezca, de los años 2014 y 2016 (últimos dos años que la web del Tesoro informa) en la cual se pueden observar que las principales entidades bancarias de España están reflejadas dentro de las más activas en las participación en las subastas.

La Resolución²⁶ de la Secretaria General del Tesoro Y Política Financiera, emitida por Ministerio de Economía y Competitividad, aborda en profundidad todos los aspectos sobre estos Creadores de Mercado, tales como:

- Funciones.
- Requisitos.
- Procedimientos para acceso o pérdida de condiciones de Creadores de Mercado.
- Motivos posibles de pérdida de condición de Creadores de Mercado.
- Derechos y obligaciones.
- Evaluación de los mismos.

Se adjunta, citada Resolución monotemática sobre esta figura, bajo el epígrafe de ANEXO I a este estudio, debido a la importancia, alcance, profundidad y lo clarificadora en el conocimiento de los Creadores de Mercado. Observar, que esta resolución ha sufrido dos modificaciones que informo en bibliografía, pero de carácter leve y que no han hecho perder la relevancia de la mencionada de la Resolución adjunta mediante ANEXO I.

No obstante, a la posibilidad de acudir al ANEXO I mencionado, si informar que el procedimiento principal para cumplir la función principal de los Creadores de Mercado, ya manifestada, es la participación en la subasta. Siendo este hecho, a su vez un derecho y una obligación que tienen. Ampliando, por un lado los Creadores de Mercado tienen el derecho de acudir o participar con una serie de ventajas o particularidades respecto al resto de actores. Pero también es un deber o una obligación de participación en la subastas ya sean de bonos y obligaciones o de letras con un determinado mínimo porcentaje de importe presentado u ofertado respecto al total de títulos soberanos emitidos.

²⁶ Resolución de 20 de julio de 2012 de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (BOE del día 26 de julio de 2012) disponible *on line*: <https://www.boe.es/>

Así, ahondando el porcentaje mínimo que los Creadores de Mercado, estos deberán pujar de forma obligatoria, por al menos, el 3% del importe que quiere colocar el Tesoro. Si actualmente el número de Creadores de Mercado tanto en Letras como en Bonos y Obligaciones es de 21, esto ya asegura un porcentaje del 63% de la colocación sobre el total de la emisión. La cual no se escapa que es una gran ventaja y por ende tranquilidad cuando se realiza una emisión de valores para el Gobierno.

Por otro lado, desde el ámbito de los derechos, ampliamos, destacando, entre otros:

- a) Posibilidad en exclusiva de presentar peticiones en los treinta minutos previos al cierre del plazo de presentación fijado en cada subasta.
- b) Segregación y Reconstrucciones de los valores de deuda pública en cuestión.
- c) Recepción de información de la política de financiación del Tesoro.
- d) Participación de segundas vueltas de subastas.

Nos servimos de este último punto como hilo conductor con el siguiente tema sobre los procedimientos especiales de emisión de valores de deuda pública.

Creadores de Mercado más activos²⁷.

CREADORES DE MERCADO OBLIGACIONES Y BONOS.		CREADORES DE MERCADO LETRAS DEL TESORO.	
AÑO 2014	AÑO 2016	AÑO 2014	AÑO 2016
-Citigroup Global Markets Limited -Barclays Bank PLC - Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. - CaixaBank, S.A. - HSBC France	-Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA - Banco Santander SA - Barclays Bank PLC -Citigroup Global Markets Limited - BNP Paribas SA	- Caixabank S.A. - Banco Santander, S.A. - Credit Agricole Corporate and Investment Bank -HSBC France -Crédit Suisse Securities (Europe) LTD	-Caixabank SA -Banco Santander SA -Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA - Sociéte Générale CIB - Morgan Stanley &CO International PLC

²⁷ En web ya citada, disponible on line: <http://www.tesoro.es/>

5. 3. PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN DE EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA ESPECIALES.

Este último punto de este bloque versa sobre dos procedimientos especiales en la colocación de deuda pública, es decir unas modalidades de emisión de títulos diferentes a la ordinaria subasta pública ordinaria. Estos son, por orden dentro de nuestra exposición, la denominada segunda vuelta y el procedimiento sindicado.

- Segunda vuelta: La segunda vuelta de subasta es una opción que en nuestro país está disponible desde año 1991. Se trata de una subasta a la que solo pueden acceder los Creadores de Mercado, que ya hemos tratado. Se denomina segunda vuelta porque se da temporalmente entre la resolución de la subasta ordinaria y las doce horas del día hábil anterior al de la puesta en circulación de los títulos emitidos en la subasta ordinaria.

En esta segunda vuelta, se puede afirmar que es un procedimiento que aporta gran ventaja a ambas partes, a la emisora de títulos (el Tesoro Público) y los suscriptores (Creadores de Mercado) debido a que a los primeros les permite conseguir los fondos o recursos necesitados mediante una ampliación de la primera subasta y a los segundos de acceder a un procedimiento en exclusiva a la que adquirir títulos de deuda pública que les interesan a un precio ya conocido.

Este precio se fija en función de la primera subasta diferenciado según el valor en cuestión. Así, los Creadores de Mercado se adjudican en el caso de los bonos y obligaciones al precio medio ponderado redondeado resultante de la subasta y en el caso de las Letras al tipo de interés medio ponderado igualmente de la subasta.

El porcentaje por el cual cada Creador de Mercado puede acudir a esta subasta, es en virtud de la calificación de su actividad que estos hayan obtenido a juicio de la Secretaria General del Tesoro y Política Financiera.

Por último, informar que estas segundas vueltas están reguladas por la misma Resolución que abarca a la figura de los Creadores de Mercado y que puede hallarse como ANEXO I a este documento.

- Procedimiento Sindicado: *“Procedimiento de emisión utilizado por los emisores soberanos, que consiste en que un grupo de entidades se compromete, a cambio de una comisión de venta y aseguramiento, a colocar una emisión de valores entre los inversores. Además de mejorar la distribución de la deuda entre los inversores finales, esta*

técnica de emisión permite alcanzar rápidamente un saldo en circulación lo suficientemente elevado como para posibilitar su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica, lo que redundará en una mayor liquidez de la nueva referencia. Aunque la sindicación admite múltiples estructuras, un rasgo común a todas ellas es la existencia de un grupo restringido de entidades seleccionadas por el emisor que lideran, organizan y, en la mayor parte de los casos, aseguran la emisión. El Tesoro español utilizó por primera vez este procedimiento en marzo de 2002, con ocasión de la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a 15 años²⁸”.

Como puede observarse, de esta definición, el procedimiento sindicado es una opción alternativa para colocar valores públicos a las habituales subastas del Tesoro. En este procedimiento para colocar el nuevo valor emitido, el Tesoro contrata a un pequeño grupo de bancos de inversión que reciben órdenes directas de los inversores para comprar deuda española. Junto a ese selecto grupo de entidades, en estas citas suelen acudir también los líderes en actividad del resto de Creadores de Mercado.

El objetivo que busca el Tesoro, mediante este método, es diversificar la base de inversores que compra deuda española. Debidos a que existen muchos fondos internacionales que no suelen acudir a las subastas públicas habituales.

Otro objetivo o ventaja que tiene este método es que en el procedimiento habitual de subasta, los Creadores de Mercado, suelen pujar a un precio inferior (dentro de unos márgenes) al dictado o fijado en la subasta. En este procedimiento este hecho no se da, por lo que el precio establecido mediante este método de colocación puede ser más positivo para el Tesoro.

El principal inconveniente o contra de este procedimiento es que al acudir un número reducido de suscriptores sindicados, puede darse el hecho de que estos no estén interesados en suscribir la deuda pública emitida y que por tanto no se cubra la emisión. Este riesgo al fracaso de la subasta es mayor si además recordamos que en las subastas habituales los Creadores de Mercado aseguraban ya el 63% de la colocación, hecho este que en el procedimiento sindicado no suele darse.

Se adjunta para su observación y ampliación de este punto, como ANEXO II, orden ECE/194/2019 publicada en BOE del 27 de Febrero de 2019, donde se dispone e informa una

²⁸ Definición citada de Glosario Mercado de Deuda Pública, web de Banco de España, disponible on line: <https://www.bde.es/bde/es/>

emisión de Obligaciones del Estado a quince años mediante este procedimiento de sindicación.

6. CONCLUSIONES.

En la actualidad los ingresos crediticios son una fuente de financiación básica para los Estados Sociales del Bienestar. Lejos, parece quedar la idea, de conceptualizar éstos como un hecho coyuntural o esporádico. Estos ingresos sirven para cubrir la desviación entre los gastos presupuestados y los ingresos obtenidos mediante otras fuentes de recursos, se podría decir más tradicionales, como sobre todo las tributarias.

Tal es así, que centrándonos en nuestro país, la deuda pública generada a raíz de esta obtención de ingresos crediticios ha alcanzado cifras preocupantes, con valores similares al Producto Interior Bruto anual. Obsérvese esta comparación para la comprensión del montante total de la deuda soberana y lo que esto puede suponer. Derivado de este hecho y sumando al mismo, la preocupante evolución de la deuda durante los años de la reciente crisis, se ha convertido en un foco de atención para los Gobiernos la contención de la deuda pública. A tal efecto, se establecen de manera anual unos objetivos de déficit presupuestario fijados por las Instituciones Europeas.

Debido al problema que llevo a ser la deuda y el coste de la misma, en septiembre del año 2011, se modificó nuestra Constitución. Avanzando y concretando más las garantías de la misma. En el modificado artículo 135 se manifiesta que tanto los intereses como el capital de la deuda pública de las Administraciones siempre se recogerán en los presupuestos y dando un paso más, le da a esta partida de presupuesto prioridad absoluta.

Este hecho supone desde la visión o perspectiva de los suscriptores de títulos emitidos de deuda pública como una mayor seguridad o confianza de la devolución tanto del principal como de la rentabilidad de los títulos adquiridos, a raíz de su expresión constitucional.

La prima de riesgo o riesgo de país, supone un dato muy importante por varias cuestiones, una primera íntimamente relacionada con la colocación de los títulos de deuda pública. Una prima de riesgo adecuada o favorable, en la práctica, implica mayor probabilidad de cubrir la totalidad de la emisión y unas mejores condiciones de venta de los valores desde el punto de interés del emisor. Y por otro lado como un buen medidor o baremo, de la confianza que trasmite el país en cuestión y su posible comparación con otros. Se podría afirmar que un estado con una prima de riesgo baja, es un indicador de un país saneado, con una deuda controlada y con parámetros e indicadores socio-económicos y legislativos positivos.

Actualmente en España, más del 85% de la deuda esta representa en títulos o valores, siendo cada vez más escaso la deuda mediante el tradicional préstamo bancario. El procedimiento habitual por el que se colocan estos valores es el de subasta. Con carácter general se puede afirmar que a esta subasta puede acceder cualquier agente. En contraposición existen otros métodos cuya convocatoria es exclusiva para un número determinado de entidades financieras.

Esto último expresado, supone que la influencia del sistema financiero en el mercado de deuda pública, sea muy significativo en nuestro país. Y lo es por dos motivos, siendo ambos relevantes, por un lado el montante o porcentaje de deuda pública que está en manos del sistema financiero español ronda aproximadamente el 53% y un segundo también trascendente, es la forma de participación en la colocación, tanto en el sistema de subasta ordinaria como en los exclusivos del sector financiero (segundas vueltas y procedimiento sindicado). Sirva como dato ilustrativo dentro de esta conclusión, que en las subastas ordinarias el 63% de la emisión ya está garantizada de partida o de indicio por entidades financieras (las denominadas Creadores de Mercado).

En definitiva, los ingresos crediticios son vitales en los presupuestos de cualquier nación moderna. Estos generan una deuda pública, la cual es deber de los Gobiernos garantizar, vigilar, controlar y atender. Estando en franca relación el coste de la misma con la economía y la estabilidad del país, a través de la conocida prima de riesgo. La influencia en nuestro país del sistema financiero, tanto en los procedimientos de colocación como en porcentaje de deuda en su poder, sugiere que si queremos abarcar el tema de la deuda pública y su emisión, debemos considerar al sistema bancario en particular y al financiero en general.

6. BIBLIOGRAFIA.

MANUELES DISPONIBLES IMPRESOS.

Calvo Ortega R (2015), *Derecho financiero y tributario parte general y parte especial*, Cizur Menor, Editorial Aranzadi, SA, 19ª ed.

Ferreiro Lapatza JJ (2006), *Curso de Derecho Financiero Español*, Madrid, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 25ªed.

Martin Queralt J., Lozano Serrano C., Tejerizo López JM., Casado Ollero G (2015), *Curso de derecho financiero y tributario*, Madrid, Editorial Tecnos, 20ª ed.

Pérez Royo F (2015), *Derecho financiero y tributario parte general*, Cizur Menor, Editorial Aranzadi, SA, 25ª ed.

Puig i Pla, X (2017), *Curso de Postgrado en Información y Asesoramiento Financiero*, Barcelona, Universidad Pompeu Fabra, 1ªed.

ARTICULOS DISPONIBLES EN WEB.

Berges G y Baliña S (2015), “El mapa de la deuda en España: ¿Quién debe a quién?”, Analistas Financieros Internacionales S.A: <https://www.funcas.es/>

Eleconomista (2017)” ¿Quién está detrás de la deuda pública en España y Europa?”, en página *web* Eleconomista, disponible: <https://www.eleconomista.es/>

WEB CONSULTADAS Y CITADAS:

<https://www.bde.es/bde/es/>

<https://www.boe.es/>

<https://datosmacro.expansion.com/>

<https://www.eleconomista.es/>

<https://www.funcas.es/>

<http://www.tesoro.es/>

https://ec.europa.eu/info/index_es

ARTICULOS DISPONIBLES EN WEB.

Berges G y Baliña S (2015), El mapa de la deuda en España: ¿Quién debe a quién?, Analistas Financieros Internacionales S.A: <https://www.funcas.es/>

¿Quién está detrás de la deuda pública en España y Europa? (2017), en página web el economista, disponible on line: <https://www.eleconomista.es/>

LEGISLACIÓN

Constitución Española, de 27 de diciembre de 1978 (*BOE*, núm. 311, de 29/12/1978).

Ley General Presupuestaria (*BOE*, núm. 284, de 27/11/2003).

Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (*BOE*, núm. 103, de 30/04/2012).

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999 (*BOE*, núm. 38, de 12/02/1990).

Resolución de 20 de julio de 2012 de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (*BOE*, núm. 178 de 26/07/2012).

Resolución de 10 de enero de 2013 de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (*BOE*, núm. 18 de 21/01/2013) .

Resolución de 14 de enero 2014, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (*BOE*, núm. 16 de 18/01/2014).

ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS

AA.PP	Administraciones públicas.
Art.	Artículo.
BOE	Boletín Oficial del Estado.
BE	Banco de España.
BCE	Banco Central Europeo.
C	Consumo.
CCAA	Comunidades Autónomas.
CE	Constitución Española.
ed.	Edición.
Et alii	y otros.
UE	Unión Europea.
I	Ingresos asociados al país.
INE	Instituto Nacional de Estadística.
ISEFI	Instituto Superior de Empresas y Finanzas.
LGP	Ley General Presupuestaria.
LGT	Ley General Tributaria.
LOEPSF	Ley Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.
M	Importaciones.
núm./Núm.	Número.
p.	página.
pp.	Páginas..
PP	Partido Popular.

PIB	Producto Interior Bruto.
PSOE	Partido Socialista Obrero Español.
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
X	Exportaciones.

ANEXO I.

1 Resolución de 20 de julio 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

2 Texto.

Los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España están regulados en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999 («BOE» del día 13), en la que se establecen como funciones de estas entidades promover la liquidez del mercado español de Deuda Pública y cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión exterior e interior de la Deuda del Estado. Además, esa norma habilita a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para establecer las condiciones en que los Creadores de Mercado desempeñarán la función que se les encomienda, de las que podrán derivar especialidades en el procedimiento de emisión y suscripción de la Deuda del Reino de España. En virtud del Real Decreto 1887/2011, de 30 de diciembre, por el que se establece la estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales, las competencias de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera han sido asumidas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

El objetivo de la presente norma, que sustituye a la Resolución de 18 de noviembre de 2008 («BOE» del día 21) y a su posterior modificación de fecha 29 de noviembre de 2011 («BOE» del día 1 de diciembre), es incorporar una serie de cambios que se detallan a continuación.

Durante el año 2011, se ha ampliado el grupo de Creadores del Mercado de Letras del Tesoro, equiparándose en tamaño al de Creadores de Bonos y Obligaciones. Por otra parte, las mayores necesidades de financiación han llevado al Tesoro a aumentar sus emisiones brutas de Letras. Por estas razones se considera conveniente aumentar el coeficiente de premio en las segundas vueltas de las subastas de Letras. Asimismo, con vista a una mayor homogeneización con el Mercado de Bonos y Obligaciones se modifica el precio al que serán adjudicadas las segundas vueltas.

Además, de acuerdo al Real Decreto 1887/2011, de 30 de diciembre, por el que se establece la estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales, las competencias de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera han sido asumidas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por lo que se requiere adaptar el régimen de los Creadores de Mercado a tal circunstancia.

Habiendo detectado la posibilidad de que se produzcan incidencias en el cálculo de la fecha de la celebración de la segunda vuelta de las subastas de Bonos y Obligaciones, se estima oportuno modificar la redacción del punto 2, del artículo quinto sección 2.^a

Finalmente, para dotar a la Secretaría General de mayor flexibilidad a la hora de llevar a cabo la evaluación de los Creadores de Mercado del Reino de España, se modifica la redacción del artículo Noveno de la Sección 4.^a en el punto 1, apartados j y k, para incorporar la posibilidad de no penalizar a los Creadores de Mercado cuando así lo considere la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, así como en el punto 3, que prevé los mecanismos de comunicación a los Creadores de Mercado de los resultados de dicha evaluación.

Por razones sistemáticas, se ha considerado conveniente dejar sin efectos la Resolución de 18 de noviembre de 2008 («BOE» del día 21) y su posterior modificación, la Resolución de 29 de noviembre de 2011, sustituyendo ambas por la presente.

En virtud de lo anterior, de acuerdo con la habilitación conferida en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 10 de febrero de 1999, dispongo:

Sección 1.ª Disposiciones comunes

3 Primero.

Los Creadores del Mercado de Deuda Pública del Reino de España.–Los Creadores del Mercado de Deuda Pública del Reino de España son aquellas entidades financieras miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones cuya función es, de acuerdo con lo establecido en el apartado 1 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 10 de febrero de 1999, favorecer la liquidez y el buen y ordenado funcionamiento del mercado español de Deuda Pública y cooperar con la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en la colocación y difusión exterior e interior de la Deuda del Estado. Les corresponderán los derechos y tendrán las obligaciones establecidos en esta Resolución. Los Creadores de Mercado podrán actuar tanto en el ámbito de los Bonos y Obligaciones del Estado como en el de las Letras del Tesoro.

4 Segundo.

Requisitos para poder acceder a la condición de Creador de Mercado. Los requisitos para poder acceder a la condición de Creador de Mercado son los siguientes:

– Ser titular de cuenta de valores a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

– Cumplir los requisitos que se establezcan en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos, así como satisfacer las demás condiciones económicas y jurídicas necesarias para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

– Actuar durante un período mínimo de un mes demostrando con su actividad en los mercados primario y secundario de Letras del Tesoro o de Bonos y Obligaciones del Estado, según cual sea el grupo de Creadores de Mercado al que quiera pertenecer la entidad, que existe un compromiso con el mercado español de Deuda Pública semejante al que se requiere del conjunto de los Creadores de Mercado. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá eximir del cumplimiento de este requisito a los Creadores que deseen trasladar su actividad a otra entidad de su grupo, si ello no implica una merma en su compromiso con el mercado de Deuda Pública.

Los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación a los que hace referencia el segundo requisito anteriormente expuesto serán determinados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, previa consulta con el grupo de Creadores de Mercado, sobre la base de los siguientes criterios:

– Los mercados regulados o sistema de negociación multilateral, deberán estar reconocidos como tales por algún país de la Unión Europea de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

– Un número suficiente de Creadores de Mercado deberá comprometerse a cotizar y negociar valores de Deuda Pública española en esos mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, de manera que se promueva la liquidez de la Deuda.

– Los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación deberán comprometerse a proporcionar a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera cuanta información ésta precise para llevar a cabo la evaluación de los Creadores de Mercado. De no cumplirse este compromiso, esta Secretaría General podrá declarar que el mercado regulado

o sistema multilateral de negociación incumplidor no es apto para que los Creadores cumplan en ella sus compromisos de proporcionar liquidez a la Deuda del Estado.

- En tanto en cuanto la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear) no haya establecido vínculos con otros sistemas de liquidación que aseguren la liquidación eficaz y económica de las operaciones, a juicio de los supervisores del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, según prevé el artículo 44 quinquies de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores, los sistemas deberán liquidar las operaciones que realicen los Creadores de Mercado entre sí en Iberclear.

5 Tercero.

Procedimiento para el acceso o la pérdida de la condición de Creador de Mercado. Para acceder a la condición de Creador de Mercado, las entidades interesadas deberán enviar una solicitud a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en la que manifestarán su intención de ser Creadores de Mercado de Letras y/o de Bonos y Obligaciones del Estado y el compromiso de la entidad con las obligaciones recogidas en esta Resolución. Asimismo, se deberá incluir la información necesaria para verificar el cumplimiento de los requisitos recogidos en el apartado anterior. Además, se acompañará una Memoria en la que se expondrán los medios técnicos y humanos a disposición de la entidad para la realización de las actividades inherentes a la condición de Creador de Mercado.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá solicitar la información adicional que estime conveniente, así como las aclaraciones sobre la información presentada que resulten pertinentes a efectos de asegurar la solvencia de las entidades solicitantes, el compromiso de las mismas con el mercado español de Deuda Pública y, en su caso, la veracidad de la información facilitada.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, previo informe del Banco de España, teniendo en cuenta el cumplimiento de los requisitos recogidos en la presente Resolución, podrá otorgar la condición de Creador de Mercado de Letras y/o de Bonos y Obligaciones del Estado siempre que la experiencia de la entidad en la negociación de la Deuda Pública española sea considerada suficiente y se garantice que la compensación y liquidación de su operativa en el mercado de Deuda se desarrollará de forma segura y eficiente. En su decisión, la Secretaría General tendrá en cuenta igualmente otros aspectos tales como el número total de Creadores, su distribución geográfica, así como su actividad de creación de mercado evaluada conforme a los criterios establecidos en esta Resolución.

La Secretaría General deberá resolver la solicitud y notificar su resolución en el plazo de tres meses a partir de la finalización del periodo de prueba. Asimismo, anunciará mediante Resolución la incorporación de nuevas entidades al grupo de Creadores o la pérdida de esta condición.

6 Cuarto.

Pérdida de la condición de Creador de Mercado. La condición de Creador de Mercado se perderá por alguno de los siguientes motivos:

a) Por renuncia comunicada por la propia entidad a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

b) Por decisión de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera cuando se considere que la entidad no mantiene un compromiso con el mercado de Deuda Pública española que sea considerado suficiente, evaluado según los criterios recogidos en el apartado noveno de esta Resolución y/o cuando una entidad haya incumplido durante tres meses consecutivos las obligaciones que se recogen en los números 1 ó 2 de los apartados sexto y octavo para el caso de los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones y de Letras, respectivamente.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá prorrogar el plazo máximo de tres meses recogido en la letra b) anterior cuando la entidad incumplidora lo solicite y

justifique suficientemente tanto la excepcionalidad de las causas de dicho incumplimiento como sus expectativas de que, en el plazo concedido como prórroga, se volverá a cumplir con las obligaciones mencionadas en el párrafo anterior.

c) Por decisión de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera cuando una entidad incumpla el régimen de retenciones a cuenta contemplado en la normativa vigente que les sea de aplicación.

d) Por decisión de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera cuando una entidad haya realizado 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 de Mercado, contrario a los intereses del Tesoro o al buen funcionamiento del mercado de Deuda.

e) Además, el Creador de Mercado también podrá perder su condición cuando la Secretaría General del Tesoro decida realizar una rotación en su grupo de Creadores de Mercado con el objetivo de dar acceso a nuevas entidades al grupo incrementando o no su número. La elección de la entidad o entidades que perderán su condición de Creador de Mercado se realizará atendiendo a la evaluación realizada conforme a lo establecido en esta Resolución y a la composición de los grupos de Creadores de Mercado de Letras y de Bonos y Obligaciones.

Sección 2.ª Derechos y obligaciones de los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado

7 Quinto. Derechos de los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones.

1. Participación en las subastas del Tesoro: Sólo los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado podrán presentar peticiones en los treinta minutos previos al cierre del plazo de presentación de peticiones en cada subasta de Bonos y Obligaciones del Estado, siempre que cumplan los requisitos técnicos establecidos por el Banco de España o por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

2. Acceso a las segundas vueltas: Los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado podrán acceder en exclusiva a una segunda vuelta de las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado, que se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil anterior al de su puesta en circulación.

Durante esta segunda vuelta, estos Creadores de Mercado podrán presentar peticiones, que serán adjudicadas al precio medio ponderado redondeado resultante de la fase de subasta. No obstante, en la convocatoria de las subastas, la Secretaría General del Tesoro podrá determinar un método distinto al anterior de adjudicación de la segunda vuelta de la subasta.

El importe que el Tesoro emitirá como máximo en la segunda vuelta para cada bono será del 24 por 100 del nominal adjudicado en la fase de subasta de ese mismo bono. Cada Creador podrá obtener, como máximo para cada Bono u Obligación en esta segunda vuelta, previa presentación de la correspondiente petición, un 24 por 100 del nominal adjudicado a esa entidad en el agregado de la subasta de ese bono y una subasta comparable.

El importe máximo que podrá comprar de cada Bono u Obligación cada Creador de Mercado será el resultado de multiplicar el importe nominal total adjudicado en la fase de subasta de ese mismo Bono u Obligación, por un coeficiente de participación en las subastas, multiplicado a su vez por un coeficiente de premio a la labor como Creador de Mercado de Bonos y Obligaciones.

El coeficiente de participación en cada subasta reflejará la participación de cada Creador de Mercado de Bonos y Obligaciones en las adjudicaciones de las últimas subastas comparables. El cálculo de este coeficiente se realizará conforme a una metodología objetiva establecida por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera previa consulta con los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones.

El coeficiente de premio a la labor como Creador de Mercado sólo podrá tener cuatro posibles tramos no acumulables:

– Un 24 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Bonos y Obligaciones que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y que hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

– Un 20 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Bonos y Obligaciones que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y, sin embargo, no hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

– Un 4 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, figuren como los más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta y sin embargo no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Bonos y Obligaciones que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

– Un 0 por 100, para aquellos Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Bonos y Obligaciones que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, y que tampoco figuren como más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

A estos efectos, mensualmente esta Secretaría General, previa notificación al Banco de España, comunicará a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones que se puedan beneficiar de alguno de los tramos antes descritos en la segunda vuelta de cada subasta, tal circunstancia.

3. Segregación y reconstitución de valores de Deuda del Estado: Los Creadores de Bonos y Obligaciones serán las únicas entidades autorizadas a segregar y reconstituir valores de Deuda del Estado segregable.

4. Otras operaciones de gestión de la Deuda: La condición de Creador de Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado será valorada en la elección de contrapartidas para otras operaciones de gestión y colocación de Deuda que pueda realizar el Tesoro, tales como las emisiones sindicadas en euros, las operaciones de permuta financiera y las emisiones en divisas.

5. Recepción de información acerca de la política de financiación del Tesoro.

6. Participación, en su caso, en la fijación de los objetivos de emisión de instrumentos del Tesoro a medio y largo plazo.

7. Representación en la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública, conjunta con los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro.

8 Sexto. Obligaciones de los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones.

1. Participación en las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado: Cada Creador deberá presentar en cada subasta peticiones por un valor mínimo del 3 por 100 de la cantidad adjudicada por el Tesoro para cada tipo de instrumento, a precios no inferiores al marginal de adjudicación, menos:

- 5 céntimos para Bonos del Estado a tres años.
- 10 céntimos para Bonos del Estado a cinco años.
- 15 céntimos para Obligaciones del Estado a diez años.
- Y 30 céntimos para Obligaciones del Estado a más de diez años.

Se excluirán del cómputo de cumplimiento de esta obligación aquellas subastas en las que concurra alguna de las dos condiciones siguientes:

- Que la rentabilidad correspondiente al precio marginal de la subasta se sitúe 2 o más puntos básicos por debajo de la rentabilidad correspondiente al precio de oferta en el mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, tomando como referencia el precio de la pantalla de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación con mayor negociación en Bonos y Obligaciones el mes precedente.
- Que un 40 por 100 del volumen emitido se concentre en una sola entidad.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera dará a conocer a los Creadores aquellas subastas en que se dé una de dichas condiciones.

2. Garantizar la liquidez del mercado secundario de Bonos y Obligaciones y de valores segregados cumpliendo con las obligaciones que se especifican a continuación:

Las obligaciones de cotización de los Bonos y Obligaciones se cumplirán cuando las cotizaciones, con los diferenciales máximos y los volúmenes mínimos acordados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, se mantengan en cada uno de los días laborables según el calendario que apruebe la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, en la pantalla de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que determine esta Secretaría General, durante, al menos, cinco horas entre las 8:30 y las 17:15 horas de cada día de los mencionados laborables.

Por otro lado, las obligaciones de cotización de los principales segregados se cumplirán cuando las cotizaciones, con los diferenciales máximos y los volúmenes mínimos acordados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, se mantengan en cada uno de los días laborables según el calendario que apruebe la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, en la pantalla de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que se determine por esta Secretaría General, durante, al menos, cuatro horas entre las 9,00 y las 17,15 horas.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá modificar las condiciones de cotización, previa consulta a los Creadores de Mercado.

a) Cada Creador de Mercado deberá cotizar obligatoriamente las referencias definidas como referencia del mercado o «benchmark» que serán acordadas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera con los Creadores de Mercado. En la cotización de estas referencias se deberán respetar los diferenciales máximos de precios de demanda y de oferta y volúmenes mínimos cotizados acordados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, previa consulta a los Creadores de Mercado.

b) Cada Creador de Mercado deberá cotizar obligatoriamente principales segregados de acuerdo con las condiciones de diferencial máximo y volumen mínimo acordados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, previa consulta a los Creadores de Mercado.

Para la cotización de los principales segregados, los Creadores de Mercado se podrán dividir en grupos. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá diseñar cestas, previa consulta con los Creadores de Mercado, en las que se podrán incluir los principales segregados cuya cotización será obligatoria. Cada cesta se asignará a un grupo de Creadores de Mercado. Para la elaboración de las cestas se tendrá en cuenta el vencimiento de las

referencias que las compongan, de manera que sean similares en duración y liquidez. Las cestas se modificarán periódicamente.

3. Aportar la información que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera pueda solicitar sobre el mercado de Deuda en general y sobre la actividad del Creador en el mismo en particular. En concreto, cada Creador deberá informar mensualmente sobre su operativa por cuenta propia y de terceros, la base geográfica y el tipo de entidades que constituyen su clientela, siguiendo el modelo que indique la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Este compromiso de suministro de información, que los Creadores han de mantener con la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera puede satisfacerse tanto directa como indirectamente, a través de la que respecto de su actividad puedan suministrar a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera las plataformas electrónicas de negociación o los sistemas de registro de la Deuda del Estado.

Por otro lado, si en una subasta de Bonos o de Obligaciones un Creador resulta adjudicatario de más del 40 por 100 del volumen emitido, éste deberá comunicar a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera los clientes que, en su caso, hayan participado en la subasta a través de aquél.

4. Asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y evitando la realización de acciones que puedan afectar negativamente al mercado o a la Deuda del Estado.

Sección 3.ª Derechos y obligaciones de los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro

9 Séptimo. Derechos de los Creadores de Mercado de Letras.

1. Participación en las subastas del Tesoro: Sólo los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro podrán presentar peticiones en los treinta minutos previos al cierre del plazo de presentación de peticiones en cada subasta de Letras del Tesoro, siempre que cumplan los requisitos técnicos establecidos por el Banco de España o por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

2. Acceso a las segundas vueltas: Los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro podrán acceder en exclusiva a una segunda vuelta de las subastas de Letras del Tesoro, que se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil anterior al de su puesta en circulación.

Durante esta segunda vuelta, estos Creadores de Mercado podrán presentar peticiones, que serán adjudicadas al tipo de interés medio ponderado resultante de la subasta. No obstante, en la convocatoria de las subastas, la Secretaría General del Tesoro podrá determinar un método distinto al anterior de adjudicación de la segunda vuelta de la subasta.

El importe que el Tesoro emitirá como máximo en la segunda vuelta para cada Letra será del 24 por 100 del nominal adjudicado en la fase de subasta de esa misma Letra. Cada Creador podrá obtener, como máximo para cada Letra en esta segunda vuelta, previa presentación de la correspondiente petición, un 24 por 100 del nominal adjudicado a esa entidad en el agregado de la subasta de esa Letra y una subasta comparable.

El importe máximo que podrá comprar de cada Letra cada Creador de Mercado será el resultado de multiplicar el importe nominal total adjudicado en la fase de subasta de esa misma Letra, por un coeficiente de participación en las subastas, multiplicado a su vez por un coeficiente de premio a la labor como Creador de Mercado de Letras del Tesoro.

El coeficiente de participación en cada subasta reflejará la participación de cada Creador de Mercado de Letras del Tesoro en las adjudicaciones de la subasta sobre la que se realiza la segunda vuelta y la anterior subasta de una Letra con un vencimiento semejante al de la subastada.

El coeficiente de premio a la labor como Creador de Mercado sólo podrá tener cuatro posibles tramos no acumulables:

- Un 24 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Letras que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Letras del Tesoro que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y que hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

- Un 20 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Letras del Tesoro que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Letras que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y, sin embargo, no hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

- Un 4 por 100 que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá conceder a aquellos Creadores de Mercado de Letras del Tesoro que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, figuren como los más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta y sin embargo no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Letras del Tesoro que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

- Un 0 por 100, para aquellos Creadores de Mercado de Letras del Tesoro que, a juicio de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de Letras del Tesoro que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, y que tampoco figuren como más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

A estos efectos, mensualmente esta Secretaría General, previa notificación al Banco de España, comunicará a los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro que se puedan beneficiar de alguno de los tramos antes descritos en la segunda vuelta de cada subasta, tal circunstancia.

3. Otras operaciones de gestión de Deuda y tesorería: La condición de Creador será valorada en la elección de contrapartidas para otras operaciones de gestión de Deuda y tesorería que pueda realizar la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, tales como las subastas de liquidez del Tesoro. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá otorgar, mediante Resolución, el acceso en exclusiva de los Creadores de Mercado de Letras a las subastas de liquidez del Tesoro, siempre que cumplan los requisitos exigidos para su participación en estas subastas.

4. Recepción de información acerca de la política de financiación del Tesoro.

5. Participación, en su caso, en la fijación de los objetivos de emisión de instrumentos del Tesoro a corto plazo.

6. Representación en la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública, conjunta con los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones.

10 Octavo. Obligaciones de los Creadores de Mercado de Letras.

1. Participación en las subastas de Letras del Tesoro. Cada Creador deberá presentar en cada subasta peticiones por un valor mínimo del 3 por 100 de la cantidad adjudicada por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera para cada tipo de Letra, a rentabilidades no superiores a la correspondiente al precio marginal más dos puntos básicos sobre dicha rentabilidad.

Se excluirán del cómputo de cumplimiento de esta obligación aquellas subastas en las que concurra alguna de las dos condiciones siguientes:

- Que la rentabilidad correspondiente al precio marginal de la subasta se sitúe 2 o más puntos básicos por debajo de la rentabilidad correspondiente al precio de oferta en el mercado

secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, tomando como referencia el precio de la pantalla de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación con mayor negociación en Letras del Tesoro el mes precedente.

- Que un 40 por 100 del volumen emitido se concentre en una sola entidad.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera dará a conocer a los Creadores aquellas subastas en las que se dé una de dichas condiciones.

2. Garantizar la liquidez del mercado secundario de Letras del Tesoro cumpliendo con las obligaciones que se especifican a continuación.

Las obligaciones de cotización de las Letras del Tesoro se cumplirán cuando las cotizaciones, con los diferenciales máximos y los volúmenes mínimos acordados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, se mantengan en cada uno de los días laborables según el calendario que apruebe la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, en la pantalla de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que se determine por esta Secretaría General, durante, al menos, cinco horas entre las 8:30 y las 17:15 horas de cada día de los mencionados laborables.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera podrá modificar las condiciones de cotización, previa consulta con los Creadores.

La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera establecerá las referencias de Letras que cada Creador de Mercado deberá cotizar. Asimismo, previa consulta con los Creadores se definirán las Letras que se consideran referencia del mercado o «benchmark» y se establecerán los diferenciales máximos y volúmenes mínimos a cotizar.

3. Aportar la información que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera pueda solicitar sobre el mercado de Deuda, en general, y sobre la actividad del Creador en el mismo, en particular. En concreto, cada Creador deberá informar mensualmente sobre su operativa por cuenta propia y de terceros, la base geográfica y el tipo de entidades que constituyen su clientela, siguiendo el modelo que indique la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

Este compromiso de suministro de información que los Creadores han de mantener con el Tesoro puede satisfacerse tanto directa como indirectamente, a través de la que respecto de su actividad puedan suministrar a esta Secretaría General los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación o los sistemas de registro de la Deuda del Estado.

Por otro lado, si en una subasta de Letras del Tesoro un Creador resulta adjudicatario de más del 40 por 100 del volumen emitido, éste deberá comunicar a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera los clientes que, en su caso, hayan participado en la subasta a través de aquél.

4. Asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y evitando la realización de acciones que puedan afectar negativamente al mercado o a la Deuda del Estado.

Sección 4.^a Evaluación de los Creadores de Mercado

11 Noveno. Evaluación de los Creadores de Mercado.

1. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera evaluará mensualmente, y de manera independiente, la actividad de los Creadores de Mercado de Letras y de Bonos y Obligaciones, de acuerdo con las siguientes áreas:

a) Suscripción en las subastas.

b) Participación en operaciones de gestión de la cartera de Deuda del Estado que realice esta Secretaría General.

c) Participación en las operaciones de canjes y recompras realizadas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

d) Cotización de Letras y de Bonos y Obligaciones y «strips» en los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

e) Participación en la negociación mensual total de Letras y de Bonos y Obligaciones en los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

f) Participación en la negociación mensual de Letras y de Bonos y Obligaciones entre miembros del mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

g) Participación en la negociación mensual de Letras y de Bonos y Obligaciones realizada por Creadores con entidades que no sean miembros del mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

h) Actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos.

i) Aspectos cualitativos, tales como la participación en las operaciones de promoción interior y exterior de la Deuda del Estado, el grado de distribución de la Deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas calculado a partir de los informes que mensualmente remitirán los Creadores de Mercado a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la regularidad en el comportamiento de los Creadores de Mercado y cualquier otra actividad que refleje el compromiso con el mercado de Deuda Pública española.

j) Se podrán penalizar aspectos tales como no aportar la información o asesoramiento solicitados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, no asistir a las reuniones de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera con los Creadores de Mercado, presentar peticiones en las subastas que se desvíen significativamente del precio o de la rentabilidad del mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, o desarrollar acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o tener como fin último y único mejorar la evaluación que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera realice del Creador. Adicionalmente, la realización de este tipo de acciones puede llevar aparejada la pérdida de la condición de Creador de Mercado.

k) Se podrá penalizar a las entidades que no cumplan con las obligaciones establecidas en los apartados sexto y octavo, puntos 1 y 2.

2. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera establecerá los criterios de evaluación de las operaciones realizadas por los Creadores, atendiendo al componente de creación de mercado que conlleven. En concreto, se primará la actividad de cotización y negociación en los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación que determine la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, así como el mayor vencimiento residual de los valores objeto de negociación o de subasta en el caso de los mercados de Bonos y Obligaciones y de Deuda Segregada.

3. De acuerdo con los resultados de la evaluación realizada, la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera informará periódicamente a cada Creador de Mercado de Letras y de Bonos y Obligaciones de su situación como Creador de Mercado respecto de los demás Creadores, a través de los medios que habilite la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

4. Con carácter anual, la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera hará público quiénes han sido las entidades que, con la evaluación realizada de acuerdo con el presente apartado, han mantenido una más intensa actividad de creación en el mercado de Deuda del Estado. Esta Secretaría General podrá tomar en consideración la actividad realizada por las entidades como Creadores de Mercado de Letras y de Bonos y Obligaciones para calcular qué entidades han sido más activas como Creador de Mercado.

12 Disposición transitoria única. Régimen jurídico anterior

Salvo renuncia expresa, cada una de las entidades que a la entrada en vigor de la presente Resolución tuviera reconocida la condición de Creador mantendrá esta condición con respecto al mercado de Letras del Tesoro y/o de Bonos y Obligaciones del Estado.

13 Disposición derogatoria.

A la entrada en vigor de la presente Resolución quedan sin efectos la Resolución de 18 de noviembre de 2008, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España y la Resolución de 29 de noviembre de 2011, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se modifica la de 18 de noviembre de 2008, que establece las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

14 Disposición final única. Efectos.

La presente Resolución surtirá efectos desde el 1 de agosto de 2012,

Madrid, 20 de julio de 2012.-El Secretario General del Tesoro y Política Financiera, Iñigo Fernández de Mesa Vargas.

ANEXO II.

Orden ECE/194/2019, de 26 de febrero, por la que se dispone la emisión de Obligaciones del Estado a quince años mediante el procedimiento de sindicación.

TEXTO

La Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria establece en su artículo 94 que la creación de Deuda del Estado habrá de ser autorizada por ley y en su artículo 98 que corresponde a la Ministra de Economía y Empresa, de acuerdo con la actual estructura departamental, autorizar las operaciones relativas a la Deuda, así como establecer los procedimientos a seguir para la contratación y formalización de tales operaciones, facultades que podrá delegar, de forma ordinaria, en el titular de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional. Asimismo, en desarrollo de la autorización legal de creación de Deuda para un año, el artículo 94 habilita a la Ministra de Economía y Empresa para disponer la creación de Deuda del Estado durante el mes de enero del año siguiente, hasta un límite del 15 por 100 de aquella autorización. Para 2018, la creación de Deuda del Estado se ha aprobado por el artículo 46 de la Ley 6/2018, de 3 de julio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2018, que autoriza a la Ministra de Economía y Empresa a incrementar el saldo vivo de la Deuda del Estado en términos efectivos en el ejercicio hasta el límite que se fija en la propia autorización.

Esta autorización de endeudamiento es extensible, por su mismo importe y condiciones, para el año 2019 por haberse producido la prórroga automática de los Presupuestos del ejercicio anterior hasta la aprobación de los nuevos que establece el artículo 134.4 de la Constitución Española. El artículo 38 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, desarrolla el mencionado precepto constitucional y determina que «la prórroga no afectará a los créditos para gastos correspondientes a programas o actuaciones que terminen en el ejercicio cuyos presupuestos se prorrogan o para obligaciones que se extingan en el mismo. La estructura orgánica del presupuesto prorrogado se adaptará, sin alteración, de la cuantía total a la organización administrativa en vigor en el ejercicio en que el presupuesto deba ejecutarse».

De otra parte, la Orden ECC/1695/2012, de 27 de julio, de delegación de competencias, modificada por la Orden ECC/2388/2014, de 28 de noviembre, establece en su artículo 9 la delegación en el titular de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional de las facultades concedidas a la Ministra de Economía y Empresa por los artículos, entre otros, 94, 98, 99 y 102 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre en cuanto se refieran a instrumentos de Deuda del Estado en euros y divisas, en el interior y en el exterior, ya se trate de la emisión de valores, de la contratación de préstamos o de otras operaciones. Asimismo, la Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2019 y enero de 2020 y se autorizan las operaciones de gestión de tesorería del Estado, establece que, en relación con las operaciones sobre Letras del Tesoro y Bonos y Obligaciones del Estado, a las que se refiere el artículo 9.2.a) de la Orden ECC/1695/2012, de 27 de julio, el titular de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional será suplido por el titular de la Subdirección General de Financiación y Gestión de la Deuda Pública, en caso de vacante, ausencia o enfermedad del titular de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Por su parte, la Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, establece en el artículo 5.1.c) que la emisión de Deuda del Estado se podrá efectuar por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional mediante el procedimiento de sindicación, que consistirá en la cesión de parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a varias entidades financieras, atendiendo a los procedimientos recogidos en dicha orden.

Igualmente, en el artículo 5.2 de la Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, se establece que, a fin de llevar a cabo la emisión, el titular de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional podrá formalizar con la entidad o entidades seleccionadas o

adjudicatarias los convenios y contratos pertinentes, en los que se podrán acordar comisiones de administración, suscripción y colocación. En los mismos se determinarán los procedimientos de la adjudicación en cuanto no sean de aplicación los descritos entre los artículos 9 y 15, ambos inclusive, así como la forma y la medida en que sea de aplicación a la colocación de estas emisiones lo previsto en el artículo 7 y cuanto resulte preciso para llevar a término la emisión. Las funciones de las entidades seleccionadas terminarán, prorrateo incluido en su caso, con el ingreso del importe de la emisión en la cuenta del Tesoro en el Banco de España en la fecha fijada.

Con el respaldo legal anteriormente descrito y dado que la actual referencia «benchmark» a quince años del Tesoro (cupón 2,35 % y vencimiento en julio de 2033, que se emitió por primera vez en febrero de 2017) tiene un saldo en circulación de 17.714,3 millones de euros, la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional considera recomendable emitir una nueva referencia que sustituya a la anterior que ya cuenta con suficiente liquidez en el mercado. Por Orden de 25 de febrero de 2019 se ha otorgado un mandato a seis entidades, pertenecientes al grupo de Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones del Reino de España, para que lideren y organicen la emisión del primer tramo de una nueva referencia de Obligaciones del Estado a quince años mediante el procedimiento de sindicación.

La elección de este procedimiento de emisión para el primer tramo de la emisión tiene como objeto, por una parte, mejorar la distribución entre los inversores finales al permitir el acceso a inversores nuevos y con un perfil cualificado, tanto desde un punto de vista geográfico como de tipología, y, por otra, posibilitar que la nueva referencia alcance con rapidez un saldo en circulación suficientemente elevado como para garantizar su liquidez y su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica. Además, se podrá utilizar el sistema tradicional de subasta para la emisión de nuevos tramos de esta misma referencia, como así lo autoriza el artículo 99 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre.

Conforme al mandato otorgado, se ha acordado entre las citadas entidades y la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional la estructura final del sindicato de emisión y las características específicas de la nueva referencia, siendo necesario disponer la emisión y hacer públicas las características de las Obligaciones del Estado a quince años que se emiten.

En virtud de lo anterior, he resuelto:

1. Disponer la emisión del primer tramo de una nueva referencia de Obligaciones del Estado a quince años denominadas en euros. La colocación de este primer tramo se efectuará, si así lo aconsejan las condiciones de mercado, a partir del 26 de febrero de 2019 mediante el procedimiento de sindicación y las Obligaciones que se emitan tendrán las características establecidas en la Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2019 y enero de 2020 y se autorizan las operaciones de gestión de tesorería del Estado, y las que se determinan en la presente Orden.

2. El Sindicato adjudicatario de la emisión se estructura en tres niveles:

a) El primer nivel está integrado por las Entidades Directoras Principales, que se relacionan a continuación, a quienes por Orden de 25 de febrero de 2019 se ha otorgado un mandato para que lideren y organicen la emisión mediante el procedimiento de sindicación.

- Banco Santander, S.A.
- Barclays Bank PLC.
- HSBC France.
- Goldman Sachs International Bank.
- Morgan Stanley & Co. International PLC.
- Natwest Markets PLC.

b) El segundo nivel del sindicato, es decir, el formado por los colíderes destacados, estaría formado por un grupo de entidades reducido que, aun ocupando un lugar destacado en la clasificación mensual que la Secretaría General realiza de la actividad de los Creadores de Mercado, no se encuentren entre las entidades mencionadas en la letra anterior. Dentro de este segundo nivel entrarán las siguientes entidades.

- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- BNP Paribas S. A.
- Citigroup Global Markets Limited.
- Crédit Agricole CIB.
- J.P. Morgan Securities PLC.
- Société Générale.

c) El tercer nivel corresponde a las Entidades Codirectoras, y está formado por el resto de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España que actúan en el ámbito de los Bonos y Obligaciones del Estado, que hayan mostrado interés en participar en esta sindicación.

3. Características de las Obligaciones que se emiten.

a) La fecha de emisión, el tipo de interés nominal anual y el precio de suscripción de los valores se determinarán por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, previa consulta con las entidades integrantes del Sindicato adjudicatario de la emisión, y se harán públicos mediante Orden en el Boletín Oficial del Estado.

b) Las Obligaciones que se emiten se amortizarán, a la par, el día 30 de julio de 2035.

c) Los cupones tendrán vencimiento el 30 de julio de cada año, siendo el primer cupón a pagar el 30 de julio de 2019 y se pagarán por anualidades vencidas, excepto el primer cupón que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 6.2 de la Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, tendrá un periodo de devengo reducido, comprendido entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento del cupón. El importe bruto de este primer cupón, expresado en tanto por ciento del saldo nominal y redondeado a seis decimales, se calculará mediante la siguiente expresión:

$$\text{Cupón bruto} = \frac{I \times d}{365}$$

Donde «I» es el tipo de interés nominal expresado en tanto por ciento y «d» es el número de días del periodo de devengo, computándose como primer día la fecha de emisión y como último el día anterior a la fecha de vencimiento.

d) De conformidad con lo previsto en el artículo primero, número 2 de la Orden 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 reconstitución y se autoriza a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a formalizar préstamos singulares con instituciones financieras, las Obligaciones que se emiten tienen la calificación de bonos segregables. No obstante, la autorización para el inicio de las operaciones de segregación y reconstitución deberá aprobarse por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional.

4. La suscripción de la nueva Obligación del Estado a quince años se efectuará por importes nominales múltiples enteros de 1.000 euros. El pago en efectivo correspondiente al nominal suscrito, con ingreso en la cuenta del Tesoro Público en el Banco de España, se efectuará en la fecha de emisión y puesta en circulación de los valores. La Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional comunicará al Banco de España el nominal emitido a efectos de su comunicación a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, y su posterior admisión a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija.

5. Se podrán realizar operaciones de estabilización de precio en relación con las Obligaciones del Estado que se emiten. Estas operaciones no serán, en ningún caso, por cuenta del Tesoro Público.

6. Los gastos que se deriven de las operaciones descritas se imputarán a la Sección 06, Deuda Pública, del Presupuesto de la Administración General del Estado.

Madrid, 26 de febrero de 2019.-La Ministra de Economía y Empresa, P. D. (Orden ECC/1695/2012, de 27 de julio), el Secretario General del Tesoro y Financiación Internacional, P. S. (Orden ECE/27/Z019, de 21 de enero), el Subdirector General de Financiación y Gestión de la Deuda Pública, Pablo de Ramón-Laca Clausen.