



UNIVERSIDAD DE JAÉN
Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

**EL MERCADO
ESPAÑOL DE
DEUDA PÚBLICA**

Alumno: María Dolores Gómez Berrio

Junio, 2016

RESUMEN

Con este trabajo se pretende profundizar en el conocimiento del mercado de deuda pública español. Para ello, se analizan los aspectos fundamentales que caracterizan su funcionamiento.

En el estudio, se describe cual es la mecánica de emisión de la deuda pública española, así como los diversos medios que permiten la buena marcha del mercado de deuda pública en España. También, se analiza la evolución que ésta ha tenido en los diferentes mercados donde se pueden contratar sus títulos. Se dedicará una parte al estudio de las agencias de calificación crediticia o rating el cual se complementará con un análisis de la prima de riesgo española.

ABSTRACT

In this paper, we try to deepen the knowledge of the Spanish public debt market. To do this, the fundamental aspects that characterize its operation are analyzed.

In this study, the form of issuing public debt and the various means that enable the good progress of the Government bond market in Spain are described. The evolution that has taken in the different markets where its bonds can be hired is also analyzed. A part of this paper will be dedicated to the study of credit rating agencies. This parte will be complemented with an analysis of the Spanish risk premium.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. CONCEPTO DE DEUDA PÚBLICA	5
3. TIPOLOGÍA DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA	7
3.1. Antecedentes	7
3.2. Tipología actual	8
3.2.1. Letras del Tesoro	8
3.2.2. Bonos y Obligaciones del Estado	9
3.2.3. Strips de deuda: bonos y obligaciones segregables	12
4. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA	14
4.1. Características	14
4.2. Agentes participantes	15
4.2.1. Miembros del mercado	17
4.3. IBERCLEAR	19
5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA	21
5.1. Sistemas de emisión	21
5.2. Evolución del mercado primario en España (2006-2014)	24
6. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA ESPAÑOLA Y PRIMA DE RIESGO	27
7. MERCADO SECUNDARIO	32
7.1. Operaciones permitidas	32
7.2. Sistemas de negociación	33
7.3. Evolución del mercado secundario en España (2006-2014)	35
7.4. Otras formas de inversión en Deuda Pública	37
8. CONCLUSIONES	40
9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43
10. ANEXOS	47

1. INTRODUCCIÓN

El estallido de la crisis económica y financiera que tuvo lugar en el año 2008, supuso el inicio de una etapa de decadencia en la mayoría de los países miembros de la Unión Europea. España fue uno de ellos, registrando valores de deuda hasta entonces desconocidos. El peso que ésta llegó a representar sobre el Producto Interior Bruto (PIB), en el año 2015, fue de un 99.20% casi tres veces más que la registrada el año anterior al comienzo de la crisis (36% sobre el PIB en 2007) (Álvarez Nogal y Comín Comín, 2015, p. 350; Datosmacro: “Deuda Pública”).

El rápido aumento que experimentó la deuda pública española, desembocó, en el año 2010, en una crisis de deuda soberana (Álvarez Nogal y Comín Comín, 2015, p. 350).

Desde la irrupción de la crisis económica y financiera y, más concretamente, de la crisis de deuda soberana, el tema de la deuda pública se ha convertido, en un asunto de interés nacional e internacional. Se trata de una cuestión de actualidad, de la que diariamente obtenemos información a través de todos los medios de comunicación. Por todo ello, resulta interesante realizar un estudio sobre ésta.

Lo que se pretende conseguir con este trabajo es la adquisición de unos conocimientos básicos sobre el mercado de deuda pública español.

Con el desarrollo de los aspectos más importantes de la organización y funcionamiento del mercado de deuda pública se pretende dar respuesta a algunas preguntas que han rondado muchas mentes, sobre todo en los últimos tiempos, como por ejemplo: ¿qué es la Deuda Pública?, ¿cómo se encuentra representada?, ¿dónde tengo que acudir si quiero invertir en ella?, ¿quién me asegura que mi inversión es fiable?, ¿por qué nuestra prima de riesgo se compara con la alemana y no con la de otro país? Estas y más cuestiones se irán resolviendo a lo largo del trabajo.

Un objetivo adicional que se persigue es conocer cómo han evolucionado los distintos mercados (primario y secundario), en los que se pueden negociar los títulos de deuda, durante los últimos años.

Para la elaboración de este trabajo se ha llevado a cabo una revisión de la bibliografía existente sobre el tema. Por un lado se han consultado, entre otros, artículos

de revistas, manuales y monografías publicadas. Adicionalmente, se ha tenido en cuenta la información publicada, en sus respectivas páginas webs, por parte de los organismos públicos que intervienen en la emisión y gestión de la deuda pública (Tesoro, Iberclear y Banco de España).

Por último, los gráficos y las tablas (incluidas como anexos) que aparecen en el trabajo, se han obtenido a partir de los datos facilitados en la publicación Mercado de Deuda Pública editada anualmente por el Banco de España. Se ha realizado un análisis de todos ellos con la finalidad de plasmar, de una manera sencilla, la evolución que ha tenido el mercado de deuda pública en los últimos años.

Todas estas fuentes se encuentran reflejadas en la bibliografía del trabajo.

Para conseguir los objetivos planteados, este trabajo se estructura en seis partes, además de esta introducción y un epígrafe dedicado a las conclusiones.

Tras esta introducción, en primer lugar, se definirá el concepto de deuda pública. Éste, se complementará con un análisis de cómo se ha comportado en España desde su incorporación en la Unión Europea.

En segundo lugar, se argumentarán cuáles fueron los motivos que llevaron al Tesoro a emitir deuda y en qué instrumentos la materializó.

En tercer lugar, analizaremos los elementos fundamentales del mercado de deuda pública: características, agentes participantes y la función que IBERCLEAR desempeña en él.

En cuarto lugar, trataremos los mecanismos de emisión que se llevan a cabo en el mercado primario. Se incluirán una serie de gráficos permitiéndonos observar cómo ha evolucionado éste entre los años 2006 y 2014.

En quinto lugar, hablaremos sobre el tema de las agencias de calificación y de la importancia que la prima de riesgo representa para nuestro país.

En sexto lugar, realizaremos un análisis del mercado secundario. Éste, nos permitirá conocer las operaciones que se llevan a cabo en él, los sistemas de negociación empleados y las diferentes formas en las que se pueden contratar títulos de deuda

pública. A esto, se le añadirá un análisis de cuáles fueron las operaciones que más contrataron titulares y terceros entre 2006 y 2014.

En último lugar, aparecerán una serie de conclusiones que recogerán las ideas más significativas del estudio realizado.

El trabajo se cierra con un apartado donde se recogen las referencias bibliográficas utilizadas y unos anexos con la información cuantitativa sobre la evolución del mercado primario y secundario de deuda pública.

2. CONCEPTO DE DEUDA PÚBLICA

Según Nieto González y García Moreno (2000, pp. 21-22) la Deuda Pública se define como el conjunto de pasivos adquiridos por las Administraciones Públicas. Éstos son emitidos al público en general con el objetivo de obtener la financiación necesaria, de una manera rápida, para poder subsanarlos. Son inversiones atractivas para el inversor debido al apoyo del Estado.

Una de las principales características que presenta es la variedad en la que la podemos encontrar representada: diversos tipos de títulos, de formas de emisión, de vencimientos, etc. Combina particularidades tanto de mercados monetarios (corto plazo) como de capitales (medio y largo plazo). No obstante, muestra más características correspondientes a los mercados monetarios como son la gran liquidez, el bajo riesgo y la utilización por parte del Banco de España como mecanismo de política monetaria.

Todos los títulos de Deuda Pública emitidos tienen la cualidad de estar simbolizados mediante anotaciones en cuenta.

El Real Decreto 505/1987 configura lo que en la actualidad conocemos como Sistema de Anotaciones en Cuenta. El funcionamiento de éste se estructura en la posesión de valores emitidos por el Estado asegurados en una Central de Anotaciones supervisada por el Banco de España. La contratación a través de este sistema se realiza de forma descentralizada, hecho que permite la masiva colocación de deuda, y por vía telefónica. Mediante la misma Central de Anotaciones se produce la compensación y liquidación de los títulos (Nieto González y García Moreno, 2000, pp. 24-25).

Aunque nos centraremos en la deuda emitida por el Estado, hay que tener en cuenta que las Comunidades Autónomas (CCAA), las Corporaciones Locales (CCLL) y demás

organismos públicos también realizan emisiones de deuda a corto y largo plazo. Los títulos emitidos, comparten la misma forma (letras, bonos y obligaciones) y características que los del Estado (Finanzas para todos, 2010: “La oferta de productos y servicios financieros”).

La deuda española ha sufrido importantes cambios desde la creación de la Unión Europea hasta la actualidad (Martínez Carrascal y Tello Casas, 2014, pp. 74-75).

El 7 de febrero de 1992, se firma en Maastricht un acuerdo. Su finalidad era la creación de una unión entre los diferentes países que componía Europa. Los principales objetivos a conseguir se fijaron en los siguientes (Tratado de Maastricht, 1992, pp. 2-8):

- Creación de una unión tanto económica como monetaria. Culminando ésta en el establecimiento de una moneda única en todos los países miembro.
- Creación de una política exterior y de seguridad conjunta.
- Protección de los derechos de los ciudadanos.
- Participación en asuntos de interior y justicia.

Desde mediados de los años noventa hasta el 2007, la deuda del Estado se redujo. La finalidad que el Estado español pretendía conseguir con ello, era adaptarse a lo establecido en el Tratado de Maastricht. La etapa de prosperidad que experimentó España se caracterizó por, pasar de un endeudamiento mayor al 6% del Producto Interior Bruto (PIB), en el año 1995, a presentar un superávit del 2% en 2007 (Martínez Carrascal y Tello Casas, 2014, pp. 74-75).

La deuda pública española se ha visto afectada por las diversas políticas llevadas a cabo durante la crisis económica iniciada en 2008. Ésta, se caracterizó por el derrumbe del sistema bancario español. La necesidad de recuperarlo, dio lugar a la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), cuya finalidad era adquirir deuda de las entidades bancarias para inyectarles liquidez, y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), encargado de sanear ciertas instituciones bancarias con dificultades. Todo esto, causó un incremento de la deuda pública del Estado el cual, pudo verse reducido, entre 2011 y 2012, gracias a la colocación de parte, de los pasivos que la habían incrementado (Álvarez Nogal y Comín Comín, 2015, p. 352).

Entre el año 2011 y 2012, se adoptaron dos tipos de medidas que influyeron en la deuda del Estado (Álvarez Nogal y Comín Comín, 2015, pp. 352-353):

- Medidas procedentes de la Unión Europea: el hecho de que la crisis afectara a los demás países de la zona euro, hizo que aparecieran una serie de medidas para intentar paliar la situación. Se creó, en 2010, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) pasando en octubre de 2012 a denominarse Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Su función era emitir deuda de países con grandes dificultades económicas, entre ellos España. El periodo de vigencia de FEEF (2010-2012), supuso un incremento de la deuda pública española con respecto al PIB de un 1.7%. El registrado por MEDE desde octubre hasta diciembre de 2012 fue del 0.4%.
- Medidas procedentes del propio Estado español: surge en 2012, el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP) para que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales pudieran hacer frente a las deudas que tenían con sus proveedores. La aportación que éste supuso a la deuda pública frente al PIB fue de 2.7% en 2012. En el año 2011, aparece el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE). Éste, nació con la finalidad de garantizar a las entidades eléctricas el cobro de los desfases ocasionados por la diferencia entre, el coste en que ellas incurren para la producción de electricidad y las cantidades pagadas por los consumidores (déficit de tarifa). El FADE incrementó la deuda pública en un 1.5% sobre el PIB.

La recuperación iniciada a mediados de 2013, no ha conseguido aún reducir la elevada deuda del Estado. Por ello, seguir con las políticas de reestructuración resulta decisivo para que poco a poco España se sitúe en niveles adecuados de endeudamiento (Martínez Carrascal y Tello Casas, 2014, pp. 84-85).

3. TIPOLOGÍA DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA

3.1. Antecedentes

Hasta 1973, tanto el Estado como otros organismos públicos, habían cubierto sus necesidades de fondos a través de canalizaciones procedentes principalmente del Banco

de España, aunque también recibían ayuda por parte de otros bancos (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 369-370).

Debido a la gran cantidad de deuda pública que existía y, por consiguiente, la necesidad de financiación, se vio como una posible solución dividir la deuda en diferentes títulos, que serían controlados por el Banco de España. Aunque todos tendrían la misma finalidad, sus características serían diferentes. Estos títulos comenzaron siendo Bonos y Pagarés del Tesoro, Certificados de Depósito, Certificados del Banco de España y Certificados de Regulación Monetaria. Desde 1987, estos activos quedan reducidos a los que actualmente conocemos: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado, títulos en los cuales profundizaremos a continuación (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 369-370).

3.2. Tipología actual

3.2.1. Letras del Tesoro

Siguiendo a Nieto González y García Moreno (2000, p. 22) las Letras del Tesoro son títulos de deuda que surgieron mediante la Orden Ministerial de 11 de Junio de 1987, como mecanismo de sustitución de lo que hasta entonces se conocía como Pagarés del Tesoro

La finalidad que se pretendía conseguir emitiendo este tipo de títulos era respaldar las actuaciones llevadas a cabo por el Banco de España en cuestiones relacionadas con los mercados monetarios. Con el paso del tiempo y la evolución experimentada por la economía española, se amplió su finalidad, sirviendo también como forma de financiación del Estado (Nieto González y García Romero, 2000, p. 22).

Las principales características de las letras del Tesoro son las siguientes (Nieto González y García Romero, 2000, p. 22; Pajero Gamir et al, 2014, p. 371; Esteban Velasco, 1998, pp. 37-38):

- En primer lugar, cabe destacar que son títulos emitidos por el Tesoro y mediante una modalidad conocida como descuento. Esta forma de emisión consiste en que el inversor a través de una subasta competitiva, hace partícipe de la cantidad que desea adquirir y lo que está dispuesto a pagar por ella (porcentaje sobre el nominal). Es decir, pagará un importe menor al nominal, obteniendo como rendimiento la diferencia entre el nominal y el precio de

adquisición. Las cantidades contratadas deben partir de mil euros. Si la inversión pretende ser mayor, ésta se irá realizando mediante múltiplos de mil euros. La rentabilidad recibida computará como rendimiento de capital mobiliario implícito, por lo que estaría exento de retenciones.

- Las Letras del Tesoro se pueden negociar tanto en el mercado primario como en el secundario.
- La forma de representación es mediante anotaciones en cuenta. Son considerados títulos a corto plazo, ya que tienen un vencimiento máximo de 24 meses. Actualmente, presentan cuatro tipos de plazos de emisión: 3, 6, 9 y 12 meses. Esto, junto a la seguridad que le reporta estar vinculados al Estado y gracias a la actividad que presenta el mercado secundario, hace que sean unos de los productos financieros más solicitados.
- Son títulos adaptados a cualquier tipo de agente: desde inversores institucionales, que son aquellos que dedican su actividad a este tipo de operaciones negociando con enormes volúmenes de títulos, hasta inversores particulares, los cuales participan de manera personal invirtiendo en menor medida que los anteriores.
- Por último, no podemos olvidar mencionar que las Letras del Tesoro son títulos imposibles de segregar en strips, como a continuación veremos que sí lo son los Bonos y Obligaciones del Estado.

3.2.2. Bonos y Obligaciones del Estado

Los Bonos del Estado son títulos emitidos desde 1982 a medio plazo, mientras que las obligaciones se emiten a largo plazo desde el año 1983 (Álvarez Nogal y Comín Comín, 2015, p. 347).

A continuación pasamos a explicar de manera conjunta los Bonos y Obligaciones del Estado debido a las semejanzas que ambos títulos comparten. Éstas pueden resumirse en las siguientes (Nieto González y García Romero 2000, pp. 22-23; Pajero Gamir et al, 2014, p. 371; Santos Sanz, 1998, pp. 38-41):

- Son títulos emitidos por el Tesoro con diferentes plazos de amortización conocidos en el momento de la adquisición. Esta es la única diferencia que muestran los bonos y las obligaciones ya que, mientras los primeros se

emiten a medio plazo (3 y 5 años), los segundos lo hacen a largo plazo con duraciones de 10, 15 e incluso 30 años.

- Estos títulos, al igual que las Letras del Tesoro, son emitidos en subastas competitivas mediante múltiplos de mil euros y, debido al amparo que tienen del Estado, son títulos con bajo riesgo y baja rentabilidad. El rendimiento obtenido es de tipo explícito, es decir, el inversor obtiene una remuneración mediante el cobro de cupones. Los cupones pueden ser cobrados en diferentes periodos de tiempo según se acuerde en el momento de la emisión. Estos cobros suelen ser: mensuales, trimestrales, cuatrimestrales, semestrales, anuales o cupón cero, que son aquellos en los que solo se realiza un cobro y es en el momento de amortización del título.
- El tipo de interés que cobrará el inversor se establece cuando se aprueba la emisión de estos títulos. En ocasiones, éste se vincula a determinados índices con el objetivo de hacer frente a ciertas circunstancias de riesgo provocadas por desequilibrios económicos. Los títulos que se emiten con esta particularidad se denominan bonos indexados. Existen diversos tipos en función del índice al que estén referenciados (Del Arco Juan, Expansión: “Diccionario”):
 - Bonos indexados a la inflación: con ellos se pretende cubrir al inversor ante la posible pérdida de capacidad adquisitiva que puede experimentar debido a la inflación. Son los más usados.
 - Bonos indexados al PIB: el interés de estos títulos se vincula al incremento que experimente el Producto Interior Bruto (PIB).
 - Bonos indexados a Commodities: el rendimiento obtenido con ellos se relaciona con el valor que tienen algunos productos básicos como por ejemplo, el arroz.
 - Bonos indexados a Divisas: su interés se vincula a la cotización de una moneda que no sea la del propio país que los emite. La finalidad de esto es evitar los posibles riesgos que ésta pueda experimentar.
 - Bonos alcistas y bajistas: su rendimiento se relaciona directamente con algún índice bursátil.

- La retribución obtenida por el inversor a través de los cupones contará como rendimiento de capital mobiliario sujeto a retención.
- Cuando el inversor adquiere Bonos u Obligaciones del Estado en el mercado primario lo hace pagando lo que se conoce como valor de emisión, éste puede ser a la par es decir, igual que el valor nominal del título, o sobre la par (con prima), el inversor pagará un valor inferior al nominal.
- La otra forma de contratar este tipo de títulos es acudiendo al mercado secundario. Si el inversor contrata mediante este mercado, deberá pagar el precio del título compuesto por: el precio ex cupón (valor indicado en las tablas de cotización) más el cupón corrido (valor generado entre el tiempo que transcurre desde el último cobro de cupón hasta el momento de su adquisición).
- Cuando son contratados, se puede acordar fijar dos tipos de derechos: derecho de recompra mediante el cual el inversor puede amortizar el título antes de que llegue el periodo establecido, y/o derecho de mantener o finalizar con la participación del título cuando llega su amortización.
- Al llegar el momento de reembolso el inversor cobrará una cantidad igual o superior al nominal del título.
- Otra cualidad compartida con las Letras del Tesoro es que se representan mediante anotaciones en cuenta.
- La credibilidad que reporta el Estado en la contratación tanto de bonos como de obligaciones hace que el riesgo contraído por el inversor sea menor, aunque no lo exime totalmente de él (Sáez Pérez de la Torre, 1992, p. 33).

Según Mascareñas, 2013, pp. 12-26 existen diversos tipos de riesgo:

- *Riesgo de interés*: se manifiesta cuando el inversor vende el título antes de que llegue su vencimiento. Cuanto mayor sea la vida de la obligación, más será el riesgo de tipo de interés que deberá soportar su propietario. La relación que existe entre el tipo de interés y el precio del activo es inversa. Si el tipo de interés del mercado aumenta el precio de una obligación disminuye provocando pérdidas al inversor. Y al contrario, si el tipo de interés del mercado crece el precio del título decrece obteniendo el propietario beneficios.

- *Riesgo de reinversión*: es un tipo de riesgo opuesto al mencionado antes. Cuanto más corto sea el vencimiento del título, mayor será el riesgo de reinversión al que se tendrá que hacer frente el inversor.
- *Riesgo de insolvencia*: surge por la posibilidad de impago, en plazo e importe establecidos, por parte del organismo emisor. Cuanto mayor sea este tipo de riesgo más rentabilidad exigirá el inversor. Existen unas entidades encargadas de valorar este riesgo, son las denominadas Agencias de Calificación o Ranting de las cuales hablaremos más adelante.
- *Riesgo de inflación*: se asocia a los cambios que puede experimentar el poder adquisitivo, en los rendimientos obtenidos mediante el título, como consecuencia de la inflación. Para evitar esta situación, el inversor puede contratar bonos indexados a la inflación.
- *Riesgo de variaciones en la estructura temporal de los tipos de interés (ETTI)*: se produce cuando la ETTI no fluctúa igualmente en los diferentes plazos que presentan los títulos.
- *Riesgo de la volatilidad de los tipos de interés*: se asocia a aquellos títulos que se emiten con la posibilidad de ser vendidos o comprados antes del vencimiento. Cuando el inversor ejecuta alguna de estas operaciones con su título, se arriesga a recibir un tipo de interés menor o mayor al que recibiría si mantuviera el activo hasta el vencimiento.
- *Riesgo de tipo de cambio*: surge en el momento en que un inversor adquiere títulos en una moneda diferente a la su país.
- *Riesgo eventual*: se manifiesta cuando se produce un hecho importante que afecta al valor del título. Por ejemplo, cambios en la legislación.

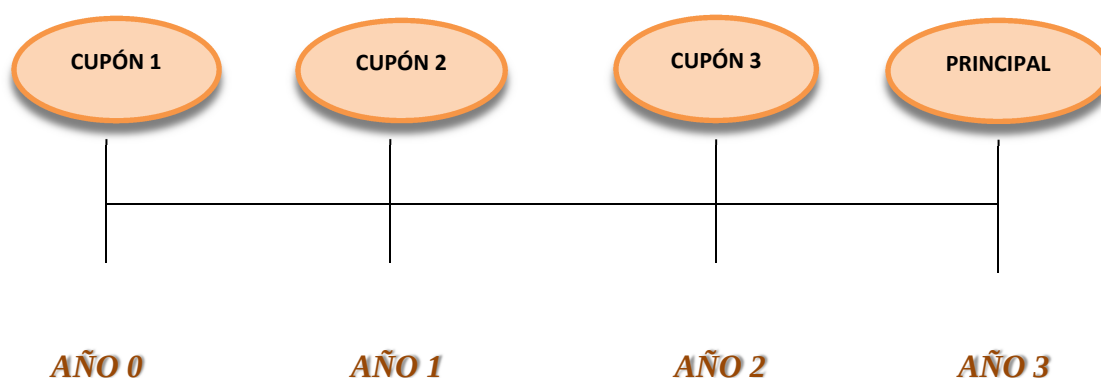
3.2.3. Strips de deuda: bonos y obligaciones segregables

Aunque su emisión fue aprobada en 1997, no fue hasta inicios de 1998 cuando comienzan a emitirse Bonos y Obligaciones del Estado con una característica hasta entonces desconocida como consecuencia de la incorporación de España a la Unión Monetaria. Esta capacidad permitía a los inversores negociar, en el momento de la emisión, títulos en los que los cupones y el nominal desembolsado podían negociarse de forma separada, es decir, segregando un bono u obligación en “n” activos diferentes. A esto se le conoce como strips de deuda. Tras la separación, los títulos deben volver a

recomponerse para ser como eran cuando se emitieron (El Tesoro: “Strips”; De Andrés Sánchez, Molina Cobo y Sardá García, 2004, p. 36).

Para que sea más fácil entender el mecanismo de los strips lo vamos a explicar mediante un ejemplo (esquema 1). Disponemos de un bono a tres años que nos da derecho a recibir 3 cupones (uno correspondiente a cada año) y a recuperar el nominal al vencimiento.

Esquema 1. Esquema de funcionamiento de los strips de deuda



Fuente: Elaboración propia con datos del Tesoro: “Strips”.

Por tanto, un bono segregable con vencimiento en tres años se puede dividir en cuatro strips. Los tres primeros se corresponderían con los pagos anuales de cada uno de los cupones y, el último se produciría el tercer año por el principal. Una vez segregados, cada uno de los títulos que han surgido se pueden negociar de forma independiente al resto.

La rentabilidad de este tipo de títulos se incorpora a los rendimientos de capital mobiliario. El título emitido al comienzo de la operación tiene consideración de rendimiento explícito mientras que los títulos que se generan al segregarse tienen consideración de títulos con rendimiento implícito sin ningún tipo de retención. Se puede afirmar que estas inversiones son más favorecedoras en términos fiscales que las realizadas en los Bonos y Obligaciones del Estado (De Andrés Sánchez, Molina Cobo y Sardá García, 2004, pp. 39-40).

El Tesoro emite bonos y obligaciones segregables y los Creadores del Mercado son los encargados de dividir en partes o recomponer los cupones y nominales de éstos títulos, teniendo en cuenta que el importe mínimo del bono debe ser quinientos mil

euros y, si se quiere seguir amentando la participación, debe ser mediante múltiplos de cien mil euros. El valor del título segregado, al recomponerse, debe ser equivalente al valor que tenía antes de ser dividido. Si esto no ocurre, se produciría lo que se conoce como oportunidad de arbitraje. Dicha oportunidad se daría como consecuencia de la diferencia entre valores proporcionando mayores beneficios a una de las partes. Como este hecho no puede ocurrir, en el mercado se producirían una serie de operaciones mediante las cuales se equilibraría el valor (De Andrés Sánchez, Molina Cobo y Sardá García, 2004, pp. 36-38; Pajero Gamir et al, 2014, p. 394).

Como mencionamos anteriormente, los Bonos y Obligaciones del Estado muestran una serie riesgos, de los cuales algunos pueden desaparecer cuando este tipo de títulos se segrega. Por ejemplo, el riesgo de reinversión dejaría de existir ya que son títulos de cupón cero es decir, los cupones se cobran al vencimiento de la operación. Otro riesgo que quedaría disuelto es el riesgo de crédito, también conocido como riesgo de tipo de interés, si el título segregado adquirido se mantiene hasta el momento del vencimiento que acordó el inversor antes de separarlo (De Andrés Sánchez, Molina Cobo y Sardá García, 2004, pp. 35-38).

4. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

4.1. Características

En el Mercado de Deuda Pública se tramitan valores de renta fija que aparecen como anotaciones en cuenta.

Es importante mencionar que en estos mercados, a diferencia de los de renta variable, hay una duración limitada que, por regla general, se conoce. Otra cualidad a destacar es que las inversiones en los mercados de renta fija tienen menos riesgo y, como consecuencia, menos rentabilidad que las que se realizan en los de renta variable. El motivo de este hecho es que los organismos emisores de renta fija se obligan a pagar la cantidad fijada en el momento acordado. En caso de liquidación de la sociedad este tipo de deudas son las primeras que se liquidan (Tyler y Cekuolyte, 2006, p. 21).

Los títulos que se tramitan en este mercado proceden de organismos públicos autorizados mediante el Ministerio de Economía y Competitividad, algunos de éstos son: Estado, Comunidades Autónomas, Instituto de Crédito Oficial (ICO), entre otros (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 372-373).

4.2. Agentes participantes

Existen tres instituciones encargadas de que las operaciones llevadas a cabo en este tipo de mercado se realicen adecuadamente. Cada una de ellas posee unas funciones determinadas, hecho que hace que, al coordinarse de manera apropiada, se cree un mercado organizado atractivo para la inversión. Estas instituciones son (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 355-357):

- **Banco de España**: Es el organismo rector y se encarga de la regulación y supervisión de las operaciones llevadas a cabo entre sus miembros.
- **IBERCLEAR**: Podemos destacar que es el organismo encargado de registrar y liquidar los valores negociados en el mercado de deuda pública, como se verá más adelante.
- **Bolsas de Valores**: En España, existen cuatro Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) interconectadas entre sí. Éstas junto con IBERCLEAR, pueden negociar y liquidar las operaciones que se registren en el mercado de deuda pública.

Las funciones que desempeñan las Bolsas de Valores son relativamente recientes, ya que con los Bonos y Obligaciones del Estado comenzaron a ponerse en práctica en 1992 y con las Letras del Tesoro un año después (1993).

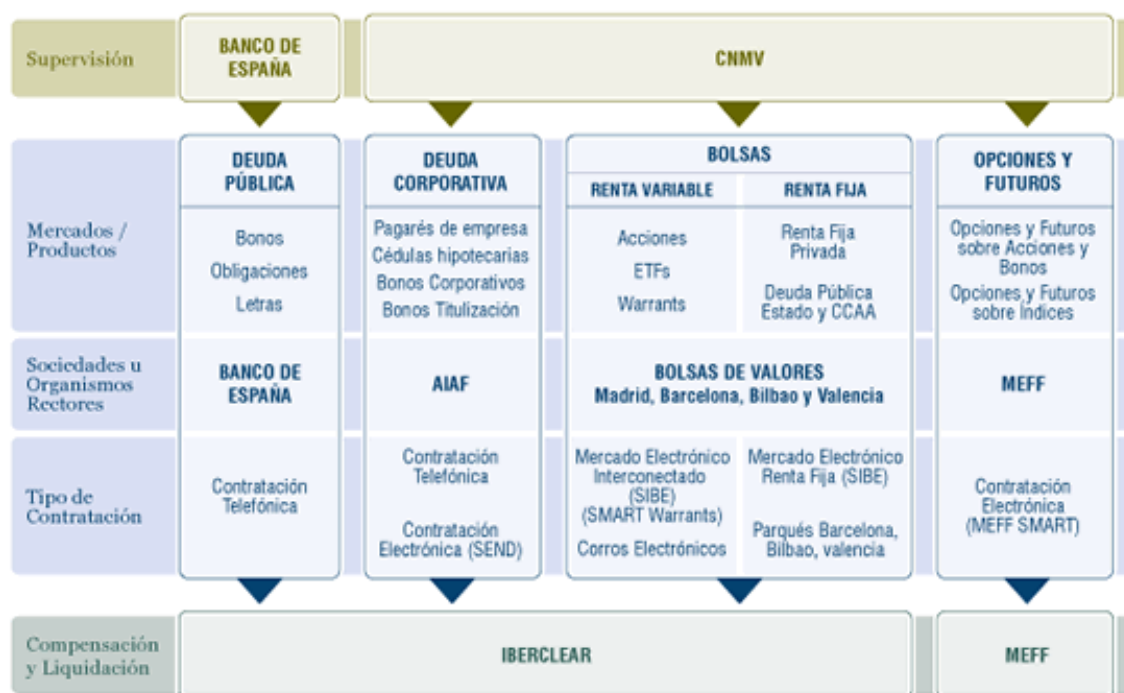
El mercado de valores español ha experimentado en estos últimos veinte años una evolución importante gracias a la cual, éste se ha podido dotar de una gran eficiencia. (BME, 2013, p. 4).

La Directiva comunitaria de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se ha impuesto sobre la legislación que regulaba el mercado español de valores produciendo una serie de modificaciones tanto en su estructura como en su funcionamiento. Siguiendo estas nuevas directrices, los mercados regulados que actualmente operan en España son: las cuatro Bolsas de Valores, el mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el mercado de Futuros y Opciones MEFF y el mercado de Renta Fija AIAF. También, actúan los Sistemas Multilaterales de Negociación que comercializan títulos de Deuda Pública Anotada y acciones aceptadas en los mercados regulados (BME, 2013, pp. 4-6).

Los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de renta variable y renta fija están administrados por Bolsas y Mercados Españoles (BME) (BME, 2013, pp. 4-6).

El esquema 2 refleja la estructura y organización del mercado de valores español. En él, encontramos diferentes mercados los cuales analizaremos a continuación.

Esquema 2. Estructura, organización y funcionamiento del mercado de valores español.



Fuente: BME, (2013), p. 4.

Dentro de la renta fija se encuentran dos tipos de deuda: la deuda pública, perteneciente a organismos públicos, y la deuda corporativa, emitida por entidades privadas. Ambas se caracterizan por la gran variedad de títulos de los que disponen, cada uno de ellos adecuado a los deseos que presentan tanto los oferentes como los demandantes. Como podemos ver, la forma de contratarlos también varía en función de un tipo u otro de deuda. Se puede contratar por vía telefónica, de forma electrónica a través del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) y, mediante el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) y en el parqué de la misma Bolsa de Valores.

Los activos de renta variable operan a través del SIBE. Aunque hay determinados valores que dada su poca liquidez se negocian en el parqué. Al igual que ocurre con los títulos de renta fija, también existe una amplia gama de productos para contratar (BME, 2013, pp. 4-6).

Aunque en el esquema no aparece, es importante mencionar que si un inversor pretende negociar con valores del mercado latinoamericano, deberá acudir a lo que se conoce como LATIBEX, un sistema multilateral de negociación que surgió en el año 1999. Éste permite a los inversores europeos comprar y vender títulos, de entidades latinoamericanas en crecimiento, mediante un mercado único. Todas las transacciones se realizan en una sola moneda, el euro (LATIBEX: “El mercado”).

Todos los valores adquiridos en los mercados de: renta fija, renta variable y LATIBEX se compensarán y liquidarán a través de IBERCLEAR (IBERCLEAR: “Mercado”).

En el mercado de futuros y opciones se negocian valores cuyo subyacente se vincula a distintas acciones individuales, al IBEX 35 y a diversos índices bursátiles. Tanto la contratación como la liquidación se realizan a través del Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España (MEFF) (BME, 2013, pp. 4-6).

4.2.1. Miembros del mercado

Un inversor particular no puede acudir directamente al mercado para adquirir los títulos que desee, sino que antes debe contactar con un intermediario que tenga capacidad para actuar en el mercado. Una vez que hayan conectado con los intermediarios, éstos serán los encargados de acudir al mercado con la función de encontrar los títulos que mejor se adapten a los requisitos indicados por los inversores. Estos intermediarios son conocidos como miembros del mercado, concretamente podemos encontrar dos tipos: Titulares de Cuentas a Nombre Propio y Entidades Gestoras, éstas a su vez se subdividen en dos (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 373-378; Martín Fernández, 2006, pp. 86-87):

- A) Los Titulares de Cuentas a Nombre Propio, son un grupo de intermediarios cuya función consiste en conservar cuentas como entidades participantes a su propio nombre en IBERCLEAR. Dentro de este tipo podemos encontrar al Banco de España, a entidades pertenecientes al mercado secundario que desarrollen la función de compensar y/o liquidar y, por último, a todos aquellos agentes que hayan adquirido las condiciones exigidas por el mercado.

Para conseguir este puesto se deben cumplir una serie de requisitos:

- Deben disponer como mínimo de un millón doscientos mil euros en recursos propios.
- Ejercer por cuenta propia y siempre a través de IBERCLEAR.

B) Las Entidades Gestoras se encargan de dirigir las cuentas de aquellos organismos o particulares que no pueden actuar mediante IBERCLEAR. Éstas deben poseer una cuenta general, la cual presentará siempre un saldo igual a la unión de todas aquellas a las que representan.

Como mencionamos anteriormente, existen dos clases de Entidades Gestoras:

- *De capacidad plena*: son las encargadas de llevar a cabo todas las operaciones autorizadas. Tiene la capacidad de ser consideradas Titulares de Cuentas a Nombre Propio. Son las más abundantes. Para ostentar esta posición se necesita un capital de cuatro millones y medio de euros y un saldo de clientes de ciento veinte millones de euros.
- *De capacidad restringida*: éstas solo podrán ejecutar algunas operaciones siempre que dispongan de un saldo mínimo de clientes de seis millones de euros. Ejercen únicamente como representantes de sus clientes.

Los requisitos que se deben cumplir para poder actuar como Entidad Gestora son los siguientes:

- Disponer como mínimo de novecientos mil euros de capital desembolsado y, tener recursos propios en función a la cantidad de actividad y de riesgos soportados.
- Mecanismos necesarios para poder actuar con soltura.
- Encontrarse en calidad de: banco/caja de ahorros, cooperativa de crédito, sociedad o agencia de valores.
- Buen posicionamiento de los socios (experiencia en el ámbito, honradez...) y de su órgano de administración.
- Ninguno de los participantes de este órgano pueden encontrarse en situación de quiebra ni con antecedentes penales.

El Ministerio de Economía y Competitividad es la institución encargada de conceder la condición de Entidad Gestora. El Banco de España es considerado también Entidad Gestora por La Orden Ministerial del 22 de enero de 1990 (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 376-377).

4.3. IBERCLEAR

Partiendo de la información institucional que la propia IBERCLEAR publica en su página web, podemos conocer una serie de aspectos que serían interesantes poner de manifiesto sobre la sociedad (IBERCLEAR: “Funciones”).

Con la Ley de Reforma del Sistema Financiero de noviembre de 2002 apareció la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. más conocido como IBERCLEAR. Dicho organismo comenzó a funcionar a comienzos de abril del año siguiente a la aprobación de la ley (2003). Actúa como Depositario Central de Valores en España.

Es una institución encargada de recoger los diferentes valores que se tramitan en el mercado como son: los títulos de renta variable, los títulos negociados en el mercado de valores de Latinoamérica (LATIBEX) y los títulos de renta fija tanto corporativa como pública. Gracias al enlace que tiene con diversos países, tiene la posibilidad de realizar operaciones fuera del territorio español de forma eficaz.

IBERCLEAR junto con las distintas Bolsas y Mercados que integra el sistema español, forman un holding denominado “Holding Bolsas y Mercados Españoles” (BME), el cual domina el total de títulos emitidos.

Las principales funciones que IBERCLEAR desempeña son las siguientes:

- Anota contablemente los valores que se negocian en: el Mercado de Deuda Pública anotada, las Bolsas de Valores, los mercados secundarios oficiales y los sistemas multilaterales de negociación.
- Recoge contablemente los títulos no admitidos a negociación de mercados regulados, secundarios y sistemas multilaterales de negociación.
- Ofrece servicios técnicos y operativos ya que se encarga de liquidar y compensar valores. También ofrece otros como son los vinculados al régimen de comercio y el reconocimiento de derechos de emisión.

- Registra, liquida y compensa valores de organismos donde ella misma participa.
- Desempeña el cometido indicado tanto por el Gobierno como por el Banco de España.
- Colabora con otras empresas, tanto nacionales como internacionales, que desempeñan también funciones de registro, liquidación y compensación.
- Asesora a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Banco de España, a las Comunidades Autónomas y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores.
- Escucha las posibles quejas de los inversores.

IBERCLEAR, gestiona títulos tanto de organismos públicos como privados. A continuación, se describe el procedimiento seguido en los valores de deuda pública (IBERCLEAR: “Registro valores”; IBERCLEAR: “Liquidación”):

- *Sistema de registro de valores:*

El Registro Central de IBERCLEAR dispondrá de dos tipos de cuentas. Una, será en nombre propio, mostrando los valores de los inversores directos y otra, con terceros, recogiendo los saldos de cada uno de los clientes de las entidades participantes. Dichas entidades, deberán anotar todas las operaciones que realicen con sus terceros o en nombre de ellos. Si alguna de éstas realiza con sus clientes operaciones simultáneas o a plazo, deberán incluir un registro de ellas.

- *Sistema de liquidación:*

El proceso de liquidación que IBERCLEAR lleva a cabo se conoce como “Modelo 1”. Éste, sigue el siguiente proceso (esquema 3):

- 1.) Primer ciclo de liquidación: agrupa las operaciones que se notifican hasta las seis de la tarde.
- 2.) Liquidación en tiempo real: se produce en la fecha acordada, entre las siete de la mañana y las cuatro de la tarde. El procedimiento que se lleva a cabo consiste en verificar si existe una cantidad de valores adecuada. Si esto ocurre pero el inversor no dispone de fondos suficientes, la orden de compra se retorna,

quedando pendiente de ejecución. El proceso se repite hasta que se consiguen los fondos necesarios. De manera similar, ocurre con el vendedor.

- 3.) Cierre de la sesión: antes de finalizar la jornada (cinco de la tarde), se realiza un último intento de liquidación de las órdenes pendientes.

Esquema 3. Liquidación de órdenes en IBERCLEAR



Fuente: IBERCLEAR: “Liquidación”.

Otras actividades que realiza con los valores de deuda pública son (IBERCLEAR: “Procedimientos”):

- Llevar a cabo operaciones de política monetaria coordinándose con el Banco de España.
- Bloquear determinados valores para utilizarlos como un tipo de garantía.
- Segregar y reconstruir determinados títulos de deuda pública.
- Liquidar órdenes en las que aparezcan entidades de contrapartida central.

5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA

5.1. Sistemas de emisión

La metodología seguida para la emisión de valores de Deuda Pública ha ido variando desde sus inicios hasta la actualidad, con el objetivo de adaptarse al funcionamiento de los mercados de la mejor manera posible. Actualmente, está regulada por la Orden del 2

de enero de 2014. Existen tres mecanismos de emisión (Pajero Gamir et al, 2014, pp. 381-382):

- 1.) *Subasta*: antes de producirse la celebración se fijan una serie de normas. Los participantes que pueden acudir a ella para la adquisición de títulos son: el público en general y miembros autorizados con ciertas obligaciones sobre la deuda o la actuación del mercado.
- 2.) *Operaciones de venta simple*: forma de emisión mediante la cual la deuda queda repartida únicamente entre uno o varios organismos.
- 3.) *Otras formas convenientes según el tipo de operación*: una o más compañías financieras pueden hacerse con la deuda, de manera total o parcial, con la finalidad de colocarla entre el público.

De las tres modalidades mencionadas anteriormente la más usada en España es la de subasta. A continuación, explicaremos las diferentes formas que existen (Pajero Gamir et al, 2014, p. 382; El Tesoro: “Procedimiento de emisión y subastas de los valores del Tesoro”):

- A) Subastas ordinarias: son aquellas que presentan una periodicidad fijada de antemano al inicio de cada ejercicio. Ésta, suele ser mensual o quincenal. A comienzos de año, el Boletín Oficial del Estado (BOE), publica un calendario con las fechas en las que se producirán las subastas de los diversos títulos de deuda del Estado. En él, también aparecerán las fechas de las peticiones, liquidaciones y entrega de valores. El calendario de subastas para el mes de junio del año 2016 es el siguiente:

Tabla 1. Calendario de subastas de deuda previstas por el Tesoro para el mes de junio de 2016

<i>Subastas del Tesoro</i>	<i>Letras 6 y 12 meses</i>	<i>Letras 3 y 9 meses</i>	<i>Bonos y Obligaciones</i>	<i>Bonos y Obligaciones</i>
Peticiones	13/06/16	20/06/16	01/06/16	15/06/16
Subastas	14/06/16	21/06/2016	02/06/16	16/06/16
Pago particulares	16/06/16	23/06/16	06/06/16	20/06/16
Emisión	17/06/16	24/06/16	07/06/16	21/06/16

Fuente: Elaboración propia con datos del Tesoro: “Calendario”.

- B) Subastas especiales: no siguen un calendario prefijado, como las anteriores. Éstas, surgen cuando existe una oportunidad o una necesidad tanto del Tesoro como del mercado.
- C) Subastas restringidas: se llevan a cabo entre pocos organismos autorizados con el fin de consolidar la emisión o la contrapartida en el Mercado Secundario. Dentro de esta última modalidad aparecen dos tipos de peticiones: 1) peticiones no competitivas, donde no se muestra el precio a desembolsar o el interés que se recibirá y, se limita la cantidad demandada de cada pujador a cinco millones de euros y 2) peticiones competitivas, en las que aparece el precio a pagar o el tipo de interés a recibir. Dentro de éstas, los organismos encargados de regularlas pueden limitar determinadas funciones (reducir la cantidad de participantes, establecer un precio mínimo o un interés máximo...) para poder considerarlas como válidas. Tanto en una modalidad como en la otra, los postores deben realizar peticiones de cantidades mayores a múltiplos enteros de mil euros.

A continuación, vamos a ver el procedimiento que se lleva a cabo para adjudicar las peticiones tanto competitivas como no competitivas (Esteban Velasco, 1998, pp. 49-53; Pajero Gamir et al, 2014, pp. 382-384).

- *Competitiva*: se comienza ordenando los precios de mayor a menor. Una vez hecho esto, se decide la cantidad de deuda que se emitirá y se fija un precio mínimo al cual se podrá adquirir. Posteriormente, se irán colocando las cantidades de deuda a aquellos inversores que ofrecieron un precio igual o superior al mínimo establecido. Si una vez que se han asignado las cantidades al precio adecuado sigue habiendo títulos, éstos se repartirán entre los inversores que quedan en función del precio que ofrecieran. Si hay varios inversores que ofrecieron el mismo precio pero, no hay suficientes títulos para cubrirlos se producirá lo que se conoce como prorrateo, es decir, la cantidad que queda se repartirá de manera proporcional entre esos demandantes.
 - *No competitiva*: al emitirse la deuda, las cantidades demandas mediante esta modalidad quedan cubiertas en su totalidad, el resto se repartirá en la competitiva. Se calculará un valor similar al precio medio correspondiente a las competitivas al cual se irán asignando los títulos entre los demandantes.
- La peculiaridad de este modelo es el desconocimiento del precio. No obstante, se puede dar la situación de que éste se establezca de manera alternativa. Ésta sería

por un lado, adjudicando los valores atendiendo todas las peticiones no competitivas al precio medio y por otro, tras finalizar la subasta ordinaria, el Banco de España se encargará de abrir un plazo corto para que los creadores del mercado puedan adquirir deuda recién emitida en las condiciones subastadas al precio que se ofertó para cada petición.

5.2. Evolución del mercado primario en España (2006-2014)

A continuación, se muestra una serie de gráficos obtenidos a partir de los anexos correspondientes adjuntados al final del documento. Éstos muestran el progreso seguido por los diferentes tipos de activos de deuda pública, entre el periodo comprendido desde el año 2006 al 2014, en el mercado primario.

El gráfico 1 muestra como la emisión bruta de títulos de deuda del Estado se incrementa de manera considerable a partir del año 2007. Tanto las letras, como los bonos y obligaciones experimentan este crecimiento a la par es decir, los volúmenes de emisión aumentan en ambos tipos a la misma vez registrando valores similares. Desde el año 2009, se registra un cambio en la tendencia de emisión de los diversos títulos. Mientras que los bonos y obligaciones caen, las letras aumentan levemente. A partir de 2010, se torna la situación del año anterior, registrándose un incremento considerable en la emisión bruta de bonos y obligaciones y una reducción, no tan marcada como el crecimiento de los bonos y obligaciones, en las letras.

Gráfico 1. Emisión bruta de Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado (2006-2014)

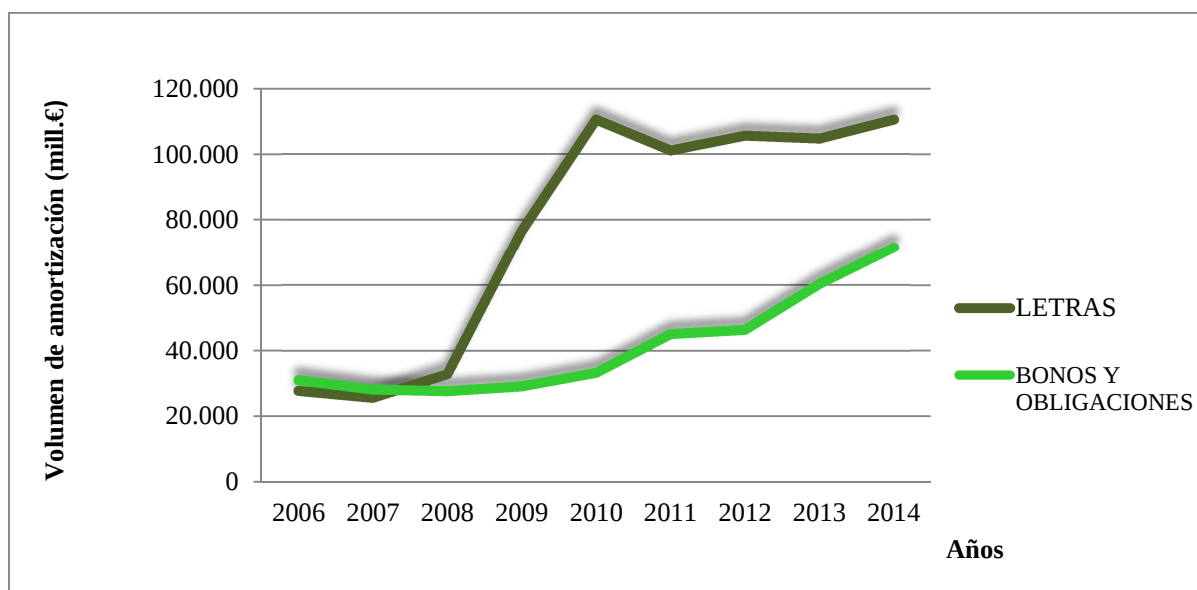


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

A modo de conclusión, podemos afirmar que el conjunto de emisiones brutas registradas en el año 2014 (239.535,40 millones de €) multiplicaron por cinco a las que se produjeron en el año 2007 (52.091,00 millones de €) (Llamas, 2014).

El gráfico 2, muestra como el volumen de amortización de títulos de deuda del Estado comienza a incrementarse a finales del año 2007. El Estado, pasó de amortizar 54.101,20 millones de € en 2007 a 181.966,10 millones de € en el año 2014. El aumento de amortización de títulos, afectó en mayor medida a las letras, multiplicándose por cuatro entre 2007 y 2014, como consecuencia del menor coste que le suponía al Estado retribuir las. Aunque el crecimiento fue menor que en las letras, las amortizaciones registradas en bonos y obligaciones en el año 2014 doblaron las de 2007, 71.525,40 millones de € y 28.274,00 millones de € respectivamente (Llamas, 2014).

Gráfico 2. Amortización de Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado (2006-2014)



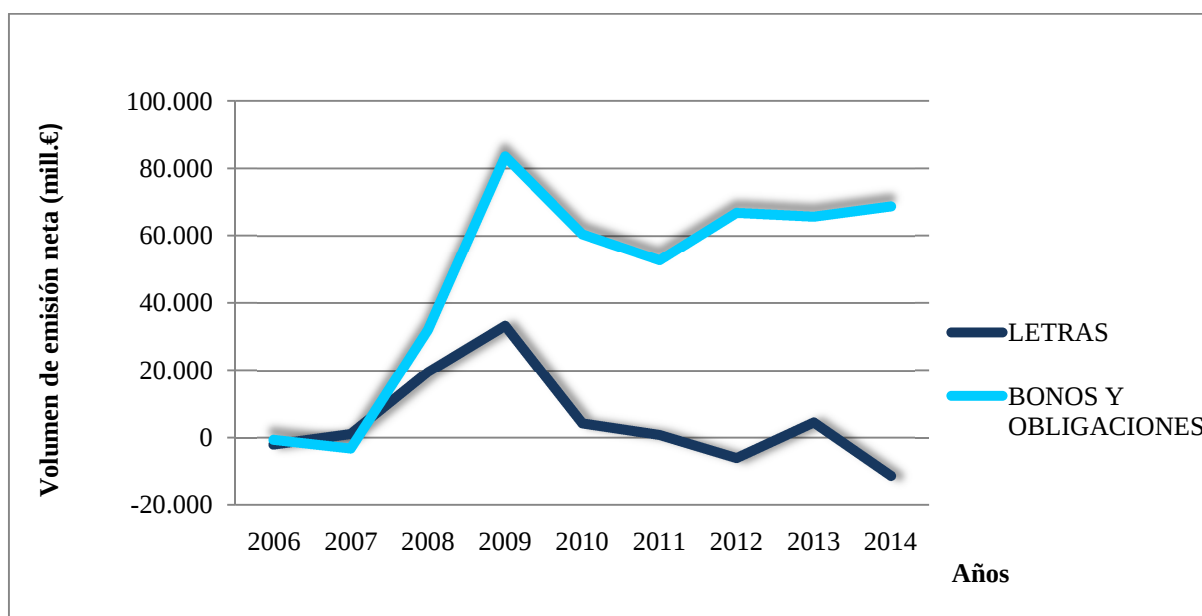
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

Para finalizar, cabe destacar que durante este periodo de crisis se produjo un aumento en los vencimientos. Este hecho, fue el resultado del mayor crecimiento que experimentaron las retribuciones de deuda a corto plazo, Letras del Tesoro, con respecto a las de medio y largo plazo, Bonos y Obligaciones del Estado (Llamas, 2014).

La emisión bruta y la amortización de títulos influyen en la emisión neta. Ésta, es el resultado de la diferencia entre ambas.

Como podemos observar en el gráfico 3, en el año 2007, el Estado disminuyó el volumen de emisión neta. Esto, dio lugar a una disminución del endeudamiento. A partir de ese mismo año, las emisiones netas de deuda comenzaron a crecer. Este crecimiento, fue mayor en los bonos y obligaciones ya que, como bien muestran los gráficos 1 y 2, las amortizaciones de estos títulos no fueron lo suficientemente elevadas para contrarrestar las emisiones brutas. Las emisiones netas de deuda pasaron de tener un saldo negativo en 2007 de -2.010,30 millones de €, a alcanzar un valor positivo de 57.569,40 millones de € en 2014 (Llamas, 2014).

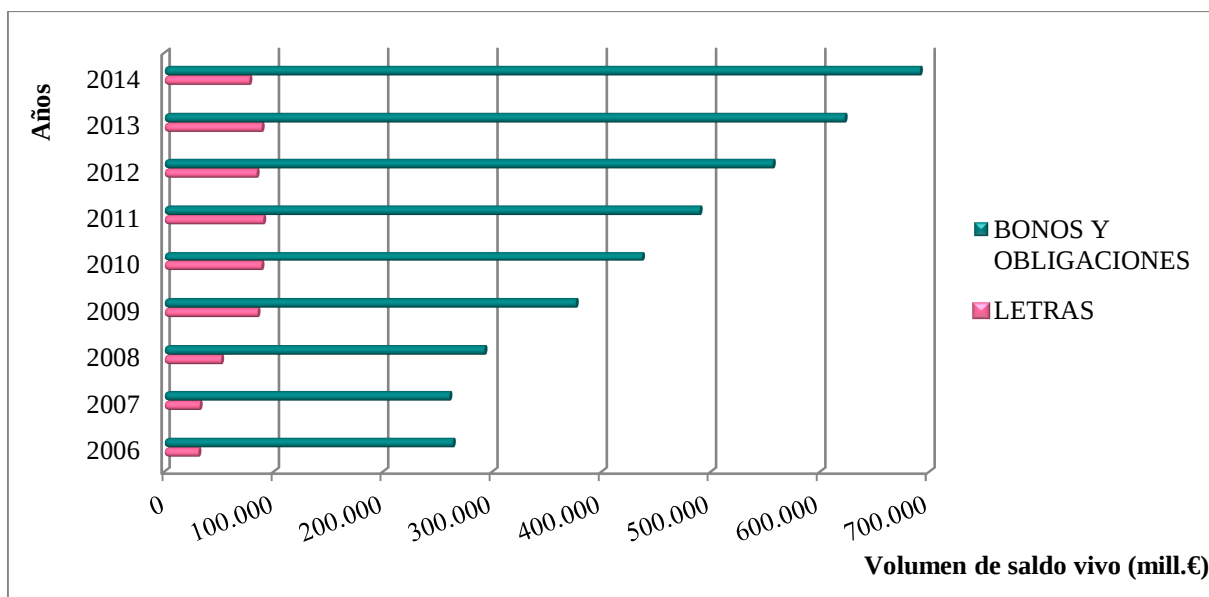
Gráfico 3. Emisión neta de Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado (2006-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

Como se puede ver en el gráfico 4, las aportaciones al saldo vivo de bonos y obligaciones han estado siempre por encima de las realizadas por las letras. Desde el año 2008, éstas experimentaron un continuo crecimiento en lo que a bonos y obligaciones se refiere. Aportando, en la mayoría de los años analizados, más de la mitad del saldo vivo. No ha ocurrido igual en las letras, ya que el aumento de aportaciones iniciadas en el año 2008 se estabilizaron en años siguientes comenzando a disminuir levemente desde 2012.

Gráfico 4. Saldo vivo de Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado (2006-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

6. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA ESPAÑOLA Y PRIMA DE RIESGO

La emisión de deuda que realizan algunos organismos, tanto públicos como privados, debe ser evaluada correctamente. Con ello, se pretende que los inversores conozcan la posibilidad que estas entidades tienen para hacer frente al pago de intereses y principal correspondientes a su deuda. Esta valoración, se realiza a través de las denominadas agencias de calificación o rating, encargadas de calificar la deuda tanto a largo plazo como a corto. Las agencias de calificación más conocidas actualmente son: Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch-Ibca (Mascareñas, 2013, p. 17; Datosmacro: “Ratings: Calificación de la deuda de los países”).

A continuación, se muestran las diferentes formas que tienen las agencias de rating, mencionadas anteriormente, para evaluar la deuda a corto plazo (Edufinet. (Educación financiera en la red): “¿Cuáles son las principales agencias de calificación crediticia (rating) y qué baremos utiliza?”).

Tabla 2. CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA A CORTO PLAZO
(Standard & Poor's, Moody's y Fitch)

S&P	Grado inversión	A-1+	El obligado tiene plena capacidad para responder del débito.
		A-1	
		A-2	El obligado tiene capacidad para responder del débito.
		A-3	Seguridad alta, aunque ante eventos desfavorables podría tener dificultades (calidad crediticia adecuada).
	Grado especulativo	B	Las situaciones económicas desfavorables pueden condicionar la capacidad de respuesta del obligado.
		C	Muy especulativo y dudosa capacidad de respuesta del obligado.
	En situación de impago	D	De remoto cobro.

MOODY'S	Grado inversión	Prime-1 (P-1)	Capacidad superior de reembolsar las obligaciones de deuda a corto plazo.
		Prime-2 (P-2)	Capacidad sólida de reembolsar las obligaciones de deuda a corto plazo.
		Prime-3 (P-3)	Capacidad aceptable de reembolsar las obligaciones de deuda a corto plazo.
	Grado especulativo	Not Prime (NP)	No se encuentra en ninguna de las categorías anteriores.

FITCH	Grado inversión	F-1+	Máxima seguridad de pago (calidad crediticia máxima). Puede llevar un signo positivo (+) para indicar una gran solvencia.
		F-1	
		F-2	Seguridad muy alta y riesgo de impago bajo (calidad crediticia buena).
		F-3	Seguridad alta, aunque ante eventos desfavorables podría tener dificultades (calidad crediticia adecuada).
	Grado especulativo	F-S	Capacidad muy justa para hacer frente a sus obligaciones (especulativo). Hay que vigilar su evolución, ya que podría tener problemas.
	En situación de impago	D	Emisores o emisiones con impagos.

Fuente: Edufinet (Educación financiera en la red): “¿Cuáles son las principales agencias de calificación crediticia (rating) y qué baremos utiliza?”.

Una vez conocida la valoración de la deuda a corto plazo que las principales agencias de participación llevan a cabo, continuamos con la calificación que estas mismas presentan ante la deuda a largo plazo (Edufinet. (Educación financiera en la red): “¿Cuáles son las principales agencias de calificación crediticia (rating) y qué baremos utiliza?”).

Tabla 3: CALIFICACIÓN DE LA DEUDA A LARGO PLAZO
(Standard & Poor's, Moody's y Fitch)

	S&P	MOODY'S	FITCH	Significado
Grado Inversión	AAA	Aaa	AAA	Calidad crediticia óptima.
	AA	Aa	AA	Alta calidad crediticia.
	A	A	A	Buena calidad crediticia.
	BBB	Baa	BBB	Calidad crediticia satisfactoria. Existen tensiones a largo plazo. Acontecimientos adversos pueden empeorar su capacidad de pago.
Grado especulación	BB	Ba	BB	Calidad crediticia cuestionable. Futuro incierto pero con capacidad actual.
	B	B	B	Calidad crediticia pobre/dudosa. La capacidad para hacer frente a las deudas en el largo plazo es baja.
Especulación con alto riesgo	CCC	Caa	CCC	Calidad crediticia muy pobre. Posibilidad actual de algún tipo de impagos.
	CC	Ca	CC	Calidad crediticia muy pobre. Alta probabilidad de algún tipo de impago.
	C	C	C	En situación de insolvencia aunque puede seguir realizando algún pago.
	--	--	DDD	Default (Impago/Insolvencia). Probabilidad de recobro < 50%.
	--	--	DD	
	D	--	D	

Fuente: Edufinet (Educación financiera en la red): “¿Cuáles son las principales agencias de calificación crediticia (rating) y qué baremos utiliza?”.

En la tabla 4 se recoge la calificación crediticia que tiene actualmente la deuda española.

Tabla 4: Calificación de la deuda pública española en la actualidad

	<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Fitch</i>
Largo Plazo	Baa2	BBB+	BBB+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable
Última modificación	19/02/2016	02/10/2015	29/01/2016
Corto Plazo	P-2	A-2	F-2
Última Modificación	13/03/2015	23/05/2014	29/01/2016

Fuente: Elaboración propia con datos de Datosmacro: "Ratings: Calificación de la deuda de los países".

Las agencias de calificación valoraran la deuda de los diversos organismos emisores teniendo en cuenta cómo se adaptan estos a diferentes situaciones de riesgo (Mascareñas, 2013, pp. 18-21):

- *Riesgo industrial*: se produce cuando, la evolución que presenta una entidad se vincula directamente al progreso que experimenta el sector al que pertenece. Ante esta situación, es necesario que las agencias de rating, antes de calificar la deuda, realicen una serie de estudios. Por ejemplo: la importancia del sector industrial en el Producto Interior Bruto del país, la debilidad de la industria ante los ciclos económicos y modificaciones en la tecnología, entre otros.
- *Riesgo empresarial*: ocurre cuando una entidad sufre algún hecho imprevisible. Las agencias de calificación valoraran la empresa en función de cómo se haya adaptado a la situación.
- *Riesgo legal*: surge cuando un organismo emite deuda y no se conoce la calidad asociada a ella. Los inversores, acuden a las agencias de calificación para que realicen un estudio. La finalidad de este es, comprobar que las condiciones en las que se presenta, la emisión de deuda, respetan la ley que el país establece para ellas.
- *Riesgo soberano*: según la información recopilada de Datosmacro: "Ratings: Calificación de la deuda de los países", este tipo de riesgo se relaciona con la posibilidad de que el Estado haga o no frente a sus compromisos de pago. Las agencias de calificación deben valorar en qué situación se encuentra el Estado y con qué nivel de solvencia podrá hacer frente a sus diferentes inversores.

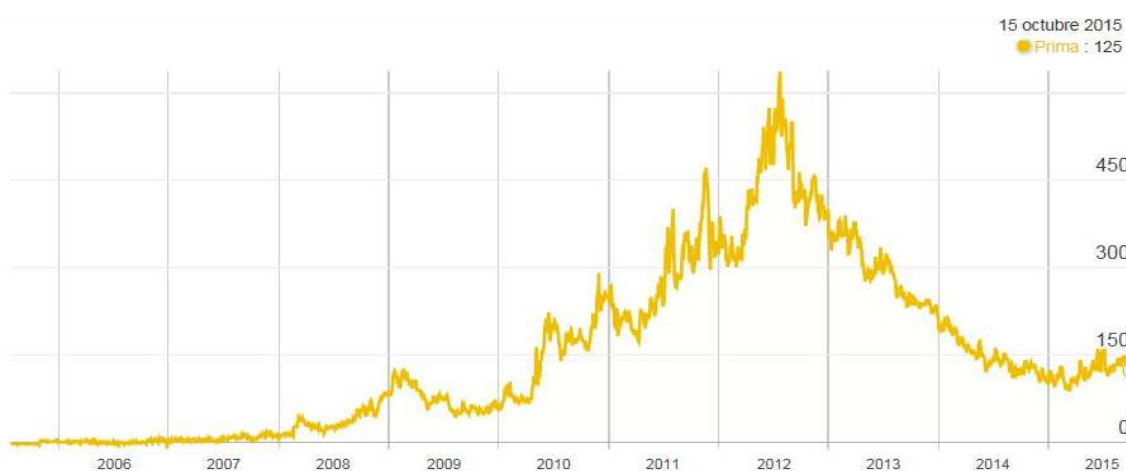
Este último tipo de riesgo, riesgo soberano, se vincula al término prima de riesgo (Datosmacro: “Ratings: Calificación de la deuda de los países”).

La prima de riesgo se define como el sobrecoste que un inversor demanda por el hecho de invertir en deuda pública de un país que no sea Alemania. Se toma este país como referencia ya que es el que muestra mayor estabilidad ante posibles cambios. La prima de riesgo española se obtiene de la diferencia entre la rentabilidad de los bonos a 10 años españoles y la de los bonos a 10 años alemanes (Romero, 2010)

El valor que presente la prima de riesgo se verá influenciado por cómo perciban y lo que estén dispuestos a soportar de riesgo los inversores y por el precio establecido en función de la incertidumbre (Corral Delgado y López del Paso, 2011, p. 120).

El importante crecimiento que experimentó la prima de riesgo española entre 2008 y 2012 se debió principalmente a la situación de desequilibrio e incertidumbre vivida durante ese periodo en el país. A esto, se le unió el rescate financiero que el Estado español solicitó, en junio de 2012, a la Unión Europea. Como podemos ver en el gráfico 5, en este periodo se registró la mayor puntuación de la prima de riesgo española (638.42). Las numerosas políticas de ajuste llevadas a cabo por el Gobierno, sirvieron para reducir tensiones experimentando descensos en la puntuación de la prima de riesgo (El País, 2015).

Gráfico 5. Evolución de la prima de riesgo de España frente Alemania (2006-octubre 2015)



Fuente: Ruíz García, F, (2015).

7. MERCADO SECUNDARIO

7.1. Operaciones permitidas

Seguendo a Santos Sanz et al, 1998, pp. 72-77 el mercado de deuda pública en España se compone de dos tipos de operaciones. Por una parte encontramos las simples y, por otra, las dobles.

1.) Las operaciones simples se caracterizan por estar formadas por una única compraventa, dentro de éstas podemos encontrar:

- *Operaciones al contado*: desde el momento en que se produce la contratación el adquirente tiene pleno conocimiento tanto de los valores de cada operación como de los requisitos exigidos para cada transacción. La fecha para la operación se establece en el margen de los cinco días hábiles siguientes a la contratación. Una vez obtenida la deuda, ésta se mantendrá hasta el vencimiento.
- *Operaciones a plazo*: se notifican al Banco de España sin posibilidad de ser rectificadas posteriormente. La fecha de la operación es siguiente a los cinco días hábiles después de la contratación.

2.) Cuando surgen dos operaciones de compraventa en sentido contrario hablamos de operaciones dobles. Éstas, a su vez, se subdividen en tres grupos:

- *Operaciones compraventa con pacto de recompra en fecha fijada (REPO)*: el titular de los valores de deuda los vende a un inversor, pagando éste un precio previamente establecido. La rentabilidad se obtiene de la desigualdad entre el precio de venta y compra. Ambas partes acuerdan en el momento de la adquisición su recompra en una fecha entre la venta y la amortización de los títulos. El precio de la recompra puede vincularse a algún tipo de interés o, simplemente, fijarse cuando se produzca la operación.

El periodo establecido para hacer efectiva la venta se sitúa en cinco días hábiles al día siguiente de la contratación.

Existe libertad para poder realizar sucesivos repos siempre que, el vencimiento que se establezca, no supere el plazo acordado para la primera operación.

- *Operaciones compraventa con pacto de recompra a la vista (REPO a la vista)*: igual que ocurre con las anteriores, en este tipo, el propietario también vende los títulos a un comprador a un precio fijado y, obtiene un rendimiento por la diferencia de precios. La diferencia que presenta es que, en vez de establecer una fecha de recompra, se determina un periodo en el cual el adquirente puede

reclamar la recompra de valores por parte del dueño inicial, respetando los acuerdos decretados cuando se produjo la contratación.

- *Operaciones simultáneas*: el funcionamiento de éstas consiste en realizar dos operaciones de compraventa simples en sentido opuesto con igual nominal y, para la misma emisión acordando dos fechas de actuación diferentes. La compraventa original se puede producir después del quinto día hábil posterior a la contratación.

Las posibles uniones son: dos operaciones al contado, dos operaciones a plazo o, una de cada tipo (al contado más a plazo).

El nuevo inversor dispone de plenos derechos sobre los títulos comprados hecho que no ocurre en las REPO.

Todas las operaciones descritas antes, podrán ser llevadas a cabo por las Entidades Gestoras de capacidad plena. Éstas actuarán en nombre propio, de terceros, examinando contrapartidas o efectuando apuntes establecidos por las partes contratantes.

Las entidades de capacidad restringida representarán a sus terceros únicamente en las dos últimas operaciones descritas. Cabe la posibilidad de que alguna de éstas tenga la cualidad de ser titular en cuenta a nombre propio, con lo que podrá ejercer también en nombre propio siempre que sean operaciones de compraventa simple al contado o a plazo.

7.2. Sistemas de negociación

El Mercado Secundario se encuentra dividido en dos partes (Nieto González y García Moreno, 2000, p. 28): el mercado mayorista y el mercado minorista.

En el mercado mayorista existen dos escalones:

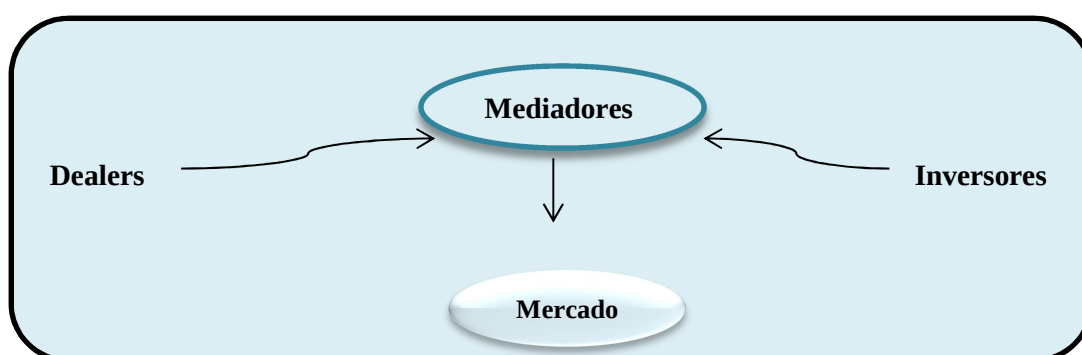
- 1.) *Mercado ciego (1º escalón)*: los participantes conocidos como dealers establecen precios de compra y venta en función de la operación que vayan a realizar. Esta fijación se hace mediante una plataforma propuesta por una serie de mediadores dedicados a la deuda anotada llamados brokers interdealers. Éstos enseñan mediante una pantalla los valores que se van ofreciendo para que cada inversor, cuando estime oportuno, realice la operación que desea. Los mediadores nunca proporcionan información sobre los dealers, guardando de esta forma su anonimato.

2.) *Sistema bilateral de negociación (2º escalón)*: sistema de contratación telefónica de manera directa o mediante un intermediario conocido como broker, el cual pone en contacto a compradores y vendedores.

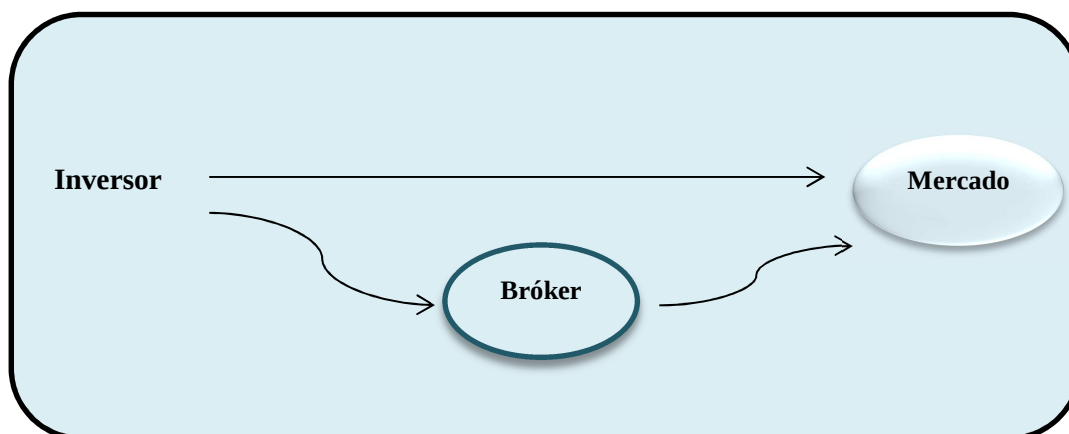
Un miembro del mercado contacta con un broker informándole de lo que desea negociar y, éste localiza a otro que actúe como contraparte. La operación concluye con el acuerdo de ambos participantes.

Esquema 4: Distribución del mercado mayorista en el Mercado Secundario

PRIMER ESCALÓN



SEGUNDO ESCALÓN



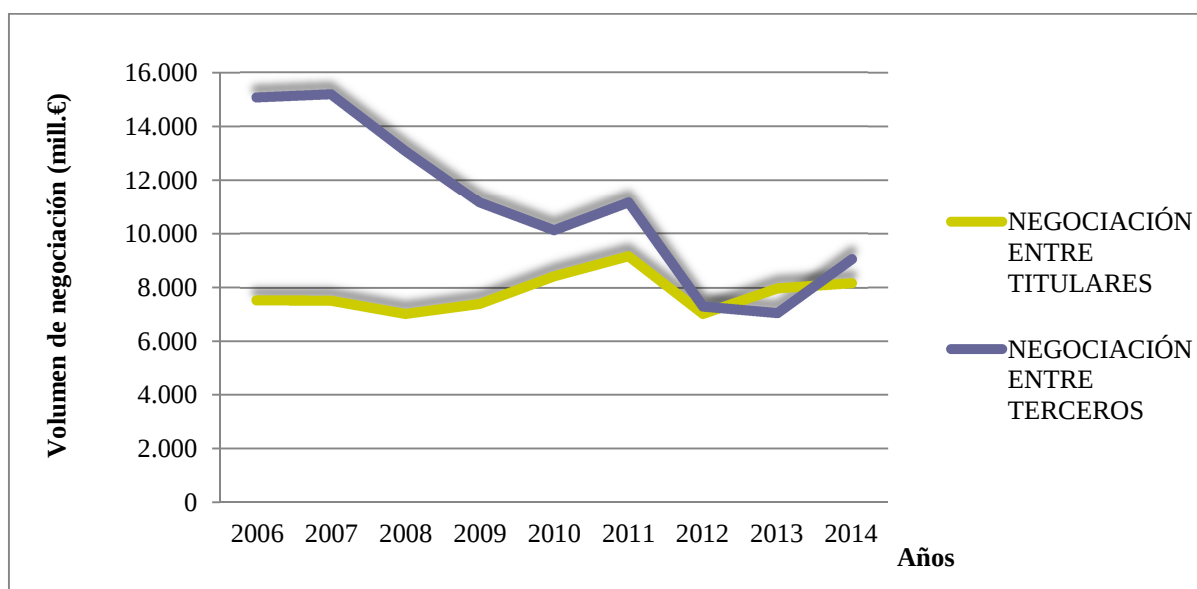
Fuente: Elaboración propia con datos de Nieto González, J. L. y García Moreno, F. J. (2000), p. 28.

Los participantes del mercado minorista no son miembros del mercado por lo tanto, para poder actuar en el Mercado Secundario, deben acudir a las Entidades Gestoras que se encargaran de negociar las operaciones demandadas por sus clientes.

7.3. Evolución del mercado secundario en España (2006-2014)

La negociación en el mercado secundario, en rasgos generales, ha experimentado una disminución durante los últimos años (gráfico 6). La negociación entre titulares se ha situado siempre por debajo de la realizada entre terceros. A partir del año 2012, la diferencia entre ambas negociaciones se reduce presentando volúmenes muy similares en los que a veces, la negociaciones entre titulares han superado a las llevadas a cabo por terceros. La época de crisis, afectó en mayor medida a las negociaciones entre terceros experimentando fuertes caídas. No ocurrió igual entre los titulares, que consiguieron mantenerse con leves oscilaciones.

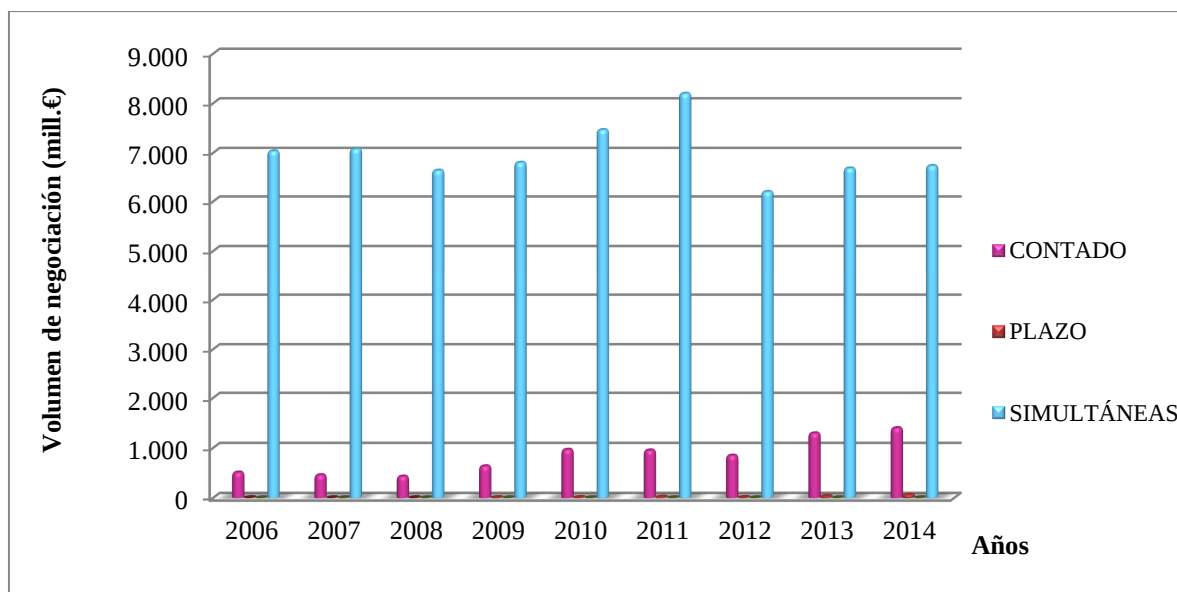
Gráfico 6. Negociación total de deuda del Estado entre titulares y entre terceros



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

Las operaciones que pueden realizar tanto titulares como terceros son las mismas. El hecho de que esto ocurra, no quiere decir que ambos se centren en las mismas sino todo lo contrario. En las negociaciones entre titulares, destacan las operaciones simultáneas. Éstas, junto con las de contado son las únicas en las que los titulares se interesan. Aunque ambas han seguido la misma tendencia entre 2006 y 2014, los volúmenes de negociación de las simultáneas superan con creces a las de contado. Cabe destacar, la inexistencia de datos sobre repos en las negociaciones entre titulares y los reducidos volúmenes de negociación, en comparación con las otras, en las operaciones a plazo. (gráfico 7).

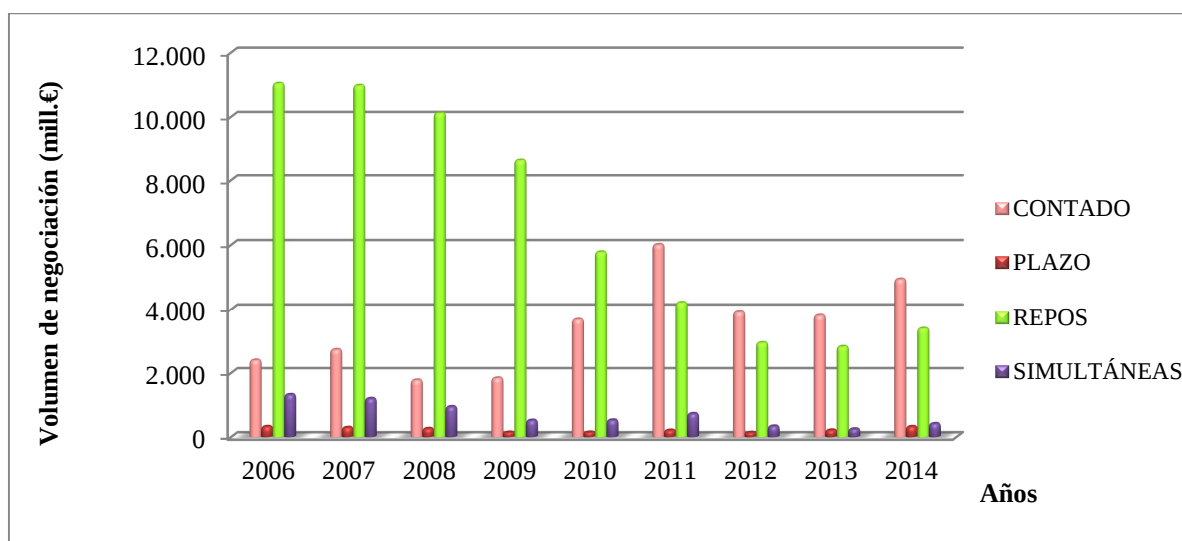
Gráfico 7. Negociación de deuda del Estado entre titulares según tipo de operaciones (2006-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

Sin embargo, las negociaciones entre terceros presentan una mayor variedad de operaciones, aunque no con la misma importancia. Hasta 2010, destacan con gran influencia las operaciones de repo. Sin embargo, éstas se reducen de forma muy significativa de modo que desde 2011 son superadas por las operaciones de contado. Tanto las simultáneas como las a plazo, representan muy poco porcentaje del volumen total de negociación entre terceros (gráfico 8).

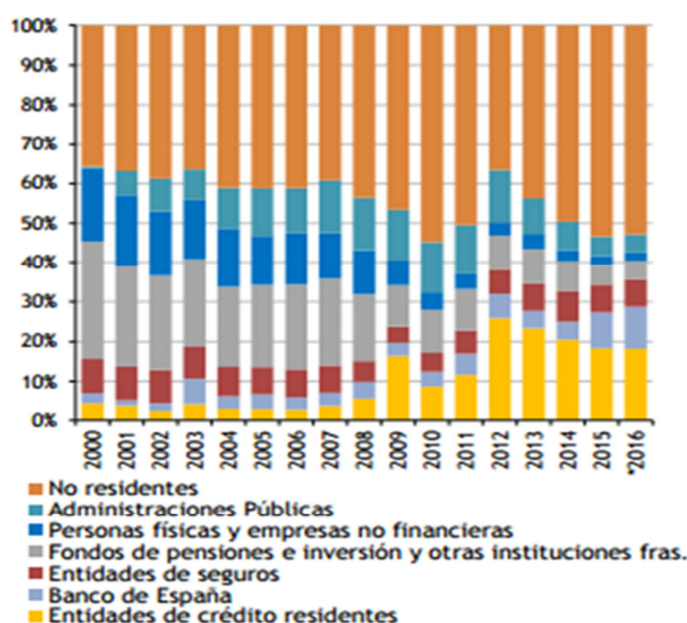
Gráfico 8. Negociación de deuda del Estado entre terceros según tipo de operaciones (2006-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

Las operaciones descritas, son contratadas en su mayoría por inversores no residentes, aunque no son los únicos contratantes (gráfico 9). Los primeros años de la década, se caracterizaron también por una importante presencia de los fondos de pensiones e inversión y otras instituciones financieras en la adquisición de títulos. Ésta situación, se modifica en el periodo de crisis económica adquiriendo ahora más presencia las entidades de crédito residentes. Durante el periodo de crisis económica, la mayoría de inversores redujeron su participación en valores de deuda del Estado. (El Tesoro, 2016, p. 3).

Gráfico 9. Evolución de la distribución por tenedores de la deuda pública española



Fuente: El Tesoro (2016), p. 3.

7.4. Otras formas de inversión en Deuda Pública

Además de las mencionadas anteriormente, los inversores disponen de dos métodos más para invertir en activos de deuda pública (El Tesoro: “Otras formas de inversión”):

A) Cuentas y depósitos financieros en deuda del Estado

Los inversores depositan sus activos en una entidad financiera, la cual los invierte en títulos de deuda pública. Ésta, lo hace en nombre de sus clientes, los inversores. La función que desempeña la entidad financiera consiste en comprar y rápidamente revender los activos de deuda adquiridos. Como consecuencia de ello, podemos afirmar

que, consiste en una actuación similar a la realización de varios repos seguidos en un solo acuerdo.

Son operaciones que se renuevan de manera automática llegado su vencimiento. Si los inversores lo desean, pueden cancelar el pacto firmado con la entidad financiera y dejar así de invertir sus activos en este tipo de títulos.

Las diferencias que muestran las cuentas financieras con respecto a los depósitos financieros son:

1.) Cuentas financieras:

- Cuando se establece un plazo, con la entidad financiera, menor a 15 días para la realización de las operaciones.
- Los valores de deuda se conceden en régimen de copropiedad es decir, al inversor le pertenece una fracción de los títulos adquiridos por la entidad financiera.

2.) Depósitos financieros:

- El plazo fijado para la realización de las operaciones es mayor a 15 días.
- Los títulos de deuda se conceden de manera individual a cada inversor.

Cada entidad financiera deberá establecer, en el acuerdo con el inversor, las cualidades que ofrece en este tipo de inversión.

B) Fondtesoro

Los Fondtesoro son un tipo de fondos de inversión gestionados por Entidades Gestoras. Estos destinan parte de sus activos a la inversión en deuda del Estado. Cuando un inversor deposita sus activos en esta modalidad, invierte de manera indirecta en títulos de deuda pública.

Los beneficios obtenidos en este tipo de inversión no se reparten entre sus inversores sino que se vuelven a reinvertir. Este hecho desemboca en una serie de ventajas para los depositantes de fondos ya que se abstienen de tributar hasta el momento de reembolso. Cuando lo deseen, los inversores pueden retirar total o parcialmente su inversión recibiendo lo que le corresponde dentro de las 72 horas siguientes a su solicitud. Este reembolso lo realizan las Entidades Gestoras, las cuales necesitan un aviso de al menos 10 días cuando los importes a retribuir sean mayores a 300.506,05 euros.

Para poder invertir en los Fondtesoro, el inversor debe aportar una cantidad no superior a trescientos euros.

Son inversiones seguras debido al respaldo del Estado, la supervisión de las Entidades Gestoras y las bajas comisiones a las que hay que hacer frente.

Desde que surgió esta nueva forma de inversión, en 1990, han ido apareciendo diferentes modalidades de Fondtesoro (Barrero, pp. 32-36; El Tesoro: “Otras formas de inversión”):

- *Fondtesoro FIM (Fondos de inversión mobiliaria de renta fija)*: surgieron en 1990, eran aquellos en los que como mínimo el 50% de los valores que poseía el fondo tenían que estar colocados en títulos de deuda del Estado a largo plazo.
- *Fondtesoro FIAM (Fondos de inversión en activos del mercado monetario)*: aparecieron también en el año 1990, cumplían las mismas características que los FIM pero en vez invertir en deuda del Estado a largo plazo lo hacían a corto.
- *Fondtesoro Renta FIM*: se crearon en 1999, consistían en invertir el 50% del patrimonio del fondo en títulos de deuda pública a largo plazo y el 20% en valores, variables y/o fijos, de entidades privadas con alta calificación crediticia.
- *Fondtesoro Renta FIAM*: surgieron en el año 1999, estos invertían el 60% de sus fondos en deuda pública del Estado a corto plazo y el 10% en títulos, fijos y/o variables, de organismos privados con buena calificación.
- *Fondtesoro Plus FIM*: aparecieron en 1999, la operación consistía en invertir el 50% del patrimonio del fondo en deuda pública del Estado a largo plazo y un 20% en activos, tanto fijos como variables, de empresas pertenecientes al IBEX- 35 o entidades con elevado grado de solvencia.

En el año 2006, los diversos tipos mencionados antes se redujeron a tres (El Tesoro: “Otras formas de inversión”):

- Fondtesoro largo plazo FI, compuesto por: Fondtesoro FIM y Fondtesoro Renta FIM.

- Fondtesoro corto plazo FI, formado por: Fondtesoro FIAM y Fondtesoro Renta FIAM.
- Fondtesoro Plus FI.

Desde el año 2008, los Fondtesoro pueden invertir en fondos de titulización de activos (FTVPO) siempre que estén avalados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) (El Tesoro: “Otras formas de inversión”).

A partir de 2012, se amplían sus horizontes de inversión a Fondos de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), Fondos de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), deuda procedente del ICO y Fondos para Financiar el Pago a Proveedores (FFPP) (El Tesoro: “Otras formas de inversión”).

La forma de negociación que en la actualidad desempeñan las diferentes modalidades de Fondtesoro son (El Tesoro: “Otras formas de inversión”):

- Fondtesoro largo plazo FI y Fondtesoro corto plazo FI: al menos el 70% del patrimonio del fondo debe estar invertido en deuda del Estado. Se permite que, como máximo, el 30% de dicho porcentaje se destine a algunas de las nuevas inversiones aprobadas desde 2008. Podrá invertir hasta un 30% del fondo en títulos de renta fija de empresas privadas con alta calificación crediticia. La diferencia entre ambos tipos viene marcada por el vencimiento.
- Fondtesoro Plus FI: las inversiones que se pueden llevar a cabo son las mismas que para los Fondtesoro largo y corto plazo FI. Existe una excepción, en esta modalidad no se establece porcentaje de inversión, para los nuevos destinos del fondo, sobre el 70% que se debe destinar a valores de deuda del Estado.

8. CONCLUSIONES

Si hacemos balance de los hechos que han acontecido a España desde los últimos decenios del siglo XX hasta la actualidad, podemos entender cómo la necesidad de fondos que ha ido experimentando el Estado se ha incrementado de forma considerable.

El Estado español decidió, en el año 1973, comenzar a realizar emisiones de activos, los cuales incorporaban parte de la deuda que había ido adquiriendo. A partir de los

años noventa, el Tesoro decidió concretar estas emisiones en diferentes tipos de títulos con la finalidad de poder colocarlos entre un mayor número de inversores. Así, comenzaron a emitirse lo que en la actualidad conocemos como: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado.

Las medidas de estabilización económica que España tuvo que seguir para ser un integrante más de la Unión Europea sirvieron como mecanismo de reducción de su deuda.

Gracias a la buena organización y coordinación en el mercado de deuda pública español, el Estado comenzó a vivir una época de auge posicionándose a la cabeza del resto de países en la colocación de deuda pública.

El Estado, ha hecho todo lo posible por seguir manteniendo esta situación de prosperidad. Aunque no lo ha conseguido, ya que la grave crisis económica y financiera iniciada en el año 2008 trajo consigo un incremento considerable del volumen de emisión de deuda pública. Este incremento, tuvo más incidencia en los Bonos y Obligaciones del Estado que en las Letras del Tesoro. Esto, unido a las ineficiencias que mostraba el sistema financiero español desencadenó una situación de incertidumbre económica quedando reflejada en la puntuación de nuestra prima de riesgo. Aunque, poco a poco, España va resurgiendo del fondo en el que cayó aún le queda un largo camino que recorrer.

La valoración que actualmente recibe la deuda española, por parte de las agencias de calificación, refleja la capacidad que el Estado tiene para hacer frente a sus deudas a corto plazo de manera satisfactoria. Aunque a largo plazo también muestra esta tendencia, hay que tener en cuenta que el acontecimiento de algún hecho relevante puede dificultar el pago a los inversores.

La principal metodología de emisión de títulos llevada a cabo por el Estado se centra en las subastas. Éstas, normalmente, siguen un calendario prefijado a comienzos de año. Aunque, a veces, pueden surgir oportunidades interesantes para el mercado dando lugar a una subasta especial la cual no estaba programada. El volumen de emisiones experimentó un importante crecimiento durante el periodo de la crisis económica. Éste, se reflejó en los diversos tipos de títulos aunque tuvo más incidencia en los bonos y las obligaciones llegando a aportar más de la mitad del saldo vivo.

En el mercado secundario, el volumen de negociación se redujo de forma muy significativa en los primeros años de la crisis. No obstante desde 2012, se aprecia una ligera recuperación.

Para finalizar, podemos destacar la existencia de diversas operaciones mediante las que se pueden contratar los valores de deuda pública. Se concretan en cuatro (contado, repo, simultánea y a plazos), aunque dependiendo del tipo de inversor destacan unas u otras. Mientras que los titulares prefieren contratar a través de operaciones simultáneas y al contado, los terceros se han centrado siempre en las operaciones repo aunque en los últimos años, las de contado, se han posicionado por encima de éstas. Cabe mencionar que durante el periodo de crisis el volumen de operaciones, en general, se ha visto reducido.

Actualmente, a pesar de las dificultades económicas que aún se manifiestan, la prima de riesgo española se encuentra en niveles relativamente bajos, debido a la mejora de algunas magnitudes macroeconómicas. Sería interesante analizar la relación entre las modificaciones de la calificación crediticia de la deuda española y la evolución de la prima de riesgo. Este estudio no se ha podido hacer aquí por falta de espacio pero podría ser un tema interesante para futuros trabajos. Esto mismo ocurre con la posibilidad de analizar conjuntamente la evolución del volumen de deuda pública (como porcentaje de PIB) y la prima de riesgo.

9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Álvarez Nogal, C., Comín Comín, F. (2015): *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)*. Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

Banco de España (Varios años): *Mercado de Deuda Pública*.

http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Mercado_de_Deuda/

Barrero, M: *Manual de fondos de inversión* (4ª Ed).

https://www.activobank.com/applic/cms/jsps/activo/g3repository/PDF/FOINVMANUAL_FONDOS_INVERSION_2000A.PDF

BME (2013): *Estructura, organización y funcionamiento del mercado de valores español*.

<http://publicaciones.bolsasymercados.es/otras/EstructuraMdo/index.html>

Corral Delgado, S., López del Paso, R. (2011): “Diferencial de riesgo de la deuda pública de España con respecto a la de Alemania”, *eXtoikos*, nº 2, pp. 119-120.

Datosmacro:

- “Deuda Pública”, Expansión/Datosmacro.com.
<http://www.datosmacro.com/deuda>
- “Ratings: Calificación de la deuda de los países”, Expansión/Datosmacro.com.
<http://www.datosmacro.com/ratings>

De Andrés Sánchez, J., Molina Cobo, M.C. y Sardá García, S. (2004):” Análisis de la fiscalidad de los strips y los Bonos y Obligaciones del Estado en el IRPF desde una perspectiva financiera”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2800, pp. 35-46.

Del Arco Juan, F.J. “Bono indexado”. Expansión: “Diccionario”.

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/bono-indexado.html>

Edufinet (Educación financiera en la red): “¿Cuáles son las principales agencias de calificación crediticia (rating) y qué baremos utiliza?”.

http://www.edufinet.com/index.php?option=com_content&task=view&id=1043&Itemid=178

El País (2015): “Evolución de la prima de riesgo española”. *El País, Economía*, 2 enero 2015.

http://elpais.com/elpais/2014/04/01/media/1396377862_841848.html

El Tesoro (2016): “Boletín mensual”, nº 258, Mayo 2016.

<http://www.tesoro.es/sites/default/files/deuda/boletin-mensual/2016abril.pdf>

El Tesoro:

- “Calendario”.
http://www.tesoro.es/sites/default/files/Calendario_SP_2015.pdf
- “Calificación crediticia”.
<http://www.tesoro.es/deuda-publica/calificacion-crediticia>
- “Otras formas de inversión”.
<http://www.tesoro.es/deuda-publica/otras-formas-de-inversion>
- “Procedimiento de emisión y subastas de los valores del Tesoro”.
<http://www.tesoro.es/Deuda-publica/Mercado/Mercado-primario/Procedimiento-de-Emision-y-subastas-de-los-valores-del-Tesoro/Calendario-de-subastas>
- “Strips”.
<http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/instrumentos/strips>

Esteban Velasco, J. (1998): “Mercado Primario”, en: Quirós Romero, G. (Coord.): *Mercado español de deuda pública, Tomo I*, Estudios Económicos nº 63, Servicio de Estudios, Banco de España, pp. 27-68.

Finanzas para todos (2010): “La oferta de productos y servicios financieros”

<http://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosinversionrenta fija/deudapublica.html>

IBERCLEAR:

- “Funciones”.
<http://www.iberclear.es/esp/Iberclear/Funciones.aspx>
- “Liquidación”.
<http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/Deuda/Liquidacion.aspx>
- “Mercado”.
<http://www.iberclear.es/esp/Iberclear/Mercado.aspx>
- “Procedimientos”.
<http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/Deuda/Procedimientos.aspx>
- “Registro valores”.
<http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/Deuda/RegistroValores.aspx>

LATIBEX: “El mercado”. <http://www.latibex.com/esp/home.htm>

Llamas, M. (2014): “El Estado multiplica por cinco las emisiones de deuda pública durante la crisis”, *Libre Mercado, Libertad digital*, 10 enero 2014.
<http://www.libremercado.com/2014-01-10/el-estado-multiplica-por-cinco-la-emision-de-deuda-publica-durante-la-crisis-1276507896/>

Ley de Reforma del Sistema Financiero de Noviembre 2002, Documento BOE-A-2002-22807. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2002-22807>

Martín Fernández, M.A. (2006): “Mercado de Deuda Pública”, *Cuadernos de formación Instituto de Estudios fiscales*, vol. 2, pp. 81-91.

Martínez Carrascal, C. y Tello Casas, P. (2014): “El Endeudamiento de la Economía Española”, *Análisis financiero*, nº 126, pp. 69-102.

Mascareñas, J. (2013): *Características de los Activos Financieros de Renta Fija*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas.
<http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/08.pdf>

Nieto González, J.L. y García Moreno, F.J. (2000): “Las tendencias actuales de la Deuda Pública en España”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2648, pp. 21-32.

Orden de 2 de enero de 2014, Documento BOE-A-2014-289.

https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-289

Pajero Gamir, J.A., Rodríguez Saiz, L., Calvo Bernardino, A. y Cuervo García, Á. (2014): *Manual del sistema financiero español (25ª Ed)*. Ariel, Barcelona.

Romero, Á. (2010): “¿Qué es la prima de riesgo y cómo funciona?” *El País*, *Economía*, 30 noviembre 2010.

http://economia.elpais.com/economia/2010/11/30/actualidad/1291105979_850215.html

Ruíz García, F. (2015): “España hacia la recuperación hito o realidad para el 2015” *Administración y dirección de empresas*, 17 octubre 2015.

<http://franelemprendedor.blogspot.com.es/>

Sáez Pérez de la Torre, F.J. (1992): *El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España*, Documento de Trabajo nº 9212, Servicio de Estudios del Banco de España.

Santos Sanz, R. (1998): “Mercado Secundario”, en: Quirós Romero, G. (Coord.): *Mercado español de deuda pública, Tomo I*, Estudios Económicos nº 63, Servicio de Estudios, Banco de España, pp. 69-121.

Tratado de Maastricht, (1992), Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo, pp. 1-253.

http://europa.eu/eu-law/decision-making/treaties/pdf/treaty_on_european_union/treaty_on_european_union_es.pdf

Tyler, A. y Cekuolyte, E. (2006): *Qué debe saber de... Los productos de Renta Fija*, Guía informativa de la CNMV (5ª Ed).

http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf

10. ANEXOS

**ANEXO 1. Emisión bruta, amortización y emisión neta de Letras del Tesoro,
Bonos y Obligaciones del Estado desde el año 2006 hasta el año 2014**

MILLONES DE €

AÑO	OPERACIÓN	TIPOS DE ACTIVOS		TOTAL ⁽¹⁺²⁾
		LETRAS ⁽¹⁾	BONOS Y OBLIGACIONES ⁽²⁾	
2006	Emisión bruta	25.890,90	30.570,80	56.461,70
	Amortización	27.883,90	31.157,40	59.041,30
	Emisión neta ^(*)	-1.992,90	-586,60	-2.579,50
2007	Emisión bruta	26.970,80	25.120,20	52.091,00
	Amortización	25.827,20	28.274,00	54.101,20
	Emisión neta ^(*)	1.143,60	-3.153,90	-2.010,30
2008	Emisión bruta	52.657,30	59.952,60	112.609,90
	Amortización	33.027,40	27.831,60	60.859,00
	Emisión neta ^(*)	19.629,90	32.121,00	51.750,90
2009	Emisión bruta	109.890,70	112.883,60	222.774,30
	Amortización	76.556,70	29.337,00	105.893,70
	Emisión neta ^(*)	33.334,10	83.546,60	116.880,70
2010	Emisión bruta	114.661,00	93.963,00	208.624,00
	Amortización	110.417,00	33.395,00	143.812,00
	Emisión neta ^(*)	4.244,00	60.568,00	64.812,00
2011	Emisión bruta	101.842,90	97.880,80	199.723,70
	Amortización	100.991,70	45.128,60	146.120,30
	Emisión neta ^(*)	851,10	52.752,30	53.603,40
2012	Emisión bruta	99.499,00	113.355,10	212.854,10
	Amortización	105.493,50	46.416,10	151.909,60
	Emisión neta ^(*)	-5.994,50	66.939,00	60.944,50
2013	Emisión bruta	109.163,00	126.117,00	235.280,00
	Amortización	104.601,60	60.361,50	164.963,10
	Emisión neta ^(*)	4.561,30	65.755,50	70.316,80
2014	Emisión bruta	99.193,60	140.341,80	239.535,40
	Amortización	110.440,70	71.525,40	181.966,10
	Emisión neta ^(*)	-11.247,10	68.816,50	57.569,40

(*) Emisión neta = Emisión bruta – Amortización

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

ANEXO 2. Saldo vivo de Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado desde el año 2006 hasta el año 2014

MILLONES DE €

AÑO	TIPOS DE ACTIVOS		TOTAL ⁽¹⁺²⁾
	LETRAS ⁽¹⁾	BONOS Y OBLIGACIONES ⁽²⁾	
2006	31.300,90	264.074,10	295.375,00
2007	32.444,50	260.920,20	293.364,70
2008	52.074,30	293.041,30	345.115,60
2009	85.408,40	376.587,90	461.996,30
2010	88.987,20	437.156,40	526.143,60
2011	90.607,10	489.909,30	580.516,40
2012	84.612,70	556.848,20	641.460,90
2013	89.174,00	622.603,40	711.777,40
2014	77.926,90	691.447,70	769.374,60

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

ANEXO 3. Negociación entre titulares desde el año 2006 hasta el año 2014

MILLONES DE €

AÑOS	TIPOS DE ACTIVOS											
	LETRAS				BONOS Y OBLIGACIONES				STRIPS			
	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
2006	63,90	0,50	0,00	416,50	439,20	2,80	0,10	6.609,60	4,90	0,30	0,00	6,00
2007	36,10	0,00	0,00	306,20	415,70	0,90	0,00	6.763,20	3,60	0,10	0,00	5,60
2008	64,10	0,00	0,00	471,70	360,40	1,40	0,00	6.143,60	3,00	1,50	0,00	7,70
2009	82,10	2,10	0,00	779,60	549,80	3,30	0,00	5.998,80	2,10	0,10	0,00	3,20
2010	88,30	0,00	0,00	1.273,90	866,90	6,50	0,00	6.186,30	8,50	1,90	0,00	1,90
2011	138,70	4,70	0,00	1.509,20	806,90	12,70	0,00	6.672,30	5,20	1,90	0,00	12,50
2012	181,30	1,30	0,00	1.414,20	659,10	8,40	0,00	4.772,10	5,50	0,00	0,00	7,20
2013	239,60	4,30	0,00	1.278,40	1.045,50	28,50	0,00	5.382,30	6,60	0,10	0,00	6,20
2014	278,30	5,30	0,00	749,00	1.111,30	55,00	0,00	5.965,70	6,90	0,80	0,00	2,20

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

ANEXO 4. Negociación entre terceros desde el año 2006 hasta el año 2014

MILLONES DE €

AÑOS	TIPOS DE ACTIVOS											
	LETRAS				BONOS Y OBLIGACIONES				STRIPS			
	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
2006	29,10	0,00	1.185,30	0,30	2.356,70	323,60	9.638,40	1.319,60	9,50	0,80	211,90	0,30
2007	21,50	0,60	1.230,20	2,40	2.689,10	290,70	9.446,70	1.191,90	13,60	3,50	295,00	3,50
2008	50,70	0,70	1.635,40	0,60	1.701,70	254,10	7.977,20	792,70	20,80	5,90	497,20	148,50
2009	116,10	3,20	2.107,50	2,80	1.701,20	133,30	6.098,20	515,30	19,70	8,00	439,60	0,00
2010	332,10	9,30	1.594,80	19,90	3.310,90	129,20	3.967,30	507,10	28,10	8,10	213,80	0,10
2011	738,10	22,00	1.213,80	68,40	5.227,00	180,30	2.740,90	658,70	41,30	4,70	252,30	0,20
2012	634,50	15,20	682,70	25,70	3.249,90	121,90	1.922,50	311,50	19,20	0,80	337,00	0,10
2013	652,40	14,90	553,10	38,60	3.123,50	196,20	1.888,80	209,50	21,30	1,20	379,70	0,00
2014	441,30	19,30	553,60	18,50	4.447,70	290,90	2.496,00	396,90	43,60	12,00	339,20	0,10

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

ANEXO 5. Negociación total entre titulares y entre terceros desde el año 2006 hasta el año 2014

(Obtenido a partir de los ANEXOS 3 Y 4)

MILLONES DE €

AÑOS	NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES	NEGOCIACIÓN ENTRE TERCEROS
2006	7.543,80	15.075,50
2007	7.531,40	15.188,70
2008	7.053,40	13.085,50
2009	7.421,10	11.144,90
2010	8.434,20	10.120,70
2011	9.164,10	11.147,70
2012	7.049,10	7.321,00
2013	7.991,50	7.079,20
2014	8.174,50	9.059,10

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

ANEXO 6. Negociación entre titulares según tipo de operación desde el año 2006 hasta el año 2014

(Obtenido a partir del ANEXO 3).

MILLONES DE €

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES				
AÑOS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
2006	508,00	3,60	0,10	7.032,10
2007	455,40	1,00	0,00	7.075,00
2008	427,50	2,90	0,00	6.623,00
2009	634,00	5,50	0,00	6.781,60
2010	963,70	8,40	0,00	7.462,10
2011	950,80	19,30	0,00	8.194,00
2012	845,90	9,70	0,00	6.193,50
2013	1.291,70	32,90	0,00	6.666,90
2014	1.396,50	61,10	0,00	6.716,90

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.

**ANEXO 7. Negociación entre terceros según tipo de operación desde el año 2006
hasta el año 2014**

(Obtenido a partir del ANEXO 4).

MILLONES DE €

NEGOCIACIÓN ENTRE TERCEROS				
AÑOS	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
2006	2.395,30	324,40	11.035,60	1.320,20
2007	2.724,20	294,80	10.971,90	1.197,80
2008	1.773,20	260,70	10.109,80	941,80
2009	1.837,00	144,50	8.645,30	518,10
2010	3.671,10	146,60	5.775,90	527,10
2011	6.006,40	207,00	4.207,00	727,30
2012	3.903,60	137,90	2.942,20	337,30
2013	3.797,20	212,30	2.821,60	248,10
2014	4.932,60	322,20	3.388,80	415,50

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España, *Mercado de Deuda Pública*.