



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

**APROXIMACIÓN A LOS FACTORES DE LOS
QUE DEPENDE LA RENTABILIDAD
OFRECIDA POR LOS TÍTULOS DEL
TESORO PÚBLICO EN ESPAÑA**

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

MÁSTER BANCA Y FINANZAS

AUTOR: DIEGO SÁNCHEZ PEREIRA

TUTORAS: BEGOÑA ÁLVAREZ GARCÍA

LUCÍA BOEDO VILABELLA

AÑO DE PRESENTACIÓN: 2012

ÍNDICE

	<u>Pág</u>
Resumen.....	4
Introducción general.....	5
1. Estructura institucional del mercado de Deuda del Estado.....	7
1.1. La Central de Anotaciones (CADE) e Iberclear.....	10
1.2. Titulares de cuentas en la Central de Anotaciones.....	12
1.3. Entidades gestoras.....	15
1.4. Banco de España.....	20
1.5. Creadores de mercado.....	22
1.6. El Tesoro Público.....	30
1.6.1. Tipos de títulos emitidos por el Tesoro Público.....	31
1.6.2. Las subastas del Tesoro Público.....	32
2. Volumen de negociación de la Deuda Pública.....	35
3. Evolución de los tipos de interés de la Deuda Pública.....	39
3.1. Evolución de la rentabilidad de las Letras del Tesoro.....	39
3.2. Evolución de los tipos de interés de los bonos a 3 años.....	44
3.3. Evolución de los tipos de interés de los bonos a 5 años.....	46
3.4. Evolución de los tipos de interés de las obligaciones a 10 años.....	48
3.5. Evolución de los tipos de interés de las obligaciones a 15 años.....	50
3.6. Evolución de los tipos de interés de las obligaciones a 30 años.....	52
4. Evolución de los tipos de interés oficiales a 1 año.....	54
5. Evolución del Producto Interior Bruto español.....	58
6. Evolución de la inflación en España.....	61

	<u>Pág</u>
7. Análisis de la relación del rendimiento de la Deuda Pública española con otros indicadores de la economía.....	64
7.1. Análisis de la relación de los tipos de interés del dinero y los tipos de interés de las obligaciones de Deuda Pública.....	65
7.2. Análisis de la relación de la inflación con los tipos de interés de las obligaciones a 10 años.....	67
7.3. Análisis de la relación de los tipos de interés de las obligaciones a 10 años con la inflación y la variación del Producto Interior Bruto español.....	70
8. Análisis de la prima de riesgo en Europa.....	72
8.1. España.....	75
8.2. Portugal.....	77
8.3. Francia.....	79
8.4. Irlanda.....	81
8.5. Grecia.....	84
9. Análisis de la evolución de los tipos de la Deuda Pública en Europa.....	87
10. Conclusiones.....	92
11. Bibliografía.....	95
Índice de tablas.....	98
Índice de gráficos.....	99

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es determinar qué variables inciden en las oscilaciones de los rendimientos de la Deuda Pública emitida por el Tesoro Público español y de qué forma. Además, resulta inevitable introducirse en el análisis de los títulos de Deuda de otros países de la Eurozona, ya que la incorporación a la moneda única, hace ya más de una década, nos obliga a observar a los países de nuestro alrededor para llegar a una mejor comprensión de lo que sucede en España.

Como resultado de este trabajo, se observa un gran descenso en los últimos 25 años en los rendimientos ofrecidos por los diversos títulos de la Deuda Pública española, descenso que se relaciona con la bajada de los tipos de interés oficiales del dinero, la evolución de la inflación y un período de crecimiento económico en el país.

Por otro lado, al estudiar los títulos de Deuda de otros países pertenecientes a la Eurozona, se puede ver que, con la llegada de la moneda única a Europa, se entra en un proceso de convergencia en las rentabilidades de los bonos a 10 años, puesto que los inversores comienzan a detectar un nivel de riesgo similar entre los países. Esto se debe, entre otras cuestiones, al establecimiento de un tipo de interés común (el Euribor) para los estados que adoptan el euro y a encontrarse los países en una época de crecimiento económico en la cual una posible insolvencia se veía muy lejana.

INTRODUCCIÓN GENERAL

Con este trabajo se pretende estudiar la evolución de las emisiones de los diversos títulos que ha ofrecido el Tesoro Público español a lo largo de su historia y determinar los motivos que influyen en las variaciones de rentabilidad que los mismos experimentan, puesto que nos parece muy interesante el poder identificar los factores o variables que pueden influir a la hora de que los rendimientos de la Deuda Pública de nuestro país se incrementen o se reduzcan.

Para ello comenzamos, en el apartado 1, situando el marco institucional del mercado de Deuda del Estado, identificando a las entidades que operan en el mismo y exponiendo las funciones y obligaciones de las mismas.

A continuación, en el apartado 2, se estudia el volumen de negociación de la Deuda Pública española en el mercado primario, observando los niveles de emisión bruta, amortización, emisión neta de Deuda, así como el saldo vigente cada año comprendido entre 2000 y 2009.

En el apartado 3, el estudio se adentra en la evolución de los tipos de interés de la Deuda Pública española desde 1987 hasta la actualidad. Se observa la evolución de las Letras del Tesoro a 3, 6, 12 y 18 meses, de los bonos del Estado a 3 y 5 años y de las obligaciones del Estado a 10, 15 y 30 años.

En los apartados 4, 5 y 6 se aborda la evolución de 3 importantes indicadores de la economía que nos ayudarán posteriormente a comprender mejor las razones de las

oscilaciones en los tipos de interés de la Deuda Pública. Los indicadores estudiados son los tipos de interés oficiales a 1 año, el Producto Interior Bruto y la inflación en España.

Tras observar la evolución de estos indicadores de la economía se analiza, en el apartado 7, la relación que tiene el rendimiento de la Deuda Pública española con ellos. En un primer análisis, se relacionan los tipos de interés oficiales del dinero con los rendimientos de la Deuda. En un segundo análisis, se indaga en la relación que tiene la inflación con la evolución de los tipos de la Deuda. Finalmente, en un tercer análisis, se incorpora al análisis de la relación entre inflación y Deuda Pública la evolución del Producto Interior Bruto en los años objeto de estudio.

Finalmente, en los apartados 8 y 9, se estudia la evolución de los rendimientos de Deuda Pública y de las primas de riesgo de varios países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea, diferenciando entre el período previo a la creación de la Unión y el período posterior. El objetivo es comparar la evolución de los rendimientos de la Deuda de otros países con respecto a España, puesto que en el contexto de la Unión Económica y Monetaria que se ha generado en Europa y a la cual pertenece España, parece importante observar la evolución de los tipos de interés de los títulos emitidos por otros países pertenecientes a dicha Unión, para así comprender mejor la evolución de las rentabilidades que se han dado a lo largo de los años en los títulos emitidos por el Tesoro Público español.

1. ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

En abril de 1987, el Gobierno español crea el Sistema de Anotaciones en Cuenta, con lo que se da un gran salto en el proceso de institucionalización y modernización del mercado de Deuda Pública. Con el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, se abre la posibilidad de que la deuda estatal pueda estar representada en anotaciones en cuenta (además de estarlo en forma de títulos-valores). De esta manera se produce la desmaterialización del título-valor, intentando garantizar el buen funcionamiento del mercado y los derechos de los inversores, pues de esta forma se incrementa la seguridad en las transacciones (ya que desaparece el riesgo de falsificación o de pérdida de los títulos) y la velocidad (pues ya no hay desplazamiento físico de los títulos). Una vez comenzado mayo de 1987, la deuda emitida por el Estado se representa en anotaciones en cuenta, comenzando así la sustitución del título físico (o en papel) de la época anterior.

El mercado de Deuda Pública ha crecido mucho con el paso de los años, con un gran número de transacciones dentro del volumen total de operaciones del mercado secundario. Además es un instrumento muy útil para la formación de precios, de donde se obtienen tipos de interés que sirven como referencia a los mercados de capitales y al sistema bancario.

El objetivo principal del Mercado Oficial de Deuda Pública es la negociación de la deuda estatal, representada en anotaciones en cuenta, además de la negociación de valores emitidos de la misma forma por las comunidades autónomas, entidades y

sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro, siempre que cuenten con la autorización del Ministerio de Economía.

Con la reforma de la Ley del Mercado de Valores en 1998, la nueva regulación sobre el Mercado de Deuda intenta desligar el ámbito de la negociación de los títulos del ámbito de la liquidación¹.

En el ámbito de la negociación, tras esta reforma, se eliminan las distinciones institucionales entre entidades, pues la capacidad que tengan las entidades para operar en el mercado no vendrá dada por la clasificación que les dé el mercado, sino por los estatutos de la propia entidad, en los cuales deberán estar reflejadas las actividades profesionales que la entidad puede realizar.

Tras esta reforma se empezará a hablar de miembros del mercado, siendo éstos aquellas entidades que estén facultadas para llevar a cabo operaciones de compraventa en el Mercado de Deuda Pública, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena. Esta condición de miembro del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones puede ser otorgada por el Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España, y con un informe previo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a las entidades que además de cumplir otros requisitos que puedan establecerse, pertenezcan a alguna de las categorías siguientes:

- Sociedades y agencias de valores².
- Entidades de crédito españolas, salvo los establecimientos financieros de crédito.

¹ La liquidación se produce cuando las entidades financieras cumplen sus obligaciones derivadas de la contratación, y efectúan los abonos o adeudos en cuenta que se derivan de la operación, es decir, realizan el apunte contable.

² Las sociedades de valores pueden actuar en el mercado por cuenta propia o por cuenta ajena, mientras que las agencias de valores actúan siempre por cuenta ajena.

- Entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.
- Empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.
- Entidades de crédito y empresas de servicios de inversión autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea.
- El Banco Central Europeo y los Bancos Centrales de los Estados miembros de la Unión Europea.
- Otras entidades cuyos valores de renta fija puedan ser admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, siempre y cuando sus estatutos les permitan ser miembros del mismo.

1.1. LA CENTRAL DE ANOTACIONES (CADE) E IBERCLEAR

La Central de Anotaciones de Deuda Pública es un organismo gestionado por el Banco de España, que actúa como registro central de los saldos mantenidos por las entidades miembros, ya sea por cuenta propia o por cuenta de terceros. La Central registra, además, las operaciones y movimientos de saldos realizados dentro del sistema. Este organismo integra, junto a las entidades gestoras (de las que se hablará en el apartado 1.3), la infraestructura del mercado: el Sistema de Anotaciones en Cuenta.

Hay que destacar que teniendo en cuenta que los titulares de cuentas solamente pueden ser entidades miembros, existen tres modalidades de cuentas dentro de la Central de Anotaciones:

1. **Cuentas directas.** Pueden ser abiertas por cualquier persona física o jurídica que suscriba deuda pública directamente en el Banco de España.
2. **Cuentas en nombre propio.** Sus titulares pueden proceder a su movilización por medio del Servicio Telefónico del Mercado del Dinero.
3. **Cuentas a nombre de terceros.** Son cuentas que las entidades gestoras mantienen para sus clientes, de manera separada de las propias de la entidad.

En abril de 2003, nace Iberclear, fruto de la fusión de la Central de Anotaciones del Banco de España (CADE) y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Este nuevo organismo es el depositario central de valores español, y se

encarga del registro contable y de la compensación³ y liquidación de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en las Bolsas de Valores españolas, en el mercado de renta fija AIAF y en Latibex⁴.

En septiembre de 2003, se produce una importante novedad en el ámbito de la liquidación y de la compensación, con la puesta en marcha de Meffclear⁵, ya que comienza a actuar como entidad de contrapartida central en las operaciones sobre deuda estatal, eliminando así el riesgo de contrapartida. Esto es así porque se presenta como comprador ante el vendedor, y como vendedor ante el comprador.

³ La compensación se relaciona con el volumen de operaciones que se realizan de manera recurrente, que puede dar origen a saldos contables que se compensan, es decir, se agrupan las partidas y se anotan las operaciones netas a través de una cámara de compensación. Actualmente se trata de registros informáticos.

⁴ Latibex es el mercado de valores latinoamericanos en euros.

⁵ Meffclear es la cámara de compensación del mercado de derivados.

1.2. TITULARES DE CUENTAS EN LA CENTRAL DE ANOTACIONES

Los titulares de cuenta en la Central de Anotaciones de Deuda Pública son entidades financieras que deben pertenecer necesariamente a alguna de las siguientes categorías de entidades:

- Bancos.
- Cajas de ahorros.
- Cooperativas de crédito.
- Sociedades de valores.
- Establecimientos financieros de crédito.
- Fondos de regulación del mercado hipotecario.
- Sociedades de garantía recíproca.
- Sociedades de refianzamiento.
- Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.
- Entidades de seguros.
- Fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito.
- Organismos financieros internacionales de los cuales España sea miembro.
- Bancos Centrales de países miembros del Fondo Monetario Internacional.

Además, desde febrero de 1999, las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión no residentes pueden ser titulares de cuentas. También son titulares el Banco de España, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y el Consorcio de Compensación de Seguros.

Para poder acceder a ser titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones debe solicitarse mediante escrito que se presentará en el Banco de España. Este escrito tiene que estar suscrito por una persona o varias con suficiente poder para obligar a la entidad, lo cual debe estar debidamente acreditado. Posteriormente, el Banco de España remite las solicitudes que ha recibido, junto con un informe propio, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la cual decidirá si se le otorga o no la condición de titular de cuenta al solicitante⁶. Sin embargo, esta condición puede ser revocada por el Ministro de Economía (a petición del Banco de España), con un informe previo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y con una audiencia previa con el interesado, en estos casos:

- Si durante un año, se desarrolla un volumen de actividad nulo, o inferior al establecido.
- Si se incumplen los requisitos exigidos para que le sean otorgadas las autorizaciones.
- Si se incurre en concurso de acreedores.

Esta revocación implica que la entidad o intermediario financiero afectado no podrá, una vez adoptada tal medida, realizar más operaciones con deuda estatal que aquéllas de las cuales se derive una reducción definitiva de sus saldos en la Central de Anotaciones. Igualmente, y en circunstancias excepcionales, puede llegar a acordarse la suspensión o limitación del volumen de operaciones que pueden llevar a cabo los titulares de cuenta, mientras no se restablezca la normalidad. Estas medidas deberán ser comunicadas por el Banco de España al Ministerio de Economía, en el plazo de dos

⁶ El Banco de España elabora un registro público en el cual constan las entidades que tienen la consideración de titulares de cuenta.

días, para que el Ministro ratifique la medida, o bien la levante. La mencionada suspensión de la condición de titular de cuenta produce el mismo efecto que la revocación, pero solamente durante el plazo que determine la resolución.

Las entidades que hayan conseguido acceder a la titularidad de cuenta en la Central de Anotaciones podrán realizar operaciones sobre Deuda estatal representada en anotaciones, exclusivamente por cuenta propia. Las operaciones que realicen deben ser ordenadas, realizadas y liquidadas a través del Sistema de Liquidación del Banco de España (SLBE).

Los movimientos producidos por operaciones de suscripción, amortización, transformación o negociación de la Deuda del Estado anotada se asientan en las cuentas de valores abiertas en la Central de Anotaciones, reflejándose en las mismas la constitución de derechos de garantía u otros que determinen la inmovilización de los saldos correspondientes. Las contrapartidas de efectivo de estos movimientos, las liquidaciones de intereses o de cualquier derecho económico que se derive de la titularidad de los saldos de valores, se cargan o se abonan en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España, designadas para ello por los titulares de las cuentas.

1.3. ENTIDADES GESTORAS

Las entidades gestoras, como ya se ha mencionado anteriormente, integran junto a la Central de Anotaciones de Deuda Pública (CADE) la infraestructura del mercado de Deuda, esto es, el Sistema de Anotaciones en Cuenta.

Se entiende por entidades gestoras aquéllas que llevan las cuentas de personas o empresas que no están autorizadas a operar directamente a través de la Central de Anotaciones. A estos efectos, estas entidades gestoras mantienen una cuenta global en la Central, que sirve como contrapartida exacta de las cuentas que tienen abiertas a nombre de terceros. Además, las entidades gestoras (excepto las agencias de valores⁷) pueden ostentar la condición de titular de cuenta a nombre propio, condición que es obligatoria para poder ofrecer contrapartida en nombre propio a sus terceros.

Estas entidades realizan funciones de registro y de compensación y liquidación para sus clientes. Entre las funciones de registro, las entidades gestoras deben mantener siempre actualizados los registros que corresponden a sus saldos de terceros, con identificación de los titulares, datos de la emisión, saldos nominales, condiciones de adquisición, situación jurídica y, en el caso de que existan, compromisos de reventa.

Además, estas instituciones están obligadas a entregar a los compradores de los valores del Tesoro un resguardo que acredite la compra y las condiciones de la misma, en el momento de inscribirlos en sus registros. Estos resguardos son acreditaciones del

⁷ Las agencias de valores no pueden ser titulares de cuentas a nombre propio porque, como se ha expuesto anteriormente, operan siempre por cuenta ajena. Sólo pueden adquirir o mantener Deuda Pública anotada por cuenta propia por medio de otra entidad gestora.

registro de la operación, y en ningún caso, títulos físicos que se puedan comprar o vender.

Las entidades gestoras tienen una función de custodia sobre los títulos de los terceros a los que representan, por lo que están obligadas a comunicar diariamente a la Central de Anotaciones el saldo global por cuenta de terceros, y semanalmente, el detalle de todas las operaciones realizadas.

Después de comentar lo que son y cuáles son sus funciones, debemos conocer quiénes son estas entidades. Para comenzar, habría que decir que para ser entidad gestora, la entidad en cuestión tiene que ser nombrada por el Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España y con un informe previo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para ello, la entidad debe pertenecer necesariamente a alguna de las siguientes categorías:

- Sociedades de valores y agencias de valores.
- Bancos y Cajas de Ahorros (incluidos el Instituto de Crédito Oficial y la Confederación Española de Cajas de Ahorros)
- Cooperativas de crédito.

Acceder a la condición de entidad gestora y el mantenimiento de la misma exige a las entidades, además, cumplir una serie de requisitos:

- Contar con un capital mínimo y con unos niveles de recursos propios proporcionales al volumen de su actividad y a los riesgos asumidos.
- El consejo de administración debe contar con, al menos, tres miembros.
- Todos los miembros del consejo de administración, así como los directores generales y asimilados, deben poseer una reconocida honorabilidad profesional.
- Ninguno de los miembros del consejo de administración, ni de los directores generales y asimilados, puede haber sido declarado en quiebra o concurso de acreedores (sin haber sido rehabilitado); encontrarse procesado o tener antecedentes penales por delitos de falsedad contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de malversación de fondos públicos, de descubrimiento y revelación de secretos contra la propiedad; o estar inhabilitado, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos, de administración o de dirección de entidades financieras.
- La mayoría de los miembros del consejo de administración deben contar con conocimientos y experiencias adecuados en temas relacionados con el mercado de valores.
- Comprometerse a tener una organización y medios personales y materiales técnicamente adecuados al carácter y volumen de actividad que se vaya a desarrollar, además de cumplir efectivamente tal compromiso. La entidad debe acreditar suficientemente que está en situación de cumplir este compromiso desde el primer momento.

La entidad que desee convertirse en gestora, debe solicitarlo por escrito al Banco de España, y éste, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como se explicó anteriormente, transmitirá su propuesta de resolución al Ministro de Economía, por medio de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Ésta última, será la encargada de comunicar a la Central de Anotaciones, en su caso, el otorgamiento de la condición de entidad gestora a la entidad solicitante. Este nombramiento será publicado en el Boletín Oficial del Estado. Además, el Banco de España lleva un registro público de las entidades que tienen la consideración de entidades gestoras.

Como ya se explicó en lo relativo a los titulares de cuenta en la Central de Anotaciones, de forma análoga, esta consideración puede ser revocada por el Ministro de Economía (a petición del Banco de España), con un informe previo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y con una audiencia previa con el interesado, en estos casos:

- Si durante un año, se desarrolla un volumen de actividad nulo, o inferior al establecido.
- Si se incumplen los requisitos exigidos para que le sean otorgadas las autorizaciones.
- Si se incurre en concurso de acreedores.

Esta revocación implica que la entidad afectada no podrá, una vez adoptada tal medida, realizar más operaciones con Deuda estatal que aquéllas de las cuales se derive

una reducción definitiva de sus saldos en la Central de Anotaciones, aunque mientras conserve saldos de terceros anotados, deberá seguir cumpliendo sus obligaciones.

Igualmente, y en circunstancias excepcionales, puede llegar a acordarse la suspensión o limitación del volumen de operaciones que pueden llevar a cabo las entidades gestoras, mientras no se restablezca la normalidad. Estas medidas deberán ser comunicadas por el Banco de España al Ministerio de Economía, en el plazo de dos días, para que el Ministro ratifique la medida, o bien la levante. La mencionada suspensión de la condición de entidad gestora produce el mismo efecto que la revocación, pero solamente durante el plazo que determine la resolución.

Por último, podemos decir que hay dos tipos de entidades gestoras: con capacidad plena y con capacidad restringida.

- **Entidades gestoras con capacidad plena.** Están autorizadas a realizar todo tipo de operaciones con sus comitentes⁸, además de que poseen la condición adicional de titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones.
- **Entidades gestoras con capacidad restringida.** Solamente pueden ofrecer contrapartida en nombre propio a sus clientes en las ventas al contado. Además, si carecen de cuenta propia en la Central de Anotaciones, las operaciones que realicen con terceros están limitadas a una actuación como meros comisionistas.

⁸ *Comitente* es una persona o empresa que confiere a la entidad gestora el encargo de operar en el mercado, en su nombre y representación, a cambio de una comisión.

1.4. BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España es una institución de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que actúa con autonomía respecto de la Administración del Estado. Tenía unas funciones a partir de su Ley de Autonomía de 1994, que se modifican sustancialmente con la Ley 12/1998, de 28 de abril, en donde se delimitan sus 4 funciones principales, en orden a la aparición de la Unión Monetaria Europea:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la comunidad con el objetivo principal de conseguir la estabilidad de precios.
- Ejecutar la política cambiaria y realizar las operaciones de cambio de divisas de acuerdo con las disposiciones del Tratado de la Unión.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.
- Emitir los billetes de curso legal (modificada en la actualidad).

En lo que respecta al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Banco de España es el organismo rector del mismo y sus funciones son:

- Ser el agente financiero de la Deuda Pública.
- Prestar al Tesoro Público el servicio de tesorería de la Deuda Pública.
- Gestionar la Central de Anotaciones.
- Supervisar el funcionamiento y la transparencia del mercado de Deuda Pública.

- Establecer las normas que rigen las transacciones realizadas entre las entidades miembros.
- Determinar, junto al Tesoro Público, las regulaciones específicas que afectan a las entidades miembros, y evaluar su actividad.

Además, desde 1990, el Banco de España, lleva a cabo las funciones de entidad gestora para las personas físicas o jurídicas residentes que desean mantener sus títulos de Deuda en una cuenta de valores en el propio Banco de España, las llamadas cuentas directas.

1.5. CREADORES DE MERCADO

Entendemos como creadores del mercado de Deuda Pública a un pequeño grupo de entidades financieras con derechos y obligaciones especiales tanto sobre el mercado primario como sobre el mercado secundario. Sus finalidades principales son facilitar la liquidez en el mercado secundario de Deuda Pública anotada y cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión de la Deuda del Estado.

Una entidad que desee obtener la condición de creador de mercado debe presentar una solicitud, acompañada de una memoria en la cual consten los medios técnicos y humanos de los que dispone para llevar a cabo la actividad de creación de mercado.

Esta condición de creador de mercado es otorgada oficialmente por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, tras un informe previo favorable del Banco de España.

Después de explicar cómo una entidad se puede convertir en creador de mercado, debemos comentar las principales obligaciones que deberán cumplir y los principales derechos que tendrán estos creadores de mercado de Deuda Pública, así como sus áreas de actuación (sobre las cuales el Tesoro realizará un control) y las razones por las cuales una entidad puede llegar a perder tal condición.

Principales obligaciones de los creadores de mercado.

- **Participar en las subastas.** Cada creador de mercado debe presentar peticiones por un valor nominal mínimo del 3% de la cantidad adjudicada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en las tres últimas subastas de cada bono y obligación del Estado, a precios no inferiores al tipo marginal de adjudicación menos un diferencial, según el título del que se trate:
 - Bonos del Estado a 3 años: Tipo marginal de adjudicación menos 5 céntimos de euro.
 - Bonos del Estado a 5 años: Tipo marginal de adjudicación menos 10 céntimos de euro.
 - Obligaciones del Estado a 10 años: Tipo marginal de adjudicación menos 15 céntimos de euro.
 - Obligaciones del Estado a más de 10 años: Tipo marginal de adjudicación menos 30 céntimos de euro.

- **Garantizar la liquidez del mercado secundario.** Los creadores de mercado deberán cotizar un mínimo de referencias de bonos y obligaciones del Estado, en las condiciones que establezca en cada momento la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

- **Aportar información.** Deberán aportar información a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera sobre el mercado de Deuda Pública en general y su actividad como creadores de mercado en particular, cuando ésta lo solicite. Concretamente, los creadores de mercado deben informar mensualmente sobre

su operativa por cuenta propia y con terceros, la zona geográfica y el tipo de entidades que forman su clientela.

Principales derechos de los creadores de mercado.

- **Participación en las subastas del Tesoro Público.** Cuando se cierre el plazo general de presentación de peticiones de cada subasta de bonos y obligaciones del Estado, los creadores de mercado dispondrán de un período de 30 minutos, durante el cual podrán presentar sus peticiones.
- **Acceso a las segundas vueltas.** Los creadores de mercado podrán acceder, en exclusiva, a una segunda vuelta de las subastas de bonos y obligaciones del Estado, presentando peticiones que serán adjudicadas al precio medio ponderado redondeado, resultante de la fase de subasta competitiva.
- **Segregación y reconstitución de valores representativos de la Deuda del Estado.** Los creadores de mercado son las únicas entidades autorizadas a segregar y a reconstituir valores de Deuda del Estado segregable⁹.
 - La segregación de valores consiste en dar de baja en la Central de Anotaciones un título de deuda o bono segregable, sustituyéndolo por nuevos valores con un rendimiento implícito, los cuales proceden de los

⁹ Los valores de Deuda del Estado segregables son títulos de Deuda Pública que se transforman en un conjunto de valores que se negocian por separado. Se conocen comúnmente como “strips” de deuda.

flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal de dicho título.

- La reconstitución de valores es la operación inversa a la segregación, es decir, se dan de baja en la Central de Anotaciones todos los “strips” de deuda con rendimiento implícito vivos que proceden de cada uno de los flujos de caja de un bono segregable, dándose de alta, en contrapartida, el citado bono.

- **Recepción de información sobre la política de financiación del Tesoro Público.**

Áreas de actuación de los creadores de mercado.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera se encargará de evaluar mensualmente, y de forma independiente, la actividad realizada por los creadores de mercado de Letras, Bonos y Obligaciones, en lo que respecta a las áreas siguientes:

- Suscripción en las subastas.
- Participación en operaciones de gestión de la cartera de Deuda del Estado que realice la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Cotizaciones de Letras, Bonos y Obligaciones, además de strips de deuda, en el sistema o sistemas organizados de negociación electrónica, que determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

- Participación en la negociación mensual total de Letras, Bonos y Obligaciones en el sistema o sistemas organizados de negociación electrónica, que determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Participación en la negociación mensual de Letras, Bonos y Obligaciones entre miembros del mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
- Participación en la negociación mensual de Letras, Bonos y Obligaciones realizada por creadores de mercado con entidades que no sean titulares de cuenta en Iberclear.
- Actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos.
- Participación en las operaciones de promoción interna y exterior de la Deuda del Estado.
- Grado de distribución de la Deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas¹⁰, calculado a partir de los informes que mensualmente los creadores de mercado remitirán a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Regularidad en el comportamiento de los creadores de mercado, para contribuir a que sus esfuerzos sean estables en el tiempo.

Se penalizará a aquellas entidades que no cumplan con la solicitud de información o de asesoramiento del Tesoro, que no asistan a las reuniones de la Dirección General del Tesoro con los creadores de mercado, o que desarrollen acciones

¹⁰ La determinación de países o zonas estratégicas se realizará en las reuniones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera con los creadores de mercado.

que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado (o que tengan como fin único mejorar la evaluación que el Tesoro realice del creador). Además, también se penalizarán las peticiones presentadas en las subastas que se desvíen significativamente del precio o de la rentabilidad existente en el mercado secundario cinco minutos antes de la celebración de la subasta, distorsionando el funcionamiento de la misma.

Razones para la pérdida de la condición de creador de mercado.

- Renuncia comunicada por la propia entidad a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- La Dirección General del Tesoro y Política Financiera considera que la entidad no mantiene un compromiso con el mercado de Deuda Pública española suficiente y/o la entidad la entidad no ha cumplido durante 3 meses sus obligaciones¹¹.
- La Dirección General del Tesoro y Política Financiera considera que la entidad ha realizado acciones que pueden afectar negativamente al funcionamiento del mercado o a la Deuda del Estado, o bien, cree que la entidad tiene un comportamiento impropio de un creador de mercado, contrario a los intereses del Tesoro Público o al buen funcionamiento del mercado de Deuda Pública.

¹¹ La Dirección General del Tesoro y Política Financiera puede prorrogar el plazo máximo de 3 meses cuando la entidad incumplidora solicite y justifique adecuadamente tanto la excepcionalidad de las causas del incumplimiento como sus expectativas de que, en el plazo concedido como prórroga, volverá a cumplir con las obligaciones que le corresponden.

- La Dirección General del Tesoro y Política Financiera decide realizar una rotación en el grupo de creadores de mercado, con el objetivo de dar acceso a nuevas entidades al grupo¹².

Como se puede apreciar en la enumeración de las razones por las que se puede perder la condición de creador de mercado de Deuda Pública, esta condición sólo se puede perder por renuncia expresa de la entidad en cuestión o por decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Gráfico 1.1: Creadores de mercado de Deuda Pública (a 10/10/2011)

BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.
BANCO SANTANDER, S.A.
BANKINTER, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS
BANKIA, S.A.U.
CAIXABANK, S.A.
J.P. MORGAN SECURITIES LTD.
CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED
SOCIÉTÉ GENERALE, S.A.
BARCLAYS BANK PLC
NOMURA INTERNATIONAL, PLC.
COMMERZBANK A.G.
CRÉDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD.
HSBC FRANCE
DEUTSCHE BANK, A.G.
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
NATIXIS
ROYAL BANK OF SCOTLAND, PLC
BNP PARIBAS, S. A.
CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK
RBC EUROPE LIMITED

Fuente: Banco de España

¹² La Dirección General del Tesoro y Política Financiera puede dar acceso a nuevas entidades sin eliminar la condición de creador de mercado a otras, es decir, puede incrementar el número de creadores de mercado si lo considera conveniente.

En el gráfico 1.1 aparecen las entidades financieras que son creadoras de mercado de Deuda Pública español. La mayoría de las mismas son entidades extranjeras, por lo que vemos que no sólo están implicadas y les interesa el buen funcionamiento de este mercado a las entidades españolas. El mercado de Deuda Pública español depende en gran medida, pues, de entidades extranjeras.

1.6. EL TESORO PÚBLICO

El Tesoro Público es el encargado de emitir los valores de Deuda del Estado, y como tal, también se encarga de la elaboración del calendario de subastas, de convocar cada una de las mismas, de fijar el cupón anual de los bonos y de resolver las subastas, determinando el volumen a emitir y el rendimiento de los títulos.

Su principal cometido dentro del mercado de Deuda Pública es el de cubrir las necesidades de financiación del Estado, al menor coste posible y manteniendo un nivel de riesgo limitado. Además, tiene otros objetivos también muy importantes:

- **Conseguir flujos de financiación estables.** Para esto, el Tesoro Público establece un ritmo de emisión conocido y estable, anunciando sus objetivos de colocación; controla el riesgo de refinanciación con emisiones a medio y largo plazo; suaviza el perfil de los vencimientos a través de políticas de canjes y recompras; y asegura la transparencia informativa mediante la elaboración de calendarios de emisión y la comunicación de las estrategias de financiación que se llevarán a cabo.
- **Reducir el coste de la financiación.** Para esto, el Tesoro tiene la capacidad de gestionar su deuda mediante políticas de emisión a lo largo de la curva de tipos, a través de políticas de canjes y recompras y con operaciones de permuta financiera de intereses o swaps.

- **Mantener un adecuado nivel de liquidez en el mercado.** El Tesoro Público cumple con este objetivo aumentando el tamaño de las emisiones por encima de los 10.000 millones de euros y canjeando y recomprando emisiones poco líquidas.
- **Ofrecer a los inversores instrumentos financieros atractivos.** Esto lo consigue adaptando los activos emitidos a los intereses propios de los inversores, ya sea con strips de deuda o con bonos y obligaciones a muy distintos plazos, por ejemplo.

1.6.1. Tipos de títulos emitidos por el Tesoro Público

El Tesoro Público español emite tres tipos de títulos-valores, siendo la principal diferencia existente entre los mismos el plazo de amortización. Estos títulos son los siguientes:

- **Letras del Tesoro**, cuyo plazo de amortización varía entre los 3 y los 18 meses.
- **Bonos del Estado**, entre 2 y 5 años.
- **Obligaciones del Estado**, con un plazo de amortización superior a 5 años.

Los bonos y las obligaciones del Estado se diferencian entre sí únicamente en el plazo en el que serán amortizados. Ambos tipos de valores son títulos con un interés periódico (o cupón) que se paga cada año y un último período en el que se paga el último cupón y la devolución de la inversión inicial.

Sin embargo, las Letras del Tesoro, a diferencia de los bonos y las obligaciones, no pagan cupones periódicos, ya que están emitidas al descuento y por tanto pagan los intereses al vencimiento.

1.6.2. Las subastas del Tesoro Público

La subasta es el sistema que tiene el Tesoro Público para otorgar a los inversores los títulos de Deuda Pública que éstos demandan, buscando siempre el menor coste posible para cada emisión.

Al comienzo de cada año el Tesoro Público publica en el Boletín Oficial del Estado el calendario de subastas de Letras, bonos y obligaciones, con vigencia durante todos los meses de ese año y el mes de enero del año siguiente. El calendario incluye no sólo las fechas de subasta, sino también las de presentación de peticiones y desembolso. Sin embargo, el Tesoro se reserva la posibilidad de convocar subastas adicionales o de cancelar alguna de las subastas programadas, si lo estima conveniente.

Tipos de peticiones de valores del Tesoro Público

1. Competitiva. Se fija la rentabilidad que se quiere percibir y el número de títulos que se quieren adquirir (no existe un máximo, pero no se pueden presentar peticiones por un importe inferior a 1.000 €). Este tipo de peticiones se orientan a inversores que poseen un cierto conocimiento del mercado, ya que al fijar la rentabilidad a la que se desean suscribir los valores se está asumiendo el riesgo de que la petición no sea aceptada por el Tesoro Público. Estas peticiones competitivas se ordenan de mayor a menor rentabilidad, de tal modo que el Tesoro adjudica en el orden inverso para así poder adjudicar todas sus necesidades de financiación al menor coste posible.

2. No competitiva. Sólo se fija el número de títulos que se desean adquirir (el mínimo son 1.000 € y el importe nominal máximo conjunto para las peticiones no competitivas presentadas por cada postor será de 1.000.000 €). En este caso, la rentabilidad que se percibirá será la media ponderada que resulte de la subasta. Estas peticiones son las más adecuadas para el pequeño inversor, por regla general, puesto que el inversor se asegura que su petición sea aceptada (salvo que quede desierta la subasta) y que la rentabilidad sea acorde al promedio resultante de la subasta.

Presentación de las peticiones

Las peticiones pueden presentarse:

- En cualquier sucursal del Banco de España, en el caso de realizarse a través de una cuenta directa.

- En cualquier intermediario financiero. Si se trata de una entidad gestora, ésta deberá registrar los valores adquiridos en una “cuenta a nombre de terceros” y entregar al inversor el resguardo que acredite que ha realizado la correspondiente anotación en cuenta. Si el intermediario no es una entidad gestora, éste debe encargar a una entidad gestora el servicio de registro de los valores, siendo la entidad gestora la obligada a entregar el resguardo citado anteriormente.

2. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Para el estudio del volumen de Deuda Pública española negociado en el mercado primario se utilizan datos desde el año 2000 hasta el 2009, obtenidos del Banco de España, a partir de los cuales se realiza un análisis del volumen emitido, volumen vencido y saldo remanente de Deuda Pública que permanece vigente cada año de análisis.

Desde el año 2000 hasta el 2007 se puede apreciar una mínima variabilidad en el valor nominal total de Deuda Pública emitida por el Tesoro Público, tanto en lo que se refiere a emisión bruta (nominal emitido en el año) como a emisión neta (resultante de minorar la emisión bruta con las Letras, bonos y obligaciones que vencen en el año en cuestión). Este período de tiempo coincide con una época de bonanza económica, pues en todos y cada uno de estos 8 años la tasa de variación anual del Producto Interior Bruto (PIB) fue positiva, lo que quiere decir que se produjo crecimiento en la economía española cada año, oscilando esta tasa entre el 2,72% en 2002 (valor mínimo) y el 4,49% en 2000 (valor máximo). Dicho esto, se puede decir, a la vista de los datos objeto de estudio, que la estrategia seguida en estos 8 años es básicamente emitir Deuda Pública para cubrir los vencimientos de Deuda que se producen, no siendo el objetivo de dichas emisiones buscar más financiación.

En 2008 y 2009 se produce un cambio claro de tendencia, doblándose la emisión bruta en 2008 con respecto a 2007 y volviendo a doblarse en 2009 con respecto a 2008. Esto parece una consecuencia evidente de la crisis económica, pues utilizando datos objetivos, se pasa de tasas de variación anual del PIB positivas a tasas negativas.

Tabla 2.1: Variación anual del PIB entre 2007 y 2009

	Var. anual PIB
2007	3,17%
2008	-1,42%
2009	-3,04%

Fuente: Elaboración propia

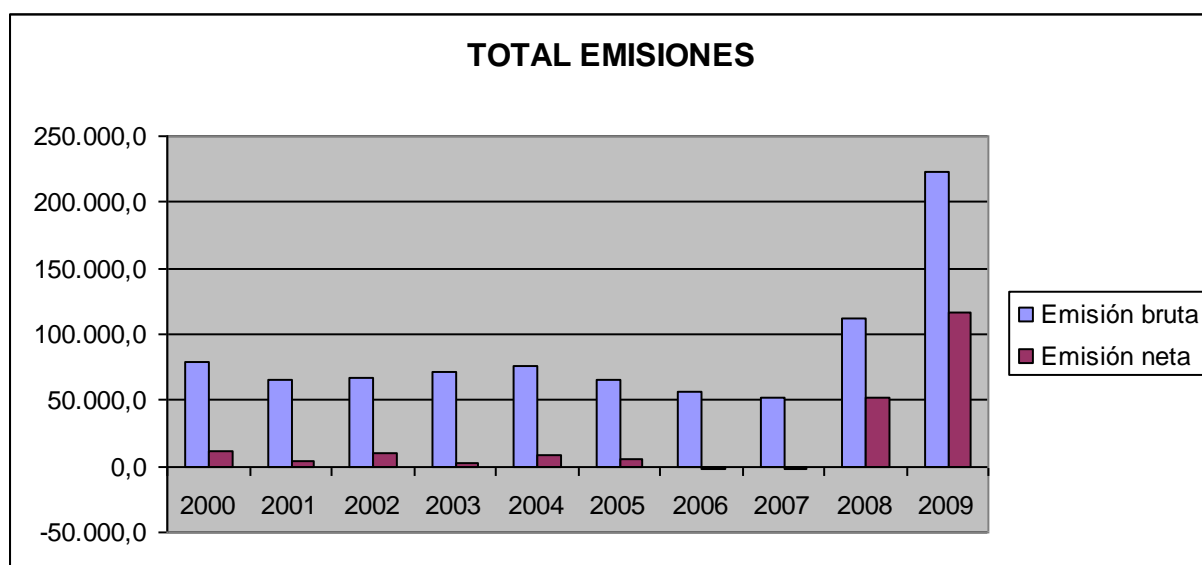
Tabla 2.2: Total de emisiones de Deuda Pública

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo
2000	79.578,3	68.659,1	10.919,2	269.388,4
2001	65.226,7	61.145,5	4.081,2	273.446,3
2002	66.862,9	57.368,2	9.494,7	282.941,0
2003	71.588,8	69.795,6	1.793,2	284.734,2
2004	75.598,5	67.467,4	8.131,1	292.865,4
2005	64.961,4	59.872,2	5.089,2	297.954,5
2006	56.461,7	59.041,3	-2.579,6	295.375,0
2007	52.091,0	54.101,2	-2.010,2	293.364,7
2008	112.609,9	60.859,0	51.750,9	345.115,6
2009	222.774,3	105.893,7	116.880,6	461.996,3

*Datos en millones de euros

Fuente: Banco de España

Gráfico 2.1: Total de emisiones de Deuda Pública



Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar en el gráfico 2.1, la emisión bruta de Deuda Pública no varía mucho entre los años 2000 y 2007, oscilando entre los 52.000 millones de euros de 2007 y los cerca de 80.000 de 2000. En 2008 se produce un sustancial incremento, pasando de 52.000 millones a 112.600 (lo que supone un incremento de un 116%), siendo el volumen total emitido en 2009 de casi 223.000 millones de euros, un incremento respecto a 2007 de un 328%, o lo que es lo mismo: en 2009 la emisión de Deuda Pública española fue 4,28 veces la emitida en 2007.

Además, si se observa la columna de amortización de la Deuda, el valor total de amortización en cada año se sitúa en torno a los 60.000 millones de euros, salvo en 2009, que prácticamente alcanza los 106.000 millones de euros. Este incremento en 2009 se debe fundamentalmente a la mayor emisión de Letras del Tesoro que se produce en 2008, con lo que gran parte de las mismas vencen al año siguiente. Esto se observa en la tabla 2.3:

Tabla 2.3: Letras del Tesoro

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo
2000	36.828,1	45.305,4	-8.477,3	44.664,7
2001	27.070,4	36.149,7	-9.079,3	35.584,0
2002	32.235,4	31.988,5	246,9	35.831,0
2003	36.207,9	33.272,7	2.935,2	38.766,2
2004	36.838,5	38.617,0	-1.778,5	36.987,8
2005	28.998,7	32.692,6	-3.693,9	33.293,8
2006	25.890,9	27.883,9	-1.993,0	31.300,9
2007	26.970,8	25.827,2	1.143,6	32.444,5
2008	52.657,3	33.027,4	19.629,9	52.074,3
2009	109.890,7	76.556,7	33.334,0	85.408,4

*Datos en millones de euros

Fuente: Banco de España

En 2008 se dobla la emisión de Letras del Tesoro y en 2009 el importe de amortización de las mismas es de 43.500 millones de euros más que en 2008, prácticamente la diferencia existente entre el importe de amortización del total de la Deuda entre 2009 y 2008, que es de 45.000 millones de euros.

En cuanto a lo que a emisión neta se refiere, entendida ésta como la diferencia entre las emisiones y las amortizaciones que se producen cada año, vemos que su cifra anual no supera los 11.000 millones de euros hasta 2008, llegando incluso a ser negativa en 2006 y 2007. Esto supone que la emisión de Deuda Pública se limita a cubrir los vencimientos de Deuda que se van produciendo. En 2008 la emisión neta es de 51.751 millones de euros y en 2009 es de 116.880 millones, con lo que se puede decir que en años en los que la economía se contrajo se pasan a utilizar las emisiones de Deuda Pública no sólo para cubrir vencimientos, sino también para financiar al Estado.

Tabla 2.4: Emisiones netas de Deuda Pública

	Emisión neta
2000	10.919,2
2001	4.081,2
2002	9.494,7
2003	1.793,2
2004	8.131,1
2005	5.089,2
2006	-2.579,6
2007	-2.010,2
2008	51.750,9
2009	116.880,6

Fuente: Banco de España

3. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA

La evolución de los tipos de interés de la Deuda Pública española ha sido claramente descendente desde 1987 hasta la actualidad, siendo la principal causa de este descenso la correlación existente entre los tipos de interés ofrecidos por la Deuda Pública y los tipos de interés oficiales o del mercado interbancario. A continuación, se pasará a describir la evolución de los tipos de interés ofrecidos por el Tesoro Público en cada título de Deuda estatal, en el período comprendido entre el año 1987 y la actualidad.

3.1. EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LAS LETRAS DEL TESORO

En este tipo de títulos de Deuda podemos encontrarnos distintos vencimientos, que varían entre los 3 meses y los 18 meses. En concreto, el Tesoro Público, a lo largo de su historia, ha ido ofertando cuatro tipos de Letras: a 3 meses, a 6 meses, a 1 año y a 18 meses. Estos títulos se diferencian de los bonos y obligaciones del Estado en que su vencimiento es más a corto plazo y en que están emitidos al descuento, es decir, en el momento de la compra el comprador paga el valor resultante de descontar el nominal al tipo de interés fijado y al vencimiento del título cobra el valor nominal de la Letra.

Las Letras del Tesoro por excelencia son aquéllas que vencen al cabo de un año, pues fueron las primeras que se emitieron y no han dejado de emitirse ningún año hasta hoy. En 1991 se emiten Letras a 3 meses, pero en el intervalo 1994-2002 dejan de

emitirse estos títulos. Un año después, en 1992, el Tesoro Público lanza al mercado primario de Deuda Pública las Letras a 6 meses, que después de las Letras a 1 año son las que más se han negociado a lo largo de estos años. En 1997 aparecen en escena las Letras a 18 meses, que servirán para satisfacer a inversores que deseen adquirir títulos de Deuda Pública española con un vencimiento mayor a 12 meses e inferior a 3 años, pues 3 años es el menor vencimiento de los bonos del Estado español.

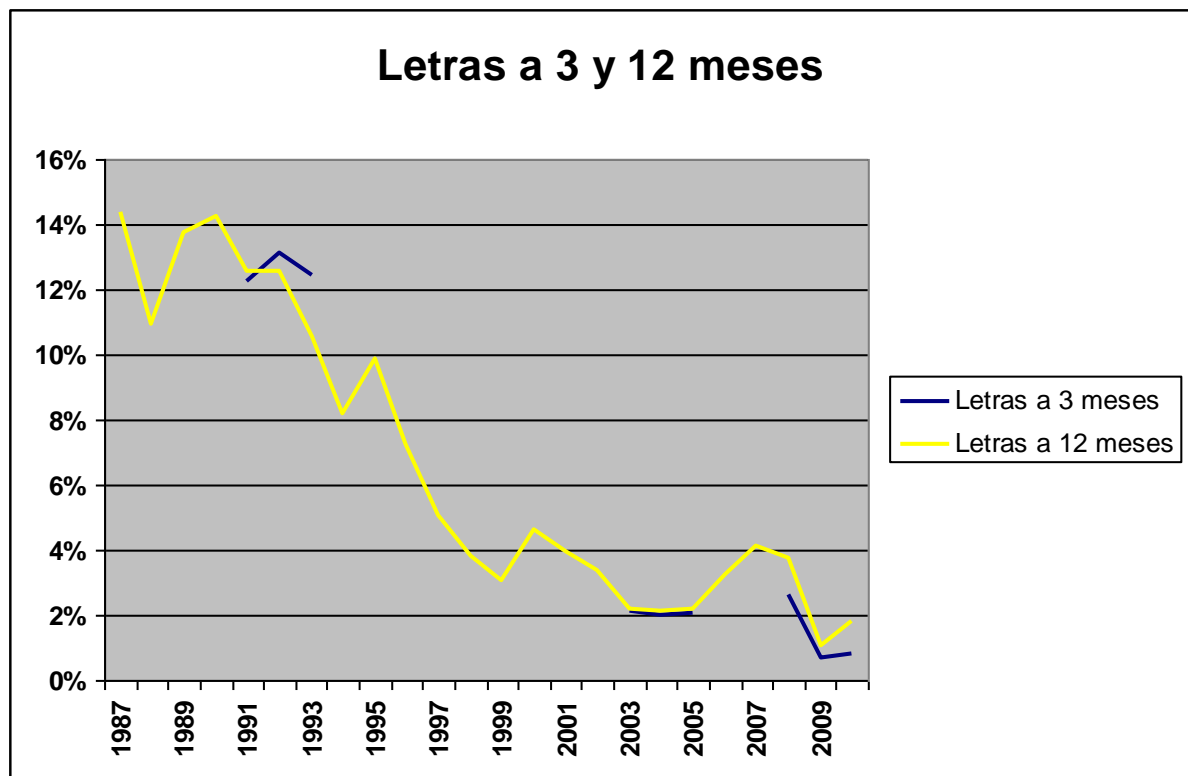
Tabla 3.1: Rentabilidad de las Letras del Tesoro

	3 meses	6 meses	12 meses	18 meses
1987			14,36%	
1988			10,91%	
1989			13,73%	
1990			14,26%	
1991	12,22%		12,55%	
1992	13,16%	13,59%	12,56%	
1993	12,45%	12,24%	10,55%	
1994		8,17%	8,20%	
1995		9,48%	9,88%	
1996		6,41%	7,25%	
1997		5,13%	5,04%	4,89%
1998		3,82%	3,81%	3,84%
1999		2,93%	3,05%	3,23%
2000		4,39%	4,65%	4,81%
2001		4,45%	3,93%	3,97%
2002			3,38%	3,55%
2003	2,14%	2,13%	2,21%	2,33%
2004	2,01%	2,02%	2,15%	2,31%
2005	2,05%	2,13%	2,20%	2,30%
2006			3,26%	3,38%
2007		4,04%	4,11%	3,91%
2008	2,64%	2,91%	3,78%	
2009	0,72%	0,83%	1,04%	
2010	0,84%	1,24%	1,80%	2,17%

Fuente: Tesoro Público

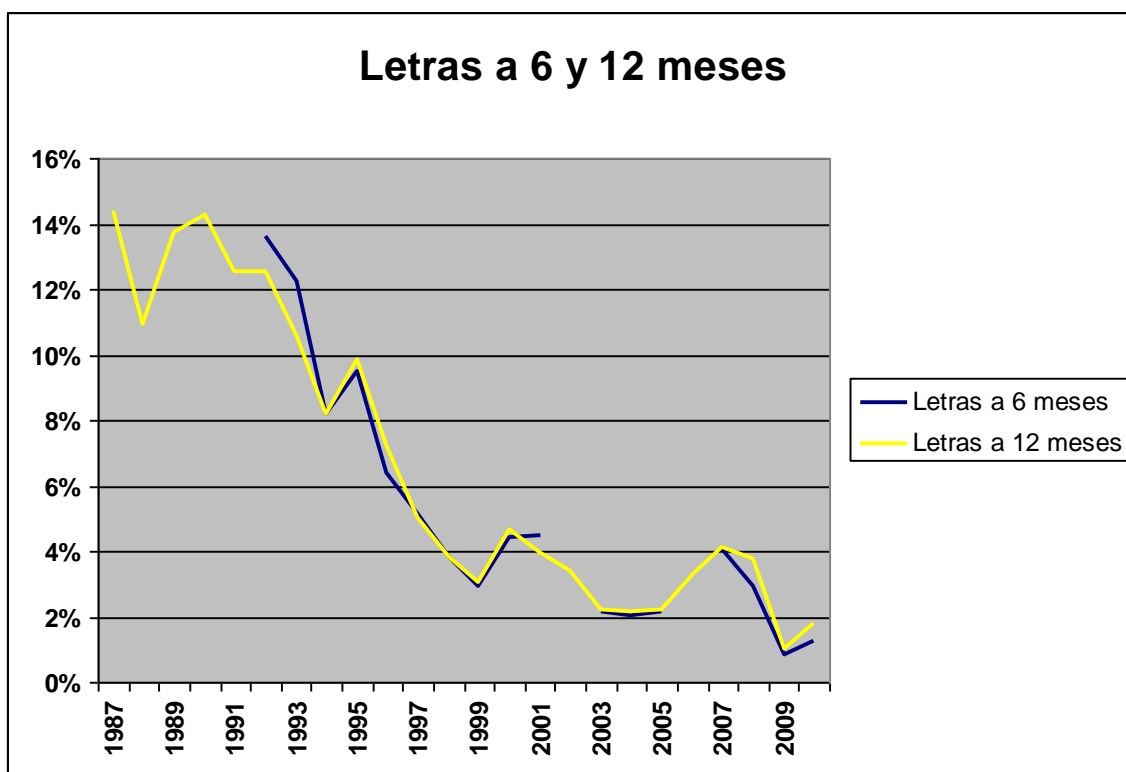
En la tabla 3.1 aparecen las rentabilidades medias de cada año que ofrecen cada uno de los cuatro tipos de Letras del Tesoro. A partir de esta tabla se realizan una serie de gráficos para intentar facilitar la visión y el análisis de la evolución de las rentabilidades.

Gráfico 3.1: Rentabilidad media Letras a 3 meses y Letras a 12 meses



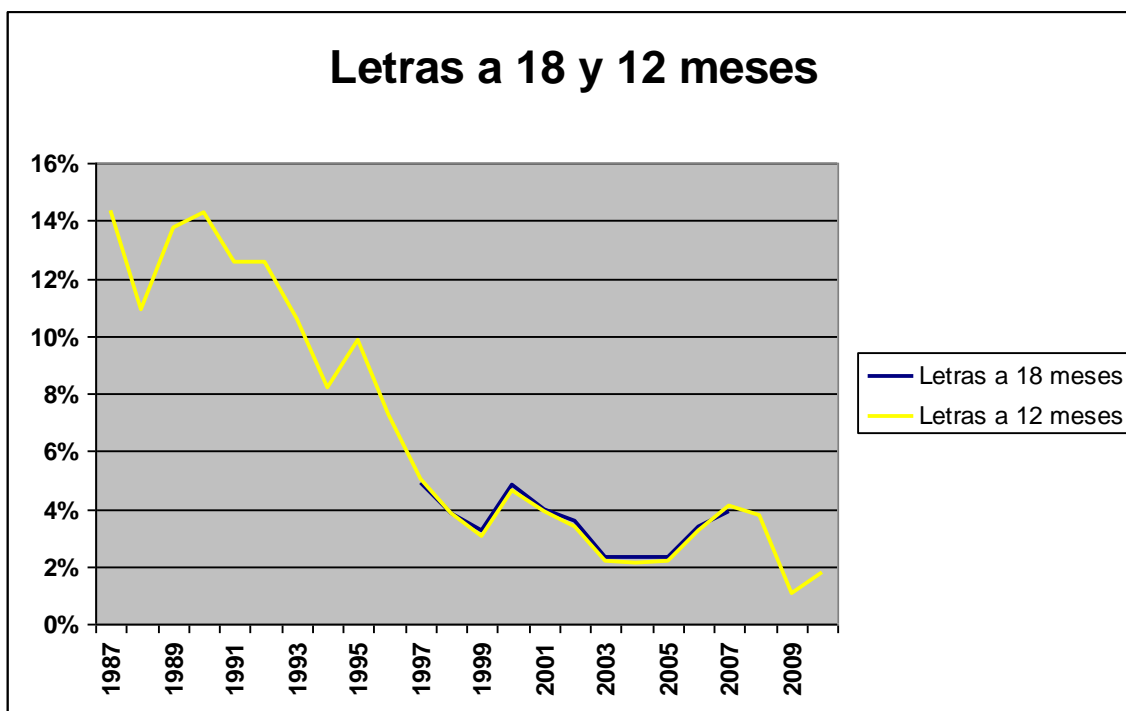
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3.2: Rentabilidad media Letras a 6 meses y Letras a 12 meses



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3.3: Rentabilidad media Letras a 18 meses y Letras a 12 meses



Fuente: Elaboración propia

Las rentabilidades de las diferentes Letras del Tesoro son muy parecidas, puesto que el período de diferencia de vencimiento es muy pequeño. Llama la atención que las Letras a 3 y 6 meses superen la rentabilidad de las Letras a 1 año en ciertos momentos, pero esto ocurre en los primeros años de emisión de las Letras a más corto plazo, por lo que éstas presentan menos demanda al no ser productos conocidos, y por consiguiente deben ofrecer una rentabilidad un poco superior a la que ofrecerían en condiciones normales de mercado.

3.2. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A 3 AÑOS

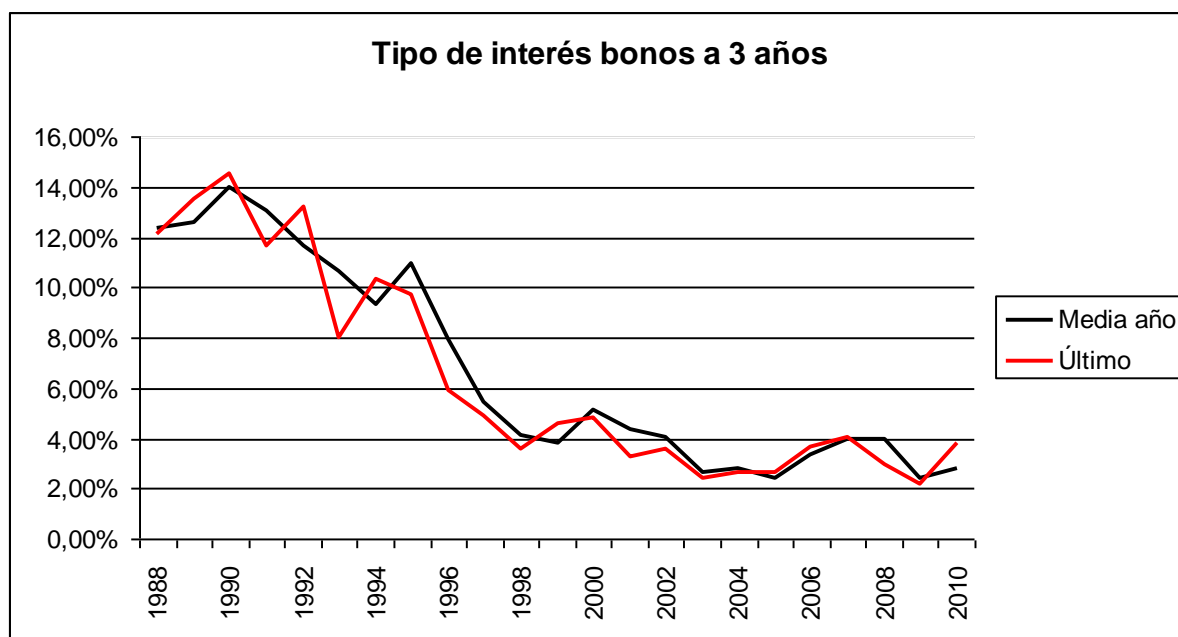
La primera emisión de bonos a 3 años por parte del Tesoro Público se produce en el año 1988, con grandes oscilaciones en los tipos de interés ofrecidos en ese año, pues se produce una diferencia de 228 puntos básicos entre el valor máximo y el valor mínimo de tipo de interés. Además, los tipos por esa época estaban por encima del 10%.

Tabla 3.2: Tipos de interés de los bonos del Estado a 3 años

	Media año	Máximo	Mínimo	Último
1988	12,38%	12,63%	10,35%	12,13%
1989	12,56%	13,53%	12,59%	13,53%
1990	14,01%	14,59%	13,52%	14,50%
1991	13,08%	14,54%	11,40%	11,64%
1992	11,65%	13,20%	11,59%	13,20%
1993	10,64%	13,30%	7,99%	7,99%
1994	9,32%	10,51%	7,30%	10,34%
1995	10,93%	11,75%	9,70%	9,70%
1996	7,89%	9,24%	5,91%	5,91%
1997	5,42%	6,22%	4,90%	4,90%
1998	4,15%	4,58%	3,54%	3,54%
1999	3,79%	4,59%	3,02%	4,56%
2000	5,10%	5,42%	4,81%	4,81%
2001	4,34%	4,68%	3,28%	3,28%
2002	4,06%	4,36%	3,60%	3,60%
2003	2,66%	3,02%	2,22%	2,40%
2004	2,79%	3,15%	2,46%	2,63%
2005	2,38%	2,62%	2,14%	2,62%
2006	3,36%	3,68%	2,93%	3,65%
2007	4,00%	4,05%	3,95%	4,05%
2008	3,93%	4,96%	2,95%	2,95%
2009	2,40%	3,10%	2,05%	2,15%
2010	2,79%	3,80%	2,03%	3,80%

Fuente: Tesoro Público

Gráfico 3.4: Tipo de interés de los bonos del Estado a 3 años



Fuente: Elaboración propia

Los bonos del Estado a 3 años experimentan un incremento de rentabilidad en los años 1989 y 1990, sobrepasando el 14%. De finales de 1990 a finales de 1993 caen 6 puntos porcentuales, de un 14% a un 8%, para en los dos años posteriores alcanzar de nuevo el 10% de interés. A partir del inicio de 1996 su rentabilidad se ve reducida de un 10% a menos de un 4% en dos años, repuntando hasta el 5% en 2000. Posteriormente, con la llegada de la moneda única, se han mantenido en el intervalo comprendido entre el 2% y el 4% hasta el año 2010.

3.3. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A 5 AÑOS

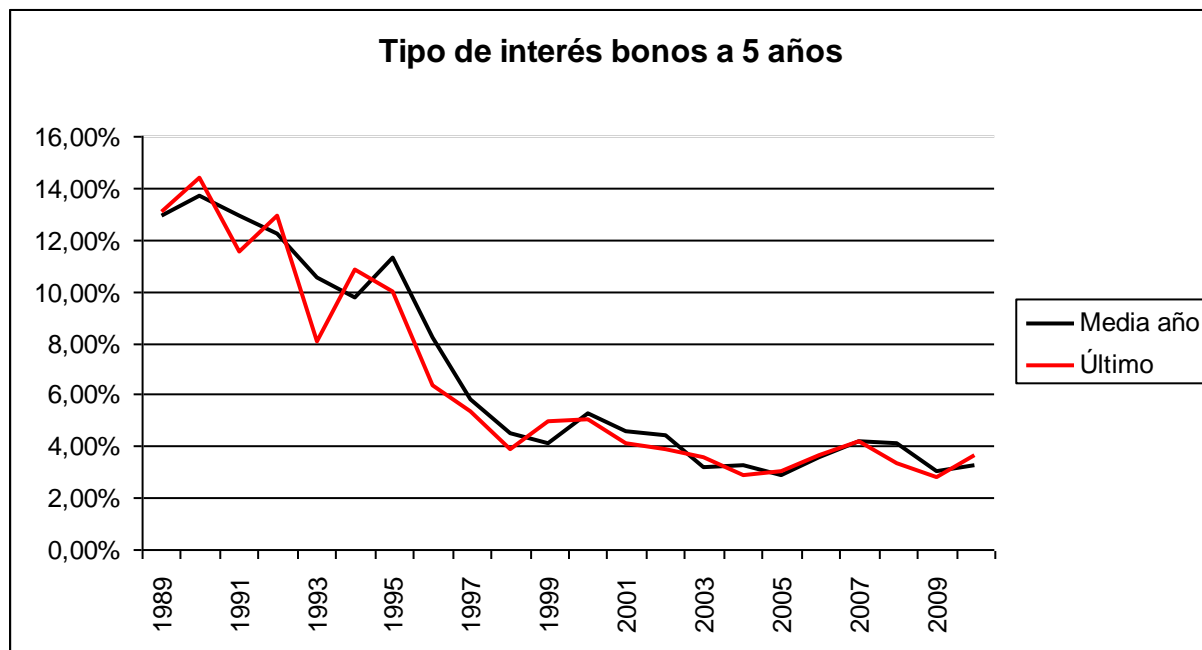
La primera ocasión en la cual el Tesoro Público emite estos bonos es en el año 1989, a un tipo de interés del 13%. Hasta el año 2010 se han seguido emitiendo este tipo de títulos todos los años.

Tabla 3.3: Tipos de interés de los bonos del Estado a 5 años

	Media año	Máximo	Mínimo	Último
1989	12,94%	13,07%	12,81%	13,07%
1990	13,70%	14,34%	13,55%	14,34%
1991	12,92%	14,32%	11,30%	11,50%
1992	12,21%	12,92%	11,21%	12,92%
1993	10,50%	12,96%	8,05%	8,05%
1994	9,72%	11,02%	7,39%	10,85%
1995	11,31%	12,37%	9,96%	9,96%
1996	8,23%	9,46%	6,30%	6,30%
1997	5,83%	6,57%	5,31%	5,31%
1998	4,48%	4,97%	3,85%	3,85%
1999	4,11%	5,01%	3,33%	4,93%
2000	5,28%	5,42%	4,99%	4,99%
2001	4,55%	4,84%	4,12%	4,12%
2002	4,40%	4,89%	3,83%	3,83%
2003	3,19%	3,54%	2,85%	3,52%
2004	3,22%	3,53%	2,86%	2,86%
2005	2,89%	3,07%	2,64%	3,03%
2006	3,57%	3,69%	3,27%	3,66%
2007	4,16%	4,49%	3,95%	4,20%
2008	4,10%	4,86%	3,35%	3,35%
2009	3,05%	3,50%	2,76%	2,76%
2010	3,27%	3,73%	2,84%	3,60%

Fuente: Tesoro Público

Gráfico 3.5: Tipo de interés de los bonos del Estado a 5 años



Fuente: Elaboración propia

Los bonos del Estado a 5 años siguen una evolución muy similar, como era de esperar, a los bonos a 3 años. En 1990 sobrepasan el 14%, y desde este año hasta finales de 1993 caen 6 puntos porcentuales, de un 14% a un 8%. Posteriormente se recuperan, superando en 1994 y 1995 el 10%. Entre 1996 y 1998 caen a un 4% y después de ascender hasta un 5%, se estabilizan en el nuevo milenio entre un 3% y un 4% (en los bonos a 3 años el tipo de interés oscilaba entre un 2% y un 4%).

3.4. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES A 10 AÑOS

Las obligaciones a 10 años son las más antiguas del grupo “Bonos y Obligaciones del Estado”, pero tomando como punto de partida el año 1987, la primera emisión se produce en 1989. En este primer año, los tipos de interés de estas obligaciones eran ligeramente inferiores a los ofrecidos por los títulos con un vencimiento menor. Esto se mantuvo hasta 1992, pero a partir de la crisis de 1993 las obligaciones a 10 años comienzan a reportar unas rentabilidades mayores que los títulos a menor plazo. Desde 1989 el Tesoro Público ha emitido estos títulos todos los años.

Tabla 3.4: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 10 años

	Media año	Máximo	Mínimo	Último
1989	11,86%	12,48%	11,24%	12,48%
1990	13,04%	13,54%	12,57%	13,50%
1991	12,43%	13,49%	11,27%	11,37%
1992	11,94%	12,51%	10,76%	12,51%
1993	10,77%	12,52%	8,52%	8,52%
1994	10,07%	11,31%	7,81%	11,14%
1995	11,47%	12,42%	10,23%	10,23%
1996	8,89%	9,95%	6,92%	6,92%
1997	6,53%	7,26%	5,78%	5,78%
1998	4,94%	5,45%	4,32%	4,32%
1999	4,76%	5,50%	3,96%	5,38%
2000	5,57%	5,79%	5,24%	5,24%
2001	5,12%	5,46%	4,55%	5,02%
2002	4,98%	5,40%	4,51%	4,51%
2003	4,13%	4,40%	3,75%	4,40%
2004	4,02%	4,44%	3,56%	3,56%
2005	3,44%	3,68%	3,17%	3,48%
2006	3,78%	4,05%	3,31%	3,86%
2007	4,24%	4,65%	3,96%	4,26%
2008	4,47%	4,84%	3,96%	3,96%
2009	4,15%	4,65%	3,88%	3,90%
2010	4,51%	5,49%	3,86%	5,49%

Fuente: Tesoro Público

Gráfico 3.6: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 10 años.



Fuente: Elaboración propia

La evolución de los tipos de interés es similar a la de los bonos a 3 y 5 años, pero las principales diferencias radican en que la caída 1990-93 es un punto porcentual menor, en este caso cae de un 13,5% a un 8,5%, y que en el período 2001-2010 los tipos evolucionan entre un 4% y un 5,5% (en los bonos a 3 y 5 años el 4% representa el máximo de rentabilidad en este período).

3.5. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES A 15 AÑOS

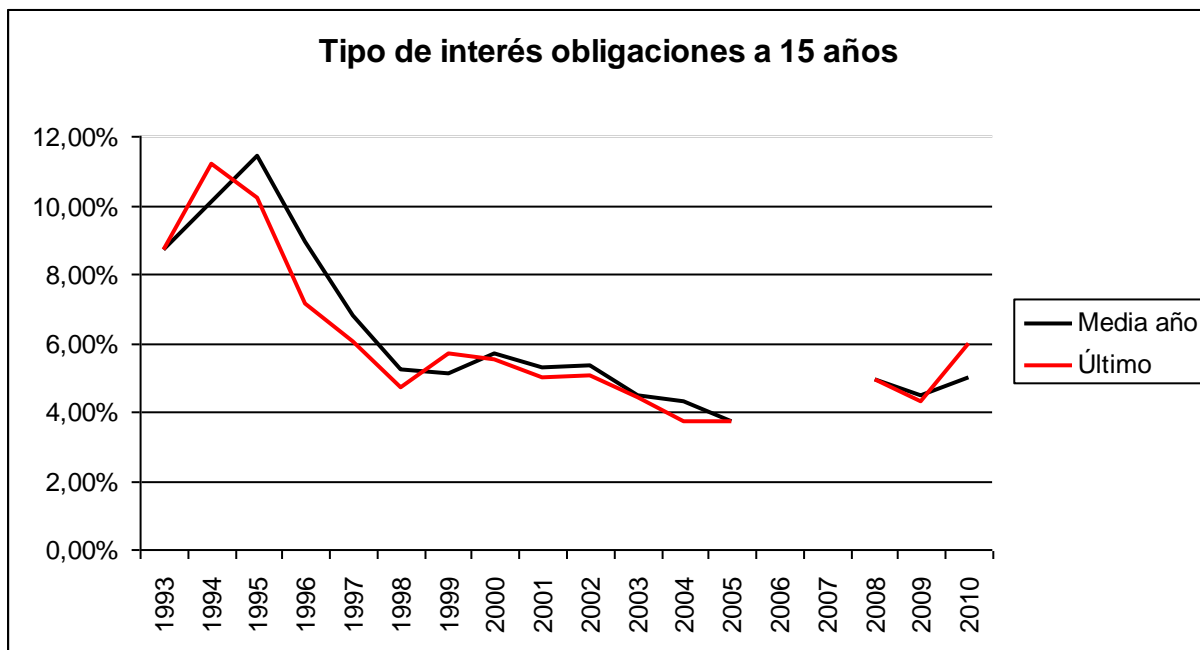
Las obligaciones del Estado con vencimiento a 15 años se emitieron por primera vez en el año 1993. Ese año se llevó a cabo una única subasta en la que se adjudicaron 277.000 millones de pesetas a un tipo de interés del 8,7%. Estos títulos son de los menos frecuentes en el mercado de Deuda Pública, y de hecho, en los años 2006 y 2007 no se realizó ninguna subasta de estas obligaciones a 15 años.

Tabla 3.5: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 15 años

	Media año	Máximo	Mínimo	Último
1993	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
1994	10,11%	11,16%	8,02%	11,16%
1995	11,41%	12,41%	10,23%	10,23%
1996	8,91%	10,01%	7,15%	7,15%
1997	6,77%	7,49%	6,02%	6,02%
1998	5,22%	5,74%	4,68%	4,68%
1999	5,08%	5,84%	4,26%	5,67%
2000	5,69%	6,05%	5,50%	5,50%
2001	5,28%	5,54%	4,98%	4,98%
2002	5,32%	5,56%	5,03%	5,03%
2003	4,46%	4,57%	4,37%	4,41%
2004	4,27%	4,63%	3,71%	3,71%
2005	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
2006				
2007				
2008	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%
2009	4,45%	4,53%	4,26%	4,26%
2010	4,96%	5,99%	4,44%	5,99%

Fuente: Tesoro Público

Gráfico 3.7: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 15 años



Fuente: Elaboración propia

Como regla general, siguen el mismo patrón que las obligaciones a 10 años, pero ofrecen un tipo de interés entre un 0 y un 0,5% superior.

3.6. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES A 30 AÑOS

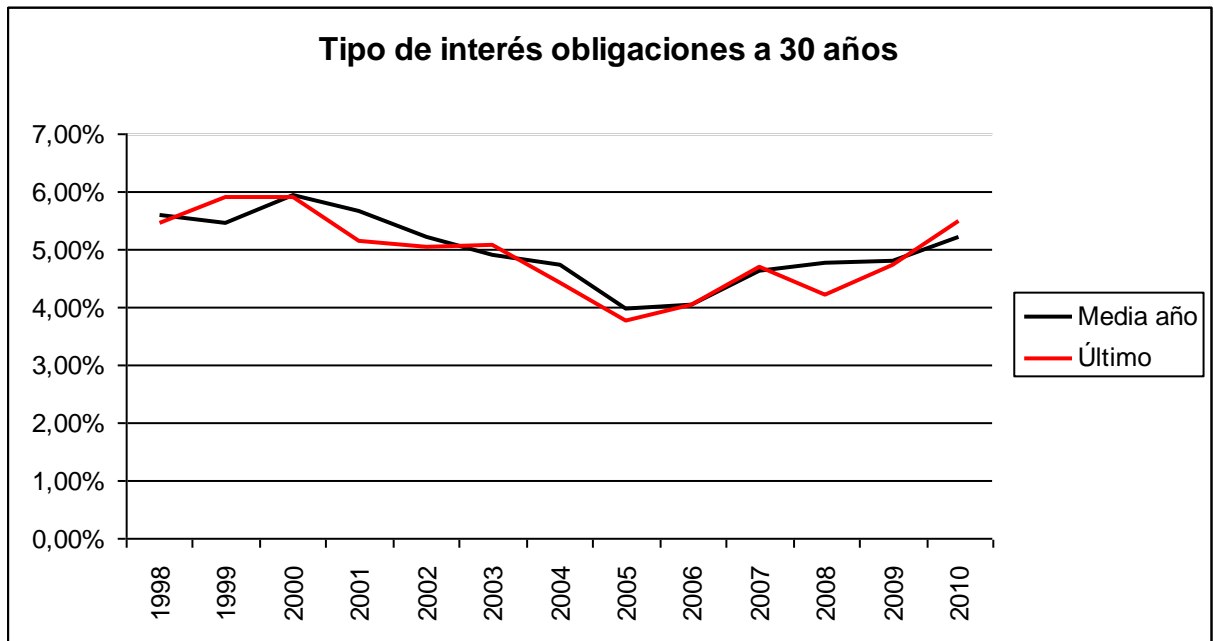
Las obligaciones del Estado a 30 años son los títulos de Deuda Pública más a largo plazo que emite el Tesoro Público. Su primera emisión se produjo en el año 1998, y desde ese momento se han realizado emisiones todos los años, siendo estos títulos más negociados que sus homólogos a 15 años.

Tabla 3.6: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 30 años

	Media año	Máximo	Mínimo	Último
1998	5,59%	5,99%	5,36%	5,45%
1999	5,44%	5,94%	4,76%	5,89%
2000	5,93%	6,28%	5,68%	5,91%
2001	5,66%	5,98%	5,15%	5,15%
2002	5,21%	5,39%	5,04%	5,04%
2003	4,90%	5,07%	4,70%	5,05%
2004	4,73%	4,91%	4,41%	4,41%
2005	3,98%	4,26%	3,77%	3,77%
2006	4,04%	4,27%	3,81%	4,03%
2007	4,63%	4,92%	4,25%	4,70%
2008	4,76%	5,12%	4,19%	4,19%
2009	4,81%	4,92%	4,72%	4,72%
2010	5,22%	5,94%	4,77%	5,50%

Fuente: Tesoro Público

Gráfico 3.8: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 30 años



Fuente: Elaboración propia

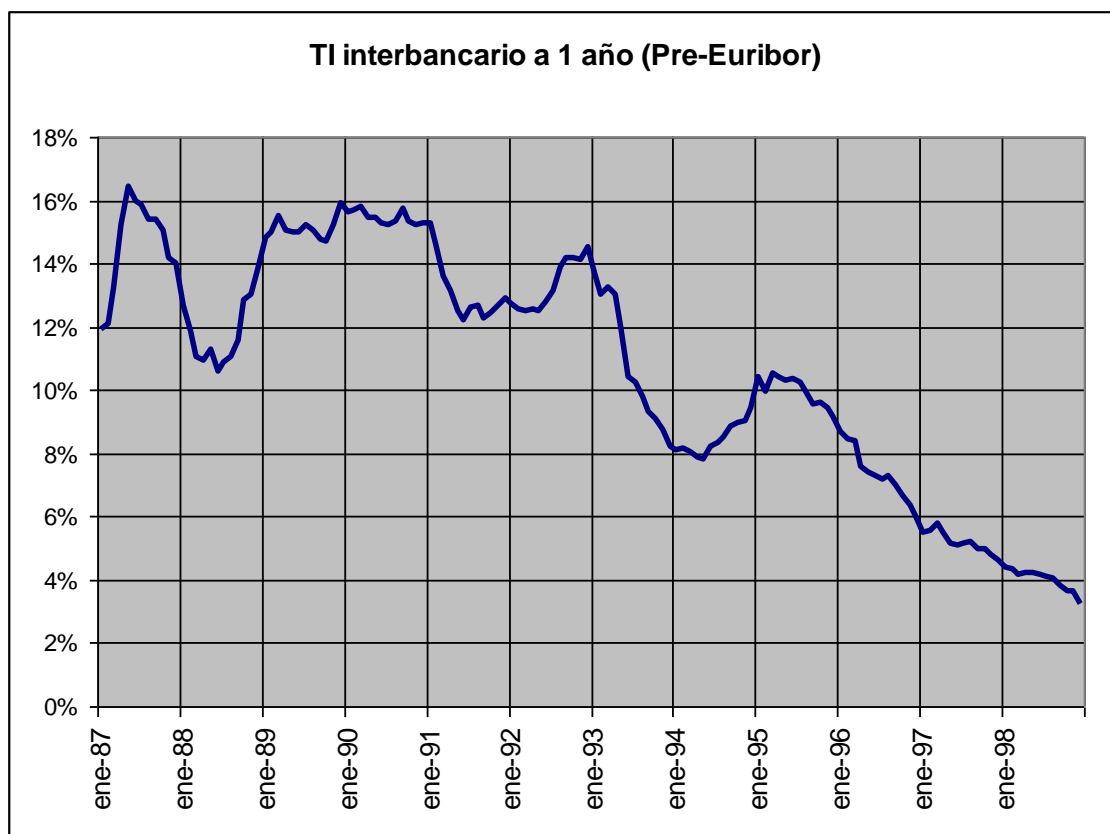
Como se puede ver en el gráfico 3.8, en los 13 años que se han emitido estas obligaciones, el tipo de interés al que han sido colocadas ha variado entre prácticamente un 4% y un 6%. Con respecto a las obligaciones a 10 años, suelen ofrecer, a la vista de los datos, entre 0 y 100 puntos básicos más.

4. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES A 1

AÑO

En este apartado se realiza una descripción de la evolución de los tipos de interés oficiales a 1 año del mercado interbancario, diferenciando entre el período previo al Euribor y el período en el cual ya se utiliza el Euribor como referencia¹³.

Gráfico 4.1: Tipo de interés interbancario a 1 año desde 1987 hasta 1999



Fuente: Elaboración propia

¹³ Los datos utilizados son mensuales y la fuente de los mismos es el Banco de España.

Se observa que los años 1987 y 1988 fueron años de grandes oscilaciones en los tipos de interés a 1 año del mercado interbancario, pues en el intervalo enero-mayo de 1987 se incrementan en 450 puntos básicos, posteriormente se produce en el período de un año (hasta junio de 1988) una brutal caída de los mismos, de casi 6 puntos porcentuales, para finalmente en la segunda mitad de este mismo año, y hasta comienzos del año 1989, volver a experimentar otra fuerte subida de tipos de interés, situándose en marzo de ese año en un 15,5% (9 meses antes estaban en un 10,6%).

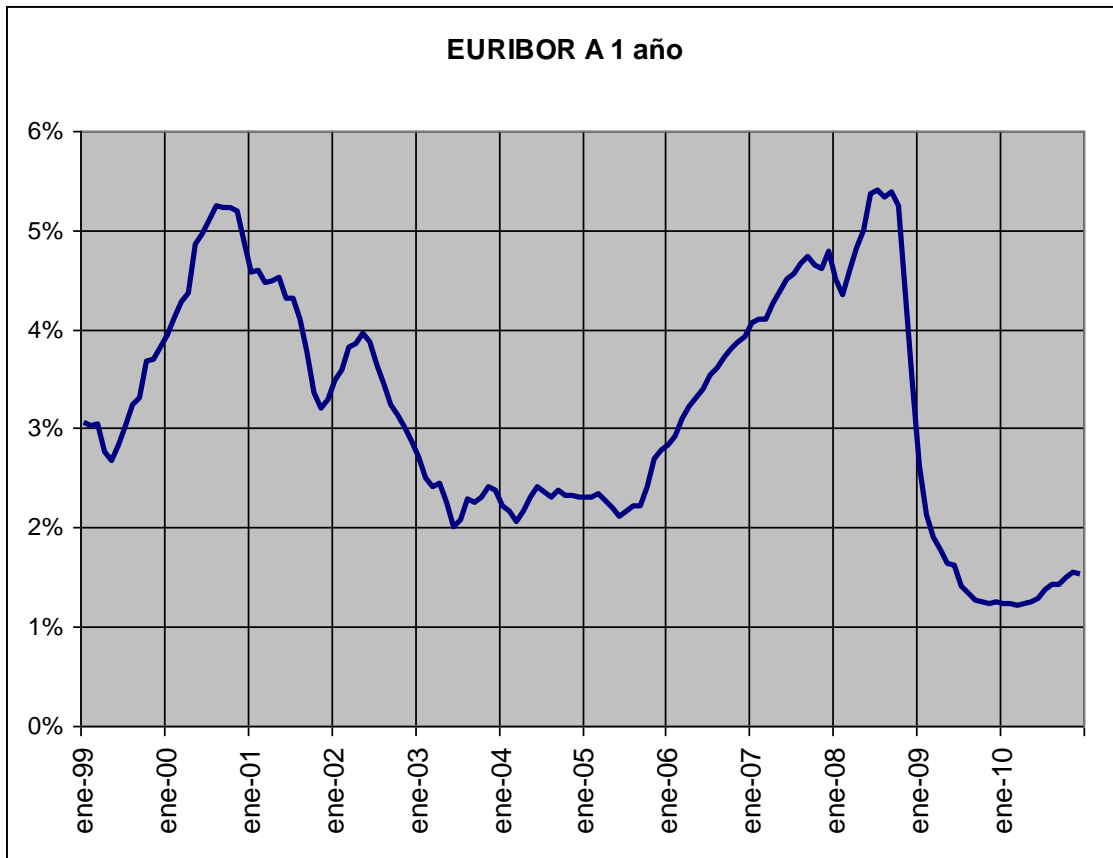
En los años 1989 y 1990, después de las turbulencias de los años previos, se vive una época de estabilidad en los tipos oficiales, que oscilan entre un valor mínimo de 14,7% y un valor máximo de 15,9% en estos dos años.

Con el comienzo de 1991 se produce el inicio de un fuerte descenso en los tipos, que en 5 meses se reducen en más de 300 puntos básicos: del 15,3% de enero se pasa al 12,2% de junio. En la segunda mitad del año y los 6 primeros meses de 1992 vuelve la estabilidad con unos tipos en torno al 12,5%-12,8%.

A partir de julio de 1992, momento en que se vuelve a alcanzar el 13%, y hasta el final de ese año se produce una nueva subida, que alcanza los 137 puntos básicos, situación que se corta drásticamente con la llegada de 1993, el año de mayor descenso de tipos del período 1987-2010. La diferencia de tipos negociada en el mercado interbancario a 1 año entre el principio y el final de 1993 es de casi 6,3 puntos porcentuales, situándose en diciembre en el 8,2%.

Posteriormente, entre mayo de 1994 y marzo de 1995 vuelve a darse un ascenso en el valor de los tipos, concretamente de 267 puntos básicos; para finalmente, antes de la aparición de la moneda única y del índice Euribor, generarse otro descenso, no tan drástico, pero sí continuado, durante los cuatro años comprendidos entre 1995-98, en los que los tipos se reducen de un 10% en 1995 a un 3% en diciembre de 1998.

Gráfico 4.2: Euribor a 1 año desde 1999 hasta 2011



Fuente: Elaboración propia

Con la aparición de la moneda única y del Euribor como índice de referencia entramos en una época de mayor estabilidad en los tipos de interés, pues no se dan oscilaciones tan fuertes en los mismos como en los años precedentes.

En 1999, tras una primera mitad del año con pequeñas variaciones entre el 2,7-3%, vivimos la primera subida del índice Euribor, que en mayo se encuentra en el 2,7% y en agosto del año posterior alcanza un 5,25%.

A partir de agosto de 2000 se experimentan unos años de bajada de tipos (con el paréntesis del período noviembre 2001-mayo 2002 en el cual suben 76 puntos básicos) hasta junio de 2003, que se sitúan en un 2%. Tras esto, se viven dos años de estabilización, en los cuales los tipos se mueven entre un 2% y un 2,4%.

Posteriormente, en octubre de 2005, se inicia una prolongada ascensión de 3 años, hasta el verano de 2008, momento en el que se alcanza el mayor tipo de interés interbancario a 1 año desde la instauración de la moneda única, concretamente el 5,4%. Después del verano el sistema sufre una espectacular caída de los tipos, siendo ésta de 311 puntos básicos en sólo 4 meses (octubre 2008-febrero 2009), para continuar descendiendo aunque de un modo menos agresivo hasta noviembre de 2009, cuando se sitúan en el 1,23%. A partir de ese momento hasta diciembre de 2010 se produce una ligerísima pero constante subida.

5. EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO ESPAÑOL

Para buscar una relación entre la evolución de la economía española y los tipos de interés ofrecidos por el Tesoro Público a lo largo de la historia, debemos analizar la evolución del Producto Interior Bruto, entendido como indicador de la evolución de nuestra economía. Para esto se estudiará la variación anual del PIB desde el año 1985 hasta la actualidad, distinguiendo las épocas de mayor y menor crecimiento, así como los períodos de crisis y de recesión.

En este estudio, se utilizan datos correspondientes al PIB registrado en España al final de cada año objeto de análisis, comparándolo con el año inmediatamente anterior. El PIB con el que se opera está a precios de mercado y con datos corregidos de estacionalidad y calendario.

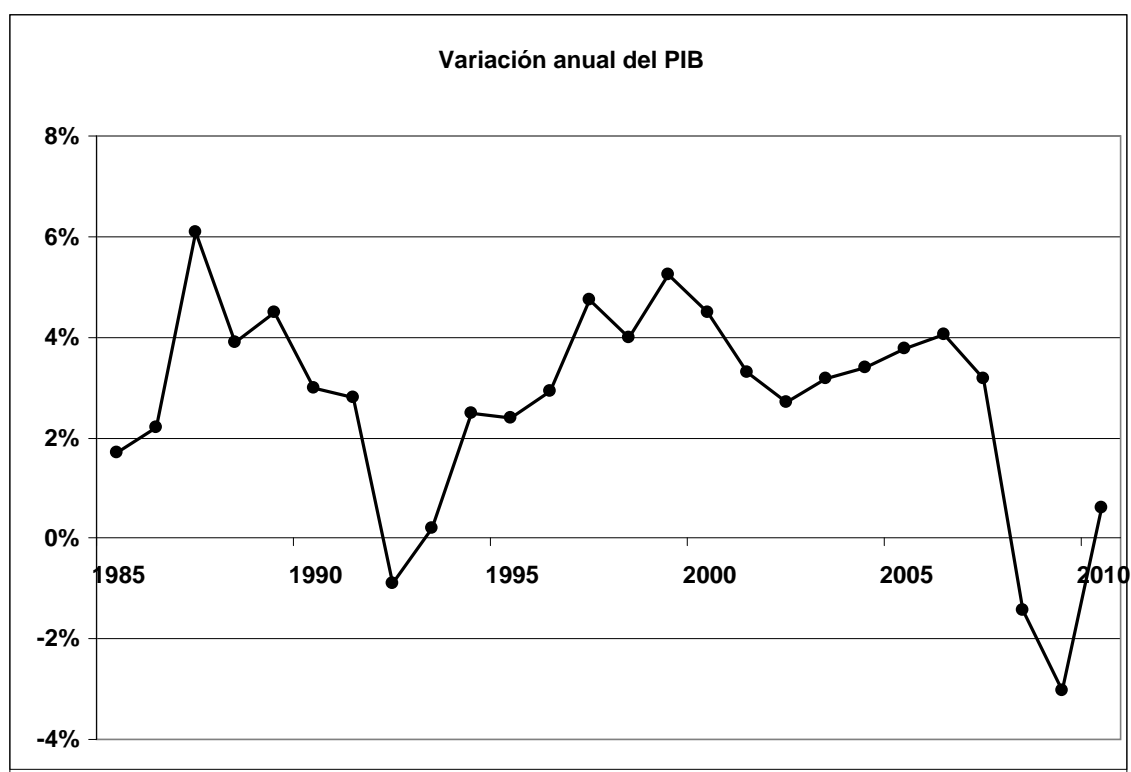
Tabla 5.1: Tasa de variación anual del PIB español desde 1985 hasta 2010

	Var. anual PIB		Var. anual PIB		Var. anual PIB
1985	1,70%	1994	2,50%	2003	3,17%
1986	2,20%	1995	2,40%	2004	3,39%
1987	6,10%	1996	2,92%	2005	3,77%
1988	3,90%	1997	4,74%	2006	4,05%
1989	4,50%	1998	4,00%	2007	3,16%
1990	3,00%	1999	5,25%	2008	-1,43%
1991	2,80%	2000	4,49%	2009	-3,04%
1992	-0,90%	2001	3,30%	2010	0,60%
1993	0,20%	2002	2,71%		

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

A continuación se muestra el gráfico 5.1, en el cual se utilizan los datos de la tabla 5.1 y en el que se puede ver de manera muy clara la evolución del indicador ya mencionado, en los 26 años que aparecen en la tabla.

Gráfico 5.1: Tasa de variación anual del PIB en España



Fuente: Elaboración propia

A la vista del gráfico 5.1 podemos afirmar que en el período 1985-91, coincidiendo con la incorporación a la Unión Europea, España vive un período de crecimiento continuado, superando la mayoría de estos años tasas de variación anual del Producto Interior Bruto del 3%, situándose incluso en el año 1987 en un crecimiento de un 6,1% con respecto al año 1986.

Posteriormente, en los años 1992 y 1993 se vive una crisis, pues se pasa de un crecimiento del 2,8% en 1991 a una contracción de un 0,9% en 1992. Tras varios años de notable expansión, la economía española vive su primera crisis como país miembro de la Comunidad Económica Europea.

Desde el año 1994 hasta 2007, nuestro país experimenta una época de continuo crecimiento, año tras año, de forma ininterrumpida, superando en todos estos 14 años tasas de variación anual del 2%, destacando el período 1997-2000 en el que cada año la economía avanza entre un 4% y un 5,25%. Destacable es también el crecimiento en los primeros años del nuevo milenio, pues hasta el año 2007 los valores registrados son del 3-4% todos los años.

Como resumen de estos años de gran expansión, se puede comentar un dato concluyente: entre el año 1985 y el 2007 la economía española creció un 106% o, lo que es lo mismo, en algo más de 20 años se duplicó el Producto Interior Bruto, todo esto sin tener en cuenta la inflación en el análisis, por supuesto.

Finalmente, llegamos al período actual, en cual se entra en una recesión, que se pone de manifiesto en los años 2008 y 2009, con tasas negativas del 1,43% y el 3,04% respectivamente. En el año 2010 parece que se suaviza un poco la contracción de la economía, incrementándose el PIB, según datos del Instituto Nacional de Estadística, en un 0,6% respecto a 2009.

6. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA

Con el objetivo de encontrar algún tipo de relación entre la evolución de la inflación en España y los tipos de interés ofrecidos por el Tesoro Público a lo largo de su historia, se analizará la evolución de las tasas de inflación en territorio español de un año respecto al anterior, tomando datos que van desde el año 1985 hasta el año 2010, para posteriormente, en los apartados 7.1 y 7.2 de este trabajo, establecer posibles relaciones con los citados tipos de interés.

En la descripción de esta evolución se utilizarán datos correspondientes al nivel de precios registrado en España al final de cada año objeto de análisis, comparándolo con el año inmediatamente anterior, obtenidos en el Instituto Nacional de Estadística.

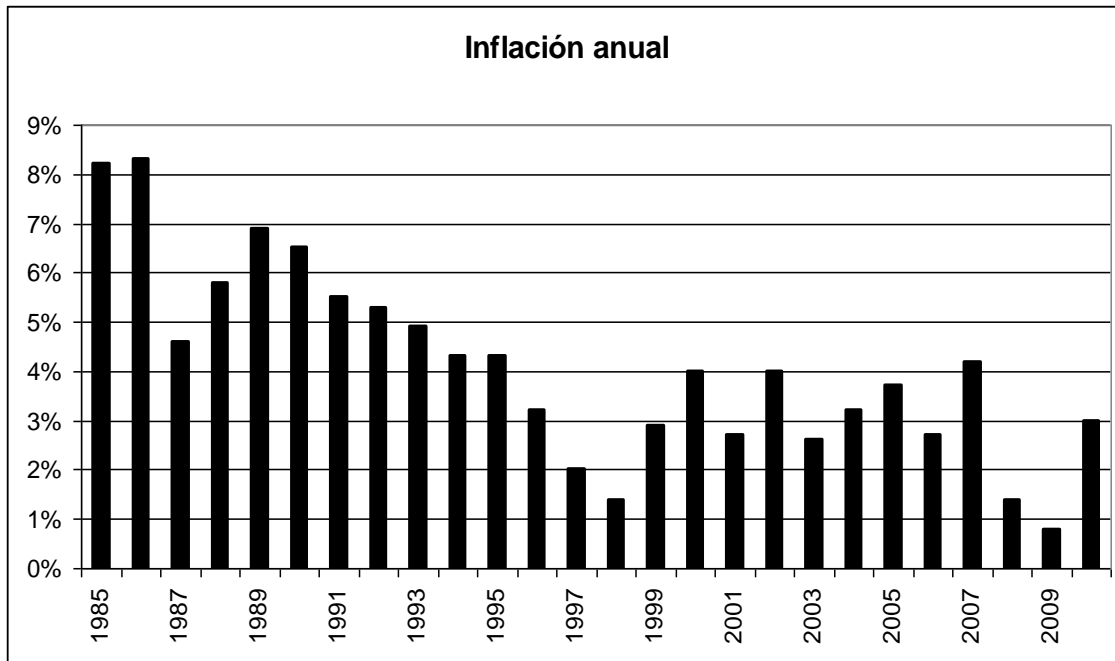
Tabla 6.1: Tasa de inflación en España desde 1985 hasta 2010

Año	Inflación	Año	Inflación	Año	Inflación
1985	8,20%	1994	4,30%	2003	2,60%
1986	8,30%	1995	4,30%	2004	3,20%
1987	4,60%	1996	3,20%	2005	3,70%
1988	5,80%	1997	2,00%	2006	2,70%
1989	6,90%	1998	1,40%	2007	4,20%
1990	6,50%	1999	2,90%	2008	1,40%
1991	5,50%	2000	4,00%	2009	0,80%
1992	5,30%	2001	2,70%	2010	3,00%
1993	4,90%	2002	4,00%		

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Los datos de la tabla 6.1 se utilizan para la realización del gráfico 6.1, en el cual se puede apreciar de una forma muy clara la evolución de la tasa de variación del índice de precios al consumo, en los 26 años objeto de estudio.

Gráfico 6.1: Tasa de inflación en España.



Fuente: Elaboración propia

Observamos en el gráfico 6.1 que la inflación en los años 1985 y 1986 era muy elevada, superando el 8%, y que desciende drásticamente en 1987, hasta un 4,6%. En los dos años posteriores (1988 y 1989) se produce un incremento de esta tasa, aproximándose al 7%, pero con la llegada de la década de los 90 se inicia un progresivo descenso, situándose en el año 1998 en un mínimo histórico del 1,4%.

A partir de entonces comienza en España un período de continuas subidas y bajadas en el valor de la tasa de inflación, puesto que en el intervalo de tiempo comprendido entre 1999 y 2007 el incremento de precios en nuestro país de un año a otro varía entre los valores 2,6% y 4,2%, colocándose unos años más próximo al extremo superior y otros años más cercano al extremo inferior.

En 2008, con la crisis a nivel mundial ya iniciada, se produce una gran caída en esta tasa, pues pasamos del 4,2% registrado en 2007 al 1,4% del 2008, igualando el mínimo de 1998. Un año después, con el país inmerso de lleno en la crisis económica, se reduce hasta el 0,8%, para finalmente en el año 2010 volver a un nivel similar a los que se habían producido en los años anteriores a la aparición de la actual crisis económica y financiera.

7. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN DEL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA CON OTROS INDICADORES DE LA ECONOMÍA

Después de realizar una descripción de la evolución de los tipos de interés de los diversos activos de Deuda Pública emitidos por el Tesoro Público y de otros indicadores de la economía española, como son los tipos de interés oficiales del dinero, la tasa de inflación y la tasa de variación anual del Producto Interior Bruto, el siguiente paso de este trabajo es tratar de establecer algún tipo de relación entre la rentabilidad de los títulos de Deuda Pública con los citados indicadores, a través del estudio de los datos. Este tipo de análisis también se podría hacer con más variables, como pueden ser la tasa de desempleo o el déficit público, pero el estudio se va a centrar en los tres indicadores descritos anteriormente. De todas formas queda claro que el rendimiento de los títulos de Deuda Pública depende en gran medida de factores especulativos.

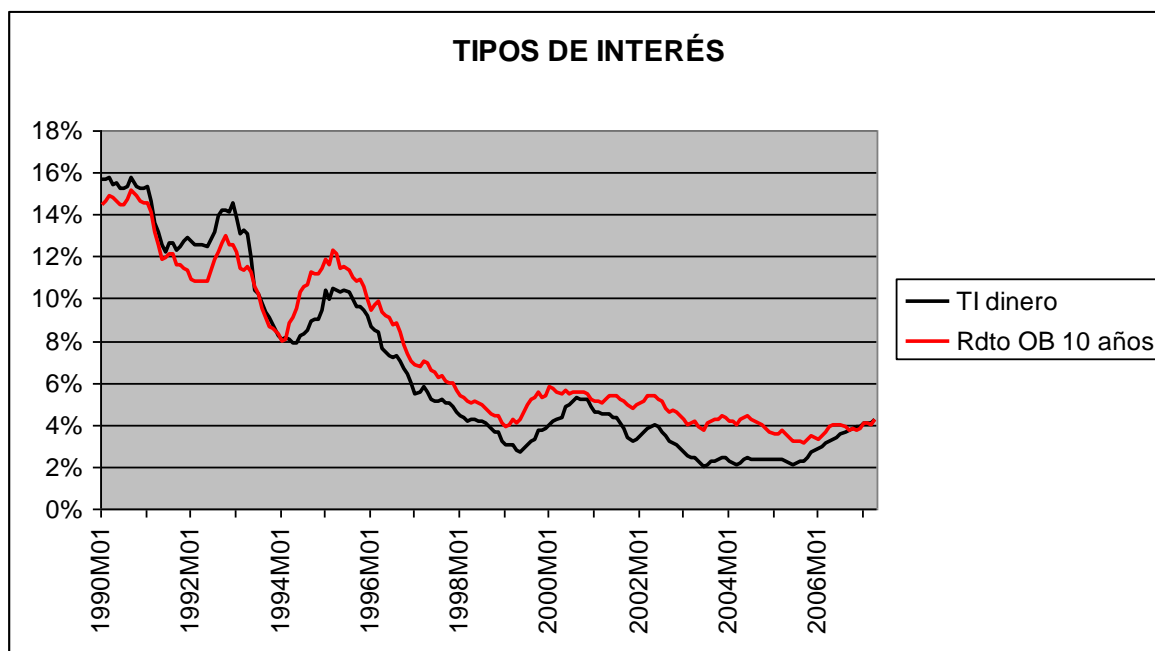
Para llevar a cabo este análisis, utilizaremos como referencia de la Deuda Pública española las obligaciones a 10 años, ya que se considera un plazo razonable para medir los riesgos que pueda tener un país a medio plazo, realizando tres comparativas con estos títulos:

- Tipo de interés del mercado interbancario a 1 año.
- Tasa de inflación.
- Incorporación al análisis del apartado 7.2 la variación anual del PIB.

7.1. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL DINERO Y LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES DE DEUDA PÚBLICA

Con este análisis se pretende comparar y observar la evolución de los tipos de interés a 1 año del mercado interbancario¹⁴ y la rentabilidad ofrecida por las obligaciones españolas a 10 años a lo largo del tiempo. Para ello utilizamos datos mensuales desde enero de 1990 hasta abril de 2007.

Gráfico 7.1: Tipos de interés del mercado interbancario a 1 año y tipos de interés de las obligaciones a 10 años



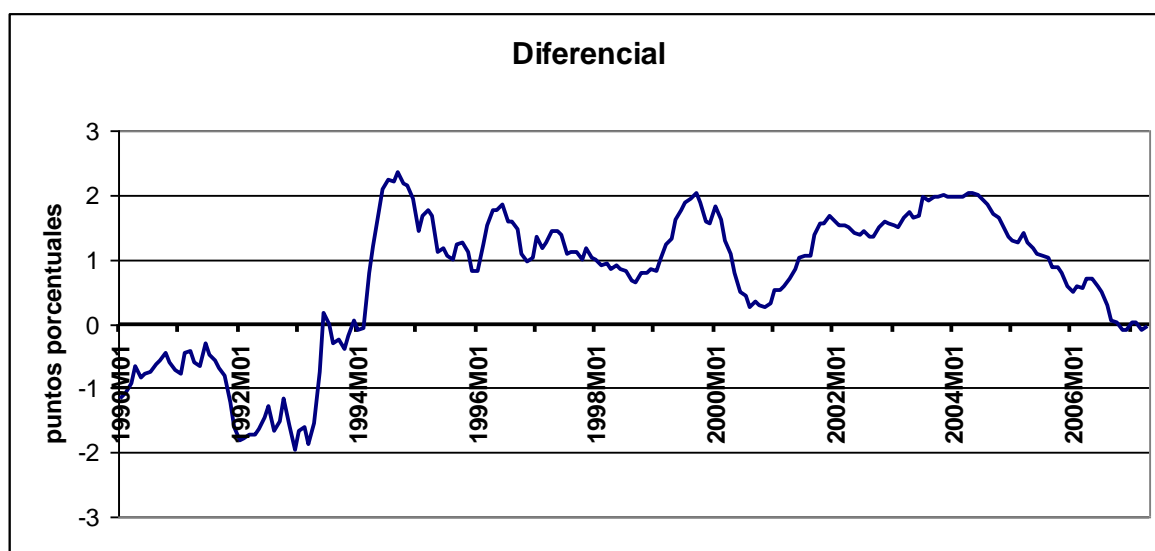
Fuente: Elaboración propia

Observamos en el gráfico 7.1 que ambos tipos de interés siguen un mismo patrón, como era de esperar, con una evolución que va de la mano, esto es, si sube el

¹⁴ A partir de enero de 1999 se utiliza el Euribor a 1 año.

tipo interbancario sube el rendimiento de las obligaciones y viceversa, moviéndose siempre en unos valores muy próximos ambas variables.

Gráfico 7.2: Diferencia entre la rentabilidad de las obligaciones a 10 años españolas y el tipo de interés del mercado interbancario a 1 año



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 7.2 podemos ver la diferencia en puntos porcentuales que se va produciendo entre ambas variables. En el primer período de análisis (1990-93) es mayor el tipo de interés a 1 año del mercado interbancario que la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, siendo un momento de fuertes oscilaciones en los tipos.

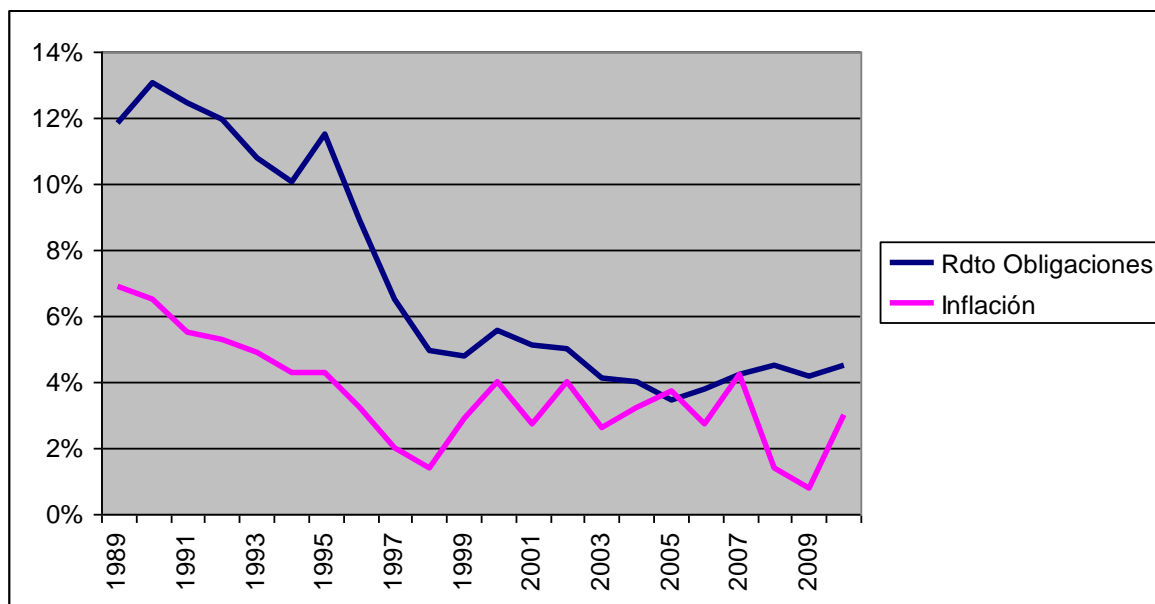
A partir de 1994 y hasta 2007 se mantendrá por encima el rendimiento ofrecido por las obligaciones, oscilando entre 0 y 2 puntos porcentuales durante ese intervalo de tiempo, con lo cual, si conociésemos el tipo interbancario podríamos deducir el valor de la rentabilidad de las obligaciones para ese período con un pequeño margen de error.

7.2. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN DE LA INFLACIÓN CON LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES A 10 AÑOS

Para llevar a cabo este análisis se utilizan datos ya empleados en otros apartados de este trabajo. Estos datos son los relativos a la inflación (apartado 6) y al rendimiento medio que ofrecen las obligaciones a 10 años españolas (apartado 3) entre los años 1989 y 2010. A través de la utilización conjunta de esta serie de datos intentaremos extraer una relación entre ambas variables, esto es, observar la influencia que la tasa de inflación puede ejercer sobre la formación de los tipos de interés de la deuda pública.

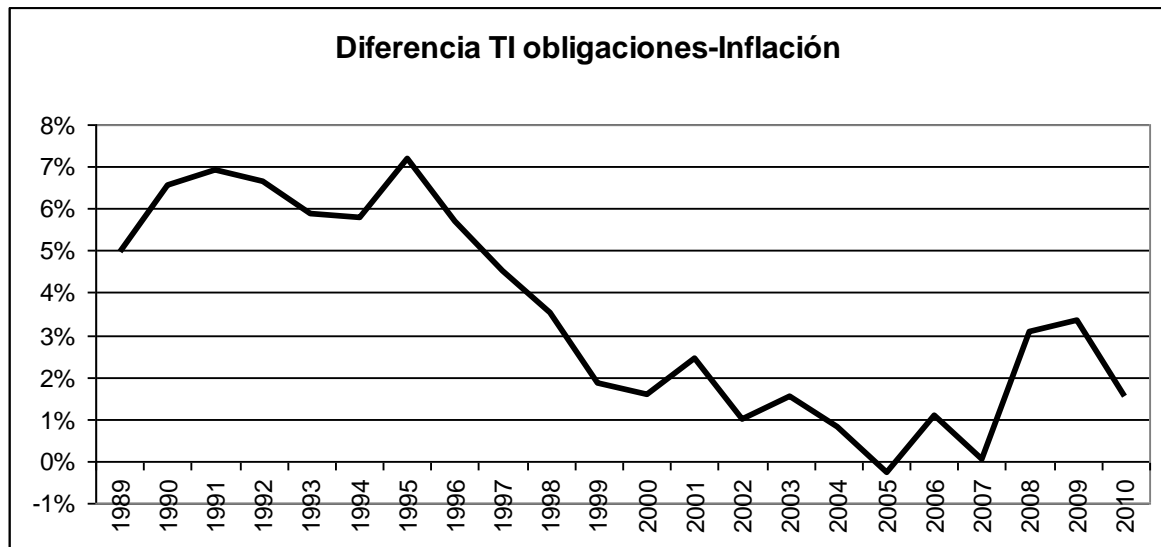
En los gráficos que se exponen a continuación se representan la evolución de las dos variables (gráfico 7.3) y la diferencia que se registra entre ambas (gráfico 7.4).

Gráfico 7.3: Evolución del rendimiento de las obligaciones a 10 años y de la tasa de inflación en España



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 7.4: Diferencia entre el rendimiento de las obligaciones a 10 años y la tasa de inflación en España



Fuente: Elaboración propia

Observando la evolución de la inflación y la evolución de los tipos de interés de la Deuda Pública entre los años 1989 y 2010, vemos que siguen una tendencia muy similar.

Entre 1989 y 1995 descienden tanto los tipos de la Deuda como la tasa de inflación, pero la diferencia entre ambos valores se mantiene entre 5 y 7 puntos porcentuales.

A partir de 1995, la tasa de inflación comienza a oscilar entre el 2% y el 4%, pero los tipos de interés pasan de superar el 11% en 1995 a bajar del 5% en 1998 y 1999. Esto quiere decir que entre 1995 y 1999 el diferencial entre los dos indicadores analizados pasa de 7 puntos porcentuales a sólo 2.

Desde que se produce la unión monetaria y hasta 2007 las diferencias se mueven por debajo de los 2 puntos porcentuales, incrementándose de nuevo tras la crisis que se inicia en 2007.

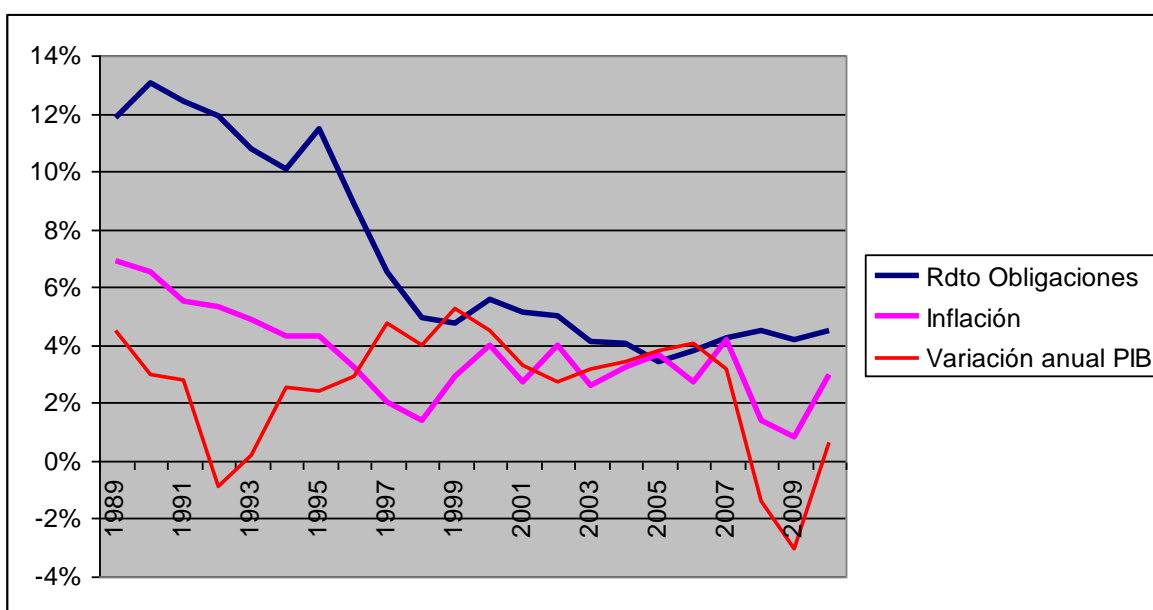
A la vista de los datos y de su evolución, si tenemos en cuenta que un inversor desearía invertir en un activo que como mínimo le mantenga su capacidad adquisitiva, es decir, en un activo que le ofrezca como mínimo el valor de la tasa de inflación, vemos que la prima de rentabilidad sobre la tasa de inflación que reportan las obligaciones a 10 años se va reduciendo hasta prácticamente desaparecer en los años 2005-2007.

7.3. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OBLIGACIONES A 10 AÑOS CON LA INFLACIÓN Y LA VARIACIÓN DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO ESPAÑOL

En este epígrafe añadimos al análisis realizado previamente sobre la relación existente entre la evolución de la rentabilidad de las obligaciones a 10 años y la tasa de inflación que se registra en cada año, las tasas de variación anual del PIB en España entre los años 1989 y 2010. En este análisis incorporamos los datos relativos a la variación anual del Producto Interior Bruto español (ver apartado 5).

El objetivo del análisis es detectar algún tipo de relación entre la variación del PIB español y el diferencial entre la rentabilidad de las obligaciones de la Deuda Pública y la tasa de inflación en los años objeto de estudio.

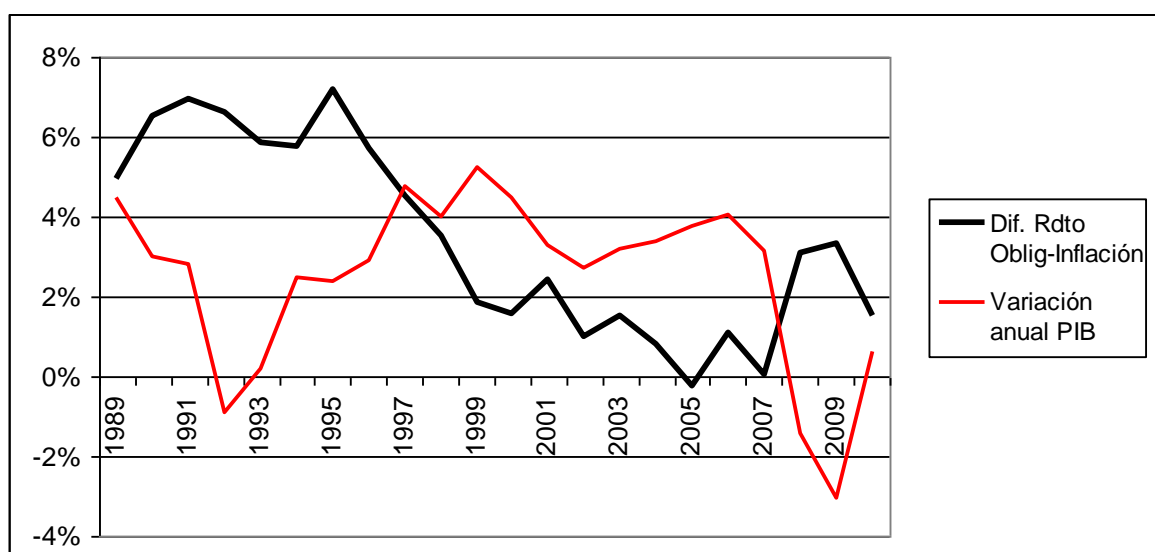
Gráfico 7.5: Evolución del rendimiento de las obligaciones a 10 años, la tasa de inflación y la variación anual del PIB en España



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 7.5 se representa el rendimiento de las obligaciones a 10 años, la tasa de inflación y la variación anual del PIB español entre los años 1989 y 2010. En el gráfico 7.6, la diferencia (en puntos porcentuales) entre las dos primeras variables citadas anteriormente y, de nuevo, la variación anual del PIB.

Gráfico 7.6: Evolución de la variación anual del PIB en España y del diferencial entre rendimiento de las obligaciones a 10 años y tasa de inflación



Fuente: Elaboración propia

Analizando el diferencial entre el rendimiento de las obligaciones a 10 años y la tasa de inflación y la variación anual del Producto Interior Bruto en España, se puede deducir que la prima que ofrecen las obligaciones sobre la tasa de inflación se reduce en épocas de continuo crecimiento, puesto que entre los años 1995 y 2007 la economía española crece en tasas anuales superiores al 2% cada uno de los años y el diferencial entre rendimiento de la Deuda y tasa de inflación pasa de los 7 puntos porcentuales hasta prácticamente desaparecer.

8. ANÁLISIS DE LA PRIMA DE RIESGO EN EUROPA

Después de realizar el análisis de la relación existente entre el rendimiento que ofrece la Deuda Pública española con grandes indicadores de la economía, en los apartados 8 y 9 se procede a observar la evolución de los rendimientos de Deuda Pública de varios países del área euro, ya que en el contexto de la Unión Económica y Monetaria en Europa (a la cual pertenece España), resulta necesario ver la evolución de la rentabilidad de los títulos emitidos por otros países pertenecientes a esa misma Unión para así llegar a una mejor comprensión del nivel de rentabilidad de las Letras, bonos y obligaciones del Estado español.

En este apartado 8 se analiza a partir de datos mensuales extraídos de Eurostat desde 1990 hasta 2007, la evolución de la prima de riesgo de varios países del área euro, para finalmente intentar extraer alguna conclusión esclarecedora sobre la evolución de estos tipos de interés. Se utiliza la prima de riesgo puesto que es una medida que nos permite comparar la rentabilidad de los títulos de Deuda de cada país con respecto a la referencia alemana, evitando así hacer un estudio aislado de cada estado, del que se sacarían menos conclusiones.

En el apartado siguiente (apartado 9) se utilizan los datos de tipos de interés de la Deuda Pública de todos los países estudiados para llevar a cabo un último análisis conjunto de la rentabilidad de los títulos de Deuda, que nos ayude a detectar la influencia que ha tenido la unión económica y monetaria en los rendimientos ofrecidos por los títulos de Deuda del Estado español.

Hasta 1999 resultaba complicado decir directamente si la deuda emitida por un país tenía más riesgo que la de otro país, puesto que la rentabilidad de la deuda de un

estado dependía del tipo de interés que ofreciese su moneda, pero también de la estabilidad de la moneda. Debido a esto, existía un riesgo de tipo de cambio y cada país tenía el poder de modificar su política monetaria, fijando el tipo de interés de su moneda, por lo que no se podía comparar fácilmente el riesgo de impago de dos países. A pesar de esto, vamos a realizar el mismo análisis antes y después de la moneda única para observar la evolución de las diferencias en los tipos.

Con la llegada de la moneda única en 1999, la fijación de un único tipo de interés para todos los países de la Eurozona y la centralización de la política monetaria de dichos países en el Banco Central Europeo, se hace posible la comparación del riesgo de impago entre dos países que se encuentren acogidos al euro.

Como prima de riesgo de un país de la Eurozona se conoce a la diferencia entre la rentabilidad que ofrece el bono a 10 años de ese país en el mercado secundario y la rentabilidad del bono alemán al mismo plazo, calculando dicha diferencia en puntos básicos.

Se utiliza el bono alemán como referencia por considerarse a Alemania el país más solvente del área euro, y el plazo son 10 años porque se considera un plazo razonable para medir los riesgos que puede tener un país a medio plazo. La utilización del mercado secundario en lugar del primario se debe a que si se utilizase el mercado primario habría que esperar a que cada país emitiese bonos a 10 años para conocer su prima de riesgo. Además, el mercado secundario es un mercado muy líquido, en el cual en cada momento podemos saber el valor del bono de un país.

Después de explicar en qué consiste y cómo se mide la prima de riesgo de un país, pasamos a comparar la rentabilidad de los bonos a 10 años de España, Portugal,

Francia, Irlanda y Grecia¹⁵ con respecto a la rentabilidad de su análogo alemán. Realizamos el análisis de Portugal, Irlanda y Grecia (además de España) por ser países que han tenido que ser rescatados recientemente y de Francia por tratarse de la segunda potencia del área euro.

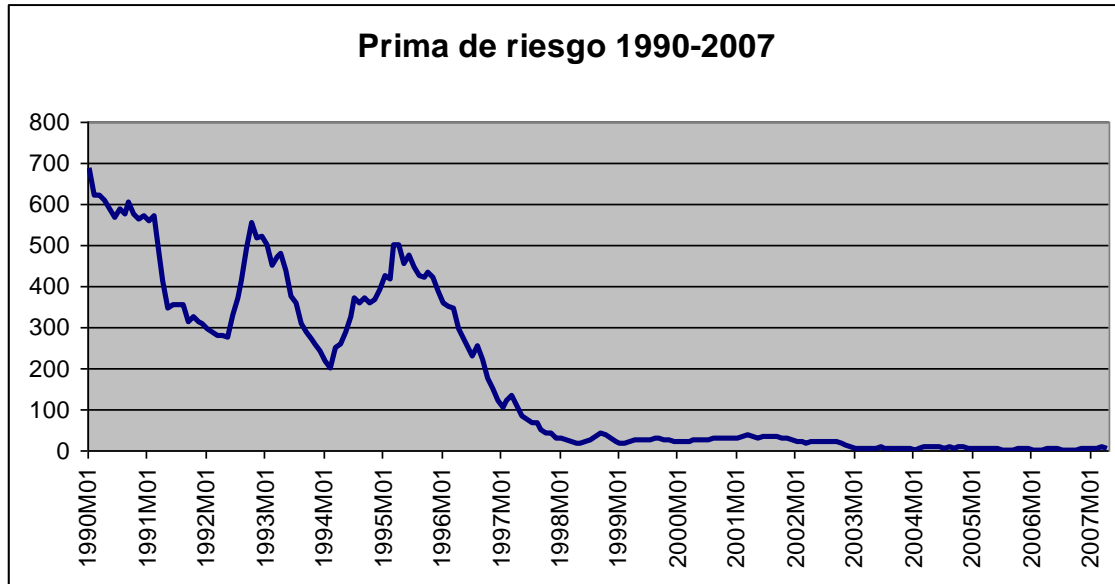
Para una mejor visualización de las variaciones en las primas de riesgo de los diversos países utilizaremos tres tipos de gráficos:

- 1) Período total de análisis (1990-2007).
- 2) Período anterior a la moneda única (1990-1998).
- 3) Período de la creación e implantación del euro (1999-2007).

¹⁵ Grecia se incorpora a la Eurozona dos años más tarde que los demás países objeto de análisis, concretamente el 1 de enero de 2001.

8.1. ESPAÑA

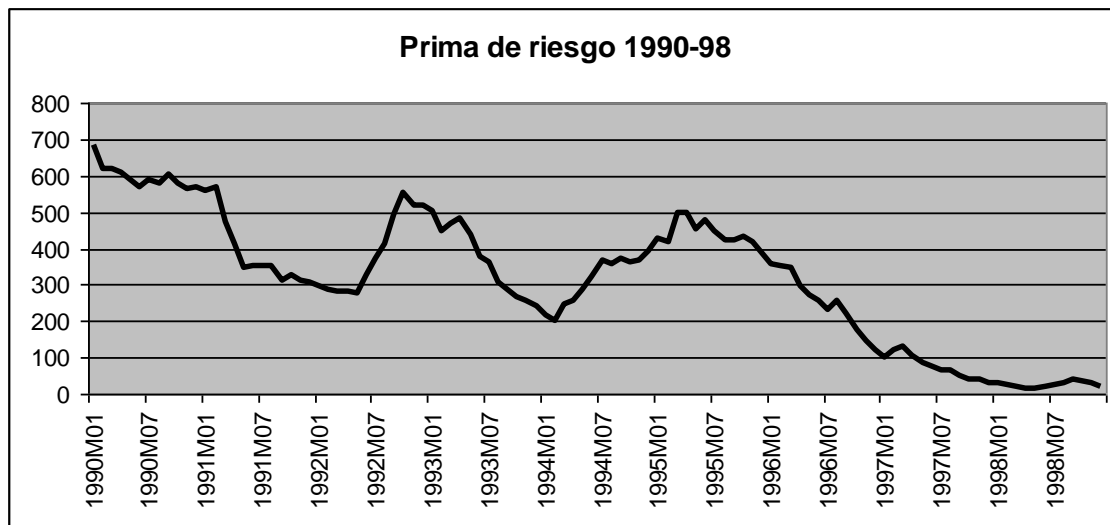
Gráfico 8.1: Prima de riesgo en España (período 1990-2007)



Fuente: Elaboración propia

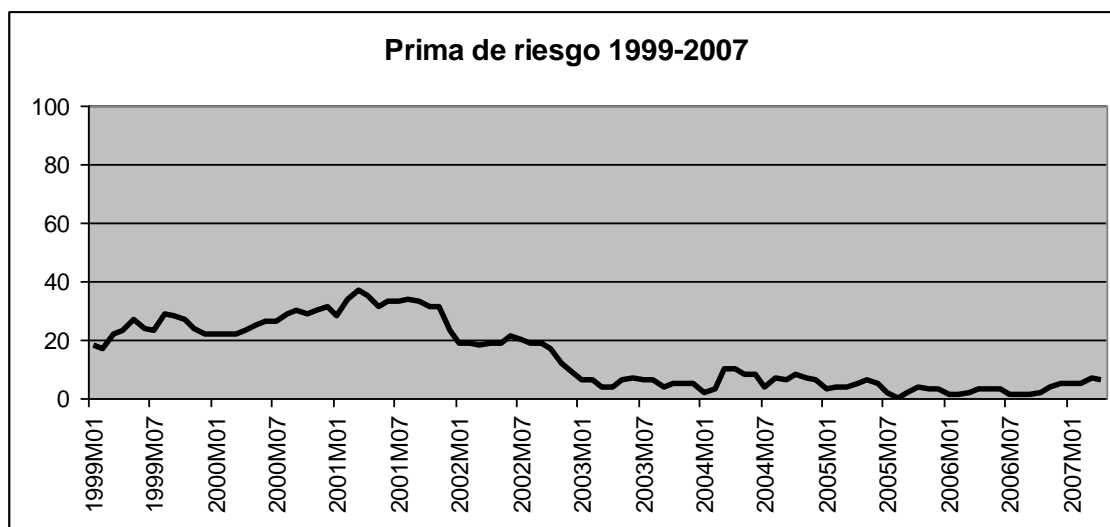
En el caso español se observa que, antes de la moneda única en Europa, la prima de riesgo oscila entre los 700 puntos básicos de 1990 (punto máximo de nuestro análisis) y los 200 puntos básicos, barrera que se traspasa a finales de 1996. Como podemos observar mejor en los siguientes gráficos, en 1997 se baja de los 100 puntos básicos hasta llegar a convertirse en prácticamente 0 esta prima a partir del año 2003.

Gráfico 8.2: Prima de riesgo en España (período 1990-1998)



Fuente: Elaboración propia

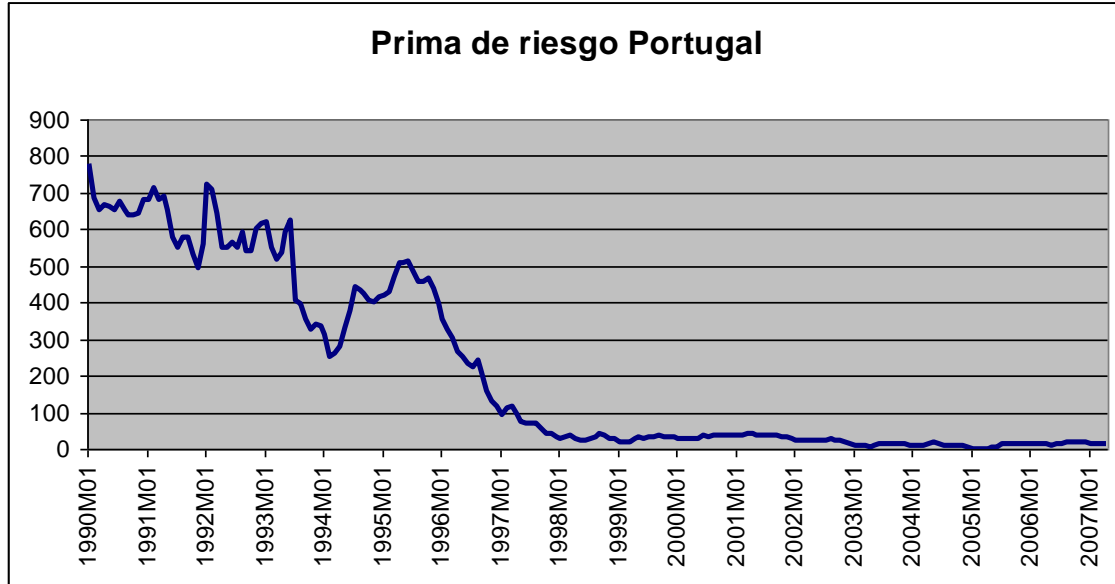
Gráfico 8.3: Prima de riesgo en España (período 1999-2007)



Fuente: Elaboración propia

8.2. PORTUGAL

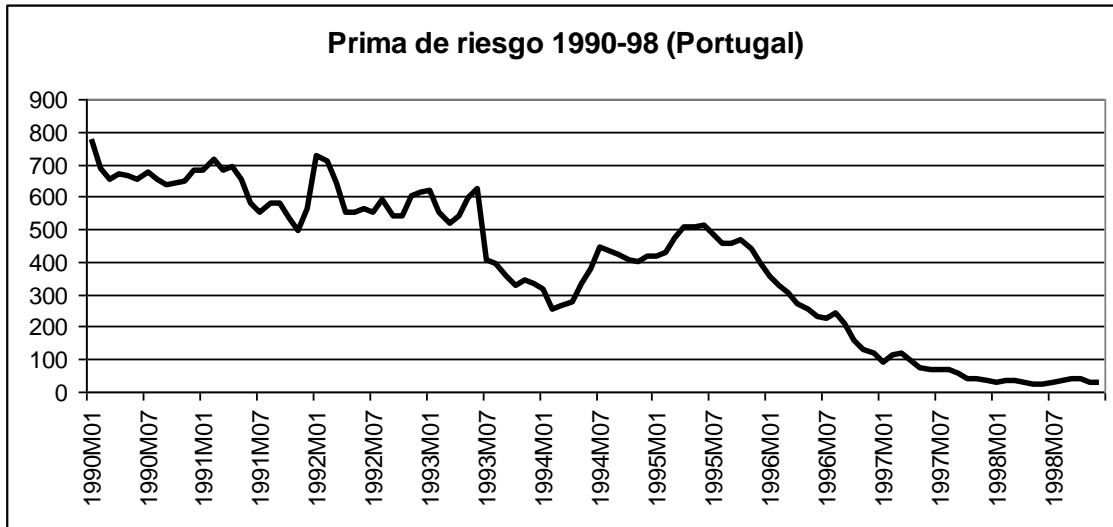
Gráfico 8.4: Prima de riesgo en Portugal (período 1990-2007)



Fuente: Elaboración propia

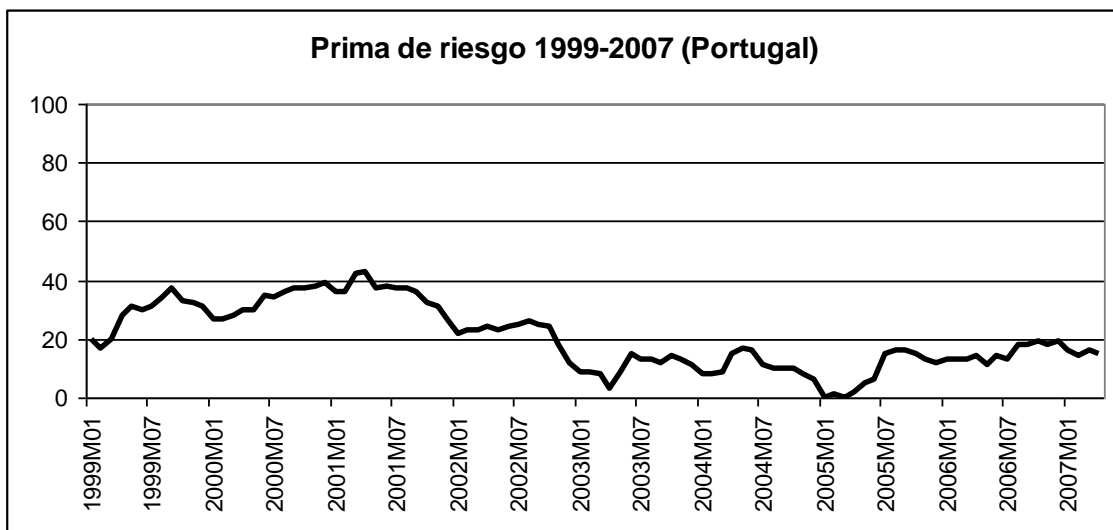
La prima de riesgo en Portugal oscila entre los 500 y los 800 puntos básicos entre principios de 1990 y mediados de 1993, produciéndose una gran caída en la prima en el mes de julio de 1993 (de más de 200 puntos). A partir de ese momento hasta 1996 se mueve entre los 300 y 500 puntos básicos, comenzando ya a finales de 1995 una constante caída de la prima hasta el año 1998.

Gráfico 8.5: Prima de riesgo en Portugal (período 1990-1998)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8.6: Prima de riesgo en Portugal (período 1999-2007)

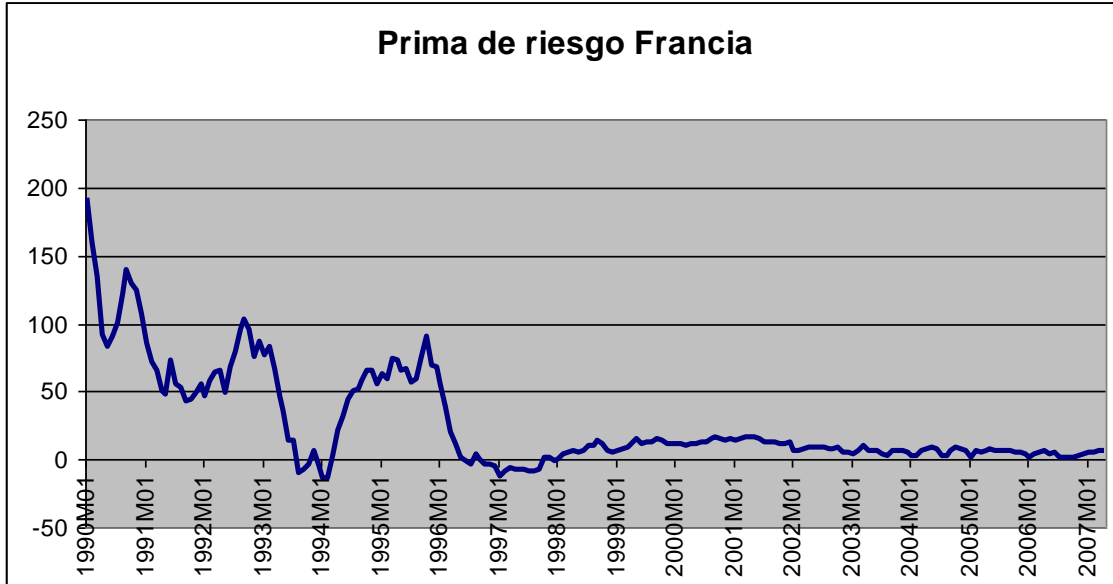


Fuente: Elaboración propia

Observando el gráfico correspondiente al período 1999-2007 (gráfico 8.6) podemos ver que entre 1999 y 2003 la prima oscila en la franja de los 20 y 40 puntos básicos, para finalmente, en 2003 situarse en el intervalo de los 0 y 20 puntos hasta el final del período de análisis.

8.3. FRANCIA

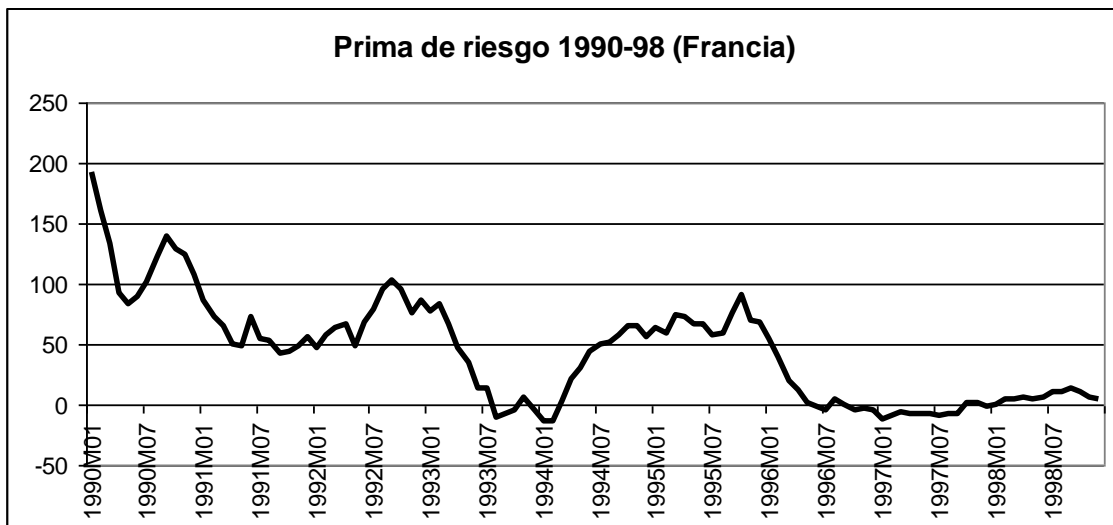
Gráfico 8.7: Prima de riesgo en Francia (período 1990-2007)



Fuente: Elaboración propia

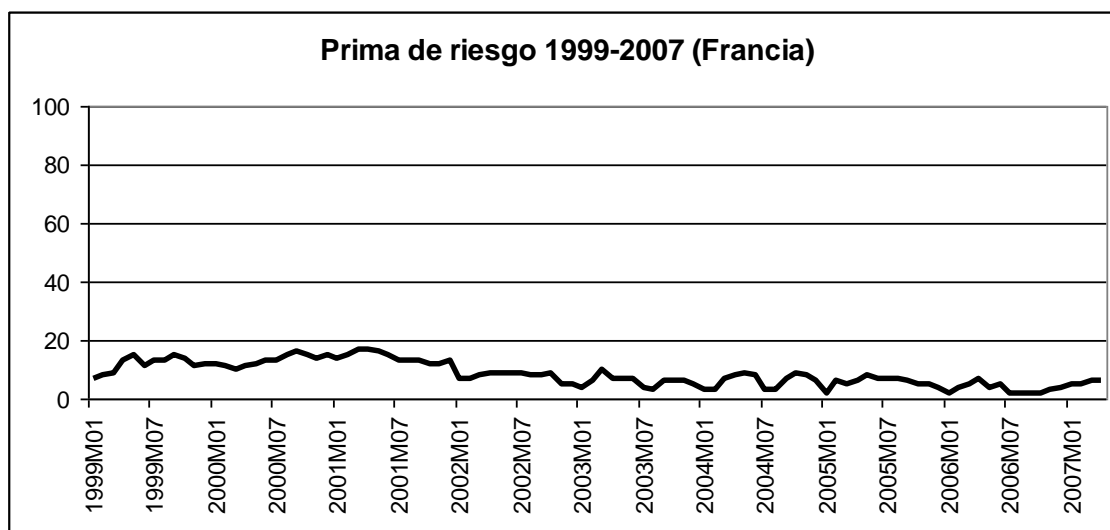
En el caso de Francia se aprecia que su prima de riesgo es mucho menor que la del resto de países, por lo que le resulta más barato endeudarse.

Gráfico 8.8: Prima de riesgo en Francia (período 1990-1998)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8.9: Prima de riesgo en Francia (período 1999-2007)



Fuente: Elaboración propia

Desde el año 1990 hasta 1993, Francia se mueve entre los 50 y los 100 puntos básicos, comenzando en 1993 un descenso continuado en la prima que le lleva a finales de 1993 y a comienzos de 1994 a una cifra negativa, lo que supone que los bonos alemanes a 10 años ofrecían una mayor rentabilidad que sus homólogos franceses.

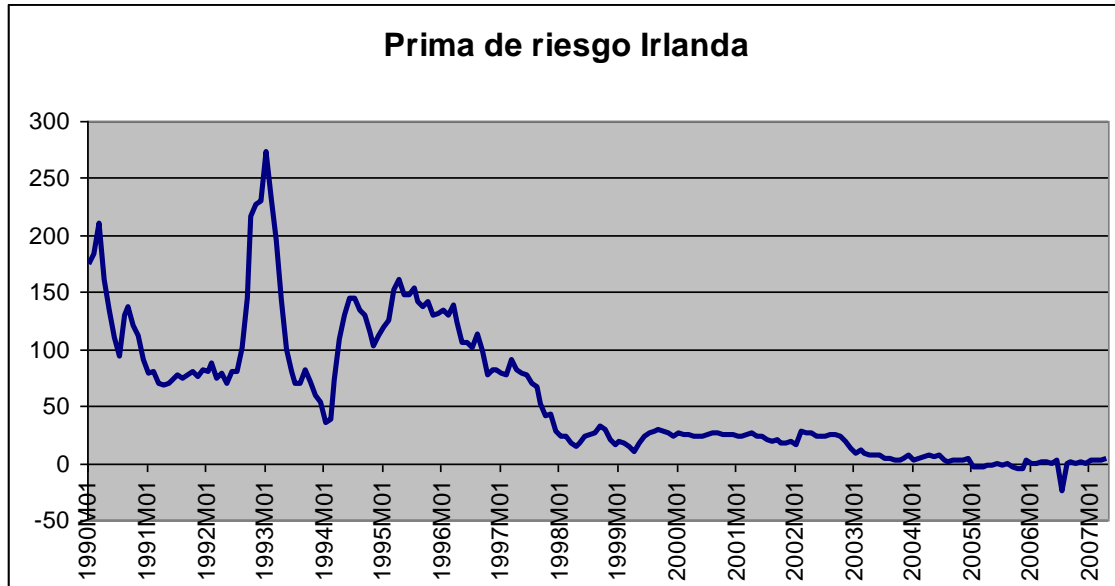
A partir de marzo de 1994 vuelve a subir la prima francesa situándose en el segundo semestre del año en los mismos niveles del período 1990-93, es decir, en la franja de los 50-100 puntos. Esto se mantiene hasta comienzos de 1996.

En 1996 se repite lo ocurrido tres años atrás y hay un continuo descenso que provoca que prácticamente durante todo el año de 1997 sean más altos los intereses ofrecidos por Alemania, aunque con unas diferencias muy pequeñas.

Finalmente, entre los años 1998 y 2007 la prima de riesgo francesa se mantuvo en el intervalo de los 0-20 puntos básicos durante todo el período.

8.4. IRLANDA

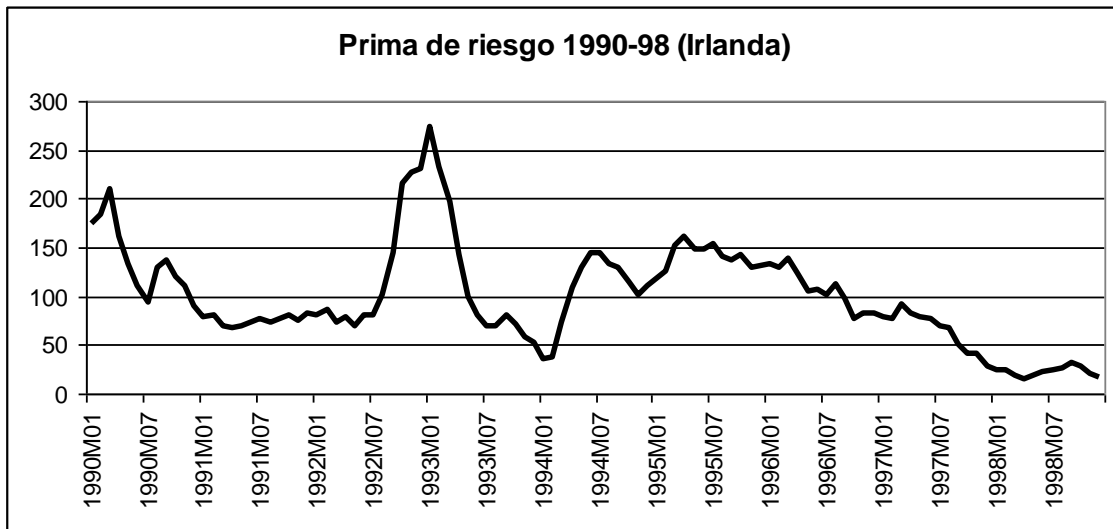
Gráfico 8.10: Prima de riesgo en Irlanda (período 1990-2007)



Fuente: Elaboración propia

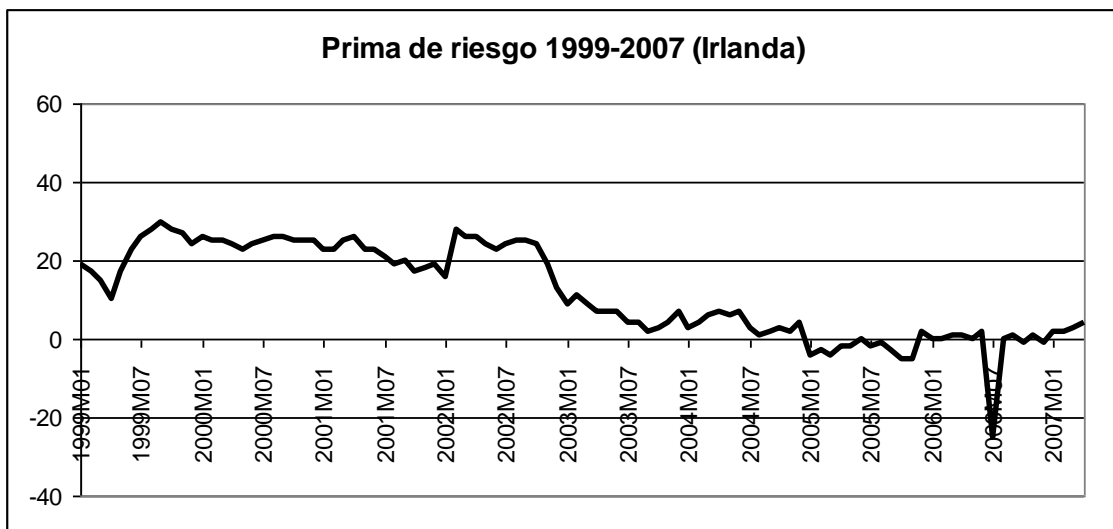
En Irlanda, tras superar los 200 puntos básicos en 1990, se produce una bajada en la prima de riesgo, de forma que desde enero de 1991 hasta agosto de 1992 se mueve en el entorno de los 70-80 puntos básicos. En agosto de 1992 se inicia una fuerte escalada en este diferencial alcanzando en enero de 1993 el máximo de 273 puntos básicos. Tras este gran repunte se produce el efecto inverso, es decir, una gran caída en pocos meses de la prima, colocándose en julio del mismo año en el mismo nivel de 1991-92 (70 p.b.).

Gráfico 8.11: Prima de riesgo en Irlanda (período 1990-1998)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8.12: Prima de riesgo en Irlanda (período 1999-2007)



Fuente: Elaboración propia

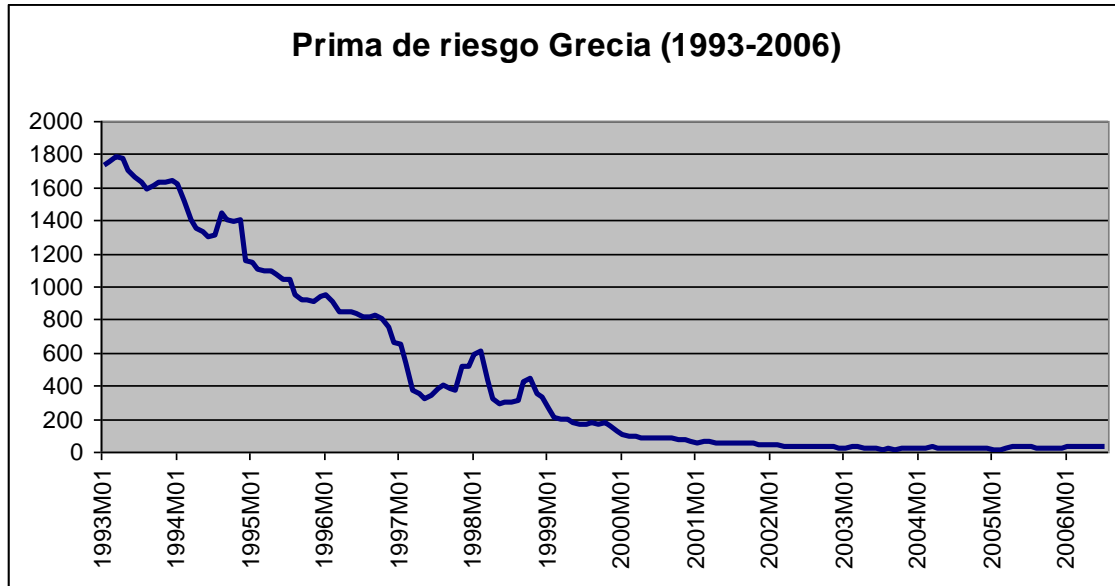
Después de alcanzar los 35 puntos básicos en enero de 1994, se produce otro repunte, superando en abril de 1994 los 100 puntos básicos. Desde ese momento, los 2 años y medio siguientes, este diferencial se mantiene en el rango de los 100-150 puntos

básicos, pero a finales de 1996 comienza un continuado descenso que en 1998 coloca la prima de riesgo por debajo de los 40 p.b., nivel que ya no superará hasta el fin del período de análisis.

Entre los años 1998 y 2003 la prima varía dentro del rango de 10-30 puntos básicos, situándose a partir de 2003 por debajo de los 10 p.b. Durante 2005 la prima es negativa (el tipo de interés de la deuda alemana es mayor que el de la irlandesa), pero en niveles muy pequeños (5 puntos básicos negativos como máximo). El resto del período de análisis se mueve en el intervalo (-1,+4), con la anécdota de julio de 2006, en el cual se produce un diferencial de -25, momento en el cual mientras el tipo de interés de los bonos a 10 años de Alemania ofrecían un tipo de interés del 4,01%, los irlandeses eran del 3,76%.

8.5. GRECIA

Gráfico 8.13: Prima de riesgo en Grecia (período 1993-2006)

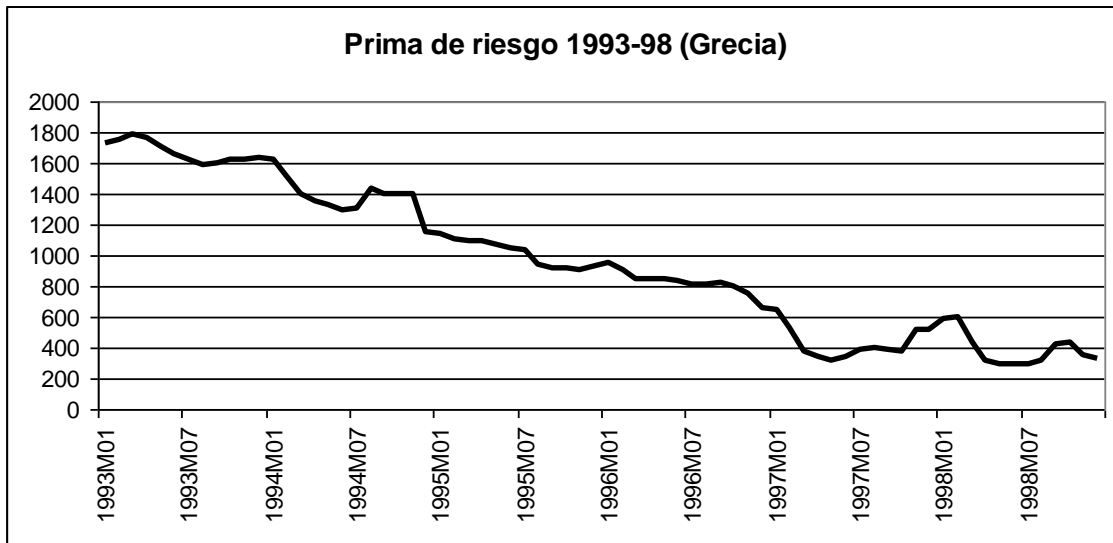


Fuente: Elaboración propia

Para el caso de Grecia, debido a que disponemos de un menor número de datos, comenzamos el análisis en el año 1993. A inicios de ese año la prima de riesgo estaba situada en el elevado nivel de 1.735 puntos básicos. En ese momento la Deuda Pública griega a 10 años ofrecía un tipo de interés del 24,5%. Los años posteriores, como cabe esperar ante un nivel tan alto de la prima, ésta fue descendiendo cada uno de los años. En agosto de 1995 baja de los 1.000 puntos básicos y a comienzos de 1999 se sitúa por debajo de los 300. En enero de 2001, fecha en la que Grecia adopta el euro, el diferencial es ya de 55 puntos básicos.

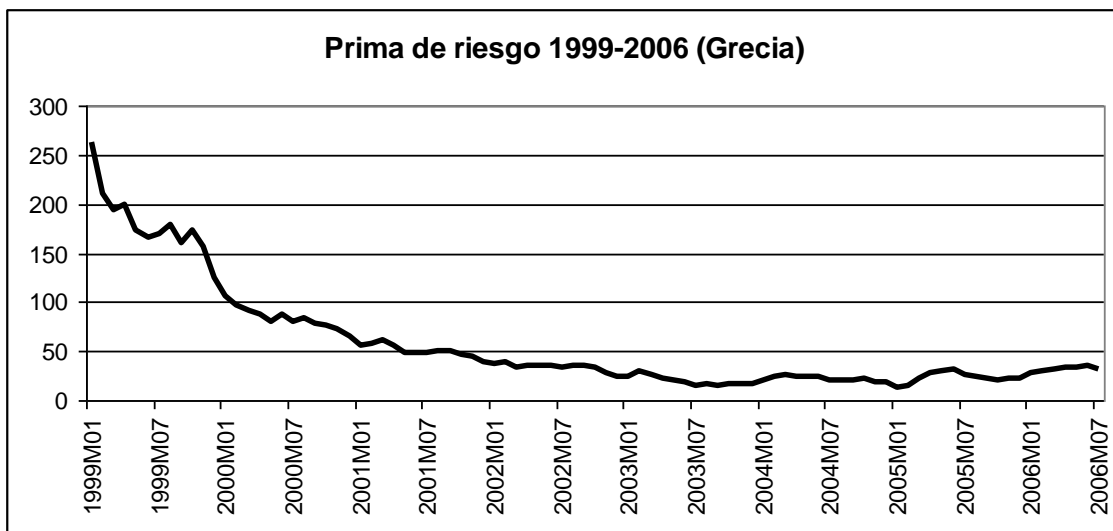
Esta tendencia decreciente continúa hasta mediados de 2003, momento en el cual este diferencial está por debajo de 20 puntos básicos.

Gráfico 8.14: Prima de riesgo en Grecia (período 1993-1998)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8.15: Prima de riesgo en Grecia (período 1999-2006)



Fuente: Elaboración propia

En el caso de este país se observa un brutal cambio en la prima de riesgo en sólo 10 años: de los 1.735 p.b. de 1993 a los 15 que se registran en 2003 o, dicho de otra manera, del 24,5% de tipo de interés de las obligaciones a 10 años en 1993 al 4% de 2003.

Finalmente, entre el 2003 y mediados de 2006 (fin del período de análisis) la prima se estabiliza en torno a los 20-30 puntos básicos, después de vivir 10 años de una espectacular caída.

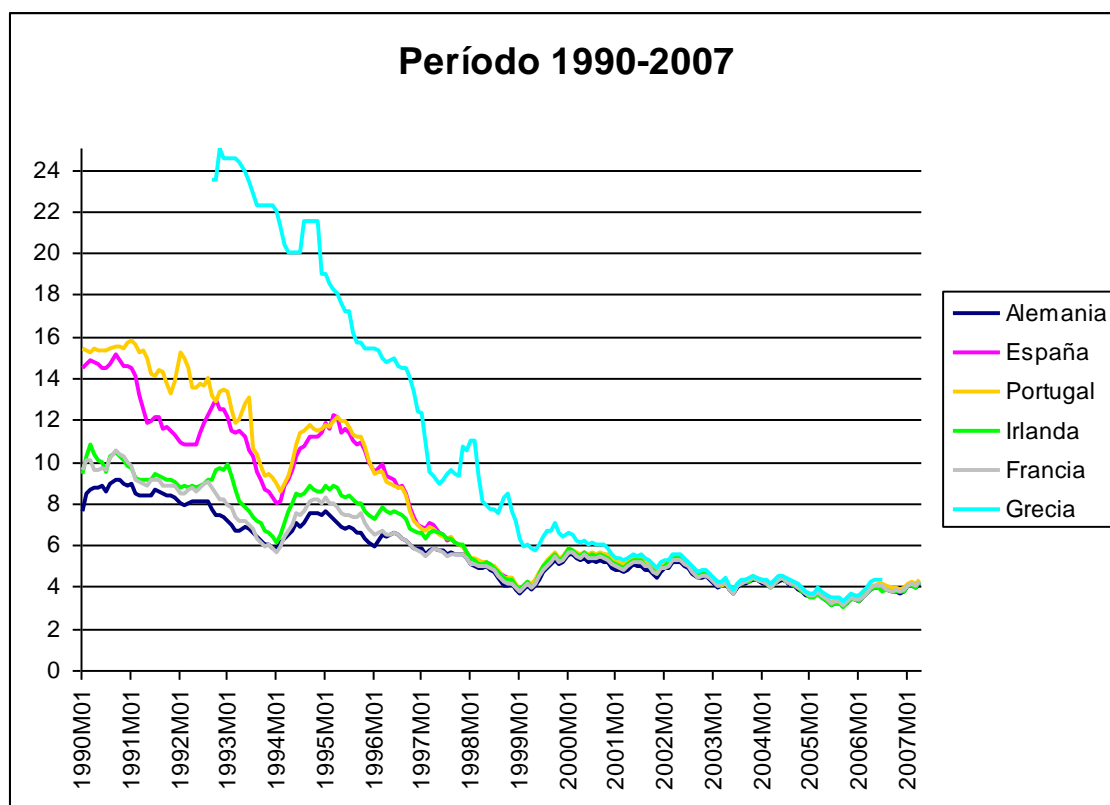
9. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EUROPA

Para llevar a cabo este análisis se toman los datos mensuales de la rentabilidad ofrecida por las obligaciones a 10 años de los países analizados anteriormente (España, Portugal, Irlanda, Francia y Grecia), comparándolos con la referencia alemana para observar su evolución.

Para una mejor visualización de las variaciones y de las convergencias en los tipos de interés utilizaremos tres tipos de gráficos, de igual forma que se ha hecho para realizar el análisis de la prima de riesgo de cada país:

- 1) Gráfico del período total de análisis (1990-2007).
- 2) Gráfico del período anterior a la moneda única (1990-1998).
- 3) Gráfico del período de la creación e implantación del euro (1999-2007).

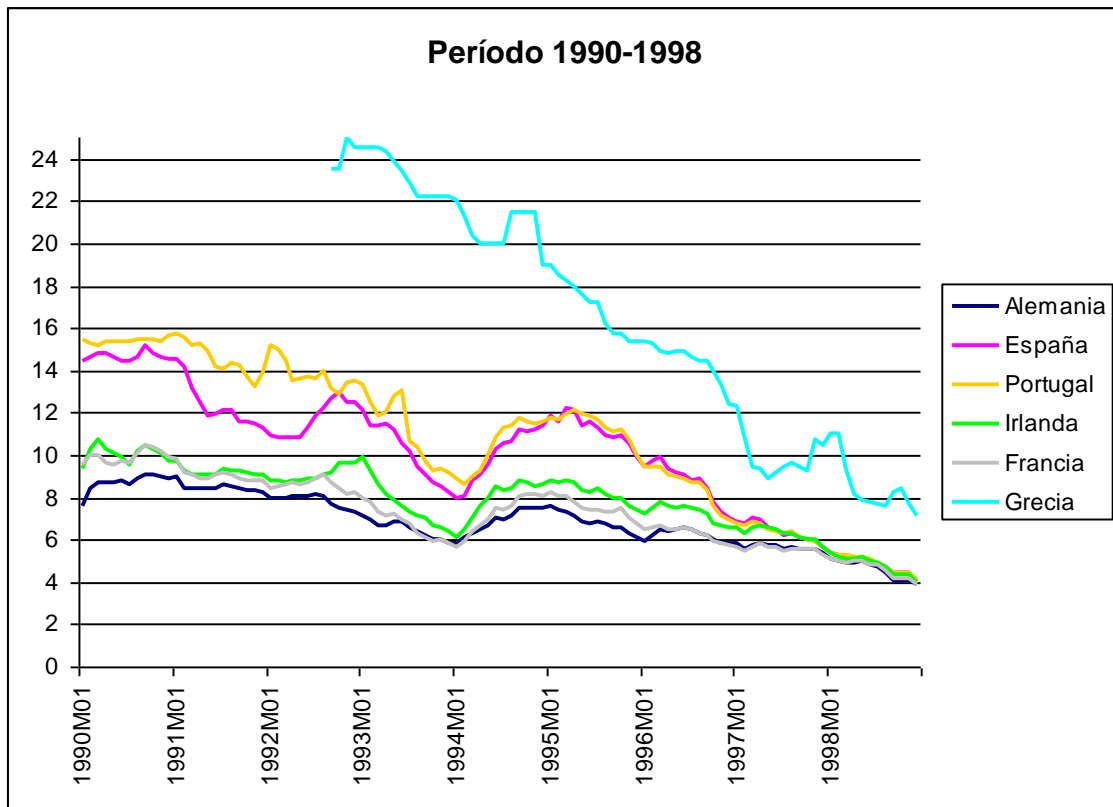
Gráfico 9.1: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1990-2007)



Fuente: Elaboración propia

En los gráficos 9.1, 9.2 y 9.3, en los cuales están representados los países que han sido rescatados recientemente (Grecia, Irlanda, Portugal y España) y las dos grandes potencias del área euro (Alemania y Francia), podemos ver que desde el comienzo de la década de los noventa los diferenciales de deuda se empiezan a reducir, de forma que ya antes de la llegada del euro, concretamente en el año 1998, el diferencial prácticamente desaparece. Desde ese año hasta 2007 la rentabilidad de las obligaciones a 10 años de estos 6 países converge de una forma casi perfecta.

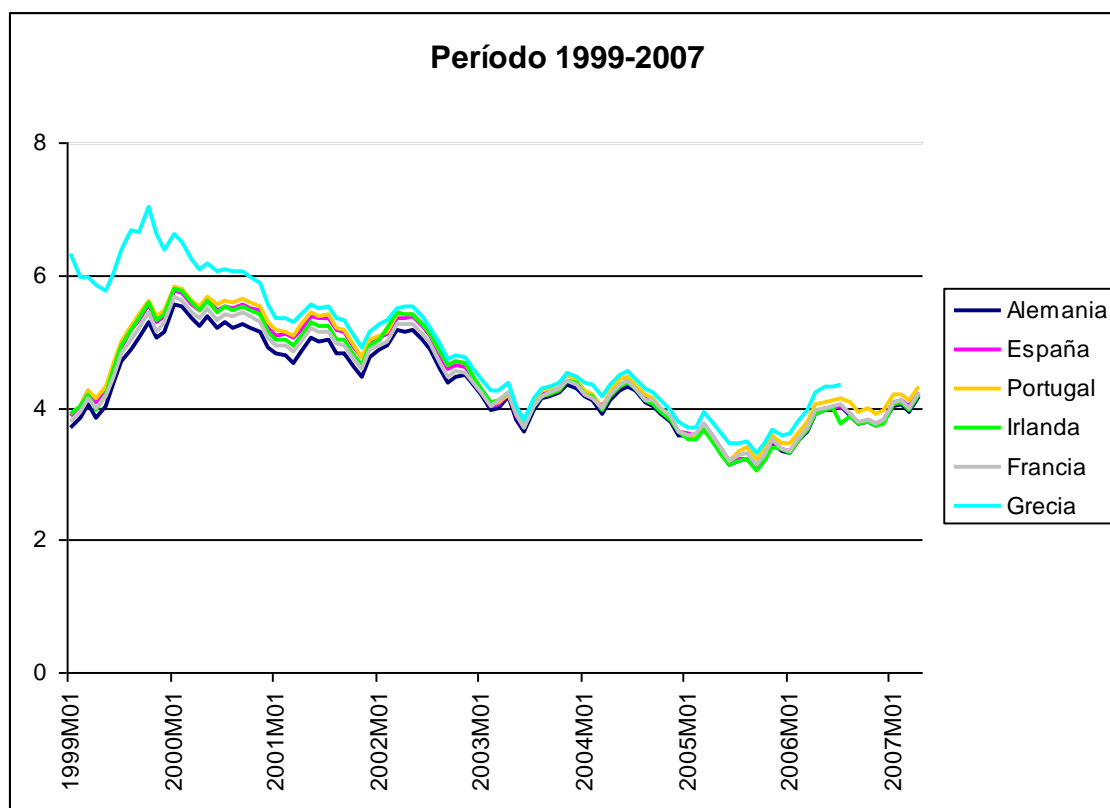
Gráfico 9.2: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1990-1998)



Fuente: Elaboración propia

En el caso de España se observa una evolución que va de la mano de la de Portugal, siendo los dos países que se han incorporado a la Comunidad Económica Europea en 1986.

Gráfico 9.3: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1999-2007)



Fuente: Elaboración propia

A la luz de los datos se podría concluir que los inversores, con la aparición del euro como moneda única, detectan un nivel de riesgo similar en los países, pues:

- Se establece un tipo de interés común, el Euribor.
- Son años de bonanza en los que estos países están creciendo y una posible insolvencia se ve muy lejana.
- La Comunidad Económica Europea lleva a cabo políticas de redistribución, con las que los países más pobres reciben fondos para ir equiparándose poco a poco a los más fuertes. La consecuencia de esto para los inversores es que los países que en teoría tendrían más dificultades para devolver la deuda, al estar bajo el

brazo de la Unión Europea, cuentan con un aval que garantiza el pago de la Deuda Pública.

10. CONCLUSIONES

Como ya se ha mencionado anteriormente, el 1 de enero de 1999, se implanta la Unión Monetaria Europea (UME), con lo que se genera un entorno de mayor estabilidad macroeconómica en los países objeto de análisis, nacido del proceso de saneamiento de las cuentas públicas establecido en el Tratado de Maastricht y de la desaparición del riesgo del tipo de cambio, al pasar de coexistir diversas monedas a la moneda común europea, el euro.

Por un lado, la exigencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, acordado en el Tratado de Maastricht, produce grandes cambios en los mercados de Deuda Pública de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea, puesto que este Pacto insta a la reducción del déficit público en los países de la UME.

De esta forma, se da una disminución del endeudamiento de los países y la consiguiente reducción de emisión de Deuda Pública en los países miembros de esta Unión. Además, también hay que decir que con la contracción del déficit público se produce una mejora en la calidad crediticia de los diversos estados, como emisores de la Deuda Pública, lo cual se refleja en una menor rentabilidad exigida por parte de los inversores, por lo que el coste de la Deuda Pública también se reduce.

Esta disminución de la oferta de Deuda estatal también favorece la disminución de las rentabilidades exigidas a la Deuda soberana, ya que al darse estas circunstancias cada vez hay más escasez de activos libres de riesgo.

Por otro lado, al desaparecer el riesgo cambiario con el resto de Europa se genera un alto grado de sustituibilidad entre las emisiones de renta fija que llevan a cabo

los distintos países, con lo que aumenta la competencia entre los mismos, pues dejan de ser los únicos proveedores de activos sin riesgo que están denominados en moneda nacional. Esto es, si antes la moneda en España era la peseta, la única forma de adquirir Deuda Pública en pesetas era acudiendo al mercado de Deuda Pública español. Sin embargo, con la llegada de la Unión Monetaria y pasar a ser la moneda doméstica el euro, para adquirir Deuda Pública en euros no sólo se puede recurrir al Tesoro Público español, sino que se puede acudir al de un gran número de países que también adoptaron el euro como nueva moneda.

Como consecuencia de todo esto se observa una progresiva convergencia de las rentabilidades ofrecidas por los distintos Tesoros Públicos después de alcanzar la Unión Monetaria. En este contexto apreciamos que los inversores demandan una prima asociada al nivel de riesgo soberano cada vez menor a España y, como resultado, el diferencial de la Deuda Pública española a largo plazo respecto a la deuda alemana se reduce de forma considerable durante la segunda mitad de los años noventa, hasta prácticamente desaparecer con la entrada en el nuevo milenio. La reducción del diferencial soberano fue, de hecho, como podemos apreciar en nuestro análisis, generalizada entre los diferentes países de la zona euro.

Sin embargo, a partir del año 2007 esta situación se rompe, al comenzar a divergir notablemente las rentabilidades de los bonos a 10 años de algunos países respecto a la referencia europea, el Bund alemán.

Desde el comienzo de las tensiones financieras a mediados del año 2007, se viven varios momentos en los cuales se alcanzan elevados niveles de diferenciales de rentabilidad en diversos países miembros del área euro.

Tabla 10.1: Rendimiento de bonos a 10 años y Prima de Riesgo (a 27/06/2012)

	Rendimiento	Prima riesgo
Alemania	1,54%	-
Francia	2,62%	108 p.b.
España	6,85%	531 p.b.
Irlanda	8,21%	667 p.b.
Portugal	9,69%	815 p.b.
Grecia	27,03%	2549 p.b.

Fuente: Elaboración propia

En estos momentos se da una situación de profunda crisis financiera y económica en los países periféricos de la Unión Europea, con lo que su Deuda Pública, que antes era considerada como activo libre de riesgo, ahora no lo es. Así, los inversores demandan mucho más la deuda soberana alemana (como valor refugio) y menos la de estos países, incrementándose considerablemente el coste del endeudamiento respecto al Estado alemán.

Además, al incrementarse la emisión de Deuda Pública y haber mayor volumen de oferta esto provoca que suba la rentabilidad exigida por los inversores. En relación con esto, el aumento de emisiones aumenta el déficit público, lo que no hace otra cosa que empeorar la calidad crediticia de los países en cuestión, redundando todo ello en un mayor tipo de interés en la Deuda Pública de los países.

11. BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales (2008): *Guía del Sistema Financiero Español*. Madrid: Ediciones Empresa Global.
- Arezki, R., Candelon, B., y Sy, A. (2010): Riesgos contagiosos. Finanzas & Desarrollo, diciembre, pp. 36-37.
- Carrasco Gómez, D. (2011): *El mercado de deuda pública en España: pasado, presente y futuro*. Dirección de Macroeconomía, Renta Fija y Divisas del Banco Sabadell.
- Del Río, A., y Marín, C. (2010): *La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis*. Boletín Económico del Banco de España, noviembre.
- Delgado Ugarte, J. I. (2000): *La renta fija, cómo operar en los mercados financieros utilizando instrumentos de renta fija*. Bilbao: Ediciones Beta.
- Fuster Olivares, A. (2010): Déficit y deuda pública en España: un análisis en el marco de la crisis financiera y económica. Revista de Economía Colegio de Economistas de Alicante, Nº11, pp. 8-14.
- García Gámez, S., y Vicéns Otero, J. (2006): *Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes*. Estudios de economía aplicada, Vol. 24-1, pp. 245-272.
- Gómez-Puig, M. (2005): Liquidez y tamaño del mercado: diferenciales de rentabilidad a largo plazo tras la UME. Cuadernos de Economía, Vol. 28, pp. 159-170.

- Gómez-Puig, M. (2007): Efectos de la Unión Cambiaria sobre los diferenciales de rentabilidad de la Unión Europea-15. Cuadernos de Economía, Vol. 30, N°82, pp. 101-114.
- Hernández Sánchez, M., y Jordán Sales, L. (2002): *¿Por qué no existe aún una referencia básica común en los mercados financieros de la UEM?* Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- Herrera Espinoza, J. J. (2002): *El mercado español de deuda pública anotada*. Madrid: ER.
- Martínez Estévez, A. (2006): *El actual modelo de crecimiento económico español: debilidades y fortalezas*. Congreso de Economía de Navarra.
- Prada, A. (2012): *¿Por qué estamos al borde del bono basura?*. La Voz de Galicia, Lunes 18 de junio, p. 21.
- Rico Belda, P. (1995): *Análisis de cointegración en la estructura temporal de los tipos de interés de la deuda pública*. Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Rico Belda, P. (1996): *Determinantes de la estructura temporal de los tipos de interés de la deuda pública*. Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Rico Belda, P. (1998): *Análisis de las primas por plazo en el mercado español de deuda pública*. Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Salcines Cristal, J. V. (2009): *Sistema Financiero Español. Una visión panorámica*. A Coruña: Escuela de Finanzas.

- Estrategia de emisión de los valores del Tesoro. Año 2011. Tesoro Público.
- Memorias anuales sobre la actividad del Mercado de Deuda Pública. Años 2000-2009. Banco de España.

WEBGRAFÍA

- Tesoro Público: www.tesoro.es
- Instituto Nacional de Estadística (INE): www.ine.es
- Eurostat: www.epp.eurostat.ec.europa.eu
- Banco de España: www.bde.es
- Banco Central Europeo: www.ecb.int

LEGISLACIÓN CONSULTADA

- Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.
- Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.
- Ley 12/1998, de 28 de abril, por la que se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

ÍNDICE DE TABLAS

	<u>Pág</u>
Tabla 2.1: Variación anual del PIB entre 2007 y 2009.....	36
Tabla 2.2: Total de emisiones de Deuda Pública.....	36
Tabla 2.3: Letras del Tesoro.....	37
Tabla 2.4: Emisiones netas de Deuda Pública.....	38
Tabla 3.1: Rentabilidad de las Letras del Tesoro.....	40
Tabla 3.2: Tipos de interés de los bonos del Estado a 3 años.....	44
Tabla 3.3: Tipos de interés de los bonos del Estado a 5 años.....	46
Tabla 3.4: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 10 años.....	48
Tabla 3.5: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 15 años.....	50
Tabla 3.6: Tipos de interés de las obligaciones del Estado a 30 años.....	52
Tabla 5.1: Tasa de variación anual del PIB español desde 1985 hasta 2010.....	58
Tabla 6.1: Tasa de inflación en España desde 1985 hasta 2010.....	61
Tabla 10.1: Rendimiento de bonos a 10 años y Prima de Riesgo (a 27/06/2012).....	94

ÍNDICE DE GRÁFICOS

	<u>Pág</u>
Gráfico 1.1: Creadores de mercado de Deuda Pública (a 10/10/2011).....	28
Gráfico 2.1: Total de emisiones de Deuda Pública.....	36
Gráfico 3.1: Rentabilidad media Letras a 3 meses y Letras a 12 meses.....	41
Gráfico 3.2: Rentabilidad media Letras a 6 meses y Letras a 12 meses.....	42
Gráfico 3.3: Rentabilidad media Letras a 18 meses y Letras a 12 meses.....	42
Gráfico 3.4: Tipo de interés de los bonos del Estado a 3 años.....	45
Gráfico 3.5: Tipo de interés de los bonos del Estado a 5 años.....	47
Gráfico 3.6: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 10 años.....	49
Gráfico 3.7: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 15 años.....	51
Gráfico 3.8: Tipo de interés de las obligaciones del Estado a 30 años.....	53
Gráfico 4.1: Tipo de interés interbancario a 1 año desde 1987 hasta 1999.....	54
Gráfico 4.2: Euribor a 1 año desde 1999 hasta 2011.....	56
Gráfico 5.1: Tasa de variación anual del PIB en España.....	59
Gráfico 6.1: Tasa de inflación en España.....	62
Gráfico 7.1: Tipos de interés del mercado interbancario a 1 año y tipos de interés de las obligaciones a 10 años.....	65
Gráfico 7.2: Diferencia entre la rentabilidad de las obligaciones a 10 años españolas y el tipo de interés del mercado interbancario a 1 año.....	66
Gráfico 7.3: Evolución del rendimiento de las obligaciones a 10 años y de la tasa de inflación en España.....	67
Gráfico 7.4: Diferencia entre el rendimiento de las obligaciones a 10 años y la tasa de inflación en España.....	68

	<u>Pág</u>
Gráfico 7.5: Evolución del rendimiento de las obligaciones a 10 años, la tasa de inflación y la variación anual del PIB en España.....	70
Gráfico 7.6: Evolución de la variación anual del PIB en España y del diferencial entre rendimiento de las obligaciones a 10 años y la tasa de inflación.....	71
Gráfico 8.1: Prima de riesgo en España (período 1990-2007).....	75
Gráfico 8.2: Prima de riesgo en España (período 1990-1998).....	76
Gráfico 8.3: Prima de riesgo en España (período 1999-2007).....	76
Gráfico 8.4: Prima de riesgo en Portugal (período 1990-2007).....	77
Gráfico 8.5: Prima de riesgo en Portugal (período 1990-1998).....	78
Gráfico 8.6: Prima de riesgo en Portugal (período 1999-2007).....	78
Gráfico 8.7: Prima de riesgo en Francia (período 1990-2007).....	79
Gráfico 8.8: Prima de riesgo en Francia (período 1990-1998).....	79
Gráfico 8.9: Prima de riesgo en Francia (período 1999-2007).....	80
Gráfico 8.10: Prima de riesgo en Irlanda (período 1990-2007).....	81
Gráfico 8.11: Prima de riesgo en Irlanda (período 1990-1998).....	82
Gráfico 8.12: Prima de riesgo en Irlanda (período 1999-2007).....	82
Gráfico 8.13: Prima de riesgo en Grecia (período 1993-2006).....	84
Gráfico 8.14: Prima de riesgo en Grecia (período 1993-1998).....	85
Gráfico 8.15: Prima de riesgo en Grecia (período 1999-2006).....	85
Gráfico 9.1: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1990-2007).....	88
Gráfico 9.2: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1990-1998).....	89
Gráfico 9.3: Rentabilidad obligaciones a 10 años (período 1999-2007).....	90