

# EVOLUCIÓN EN ESPAÑA DE LA RENTA FIJA NEGOCIABLE.

2007-2014

LAURA LANDETE FERRER

TUTORA: M<sup>a</sup> NATIVIDAD GUADALAJARA

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO 2016-2017



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA

FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS.  
UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENICA.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	PÁG 2
2. JUSTIFICACIÓN Y OBJETIVOS DEL TFG.....	PÁG 6
3. FUENTES DE INFORMACIÓN.....	PÁG 7
4. COYUNTURA ECONÓMICOA MUNDIAL.....	PÁG 8
5. MERCADO PRIMARIO DE RENTA FIJA.....	PÁG 29
5.1. DEUDA CORPORATIVA.....	PÁG 29
5.1.1. Evolución de la cantidad emitida.....	PÁG 30
5.1.2. Renta Fija Privada VS Renta Variable.....	PÁG 35
5.2. DEUDA SOBERANA.....	PÁG 38
5.2.1. Evolución de la cantidad emitida.....	PÁG 39
5.2.2. Evolución de los tipos de interés.....	PÁG 40
5.2.3. Evolución de la RF Privada VS RF Pública.....	PÁG 42
6. MERCADO SECUNDARIO DE RENTA FIJA.....	PÁG 43
6.1. DEUDA CORPORATIVA.....	PÁG 43
6.1.1. Evolución volumen contratado.....	PÁG 44
6.1.2. Evolución de los tipos de interés.....	PÁG 49
6.2 DEUDA SOBERANA.....	PÁG 49
7. CONCLUSIONES.....	PÁG 50
8. BIBLIOGRAFÍA.....	PÁG 52

# 1. INTRODUCCIÓN.

La emisión de títulos de Renta Fija (RF) es una de las principales fuentes de financiación de la que dispone el Estado. Según datos del Banco de España, en marzo de 2016 la deuda del conjunto de las administraciones públicas se situó en 1.095 billones de euros, lo que supone alrededor del 101% del PIB.

La emisión de RF para las empresas es también una importante forma de obtener recursos financieros. Dichos títulos suponen para el adquirente un activo financiero. Para explicar bien el concepto de activo financiero, partimos de la definición de lo que es un activo.

Según define el Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad español (2007), los activos son los bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados de los que se espera obtener beneficios o rendimientos económicos en el futuro.

Según su horizonte temporal, los activos se dividen en corrientes y no corrientes:

- Activo corriente: Bienes y derechos adquiridos con intención de que permanezcan menos de un año; como es el caso de las existencias.
- Activo no corriente o Activo fijo: Bienes y derechos adquiridos con intención de que permanezcan en la empresa durante más de un año, que no se han adquirido con fines de venta; como maquinarias y bienes inmuebles.

Según su naturaleza distinguimos entre:

- Activo intangible: Un activo intangible es definido por su propio nombre, es decir no es tangible, no puede ser percibido físicamente. El activo intangible es, por tanto, de naturaleza inmaterial.

Por ejemplo, el valor de una marca, que no puede ser medido de manera física. Se tiene en cuenta en la contabilidad porque posee la capacidad de generar beneficios económicos futuros que pueden ser controlados por la entidad económica.

- Activo funcional: se denomina de esta forma a la parte del activo que contribuye, de acuerdo a los fines y objetivos de una empresa, en la producción de bienes y servicios de ésta.
- Activo financiero: Un activo financiero es el mismo activo intangible materializado en un título o simplemente en una anotación contable, por el que el comprador del título adquiere el derecho a recibir un ingreso futuro de parte del vendedor.

Los activos financieros son emitidos por las unidades económicas de gasto y constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan. En las páginas web [economipedia.com](http://economipedia.com), [eleconomista.es](http://eleconomista.es) y [finanzasparatodos.es](http://finanzasparatodos.es) encontramos información referente a las definiciones de activos financieros e instrumentos financieros de Renta Fija.

Los activos financieros son productos financieros, en los que el comprador adquiere un derecho de cobro de una cantidad de dinero a un emisor que vende ese producto. Estos activos pueden ser emitidos por cualquier unidad económica, como empresas, bancos o gobiernos.

Al contrario que los activos tangibles (un coche o una casa por ejemplo), los activos financieros no suelen tener un valor físico.

En términos de contabilidad, el comprador de un activo financiero posee un derecho (activo) a cobrar, y el vendedor una obligación (pasivo). Por un lado el comprador tiene el derecho a cobrar los ingresos futuros que se producirán, y el vendedor tiene la obligación de pagarlos.

Un activo financiero obtiene su valor de ese derecho contractual.

Gracias a estos instrumentos las entidades que poseen deuda se pueden financiar y a su vez, las personas que quieren invertir sus ahorros consiguen una rentabilidad invirtiendo en esa deuda.

Los activos financieros se representan mediante títulos físicos o anotaciones contables (por ejemplo, una cuenta en el banco).

Los activos financieros tienen tres características fundamentales; liquidez, rentabilidad y riesgo. Cada una de ellas puede variar según el tipo de activo financiero.

Además, existe una fuerte relación entre rentabilidad, riesgo y liquidez. Según la magnitud de una afectará a las otras, por ejemplo, un activo menos líquido tendrá más riesgo y por tanto exigirá una mayor rentabilidad.

- Rentabilidad: Cuanto más interés aporta el activo mayor es su rentabilidad.
- Riesgo: Probabilidad de que el emisor no cumpla sus compromisos. Cuanto mayor sea el riesgo, mayor será la rentabilidad.
- Liquidez: Capacidad de convertir el activo en dinero sin sufrir pérdidas.

Existen diferentes clases de activos financieros, de los cuales los más importantes son:

1. Dinero en curso legal: monedas y billetes (es lo más líquido que hay, pues ya es dinero en sí. Se puede cambiar sencillamente por otros bienes).
2. Dinero en los bancos: depósitos a la vista, depósitos de ahorro y de plazo.

3. Instrumentos de Renta Fija: deuda emitida por el Estado o por las empresas privadas

4. Instrumentos de Renta Variable: desde acciones hasta derivados financieros.

Puesto que el presente trabajo se centra en la evolución de los títulos de Renta Fija, pasamos a explicar en qué consisten dichos instrumentos:

Los instrumentos de inversión de renta fija son emisiones de deuda que realizan los estados (Deuda Pública) o las empresas (Deuda Privada), con el fin de obtener una financiación.

Cuando una empresa o Estado necesita efectivo, dispone de varias fórmulas para obtenerlo, una de ellas es la emisión de títulos de Renta Fija, cuyas características son:

-Mediante estos títulos, la empresa o Estado se compromete a la devolución de la cantidad entregada más unos intereses.

-Por lo general, estas emisiones posteriormente cotizan en los mercados secundarios donde se rigen por la Ley de la Oferta y la Demanda.

-O sea, que son los compradores y vendedores quienes fijan su precio desde ese momento en función de la variación de los tipos de interés y de la situación crediticia o de la credibilidad de la empresa (o Estado).

Generalmente, en el momento de la contratación se conoce el plazo de tiempo y la rentabilidad que va a proporcionar, aunque ocasionalmente, esta rentabilidad puede ir asociada a algún factor externo como unos valores, índices, etc.

Existen distintas fórmulas para la valoración y la devolución de las cantidades invertidas en títulos de renta fija, así por ejemplo, la devolución puede hacerse al finalizar el período, con pagos periódicos, etc.

El diccionario de economía de [elconomista.es](http://elconomista.es) explica lo siguiente:

En el caso de la Renta Variable, lo que se espera obtener en el futuro son básicamente los beneficios de la compañía, repartidos o no en forma de dividendos.

En el caso de la Renta Fija, los ingresos esperados son los CUPONES, fijos o variables, que se obtendrán en los distintos momentos del tiempo.

El precio de un instrumento de Renta Fija es el valor actual de esos pagos esperados aplicando una tasa de descuento en cada período que corresponde a un tipo de interés medio del mercado para inversiones al mismo plazo (con frecuencia el de la deuda del estado a sus distintos vencimientos).

A la parte del cupón devengada y no pagada en una fecha determinada entre el cobro de dos cupones se le denomina cupón corrido, y su importe se añade al precio del título cuando se compra o vende en el Mercado Secundario.

La cotización de la deuda pública en los mercados secundarios depende principalmente de la evolución de los tipos de interés. Al igual que todos los valores de renta fija, la cotización de los valores del Estado evoluciona de forma inversa a los tipos de interés.

## **2. JUSTIFICACIÓN Y OBJETIVOS TFG.**

Como se ha comentado en el apartado anterior, la Renta Fija constituye, tanto para el Estado, como para las empresas, una forma de obtener recursos financieros frente a particulares u otros países. Además, la deuda pública, que puede llegar a suponer más del 100% del PIB de nuestro país, es un instrumento de la política monetaria y fiscal de los Estados. Al comprar y vender títulos de deuda pública, un Estado puede aumentar o reducir la cantidad de dinero en circulación.

El presente Trabajo Fin de Grado (TFG) tiene como objetivo principal analizar el comportamiento, a lo largo de los últimos 8 años (2007-2014), de los títulos que constituyen la Renta Fija Negociable en nuestro país y de sus características más importantes. Dicho análisis se apoya en objetivos específicos como son la cantidad de emisión de títulos de cada año, la evolución de los tipos de interés y del nivel de riesgo y el volumen de negociación de deuda. Aunque a lo largo del TFG también se hace referencia a la evolución de la Renta Variable, se analizan con más detalle los títulos de Renta Fija puesto que el volumen de emisiones anuales de este tipo de instrumentos es muy superior al correspondiente a los Instrumentos Financieros de Renta Variable.

En cuanto a la relación del TFG con el Grado en Administración y Dirección de Empresas, el contenido del trabajo tiene especial conexión con asignaturas como Macroeconomía, Dirección Financiera y Matemáticas Financieras.

El análisis parte de un resumen del marco económico y financiero a nivel mundial. Dicho resumen contiene acontecimientos ocurridos a lo largo de los años estudiados que afectan de forma importante a los instrumentos objeto del análisis. También quedan señalados datos referentes al Mercado de Materias Primas y al Mercado de Divisas, puesto que tienen un papel importante en la evolución de las distintas economías, y en las medidas que las autoridades monetarias deciden adoptar.

A continuación se analiza la evolución del volumen de la emisión de Instrumentos Financieros de Renta Fija llevada a cabo en el Mercado Primario. Dentro de dicho apartado se analiza por un lado la emisión de títulos de Renta Fija Privada (emisión de deuda corporativa), y por otro la emisión de títulos de Renta Fija Pública (emisión de deuda soberana). Los datos referentes a la evolución de la Prima de Riesgo y a las Rentabilidades de dichos títulos también quedan reflejados, y se comparan con los datos más representativos del Mercado de Renta Variable en cada período de tiempo.

Más adelante, en el apartado referente al Mercado Secundario, se analiza el volumen de negociación de cada año en dicho mercado. Vuelven a estudiarse por separado los títulos de deuda corporativa, de los títulos de deuda soberana. Y de nuevo se hace referencia a la evolución de la Prima de Riesgo y a las Rentabilidades, así como a los precios de los títulos.

### **3. FUENTES DE INFORMACIÓN.**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el organismo encargado de la supervisión de los mercados de valores en España. Supervisa la emisión y la negociación de títulos de Renta Variable, y de Renta Fija Privada.

La emisión y negociación de títulos de Renta Fija Pública queda supervisada por el Banco de España.

Por todo ello, la mayor parte de la información que contiene el presente Trabajo proviene de las páginas oficiales de la CNMV y del Banco de España, y la web oficial de las Bolsas y Mercados Españoles (BME).

El grupo Bolsas Y Mercados Españoles es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de nuestro país (cotiza en bolsa desde 2006). Trabaja por conseguir un funcionamiento transparente, seguro y eficiente de los mercados para contribuir al crecimiento económico de las empresas de nuestro país.

También se han consultado libros utilizados durante la carrera referidos a productos financieros y a mercados de valores. Los datos referentes al Mercado de Divisas, y al Mercado de Materias Primas pertenecen a páginas web como [cincodias.com](http://cincodias.com), [oroyfinanzas.com](http://oroyfinanzas.com).



#### 4. COYUNTURA ECONÓMICA MUNDIAL 2007 – 2014.

Para analizar la evolución de la Renta Fija en nuestro país, es necesario conocer el entorno económico-financiero de los años en los que se centra el objetivo del Trabajo. Tener presente el escenario internacional es necesario para fundamentar el comportamiento de la Renta Fija en nuestro país.

En el presente apartado se realiza un análisis de la evolución de la coyuntura económica mundial a lo largo del periodo 2007-2014 haciendo referencia a los acontecimientos más destacados de cada período. Dichos acontecimientos, y sus consecuencias, quedan reflejados en la figura 1, y guardan especial relación con la evolución de la Renta Fija en nuestro país.

**FIGURA 1: ACONTECIMIENTOS RELEVANTES DEL CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL.**

<b>AÑO</b>	<b>ACONTECIMIENTO</b>	<b>IBEX 35</b>	<b>EURIBOR</b>	<b>EFEKTOS DESTACADOS</b>
2007	Crisis Subprime.	+ 7.3 %	4.793%	↑ tipos de interés de referencia ↑ precio petróleo ↑ dólar/euro
2008	Quiebra de Lehman Brothers.	-39.4 %	3.452%	↓↓ tipos de interés de referencia ↓↓ precio petróleo ↑ dólar/euro
2009	Consecuencias de la quiebra de financieras norteamericanas.	+ 29.8 %	1.242%	↓ tipos de interés de referencia ↑ precio petróleo y oro
2010	Fuerte encarecimiento de Materias Primas.	-17.4 %	1.526%	↑↑ precio oro ↑↑ precio petróleo ↑↑ inflación
2011	Tensión en el Mercado de Deuda europeo (Grecia).	-13.1 %	2.004%	↑ prima de riesgo ↑ tipos de interés oficiales ↓ dólar/euro
2012	Punto álgido de la crisis de deuda europea.	-4.7 %	0.549%	↑ prima de riesgo ↑ tipos de interés oficiales ↓ inflación
2013	Disminución de las tensiones en la zona Euro.	+ 21.4 %	0.543%	Inflación estable ↑ tipos de interés de referencia ↑ dólar/euro
2014	Recuperación de la economía norteamericana.	+ 3.7 %	0.329%	↓ inflación ↓ tipos de interés oficiales ↓ prima de riesgo

**Fuente: elaboración propia.**

A continuación se explica con mayor detalle el entorno económico-financiero de los años señalados, y en qué consisten, y qué consecuencias suponen los acontecimientos señalados en la figura 1 para la economía a nivel nacional e internacional.

#### Año 2007.

El año 2007 es un año complejo para los Mercados Financieros. La primera parte de dicho ejercicio aún mantiene la tendencia registrada durante los años previos. Esto es:

- Rentabilidades estables de los Activos Financieros.
- Niveles de Activos Financieros también similares a años anteriores.
- Tendencia alcista de las Bolsas.
- Mínimos históricos en cuanto a Diferenciales de Crédito.

En cambio, la segunda parte del año 2007, a partir del segundo cuatrimestre, queda marcada por la crisis subprime, causa de una importante crisis crediticia.

La crisis subprime tiene su origen en Estados Unidos, a partir del momento en el que las instituciones financieras norteamericanas comienzan a encontrar dificultades para cobrar los créditos hipotecarios de alto riesgo comprometidos con familias y empresas de ese país que, como consecuencia del cambio de ciclo vivido por la economía a finales de 2006 y durante 2007, se ven incapaces de hacer frente al pago de sus deudas.

Esto conlleva bruscas ampliaciones de Spreads, las cuales reflejan una desconfianza total por parte del inversor hacia los productos relacionados con hipotecas, hacia los productos con el crédito estructurado en particular, y hacia cualquier activo que incorpore riesgo de crédito, por extensión.

El empeoramiento de las condiciones financieras se nota de forma especial en las emisiones de instrumentos financieros de Renta Fija. Las colocaciones, tanto en el mercado primario como en el secundario, caen drásticamente.

En los Mercados de Renta Variable se mantiene la liquidez. Aunque en España, el Ibex 35 termina el año con una ganancia menor a los ejercicios anteriores.

Tanto en la actividad económica mundial como en la totalidad de Mercados Financieros se perciben efectos de la crisis subprime.

La actividad económica mundial resulta contagiada por la transmisión que ha supuesto la radical caída de la confianza de los inversores.

En cuanto al Mercado de Materias Primas, el precio del barril de crudo Brent supera, con un incremento mayor del 50% sobre su valor, todos los máximos históricos. Como queda señalado en la figura 1, la subida de precios en la energía es continuada a lo largo de todo el ejercicio 2007:

- A principios de año se sitúa en 60.13 dólares.
- En noviembre alcanza su máximo con 95.81 dólares.
- Termina el año en 93.98 dólares.

Ante la situación del Mercado Hipotecario norteamericano, la Reserva Federal, preocupada por el impacto en el crecimiento económico decide poner fin a la política monetaria restrictiva que mantiene durante los años previos y revisa a la baja los tipos de interés oficiales.

En Europa, el Banco Central Europeo decide continuar con la política monetaria que comenzó en 2005 (figura 1).

-En la primera mitad del año 2007 realiza dos subidas del tipo de interés de referencia de esta autoridad para dejarlo en 4%.

-A partir de verano, tras el estallido de la crisis, el Banco Central Europeo opta por mantener en máximos los tipos de intervención, con el objetivo de quedar a la espera de que se confirme el nivel de impacto de la crisis en la economía, y la evolución de la inflación en la zona Euro (magnitud cuyo control supone uno de los principales objetivos de la autoridad monetaria europea).

Respecto al Mercado de Divisas, dada la situación descrita, el tipo de cambio dólar/euro evoluciona de forma influenciada por las decisiones de instrumentación de la política monetaria (figura 2), con una ampliación del diferencial de tipos de interés de referencia existente entre las 2 monedas.

**FIGURA 2: EVOLUCIÓN TIPOS DE CAMBIO 2004 – 2008.**



Fuente: Datastream.

A cierre del año 2007, el euro mejora por encima del 10% respecto de la divisa norteamericana.

La evolución de los tipos de interés de referencia en sus dos áreas económicas y el dólar afectan a la relación de cambio entre las dos principales divisas mundiales.

- Se abre el año 2007 a niveles de 1.32 dólares por euro.
- En diciembre se cierra a 1.46 dólares por euro.
- Las cotizaciones intradía llegan a alcanzar, en sesiones a finales de año, niveles de 1.50 dólares por euro.

#### Año 2008.

El agravamiento de la crisis financiera supone para el comienzo del 2008 un escenario marcado por un severo y generalizado deterioro de la economía internacional.

El endurecimiento de las condiciones de financiación, las elevadas pérdidas patrimoniales en los Mercados de Valores, y el intenso empeoramiento de las expectativas desembocan en una fuerte contracción del gasto por parte del sector Privado que afecta de forma negativa al crecimiento de las economías (como la española).

La causa de mayor peso por la que la crisis económica se extiende a los países en desarrollo es la caída de las importaciones del mundo desarrollado.

Ante dicha situación, las autoridades monetarias reducen de forma drástica los tipos de interés (figura 1) y continúan inyectando de forma masiva liquidez en el Sistema Financiero. Los gobiernos inician planes de apoyo al sector bancario.

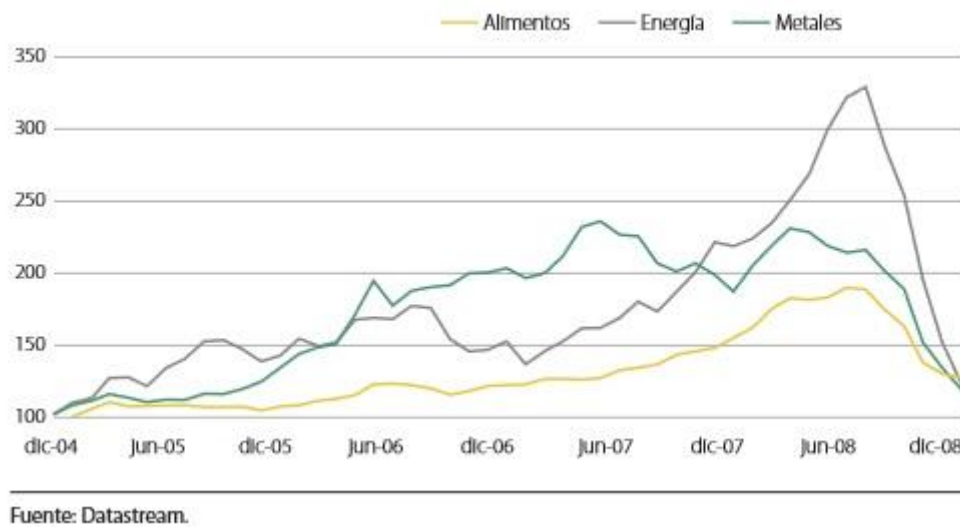
En España se crea el Fondo de Adquisición de Activos Financieros destinados a promover la oferta de crédito mediante la adquisición de activos de elevada calidad.

Como refleja la figura 1 el año 2008 queda marcado por la quiebra de Lehman Brothers. La quiebra del cuarto banco de inversión más grande de EEUU (fundado en 1850) supone la mayor quiebra en la historia de EEUU, y está fuertemente asociada a la crisis financiera global. La compañía de servicios financieros pierde a la mayoría de sus clientes, genera pérdidas drásticas en el Mercado de Valores, y sufre la devaluación de sus activos por las principales agencias de calificación de riesgos.

Estos fenómenos se producen principalmente por la involucración de Lehman en la crisis de las hipotecas subprime asumiendo riesgos excesivos. Consecuencia directa de dicha quiebra es la radical caída del precio del petróleo (figura 3). Al constatarse la gravedad de la crisis y los efectos que ésta tendrá sobre el crecimiento de la economía mundial, el precio del barril de crudo Brent evoluciona de la siguiente forma:

- Comienza el año superando los 100 dólares por primera vez.
- En julio alcanza el máximo histórico de 146 dólares.
- Termina el año por debajo de los 40 dólares.

**FIGURA 3: EVOLUCIÓN MDO. MATERIAS PRIMAS 2004 – 2008.**

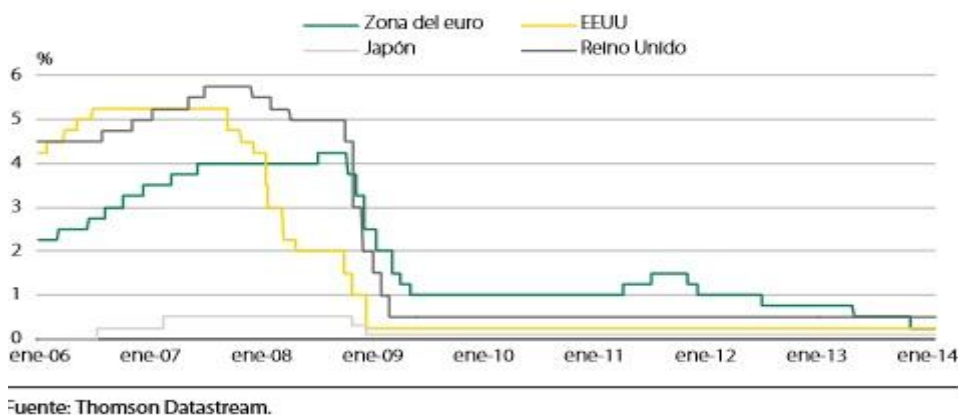


La quiebra de Lehman Brothers afecta también, dentro del Mercado de Materias Primas, al oro. Éste sigue actuando de valor refugio, por lo que ante los temores de quiebra en las bolsas, su valor supera los máximos en el mes de marzo al alcanzar el valor de 1.000 dólares por onza.

En cuanto a la Política Monetaria, el BCE optaba, meses atrás, por una estrategia de contención de los tipos de interés en un intento por mantener a raya la inflación unida a la desaceleración económica, con el fin de facilitar que haya más liquidez en el Mercado.

Pero la situación cambia cuando en octubre de 2008 el BCE, en una acción conjunta con otros bancos centrales (entre ellos la Reserva Federal de EEUU), recorta los tipos en un punto tras un año centrado en la evolución de los precios (figura 4).

**FIGURA 4: EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN.**



La inflación parece dar una tregua gracias al abaratamiento del petróleo, mientras que la amenaza de la recesión tras el recrudescimiento de la crisis es aún mayor.

La tasa de inflación interanual de la zona Euro disminuye hasta el 3.2%, y el tipo de cambio dólar/euro continúa evolucionando de acuerdo a las influencias de la Política Monetaria sobre los tipos de interés de referencia.

Al igual que en 2007, en 2008 el euro mejora sobre el dólar (figura 1).

- -El tipo de cambio promedio se sitúa en 1.48 dólares/euro.
- -Durante el mes de julio se registran cotizaciones intradía que alcanzan valores muy próximos al 1.6 dólares/euro.

#### Año 2009.

El año 2009 se caracteriza por una incertidumbre elevada y generalizada. Incertidumbre sobre las perspectivas de la actividad económica, e incertidumbre sobre los efectos que la crisis financiera va a tener sobre la economía real a nivel mundial.

Tras superar los niveles históricos de volatilidad que tienen lugar en 2008 como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, 2009 mantiene importantes tensiones en los Mercados durante el primer trimestre del año. Dichas tensiones son clara representación de los temores hacia la duración y hacia el alcance de la crisis.

Pero, a partir de marzo, los índices de confianza comienzan a mostrar un cambio de tendencia.

Y por otro lado, y en coherencia con la seguridad como prioridad para los inversores, se produce una clara desviación de los flujos de ahorro desde Activos a Largo Plazo hacia Activos a Corto Plazo. Es decir, hacia activos de menor riesgo de mayor liquidez. Desplazamiento propiciado, en parte, por el anuncio de la ampliación de las garantías públicas a los depósitos bancarios, y basado en criterios de rentabilidad en un entorno de curva de rendimiento plana.

La intervención de las autoridades en materia de política económica y monetaria, es crucial para suavizar la desaceleración económica y ayudar en la normalización del funcionamiento del Sistema Financiero a nivel mundial. Las políticas expansivas y de provisión de liquidez llevadas a cabo por los Bancos Centrales ayudan a restablecer la confianza en el Sistema Financiero.

Las autoridades monetarias de las principales economías aplican políticas monetarias expansivas desde que comenzara la crisis (como se ha visto en la figura 4).

-La Reserva Federal mantiene su tipo de intervención en el nivel mínimo histórico del 0.25% desde el último recorte llevado a cabo en diciembre de 2008.

-Por su parte, el Banco Central Europeo, a lo largo del ejercicio 2009, continúa llevando a cabo nuevas bajadas en los tipos de interés oficiales desde que pusiera fin a su política restrictiva en el mes de octubre de 2008. Así, tras llevar a cabo

cuatro recortes de tipos en la primera mitad del año, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en la zona Euro, se sitúa en el 1% a partir de mayo.

La disminución de la inflación registrada hasta el mes de noviembre de 2009 y la inexistencia de riesgos en la estabilidad de precios a medio plazo, por el acusado descenso de los precios de las materias primas y la desaceleración de la demanda mundial, permiten al Banco Central Europeo aplicar esta política monetaria expansiva sin que exista riesgo de comprometer sus objetivos en términos de inflación.

La política monetaria es el único recurso utilizado por las autoridades para combatir la crisis y ayudar con apoyo financiero. La única opción para los Gobiernos es introducir medidas extraordinarias para recuperar estabilidad económica y financiera. Así, se llevan a cabo varios planes de rescate bancario, así como de apoyo a las entidades financieras a través de inyecciones de capital y concesiones de avales.

El Banco Central Europeo mantiene una política de provisión de liquidez llevada a cabo con las siguientes medidas:

- La ampliación de la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de financiación a plazo.
- La introducción de plazos más largos para esas inversiones (6 y 12 meses).
- La ejecución de las operaciones de suministro de liquidez mediante un procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena.
- La oferta de financiación en dólares y en francos suizos mediante swaps de divisas.
- La incorporación del BEI con entidad de contrapartida.
- Y, con una gran importancia para los mercados de capitales, el programa de compras de bonos garantizados (Covered bonds) dirigido a mejorar el Mercado de crédito rechazando su actividad y favoreciendo el estrechamiento de los diferenciales.

En cuanto a las Materias Primas (figura 1), el oro llega a cotizarse, ante la debilidad del dólar, por encima de los 1.200 dólares la onza en diciembre de 2009 (coincidiendo con el anuncio sobre la necesidad de reestructuración de la deuda de algunas empresas de propiedad pública en Dubai).

Y el precio del petróleo comienza el año cotizando a niveles de 64 dólares el barril de crudo, recuperándose tímidamente de la brusca corrección que sufre desde los máximos alcanzados en julio de 2008, cuando llega a cotizar por encima de los 140 dólares el

barril, al constatarse la gravedad de la crisis y los efectos que ésta tendría sobre el crecimiento de la economía mundial.

Esta recuperación inicial se produce principalmente por los esfuerzos llevados a cabo por el lado de la oferta, tras acordar los países miembros de la OPEP un recorte en la producción acorde con las necesidades estimadas.

A lo largo del segundo trimestre del año 2009 el precio del Brent repunta nuevamente. El entorno es menos volátil y existen ciertas señales de recuperación que apuntan a unas expectativas menos pesimistas respecto a la recuperación de la actividad.

No obstante, en mayo el precio del crudo vuelve a caer de los 60 dólares ante los altos niveles de existencias y la falta de materialización de gran parte de la demanda.

En julio comienza de nuevo a recuperarse en base a las mejores expectativas de la demanda procedente de China, y a la mejora de la economía asiática en general.

En cuanto al Mercado de Divisas, a pesar de la apreciación del Euro en diciembre de 2008, coincidiendo con el último recorte de tipos aplicado por la FED, la divisa europea se debilita nuevamente a principios de año, tocando el nivel mínimo de 1.25 euros/dólar en febrero (figura 5), como resultado de los malos datos de crecimiento publicados en la zona Euro, que hacen también revisar a la baja las perspectivas de recuperación, y posiblemente por un dólar soportado por las mejores expectativas de recuperación y crecimiento de la economía de EEUU.



**FIGURA 5: EVOLUCIÓN MDO. DIVISAS HASTA 2010.**



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 10 de mayo de 2010.

No obstante, el euro vuelve a repuntar en el mes de marzo ante la aparente recuperación de los mercados, para mantenerse relativamente estable hasta el mes de mayo. Mes en el que los nuevos datos de actividad publicados superan las expectativas.

El entorno de menor volatilidad y recuperación de las bolsas le hacen repuntar nuevamente en septiembre ante los bajos tipos de interés en EEUU y la aparente menor aversión al riesgo por parte de los inversores que reducen sus posiciones en dólar como valor refugio.

El euro cierra el año 2009 en niveles de 1.43 euros/dólar después de haber alcanzado su máximo anual de 1.51 euro/dólar.

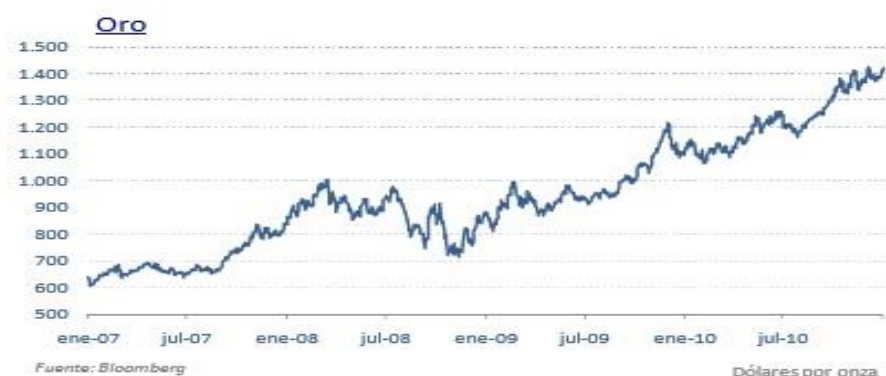
### Año 2010.

El año 2010 continúa por la senda de recuperación iniciada a mediados de 2009. Los efectos de la crisis financiera afectan de forma más intensa a los países industrializados que a las economías emergentes. Y el dinamismo de las economías emergentes se basa en muchos casos en el empuje del sector exportador.

La evolución de los Mercados Financieros continúa condicionada por la inestabilidad de los mercados de deuda. La cotización del Ibex 35 retrocede un 17.4% (uno de los peores registros entre las plazas europeas). Y el fuerte encarecimiento de Materias Primas dispara la tasa de inflación.

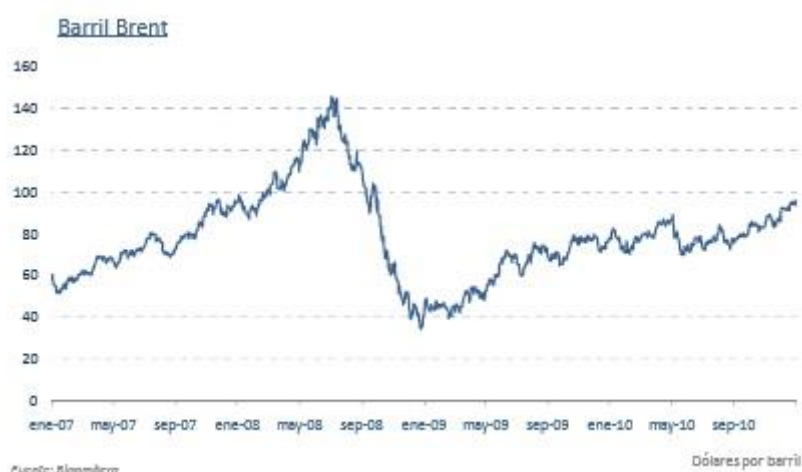
En el Mercado de Materias repuntan los precios tanto de la energía como de las materias primas no energéticas (figura 1). El oro, convertido en valor refugio desde el inicio de la crisis, registra un fuerte impulso al alza (figura 6). Desde los precios que cotizaba en 2009 de 1.100 dólares/onza, hasta alcanzar en diciembre de 2010 máximos de 1.420 dólares/onza.

**FIGURA 6: EVOLUCIÓN DEL ORO HASTA 2010.**



Del barril de Brent destaca, a pesar de sus descensos durante el comienzo del año, su cotización de 95.5 dólares/barril a cierre 2010 (figura 7). Cotización máxima del crudo desde el inicio de la crisis económica en 2007.

**FIGURA 7: EVOLUCIÓN DEL PETRÓLEO HASTA 2010.**



La evolución de las Políticas Monetarias y de los tipos de interés oficiales también continúa condicionada a la evolución de la crisis financiera y a la extensión de ésta hacia los emisores soberanos.

Las autoridades monetarias en general optan por mantener sus tipos de interés de referencia en los mínimos históricos en los que se encuentran desde 2009.

El BCE mantiene su política monetaria expansiva, y el tipo de interés de las principales operaciones de financiación de la zona Euro se mantiene en el 1% desde mayo de 2009.

No obstante, como consecuencia de la crisis griega se produce un rápido deterioro de las condiciones de liquidez de los mercados (especialmente en los de Deuda Pública), lo que obliga al BCE a adoptar ciertas medidas excepcionales a partir de mayo de 2010.

Medidas cuyo objetivo principal es restaurar las condiciones de liquidez y estabilidad de los mercados de bonos.

En este contexto, el tipo de cambio euro/dólar evoluciona de forma positiva para la divisa americana durante la primera parte del año. Y a partir de julio de forma positiva para la divisa europea.

- Enero 2010: 1.36 dólar/euro.
- Junio 2010: 1.19 dólar/euro.
- Diciembre 2010: 1.34 dólar/euro.

Los tipos de interés a corto plazo, representados por la curva EURIBOR (figura 8), registran una ligera tendencia al alza a lo largo de 2010, con aumento también de su pendiente a partir del verano de dicho año.

**FIGURA 8: EVOLUCIÓN DEL EURIBOR HASTA 2010.**



- EURIBOR a 1 mes: inicia 2010 en 0.45%, termina 2010 en 0.78%.
- EURIBOR a 1 año: inicia 2010 en 1.24%, termina 2010 en 1.50%.

Los tipos de interés a largo plazo, representados por la curva IRS (figura 9), se comportan de forma dispar durante las dos mitades del año. Durante los seis primeros meses de 2010 todos los plazos registran descensos. Y a partir de julio cambian de tendencia al hacerse presente las subidas de los tipos de interés de referencia.

**FIGURA 9: EVOLUCIÓN IRS HASTA 2010.**



Estos movimientos en los tipos EURIBOR e IRS implican un aplanamiento en la forma de la estructura temporal de los tipos de interés medida desde 1 mes hasta 10 años.

La clave del año queda reflejada en la evolución de las rentabilidades de los bonos del Tesoro de distintos países europeos sometidas a fuertes tensiones por los rescates de Grecia e Irlanda en 2010. Al comparar el Euribor a 3 y 12 meses con las rentabilidades de las Letras en el mismo plazo, se observa una clara mejora en el diferencial entre estos productos y los tipos interbancarios. Mejora que refleja la clara recuperación en las cotizaciones de las Letras del Tesoro en el mercado.

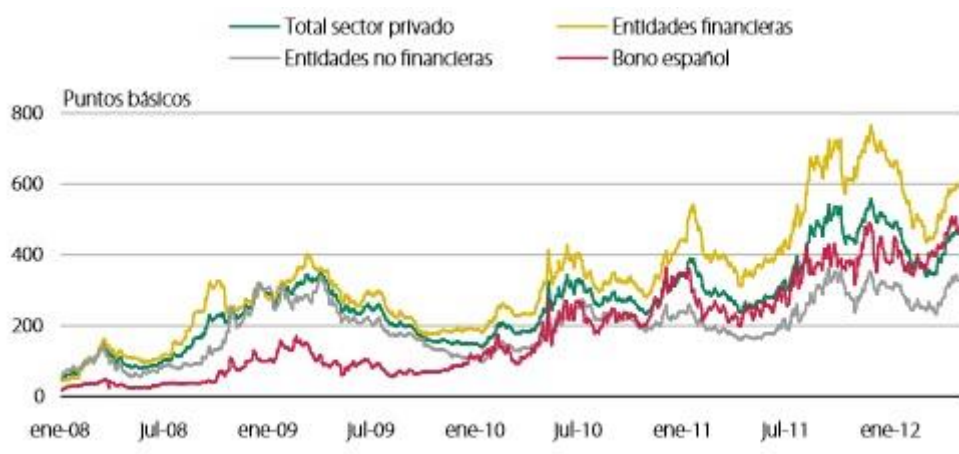
#### Año 2011.

El entorno macroeconómico y financiero internacional evoluciona de forma favorable los primeros meses de 2011, pero empeora a partir de mitad de año por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda europeos.

Tanto las economías avanzadas como las emergentes experimentan desaceleración en sus tasas de crecimiento económico. Desaceleración mucho más acusada en las avanzadas por el mayor impacto que tiene sobre éstas los efectos de la crisis financiera.

Las primas de riesgo de crédito aumentan durante el verano de 2011 (figura 10), lo que supone un importante encarecimiento de la financiación y restricciones en la actividad emisora.

**FIGURA 10: EVOLUCIÓN PRIMA DE RIESGO HASTA 2012.**

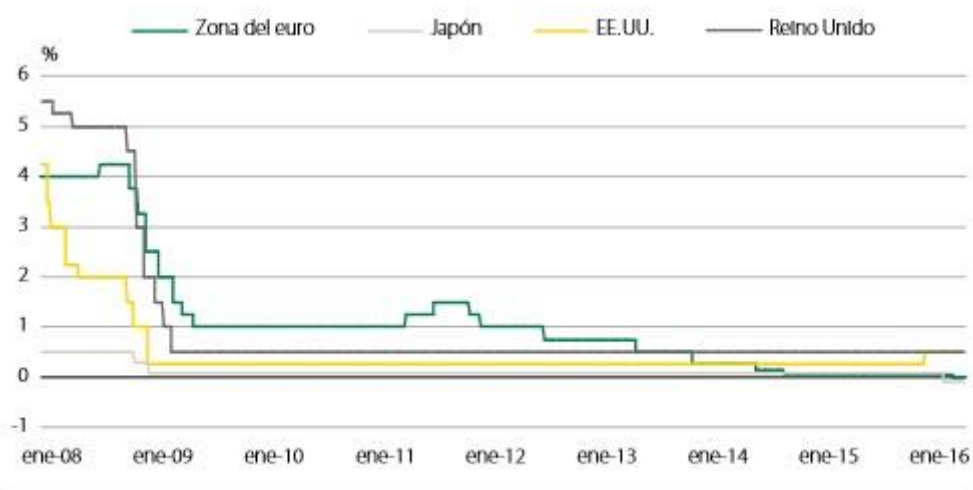


Las primas de riesgo aumentan acorde al incremento de la incertidumbre asociada en gran parte de 2011 a la crisis de deuda griega. Por ello, el BCE pone en marcha medidas extraordinarias de financiación y restricciones en la actividad emisora.

La tasa de inflación evoluciona de forma suave y descendente en línea con la moderación de los precios energéticos.

Ante esta tendencia, los tipos de interés oficiales a nivel mundial permanecen inalterados a excepción de los de la zona Euro (figura 11).

**FIGURA 11: EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERÉS OFICIALES HASTA 2016.**



Fuente: Thomson Datastream.

Los tipos de interés del mercado interbancario (tipos a corto) de las economías más avanzadas se mantiene en niveles muy reducidos a lo largo de 2011, en línea con los tipos de interés oficiales.

Sólo en la zona Euro se observa cierto repunte en estos tipos a corto (figura 11), lo que anticipa un cambio de Política Monetaria en la zona. Cambio que se materializa entre

abril y junio, cuando el tipo de interés oficial se incrementa 25 puntos básicos, de un 1% a un 1.5%.

Pero, en la parte final del año vuelve a descender hasta el 1% como consecuencia del descenso de las presiones inflacionistas junto con el debilitamiento de la actividad económica de la zona, y la nueva decisión del BCE, adoptada en diciembre de 2011, de aceptar temporalmente determinados préstamos como activos de garantía en sus operaciones de financiación.

Los tipos de interés a largo plazo muestran también diferentes pautas de comportamiento entre las diferentes economías. En las más sólidas, los tipos de deuda pública a 20 años descienden hasta niveles próximos al 2%. En la zona Euro, en cambio, la tendencia es creciente a excepción de dos momentos puntuales:

- El primero en agosto, consecuencia de las compras por parte del BCE de deuda pública europea en los mercados secundarios.
- El segundo en diciembre, consecuencia del anuncio por parte del BCE de las nuevas operaciones extraordinarias de financiación.

En el Mercado de Divisas (figura 1) el euro se aprecia sobre el dólar de enero a mayo, el tipo de cambio dólar/euro comienza 2011 en 1.3, y en mayo se sitúa en 1.5 dólares/euro. Aunque a cierre de ejercicio, a causa de la prolongación de la crisis soberana, la cifra vuelve a 1.3 dólares/euro.

El año 2011 es un año especialmente difícil para la economía y los Mercados Financieros españoles.

### Año 2012.

El ejercicio 2012 queda marcado por las turbulencias en los mercados financieros asociadas a la crisis de deuda europea, que alcanza su punto álgido en julio de 2012.

Al igual que en los pasados ejercicios, las economías más dinámicas son las emergentes. Y dentro de las economías avanzadas se observan diferentes comportamientos entre las economías más sólidas (EEUU, Alemania, Reino Unido) y las más frágiles (España entre ellas).

Los tipos de interés y las primas de riesgo de las economías avanzadas más frágiles alcanzan sus máximos en el mes de julio (figura 1). A causa de ello, el BCE anuncia un programa de compra de deuda pública en los mercados secundarios bajo determinadas condiciones y un programa de asistencia financiera europea destinado a recapitalizar y reestructurar el sector bancario. Programas que consiguen reducir sensiblemente la incertidumbre en los mercados financieros.

Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas descienden (figura 1) notablemente durante los primeros meses de 2012 para luego estabilizarse. El anclaje de las expectativas de inflación en niveles reducidos permite que los tipos de interés oficiales se mantengan constantes a lo largo del año, o que, en el caso de la zona Euro, dichos tipos desciendan aún más.

Los tipos de interés de los principales mercados interbancarios muestran una tendencia al descenso a lo largo de 2012. Y a final de año, el EURIBOR a 3 meses queda en un 0.19%.

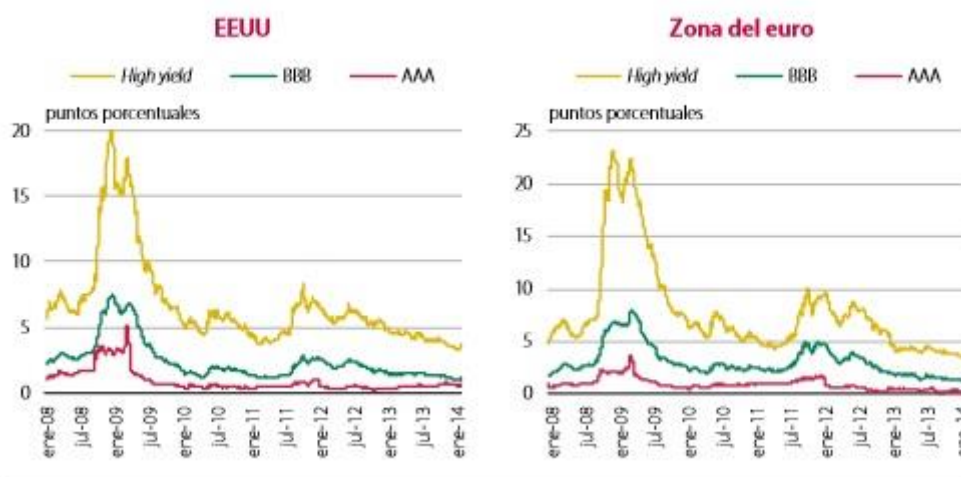
Los tipos de interés a largo plazo reflejan las turbulencias de los mercados de deuda europeos en las economías avanzadas más frágiles alcanzando máximos próximos al 7% (en los bonos a 10 años). Mientras que las economías avanzadas más sólidas reducen sus tipos por debajo del 2% como consecuencia del desplazamiento de las compras hacia estos instrumentos a 10 años.

Por ello, las economías avanzadas frágiles adoptan diferentes medidas de carácter nacional y europeo con el fin de reducir las tensiones comentadas.

Como consecuencia a la evolución de los tipos de interés a largo, las primas de riesgo soberano de la mayoría de economías tienden a incrementarse hasta julio. A partir de entonces se reducen sensiblemente.

En cambio, las primas de riesgo de la deuda corporativa no se incrementan en esos meses centrales del año (figura 11), ni siquiera en los segmentos de peor calidad crediticia, como ya se ha observado en otros momentos de tensiones en los mercados. De hecho, de forma paralela a la huida hacia la calidad, comienza una búsqueda de la rentabilidad. Tendencia que incrementa sustancialmente las compras de deuda corporativa, permitiendo esta contención en sus primas de riesgo.

**FIGURA 12: EVOLUCIÓN PRIMA DE RIESGO HASTA 2014.**



En el Mercado de Divisas, la cotización del euro se mantiene prácticamente estable durante el primer trimestre de 2012 (1.3 dólares/euros). Durante los meses de mayores turbulencias en los mercados de deuda (abril y junio) tiende a depreciarse frente al dólar (1.21 dólares/euro). Punto a partir del cual la revalorización de la moneda europea permanece constante, su cotización se recupera de nuevo hasta valores de 1.32 dólares/euro.

### Año 2013.

El ejercicio 2013 queda marcado por una mayor estabilidad y por el descenso de tensiones en la zona Euro. Zona que a lo largo de los pasados ejercicios había supuesto una de las principales fuentes de incertidumbre en los mercados globales.

La nueva tendencia hacia la consolidación de la estabilidad queda acompañada durante 2013 de unas expectativas favorables en cuanto a la evolución a medio y largo plazo de los principales países avanzados.

Las tasas de inflación (figura 1) de las principales economías avanzadas tienden a mantenerse relativamente estables durante 2013, o incluso a reducirse en algunas de ellas. Estabilidad debida a la ausencia de presiones de demanda y al descenso de los precios de la mayoría de materias primas.

La Política Monetaria de las economías avanzadas continúa siendo de tipo expansivo, aunque se observan diferentes medidas adoptadas según las distintas autoridades. En la zona Euro, el BCE decide reducir en dos ocasiones su principal tipo de interés de referencia (figura 1).

Este tipo de políticas monetarias adoptadas por las economías avanzadas más relevantes permiten que los tipos de interés a corto permanezcan en niveles muy reducidos.

La mejora de la percepción del riesgo respecto a las economías europeas más débiles, junto con el nivel históricamente reducido de los tipos de interés, favorece la adopción de estrategias de inversión orientadas a la búsqueda de la rentabilidad (tendencia iniciada en 2012) en detrimento de las estrategias de huida hacia la calidad que dominaba en los años anteriores.

En cuanto a los tipos a largo, los tipos de interés de deuda a 10 años de las economías avanzadas más sólidas permanecen estables la primera mitad del ejercicio 2013 en niveles inferiores al 2%. Aunque dichas rentabilidades cierran el año en niveles próximos al 3%.

En cambio, las rentabilidades de deuda pública en economías avanzadas menos consolidadas (España) tienden a reducirse intensamente a lo largo del año, salvo en los meses centrales del año como consecuencia del descenso de la incertidumbre percibida



sobre su situación económico-financiera, junto con los avances en algunas reformas de ámbito europeo.

En el Mercado de Divisas (figura 1), la divisa europea se revaloriza frente a las principales divisas en 2013 como consecuencia de la mejora de las perspectivas económicas de la zona, y del descenso de las turbulencias en los mercados financieros europeos. En relación con el dólar, el euro se mantiene en niveles que oscilan alrededor de 1,30 dólares por euro en la primera mitad del año, para apreciarse con posterioridad y finalizar el ejercicio en 1,38 dólares/euro.

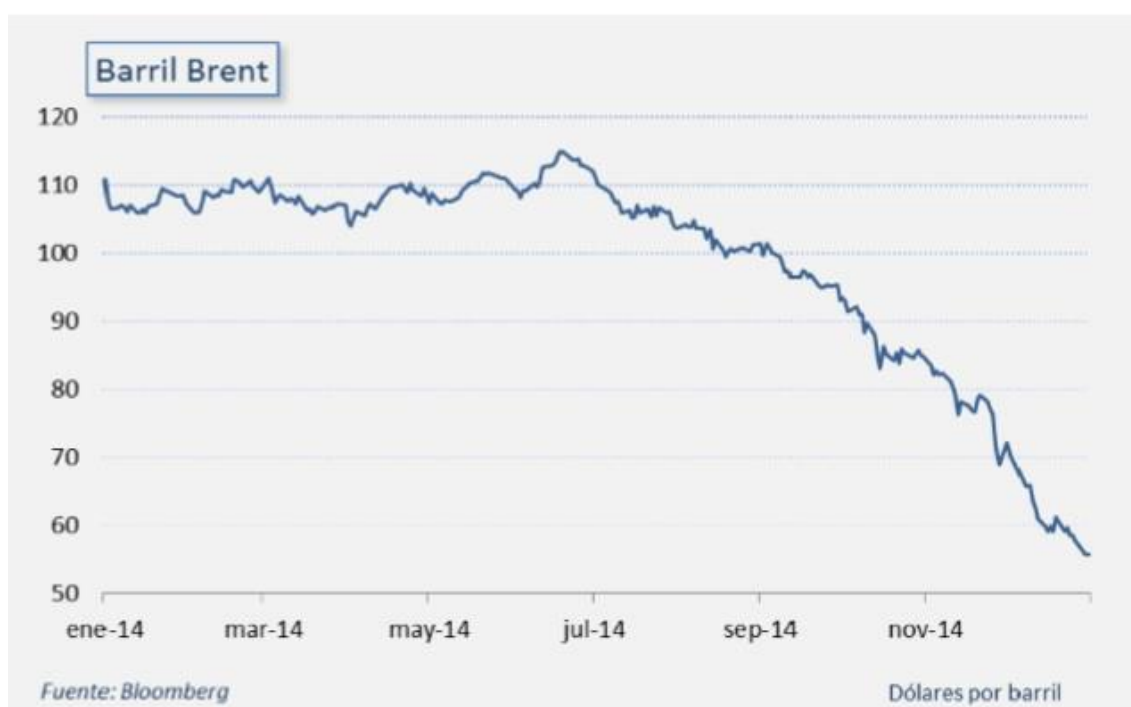
#### Año 2014.

Durante 2014 el entorno macroeconómico internacional se caracteriza por la consolidación de la recuperación de la economía estadounidense y de algunas de las economías europeas que más sufrieron durante la crisis.

Sin embargo, persisten las dudas sobre las perspectivas de crecimiento de la zona del euro en su conjunto, al tiempo que se intensifican los riesgos de que la inflación se sitúe en niveles excesivamente bajos, alejados del objetivo de política monetaria, por un tiempo prolongado.

Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas presentan descensos durante 2014 (figura 1), que son más intensos en los últimos meses del año como consecuencia de la fuerte caída del precio del petróleo 8 (figura 13).

#### **FIGURA 13: EVOLUCIÓN PRECIO DEL PETRÓLEO EN 2014.**



Los niveles de inflación más reducidos se observan en la zona del euro, donde la tasa anual se ha situado en valores negativos desde diciembre, y en EEUU, donde el año se cierra con una tasa anual del 0,7%, entrando en terreno negativo en enero (-0,2%).

El tono de las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas continúa siendo ampliamente expansivo, pero con diferencias notables en las decisiones de los bancos centrales de cada zona, sobre todo en el ámbito de las medidas no convencionales. Estas diferencias se explican por situaciones también distintas en relación con la actividad, el empleo y la inflación.

En el caso de la zona del euro se percibe un incremento del riesgo de que la inflación permaneciese en niveles alejados del objetivo del BCE por un tiempo prolongado, y la actividad económica no muestra el dinamismo deseado. En este contexto, el BCE reduce los tipos de interés oficiales (figura 1) en dos ocasiones hasta situarlos en su cota inferior efectiva.

El BCE adopta, además, un conjunto de medidas no convencionales dirigidas a intensificar el estímulo monetario. Entre ellas introduce nuevos programas de compras de activos privados y de financiación a largo plazo.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo en las economías avanzadas más importantes sigue condicionada en 2014 por el tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de los bancos centrales. Las diferencias que empezaron a observarse en la vertiente de las medidas no convencionales de estas políticas no impiden que la liquidez del sistema siguiera siendo elevada.

El exceso de liquidez permite que los tipos de interés a corto plazo permanezcan en niveles cercanos a cero durante 2014. Los tipos de interés a tres meses en EEUU, el Reino Unido, la zona del euro. A finales del ejercicio, los tipos de interés a tres meses del mercado interbancario se sitúan en:

- 0,56% en el Reino Unido
- 0,26% en EEUU
- 0,08% en la zona del euro.

En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades a largo plazo de los bonos soberanos de las economías avanzadas más importantes descienden prácticamente durante todo el ejercicio. El retroceso es superior en los países de la zona del euro como consecuencia de la traslación del tono más expansivo de la política monetaria y de las perspectivas de crecimiento moderado tanto de la actividad como de los precios.

En general, las diferencias observadas en las rentabilidades de la deuda a largo plazo entre las distintas economías avanzadas reflejan las diferencias en el momento cíclico de estas economías y las perspectivas sobre la orientación de la política monetaria.

El descenso de las rentabilidades queda acompañado de una reducción notable de las primas de riesgo de crédito soberano durante los tres primeros trimestres del año. Después, la confluencia de diversos factores de incertidumbre hace que las primas de riesgo de varias economías europeas aumenten, pero de forma limitada.

En general, las primas de riesgo han venido mostrando caídas sustanciales en los últimos ejercicios como reflejo de la menor percepción de riesgo.

El descenso también se ha podido ver estimulado por el contexto de abundancia de liquidez en los mercados y del reducido nivel de los tipos de interés, que han fomentado la compra de activos de mayor riesgo relativo, entre ellos la deuda corporativa.

Estas estrategias de búsqueda de rentabilidad pierden intensidad durante el segundo semestre del año, lo que propicia incrementos en las primas de riesgo de los bonos corporativos de calidad crediticia media y baja.

La evolución del Mercado de Divisas durante 2014 queda marcada por la notable depreciación del euro frente al dólar, que comienza en los meses de primavera (figura 14).

**FIGURA 14: EVOLUCIÓN TIPO DE CAMBIO EURO/DÓLAR EN 2014.**



La tendencia a la apreciación de la moneda europea durante los primeros meses de 2014 se invierte a partir de mayo.

Los giros en las políticas monetarias de ambas zonas, junto con el mayor atractivo de las rentabilidades de los activos estadounidenses, explican la mayor parte de la depreciación de la divisa europea.

Así, el tipo de cambio del euro con respecto al dólar pasó de 1,36 dólares por euro a principios de 2014 hasta niveles máximos cercanos a 1,40 dólares por euro a mediados de mayo.

Después, desciende hasta 1,20 dólares por euro a finales de diciembre.

### Año 2015.

El entorno macroeconómico internacional queda caracterizado en 2015 por la consolidación del crecimiento en EE. UU., el crecimiento moderado de la actividad en la zona del euro y la desaceleración en las economías emergentes.

Las dudas sobre la evolución de estas últimas (afectadas significativamente por el descenso del precio del petróleo y de otras materias primas) dan lugar a varios momentos de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante la segunda mitad del año.

En las economías avanzadas, el abaratamiento de las materias primas contribuye a que las tasas de inflación permanecieran en niveles muy reducidos. Sin embargo, las diferencias cíclicas entre estas economías siguen siendo relevantes, por lo que la divergencia entre las políticas monetarias aplicadas en EE. UU. y en la zona del euro se afianza en 2015.

Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas se mantienen muy cerca de cero a lo largo de 2015 debido, fundamentalmente, a la reducción de los precios de la energía.

El precio del petróleo, que cae más de un 70 % desde mediados de 2014, es el factor más relevante en la contención de los precios de consumo de la mayoría de las economías avanzadas importadoras de esta materia prima.

Sólo en EE. UU. se observa un repunte algo más pronunciado de la inflación en diciembre de 2015 y en enero de 2016. Así, la Reserva Federal decide en diciembre el primer incremento de los tipos de interés oficiales desde 2006, tras mantener el tipo de referencia en mínimos (objetivo del 0,00 %-0,25 %) a lo largo de siete años, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) adopta un programa de compras de deuda soberana, cuyo alcance y extensión amplía en varias ocasiones.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas comienza a divergir a finales de 2015, como consecuencia de las diferencias en las decisiones de la política monetaria de estas economías y en la evolución de la actividad económica y de los precios.

Así, en EE. UU., la subida de los tipos oficiales acordada en diciembre repercute en la evolución de los tipos de interés a corto plazo, que se incrementaron durante el último

trimestre del ejercicio. Por el contrario, en la zona del euro, con una actividad económica más débil y una inflación muy reducida, los tipos de interés a corto plazo prosiguen a la baja a lo largo de todo el año 2015.

- Una parte significativa de las referencias de deuda y del mercado interbancario presenta rentabilidades negativas desde hace meses.
- En concreto, las referencias a tres meses del interbancario caen a terreno negativo en abril de 2015, y las referencias a seis meses lo hacen en noviembre.

A finales de diciembre de 2015, los tipos de interés a tres meses del mercado interbancario de las economías avanzadas más importantes oscilan entre el 0,13 % en la zona del euro y el 0,61 % en EE. UU. Los tipos de interés a largo plazo finalizaban el pasado ejercicio 2014 en niveles muy reducidos, en general, debido al contexto de bajo crecimiento y reducida inflación en la mayoría de las economías avanzadas.

En el actual ejercicio, en el caso de la zona del euro, donde las rentabilidades a largo plazo solo aumentan temporalmente en el segundo trimestre de 2015 debido a un nuevo episodio de incertidumbre relacionado con Grecia, la tendencia general de los tipos a largo plazo es descendente. Comportamiento que tiene su origen no solo en las condiciones cíclicas de la economía europea, sino también en el programa de compras del BCE, (que favorece el mantenimiento de las rentabilidades en niveles muy bajos). De hecho, tal y como ocurre con las referencias de corto plazo, también se observa un número creciente de instrumentos de deuda con rentabilidades negativas.

Las primas de riesgo de crédito soberano en general no experimentaron variaciones significativas durante el año, se mantienen en niveles algo más bajos a los registrados en 2014 (figura 1). En cambio, la evolución de las primas de riesgo de la deuda privada en 2015 presenta diferencias notables respecto a la de la deuda soberana, al incrementarse, sobre todo, en los instrumentos de peor calidad crediticia.

En cuanto al Mercado de Divisas, el tipo de cambio del euro respecto al dólar, que a principios del año pasado se situaba en 1,20 dólares/euro, tiende a oscilar en torno a valores cercanos a 1,10 dólares/euro prácticamente durante todo el ejercicio.

El valor de la divisa europea experimenta una ligera apreciación desde finales del ejercicio 2015 hasta mediados de febrero de 2016, a pesar de los efectos del aumento de los tipos de interés en EE. UU. Destaca el entorno de elevada volatilidad en los mercados de divisas, condicionados, en parte, por los diferentes ciclos de política monetaria. En este sentido, mientras que en otros mercados (renta variable o renta fija) disminuyen los indicadores de volatilidad, en el caso de los mercados cambiarios no se observa esta tendencia.

## 5. MERCADO PRIMARIO DE RENTA FIJA:

Como define el diccionario de Economía de “economista.es” los mercados primarios también conocidos como mercados de emisión de activos financieros, son lugares físicos o virtuales-electrónicos donde se efectúa la captación de fondos del público por parte de una empresa, mediante la emisión de nuevos valores.

Es decir, los inversores obtienen títulos recién creados, que adquieren directamente del emisor (por contraposición a los mercados secundarios, en los que se negocian títulos ya emitidos con anterioridad que estaban en poder de otros inversores).

Sin embargo, también se consideran operaciones de mercado primario las compras o ventas de valores que ya estaban en circulación, cuando se realizan a través de una oferta pública.

El mercado primario tiene razón de ser porque existen unos demandantes de financiación, los emisores de los títulos, que requieren capital y que pueden tratar de obtenerlo a través de la emisión de valores. Estos valores podrán ser de capital (renta variable) o de deuda (renta fija).

Para la emisión de instrumentos de Renta Fija, hablaremos de dos mercados primarios:

- El Mercado AIAF (para la emisión de títulos de renta fija privada)
  
- El creado por la Dirección General del Tesoro (para la emisión de títulos de renta fija pública).

### 5.1. DEUDA CORPORATIVA - MERCADO AIAF:

Como define la web oficial de Bolsas y Mercados Españoles de Renta Fija, el Mercado AIAF es el mercado español de referencia para la Deuda Corporativa, o renta fija privada, integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME), la compañía que opera los mercados financieros españoles.

Es un Mercado regulado y está sometido al control y supervisión de las autoridades en cuanto a su funcionamiento y en cuanto a materia de admisión a cotización de valores y difusión de la información.

Dispone de los siguientes productos:

- Pagarés de empresa:** instrumentos financieros de renta fija emitidos al descuento en los que se instrumenta una deuda contraída por una empresa a corto plazo.

**-Bonos y obligaciones de empresa:** valores de renta fija con rendimiento explícito y regular en el tiempo, y vencimiento determinado, que representan una parte de una deuda a favor de su tenedor. Pueden ser NO convertibles, o ser convertibles en acciones de la empresa en una fecha determinada.

**-Cédulas hipotecarias:** valores que forman parte de la categoría de bonos y obligaciones de empresa, pero que se distinguen por estar garantizadas por la cartera hipotecaria del emisor.

**-Cédulas territoriales:** valores de renta fija similares a las cédulas hipotecarias pero que incorporan garantías adicionales desde el punto de vista del inversor.

**-Bonos de titulización:** instrumentos financieros de renta fija similares al resto de bonos y obligaciones puesto que proporcionan unos intereses periódicos, pero que se distinguen por tener la garantía de estar emitidos por los fondos de titulización hipotecaria, y por tener el riesgo de la amortización anticipada.

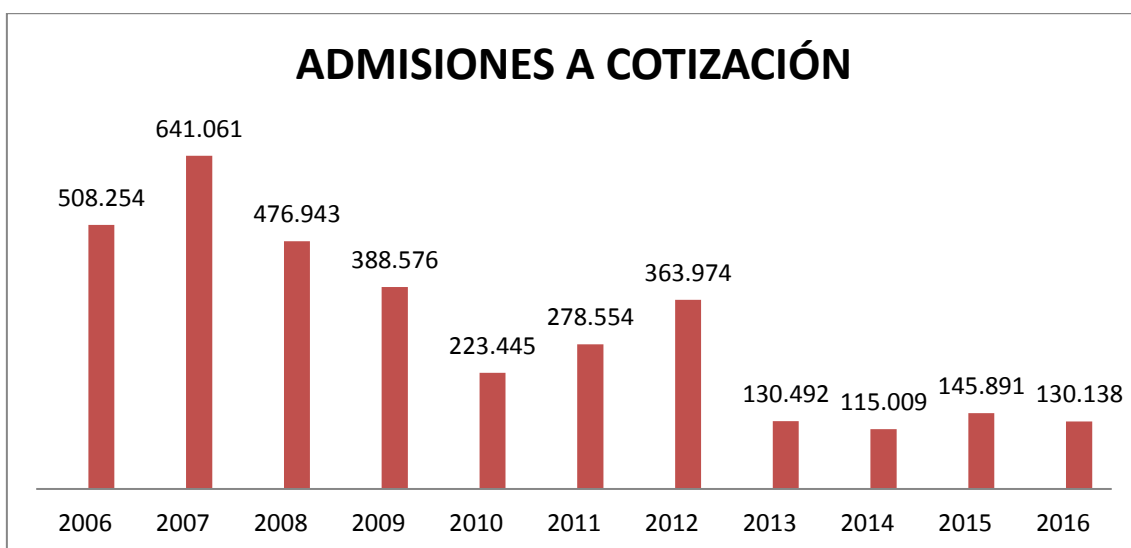
**-Participaciones preferentes:** valores de renta fija emitidos por empresas que no otorgan derechos políticos al inversor; su retribución, aunque es fija, queda condicionada a la obtención de beneficios y su plazo es ilimitado.

#### 5.1.1. Evolución de la cantidad emitida.

La emisión de los citados instrumentos financieros llevada a cabo por el Mercado AIAF a lo largo de los últimos años queda reflejada en el gráfico siguiente (figura 15).

**FIGURA 15: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EMISORA DEL MDO. AIAF.**

*(Valores en millones de euros).*



**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

Seguidamente se desarrolla en valores absolutos (figura 16) y en valores relativos (figura 17) la evolución correspondiente al citado mercado para cada uno de los productos.

**FIGURA 16: ACTIVIDAD EMISORA DEL MDO. AIAF. (Valores en millones de euros).**

	BONOS OBLIGACIONES NO CONV	Y BONOS OBLIGACIONES CONV.	Y CÉDULAS HIPOTECARIAS	CÉDULAS TERRITORIALES	BONOS DE TITULIZACIÓN	DE PARTICIPAC PREF	PAGARÉS DE EMPRESA
2007	27.416	0	24.696	5.060	141.627	225	442.434
2008	10.490	1.429	14.300	1.820	135.253	1.246	311.738
2009	196.134	3.200	35.574	500	81.651	12.960	191.342
2010	24.356	968	34.378	5.900	63.261	0	97.586
2011	19.692	7.126	67.227	22.334	68.410	200	103.501
2012	86.442	3.563	102.170	8.974	23.800	0	132.882
2013	32.537	803	24.800	8.115	28.593	0	43.991
2014	41.155	750	23.838	1.853	29.008	0	33.654
2015	39.100	53	31.375	10.400	28.370	0	27.310

*Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.*

**FIGURA 17: ACTIVIDAD EMISORA DEL MDO. AIAF. (Valores en % sobre total).**

	BONOS OBLIGACIONES NO CONV	Y BONOS OBLIGACIONES CONV.	Y CÉDULAS HIPOTECARIAS	CÉDULAS TERRITORIALES	BONOS DE TITULIZACIÓN	DE PARTICIPAC PREF	PAGARÉS DE EMPRESA
2007	4,3%	0,0%	3,8%	0,8%	22,1%	0,0%	69,0%
2008	2,2%	0,3%	3,0%	0,4%	28,4%	0,3%	65,5%
2009	37,6%	0,6%	6,8%	0,1%	15,7%	2,5%	36,7%
2010	10,8%	0,4%	15,2%	2,6%	27,9%	0,0%	43,1%
2011	6,8%	2,5%	23,3%	7,7%	23,7%	0,1%	35,9%
2012	24,2%	1,0%	28,6%	2,5%	6,7%	0,0%	37,1%
2013	23,4%	0,6%	17,9%	5,8%	20,6%	0,0%	31,7%
2014	31,6%	0,6%	18,3%	1,4%	22,3%	0,0%	25,8%
2015	28,6%	0,0%	23,0%	7,6%	20,8%	0,0%	20,0%

*Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.*

De las figuras 16 y 17 destaca la fuerte disminución del total de títulos emitidos; la caída de emisiones de pagarés de empresa tanto en términos absolutos como en términos relativos; el incremento, sobre todo en términos relativos de los bonos y obligaciones no convertibles y de las cédulas hipotecarias; y la desaparición de emisiones de participaciones preferentes.

A continuación se explica con mayor detalle la evolución en el tiempo de las emisiones llevadas a cabo por el Mercado Primario de Renta Fija Privada AIAF para cada uno de los productos.



### Año 2007.

La actividad emisora de las entidades en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo del año 2007 supera las expectativas más optimistas, con un crecimiento superior al 26% en el volumen admitido a cotización, pese a que durante el año se detecta una progresiva desaceleración en el crecimiento del crédito hipotecario gestionado por las entidades financieras (las cuales son los emisores que mayor volumen aportan al mercado).

Dicho saldo, según estimaciones de la Asociación Hipotecaria Española (AHE), termina el año por encima del billón de euros, con un crecimiento cercano al 16% e inferior al 23% registrado en 2006.

Dicha ralentización ya fue observada en los últimos meses del año anterior, pero hay que tener presente que su repercusión en el mercado de emisiones cuenta con un desfase de entre doce y dieciocho meses, desde que se concede un crédito hasta que se admite a cotización el bono de titulización correspondiente.

Según los datos que maneja la AHE, cerca del 40% del saldo hipotecario en 2007 se encuentra financiado con emisiones de títulos con respaldo hipotecario (bonos y cédulas) admitidas a cotización en el Mercado AIAF.

La emisión bruta de pagarés alcanza un 68,7% del total (figura 17). Continúan ganando peso en el volumen admitido a cotización en el Mercado dichos activos a corto plazo, puesto que su cuota gana un 3,3%, con relación al año anterior.

El mayor crecimiento relativo corresponde a los bonos de titulización, con un aumento del 78,1%, mientras que el resto de activos cierran el año con disminuciones porcentuales importantes en el caso de bonos y obligaciones (un tercio menos) y más moderadas en cédulas (-8,9%).

### Año 2008.

Las emisiones del sector privado, sector protagonizado por las entidades financieras, descienden notablemente (figura 15) en consecuencia del objetivo de estas entidades emisoras de reducir su nivel de endeudamiento, y del incremento en la percepción del riesgo por parte de los inversores.

El grueso de emisiones en 2008 corresponde a pagarés de empresas (figura 17). Dichas emisiones descienden en términos absolutos, pero su peso relativo alcanza el 65.5% de las admisiones a cotización de Renta Corporativa.

En cuanto a instrumentos de medio y largo plazo, las emisiones de titulización se mantienen elevadas puesto que son adquiridas, en su mayoría, por las entidades crediticias cedentes de los activos de titulización (con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía para obtener financiación del BCE).

### Año 2009.

La actividad emisora de las entidades en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo del año 2009 registra por segundo año consecutivo una disminución, situándose las admisiones a cotización totales en 388.576 millones de euros, representando una caída del 18,5%, respecto al ejercicio anterior (figura 15).

Los activos a corto plazo se ven afectados por la falta de liquidez que tienen las empresas, con lo que continúa disminuyendo su volumen. Sin embargo, los activos a medio y largo plazo experimentan una mejora, principalmente las cédulas y los bonos y obligaciones, aumentando de esta manera su volumen admitido a cotización.

Esta situación se puede explicar por la decisión de avalar la financiación de las empresas por parte del Gobierno.

Las admisiones a cotización en el mercado de pagarés sufren un descenso cercano al 40% (figura 16), contrastando con un aumento del 21,4% en las emisiones a medio y largo plazo.

#### Año 2010.

La actividad de los emisores en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo del año 2010 continúa disminuyendo por tercer año consecutivo, situándose las admisiones a cotización totales en 223.445 millones de euros (figura 15), lo que significa una caída del 42,5%, respecto al ejercicio anterior.

La escasa liquidez de las empresas continúa influyendo poderosamente en el volumen emitido de pagarés, que cae en un 47,9% (figura 16).

Por su parte, dentro de los activos a medio y largo, también registran novedades en cuanto a su composición, debido a la práctica desaparición de las emisiones de participaciones preferentes y el mantenimiento en cuanto a volumen de las cédulas, que las hace ganar 10 puntos dentro del total.

#### Año 2011.

La actividad de los emisores en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo del año 2011 se recupera tras tres años consecutivos de disminución, situándose las admisiones a cotización totales en 278.554 millones de euros, lo que significa un aumento del 24,7%, respecto al ejercicio anterior (figura 15).

Destaca el incremento en la emisión de cédulas (figura 16). Incremento vinculado al:

- Mejor tratamiento que reciben dichas cédulas como garantía en las operaciones de financiación del BCE hacia las entidades de crédito.
- Programa de apoyo a estos instrumentos que lanza el Eurosistema.

En cuanto a la financiación a corto plazo, el volumen de emisión de pagarés aumenta (figura 16), pero aún queda lejos de las cifras que registraba antes de la crisis. Esto se debe, por un lado, a que la disminución de la actividad económica requiere de menor financiación, y por otro, a que los inversores habituales de este tipo de activo disponen de menor liquidez.

### Año 2012.

A pesar de que los mercados quedan sometidos a bastante tensión en algunos meses del año por la incertidumbre de la situación financiera y las negativas expectativas, la actividad de los emisores en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo de 2012 continúa la recuperación iniciada el año anterior, situándose el volumen de admisiones a cotización en 363.974 millones de euros (figura 15), lo que significa un incremento del 30,7%, respecto al ejercicio anterior.

El incremento de las emisiones a corto plazo es consecuencia de la utilidad que aportan los pagarés a las entidades de depósito para captar fondos entre su clientela.

En los activos a medio y largo esta vez son las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles las que destacan por su incremento (figura 16), se cuadruplican. Incremento impulsado por el Programa de Avaless estatales de 2012.

Cabe destacar que no se registra ninguna emisión de participaciones preferentes (figura 16). Aunque dichos títulos no constituyen un producto novedoso en el mercado español, durante el ejercicio anterior (año 2011) se materializa el riesgo que implica su tenencia para el inversor. Por ello las entidades optan por realizar ofertas de recompra o canje por acciones, deuda convertible en acciones o imposiciones a plazo fijo.

### Año 2013.

El proceso de saneamiento y recapitalización del Sector Financiero propicia una reducción sustancial de las necesidades de financiación en comparación con años anteriores, cosa que favorece el descenso de la actividad emisora (figura 15). Dicho descenso refleja la menor dependencia de las entidades financieras de obtener financiación del BCE.

En el medio y largo plazo, la fuerte caída de emisiones de bonos y obligaciones no convertibles (figura 16), que tanto crecen el año anterior, se debe a la no continuación del Programa de Avaless estatales de 2012.

Y en cuanto a las emisiones a corto plazo, en 2013 se rompe la tendencia al alza de los 2 años previos como consecuencia de la menor demanda de financiación a corto plazo (figura 16).

### Año 2014.

El volumen de admisiones a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija a lo largo de 2014 desciende en un 11,9%, con relación al año anterior (figura 15).

Mejoran las perspectivas sobre la situación macroeconómica, lo que provoca descensos en la Prima de Riesgo. Esto, unido a la Política Monetaria expansiva (por parte del BCE) y a la abundancia de liquidez en los Mercados Financieros, genera que los tipos de interés de referencia se sitúen en mínimos históricos.

Continúa la tendencia por la cual las entidades financieras reducen su dependencia hacia la financiación que proporciona el BCE; diversifican sus fuentes de financiación.

Año 2015.

El volumen admitido a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija durante 2015 aumenta en un 26,9%, cambiando la tendencia de los dos años anteriores (figura 15).

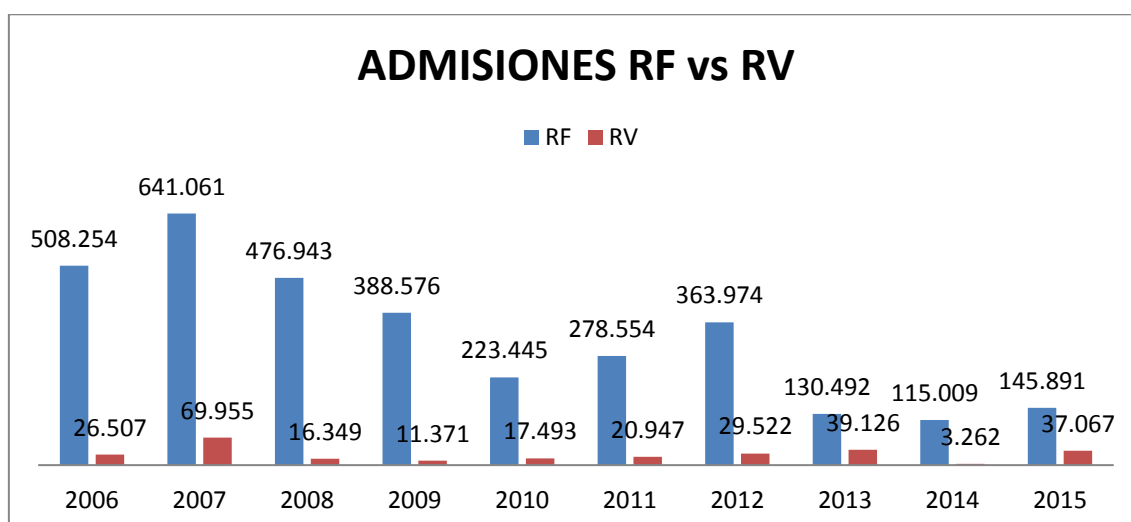
El incremento registrado se concentra exclusivamente en las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales (figura 16) en consecuencia al tratamiento favorable que se les da a estos instrumentos en las medidas de liquidez fomentadas por el BCE.

### 5.1.2. Renta Fija Privada VS Renta Variable.

En cuanto a la fuente de financiación de las empresas, cabe comparar la emisión de títulos de Renta Fija con la emisión de títulos de Renta Variable (figura 18). Las emisiones de renta fija privada a lo largo del período que se está analizando son mucho mayores que las emisiones de renta variable. En 2006 las emisiones de deuda corporativa son veinte veces superiores a las emisiones de Renta Variable. A lo largo de los años dicha diferencia se suaviza.

**FIGURA 18: EMISIONES RENTA FIJA PRIVADA VS EMISIONES RENTA VARIABLE.**

*(Valores en millones de euros)*



**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

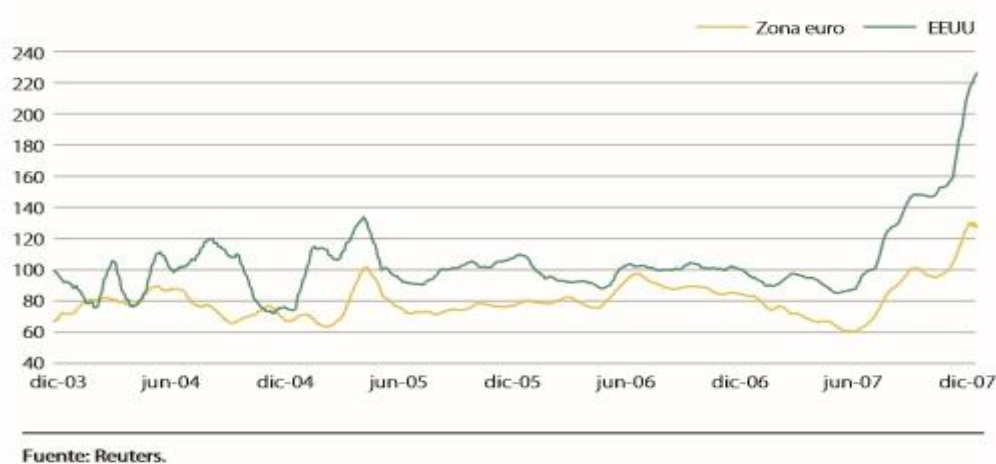
A continuación se analiza con mayor profundidad las causas de las diferentes evoluciones de la actividad emisora de las empresas para ambos tipos de renta (representadas en la figura 18), así como las causas de las diferentes evoluciones de sus rentabilidades y primas de riesgo.

Los datos globales registrados para el ejercicio 2007 reflejan un claro aumento de las nuevas emisiones tanto de títulos de renta fija, como de títulos de renta variable. Pero es importante destacar que se trata de un año con dos fases claramente diferenciadas.

Durante el primer trimestre del ejercicio la tendencia es alcista tanto para la rentabilidad de los títulos de Renta Fija (tendencia moderada, con pocas interrupciones), como para los precios de las acciones (tendencia alcista pero algo irregular).

A partir de julio, la situación cambia como consecuencia del deterioro de las condiciones financieras internacionales. Para los títulos de Renta Fija aumenta de forma considerable el nivel de riesgo de crédito de las emisiones de Deuda Corporativa (figura 19):

**FIGURA 19: EVOLUCIÓN PRIMA DE RIESGO DEUDA CORPORATIVA.**



Por ello se produce un fuerte incremento de la negociación en el Mercado Secundarios de Deuda Pública. Los inversores buscan incrementar el peso de los activos de mayor calidad y liquidez. Para los títulos de Renta Variable se dispara el nivel de volatilidad, pero se mantienen niveles de elevada liquidez.

Durante el ejercicio 2008 el Ibex 35 experimenta la mayor caída de su historia en términos anuales, caída del 39.4%. Cabe destacar el drástico descenso registrado en el mes de octubre, cercano al 20%, como consecuencia de la profunda desconfianza en el Sector Financiero, y de la elevada incertidumbre sobre su futuro tras la quiebra de las financieras norteamericanas.

La desfavorable situación económico-financiera tiene un claro impacto negativo sobre la emisión de títulos de Renta Variable (figura 18) con una reducción del 76.6%.

Y, en el Mercado de Renta Fija, las emisiones de títulos de deuda corporativa también descienden (reducción del 25% respecto a 2007, figura 18). Aunque en menor medida que los títulos de Renta Variable.

En 2009 tanto las emisiones de títulos de Renta Fija Privada, como las de títulos de Renta Variable continúan con tendencia a la baja. Pero cabe destacar que las emisiones de deuda corporativa son 34 veces superiores a las de Renta Variable (figura18).

La crisis de deuda soberana europea antes citada eleva de forma considerable el nivel de riesgo.

En el Mercado de Renta Variable, la volatilidad aumenta y la liquidez empeora durante la primera fase del año. La contratación se reduce, esta vez como consecuencia de la reducción total de títulos intercambiados, no por el descenso de precios (como ocurrió en 2008). Los precios de las acciones registran un crecimiento sustancial a partir de marzo.

En el conjunto del año, el Ibex 35 se revaloriza un 29.8%, el beneficio conjunto de las sociedades cotizadas mejora, el ratio de apalancamiento aumenta, y el descenso de los tipos de interés permite una ligera reducción de la carga financiera de las sociedades.

A lo largo del año 2010 la tendencia alcista de los precios se invierte de nuevo en los primeros meses de 2010, y los índices de volatilidad se disparan. Todo ello como consecuencia de las turbulencias asociadas a los Mercados de Deuda Pública europeos.

El Ibex 35 retrocede un 17.4%. Pero la contratación en el Mercado Bursátil se incrementa un 17% como consecuencia del citado descenso de precios, lo que implica un incremento sustancial en el número de tí

Durante el año 2011 continúa la crisis de la deuda soberana europea y sus efectos durante el ejercicio 2011. Esta situación supone un considerable aumento del riesgo de crédito en el conjunto de la economía.

En el Mercado de Renta Fija, las emisiones del Sector Privado aumentan.

En el Mercado de Renta Variables las emisiones de títulos ascienden un 8% (figura 18) como consecuencia de la puesta en marcha de los procesos de reforzamiento de capital por parte de las entidades financieras españolas. En cambio, las cotizaciones de las acciones dejan de avanzar a partir del segundo trimestre del año a medida que crecen las tensiones en los mercados soberanos de deuda soberana. El Ibex 35 retrocede un 13.1% y la volatilidad del Mercado Bursátil crece hasta máximos cercanos al 65%.

El ejercicio 2012 es una prolongación de lo característico del ejercicio 2011 en cuanto a las tendencias registradas como consecuencia de la incertidumbre existente en torno a la situación del Sistema Financiero español y a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Al igual que en 2011, en 2012 tanto las emisiones de títulos de Renta Fija, como las de Renta Variable aumentan (figura 18). El nivel de volatilidad continúan en valores altos, y el Ibex 35 continúa evolucionando a la baja.

Tras las turbulencias de los años anteriores, durante 2013 el Mercado de Renta Fija entra en fase de estabilidad, y el Mercado de Renta Variable en fase de revalorización. Dichas fases son consecuencia del descenso de tensiones en los mercados de deuda europeos, de los avances en el proceso de saneamiento del sistema financiero, de la mejora en la percepción de los agentes económicos de la actividad,...

En el Mercado de Renta Fija los tipos de interés y las primas de riesgo descienden de forma notable. Se reduce la emisión de deuda corporativa en un 64% (figura 18).

En el Mercado de Renta Variable las cotizaciones, la volatilidad y la liquidez de los valores bursátiles reflejan la mejora del marco económico-financiero. El volumen de emisiones se incrementa un 34% sobre 2012; el índice de volatilidad tiende a consolidarse en torno al 20%; y el Ibex 35 crece un 21.4%, primera revalorización anual desde 2009.

A lo largo del ejercicio 2014, en el Mercado de Renta Fija las emisiones de deuda continúan normalizándose gracias a la abundancia de liquidez, al mayor atractivo de los activos españoles, y a las menores necesidades de financiación. De nuevo destacan los descensos en las rentabilidades y en las primas de riesgo.

En cambio, el Mercado de Renta Variable registra un descenso de emisiones del 92% (figura 18), y un comportamiento dispar en cada uno de los semestres del año 2014.

En la primera mitad, el exceso de liquidez y el incremento de la apetencia por el riesgo generan una fuerte revalorización de los precios de las acciones y el Ibex crece un 10.2%. Pero durante la segunda mitad, el repunte de la volatilidad y de la incertidumbre produce retrocesos en las cotizaciones. Y el Ibex 35 se reduce un 5.9%.

El Mercado de Renta Variable inicia el ejercicio 2015 con avances significativos, pero el Ibex 35 cierra el año con una caída del 7.2% respecto a 2014 debido a la elevada volatilidad del período y a la incertidumbre relacionada con la renegociación de la deuda griega.

Las emisiones de títulos en el Mercado de Renta Variable se incrementan un 13.1%, pero cabe destacar que las emisiones durante la segunda parte del año fueron mucho menores por el incremento de la volatilidad de los mercados.

## **5.2. DEUDA SOBERANA - DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO:**

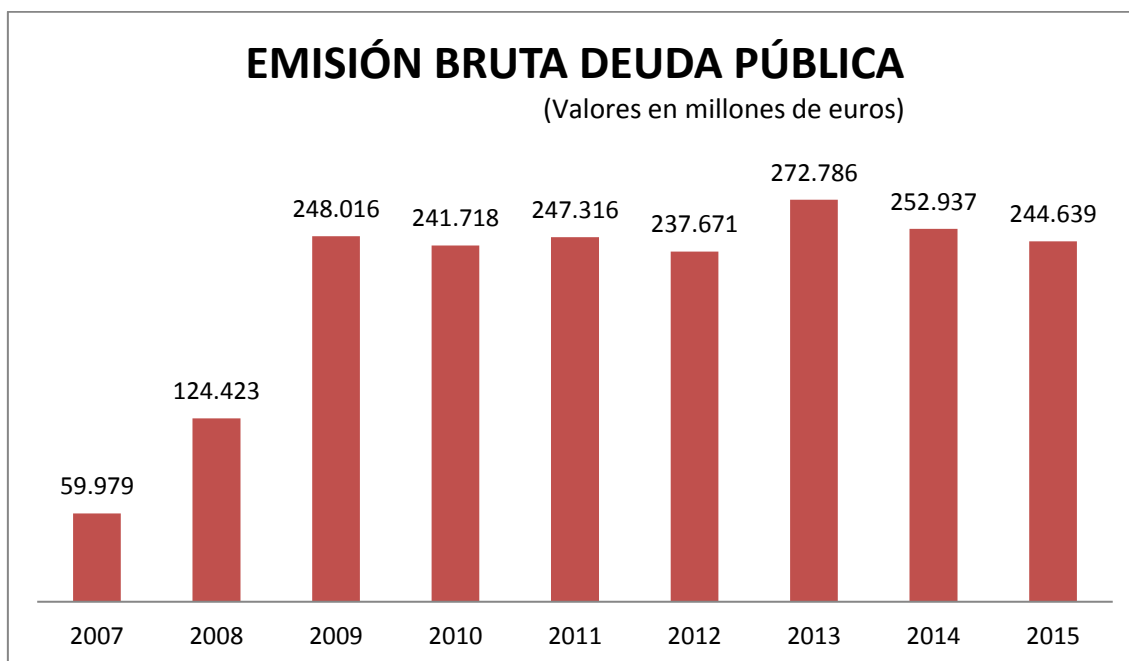
Las emisiones de instrumentos financieros de Renta Fija Pública son generadas por las Administraciones Públicas (el Estado, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales) según sus necesidades de financiación, y se materializan, según su vencimiento, en Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones.

A la Renta Fija Pública también se le llama deuda pública o deuda soberana.

### 5.2.1. Evolución de la cantidad emitida.

A continuación se muestra en millones de euros la actividad emisora llevada a cabo por dichas instituciones en los últimos años (figura 20):

**FIGURA 20: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EMISORA DE LAS AAPP.**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

Durante los años previos a la crisis, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas eran reducidas en comparación con los años posteriores a 2007.

En 2007 queda registrada poca actividad emisora, pero en 2008 las emisiones de deuda pública se duplican al duplicarse las emisiones de la Administración Central del Estado.

La crisis financiera y la adversa situación económica afecta de modo significativo a la actividad en los Mercados de Renta Fija. Por ello, en 2009 las emisiones del Estado vuelven a duplicarse, y lo mismo ocurre con las emisiones de las Comunidades Autónomas.

A partir de 2010 se registran valores algo más estables.

El incremento del 16% de 2013 respecto al 2012 se debe principalmente al aumento de emisiones de la Administración General del Estado.

Y, aunque en 2014 el valor total de emisiones es menor al del año previo, cabe destacar que la actividad emisora de las Corporaciones Locales se duplica.

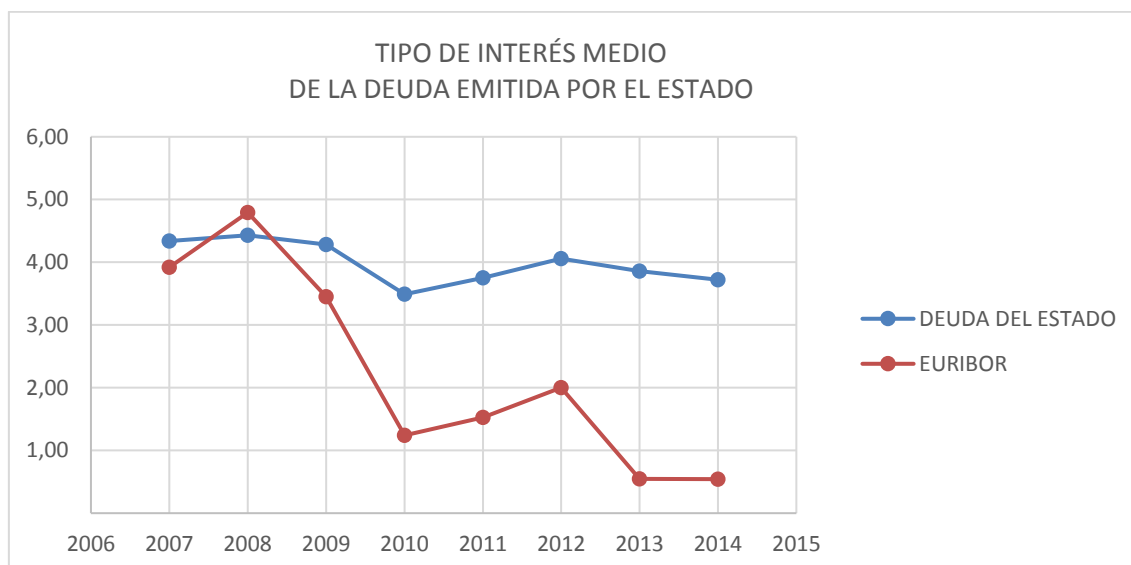
La disminución registrada entre 2014 y 2015 es debida a la fuerte reducción (caída del 57.7%) de emisiones de las Comunidades Autónomas.



### 5.2.2. Evolución de los tipos de interés.

A continuación, en la figura 21, se muestra la evolución de los tipos de interés medios de esa deuda emitida por el estado.

**FIGURA 21: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS MEDIOS DEUDA PÚBLICA**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

Tal y como representa la figura anterior, la evolución de los tipos medios de la deuda emitida por el Estado sigue una tendencia similar a la evolución del tipo Euribor.

La mayor caída de los tipos queda registrada entre los ejercicios 2009 y 2010 como consecuencia de las turbulencias de los Mercados Financieros que tienen lugar en los años previos (crisis subprime, caída de Lehman Brothers,...).

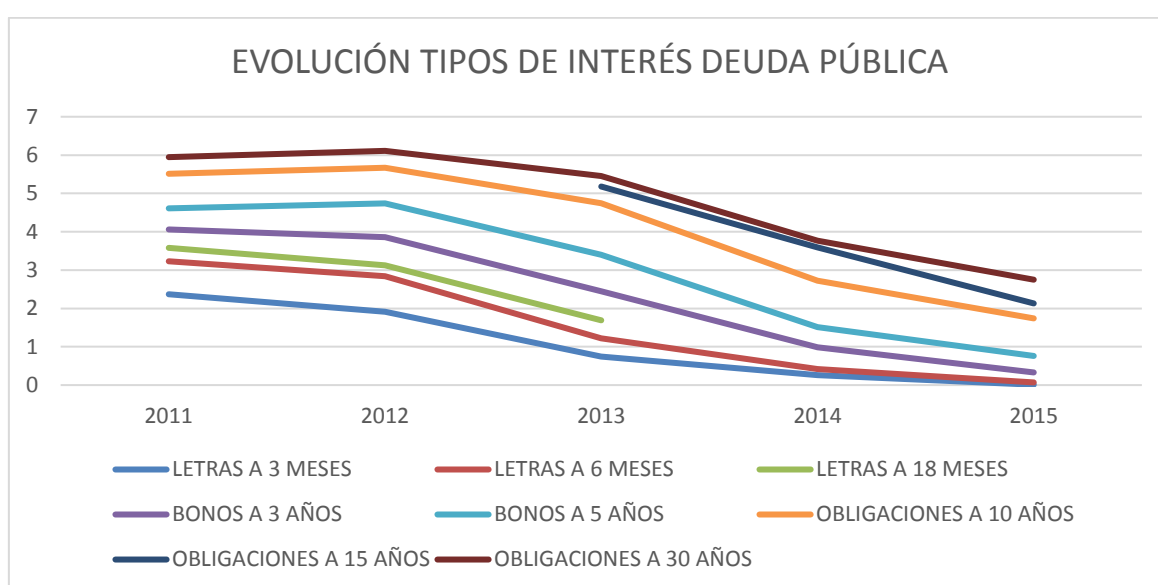
De 2010 a 2012 la tendencia es al alza, como consecuencia de los indicios de recuperación económica, y de la subida de los tipos de interés de referencia.

Pero a partir de 2012 quedan registradas disminuciones de los tipos de interés de la deuda emitida por el Estado como consecuencia de la crisis de deuda europea. La siguiente tabla, y su correspondiente gráfica (figuras 22) muestran la bajada de los tipos de interés para cada tipo de título de deuda emitido por el Estado durante esos últimos años afectados por la crisis de deuda europea.

**FIGURA 22: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEUDA PÚBLICA.**

	LETRAS			BONOS		OBLIGACIONES			
	A MESES	3 A MESES	6 A MESES	A A 3 AÑOS	A A 5 AÑOS	A AÑOS	10 A AÑOS	15 A AÑOS	30 AÑOS
2011	2,37	3,23	3,58	4,06	4,61	5,51	5,97	5,95	
2012	1,91	2,84	3,12	3,86	4,74	5,67		6,11	
2013	0,74	1,22	1,69	2,45	3,4	4,74	5,18	5,45	
2014	0,26	0,42		0,99	1,51	2,72	3,59	3,77	
2015	0,01	0,07		0,33	0,76	1,74	2,13	2,75	

**Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España.**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España.**

### 5.2.3. Renta Fija Pública VS Renta Fija Privada.

A continuación (figura 23) se comparan el volumen de emisión de Renta Fija emitida por empresas, con el volumen de emisión de Renta Fija emitida por el Estado.

**FIGURA 23: VALORES RELATIVOS RF PRIVADA Y RF PÚBLICA. (Valores en millones de euros).**

	RF PRIVADA		RF PÚBLICA		TOTAL
		sobre total		sobre total	
2006	508.254	89%	59.979	11%	568.233
2007	641.061	84%	124.423	16%	765.484
2008	476.943	66%	248.016	34%	724.959
2009	388.576	62%	241.718	38%	630.294
2010	223.445	47%	247.316	53%	470.761
2011	278.554	54%	237.671	46%	516.225
2012	363.974	57%	272.786	43%	636.760
2013	130.492	34%	252.937	66%	383.429
2014	115.009	32%	244.639	68%	359.648

**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

La figura 23 registra cómo hasta el inicio de la crisis subprime, más del 80% del volumen emitido de títulos de Renta Fija corresponde a las empresas.

Pero a partir de 2008, a partir de la desfavorable situación económica, el peso relativo de la deuda pública se incrementa de forma acelerada, debido sobre todo a la gran necesidad de financiación de las administraciones públicas. Así, a final de 2014, la deuda corporativa representa un 32% de la emisiones, frente al 68% que representa la deuda soberana.

Cabe destacar que la reducción de emisión del total de títulos de Renta Fija entre 2007 y 2014 ha sido del 53%.

## 6. MERCADO SECUNDARIO DE RENTA FIJA.

El mercado secundario o mercado de negociación es una parte del mercado financiero de capitales dedicado a la compraventa de valores que ya han sido emitidos en una primera oferta pública o privada, en el denominado mercado primario.

El mercado secundario está compuesto por tres submercados: las bolsas de valores, el mercado de Deuda Pública anotada en cuenta, y los mercados oficiales de futuros y opciones.

Los títulos valores, tanto de renta fija o variable (acciones, obligaciones, etc.) son emitidos por las empresas en el mercado primario, a través de diferentes vías. El mercado secundario comienza su función a partir de ese momento, encargándose de las compraventas posteriores de esos títulos entre los inversores, se comporta como mercado de reventa, encargándose de proporcionar liquidez a los títulos.

En el mercado secundario, los títulos de valores se compran y se venden entre los distintos inversores.

La figura 24 refleja la actividad llevada a cabo en el Mercado Secundario de Renta Fija durante los últimos años, y más adelante analizaremos por separado lo correspondiente a los títulos de deuda corporativa en este mercado, de lo correspondiente a los títulos de deuda soberana.

**FIGURA 24: Contratación en el Mercado Secundario de Renta Fija.**

Contratación en los mercados secundarios oficiales						CUADRO 3.2
Importes nominales en millones de euros						
Por mercado	2011	2012	2013	2014	2015	% var. 15/14
Deuda pública anotada	20.371.117	14.425.644	15.113.111	17.249.782	12.481.798	-27,6
AIAF	7.388.186	3.119.755	1.400.758	1.118.964	521.854	-53,4
Bolsas	68.356	60.149	46.159	49.072	24.238	-50,6
<b>Total</b>	<b>27.827.659</b>	<b>17.605.548</b>	<b>16.560.028</b>	<b>18.417.818</b>	<b>13.027.890</b>	<b>-29,3</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

### 6.1. RENDA FIJA PRIVADA – DEUDA CORPORATIVA.

A lo largo de este apartado hablaremos de la contratación en el Mercado AIAF y de la contratación en el Mercado Bursátil. Dichos mercados son los dos mercados oficiales de renta fija privada de España.

La contratación en el Mercado AIAF puede realizarse de dos formas:

- Entre miembros del Mercado (cuenta propia).
- Entre miembros y clientes.

En él se negocian todo tipo de Activos Financieros de Renta Fija Privada excepto bonos y obligaciones convertibles (que sólo son admitidos a negociación en el Mercado Bursátil).

El Mercado Bursátil lleva a cabo, únicamente, operaciones simples. Mientras que el Mercado AIAF realiza tanto operaciones simples como operaciones simultáneas y con pacto de recompra.

Como define la Dirección General del Tesoro, las operaciones simples son aquellas en las que se realiza un único intercambio (bien al contado, bien a plazo). Y las simultáneas y con pacto de recompra son operaciones dobles; se contratan dos operaciones de compraventa simples pero de signo contrario. Ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución.

#### 6.1.1. Evolución del volumen de negociación.

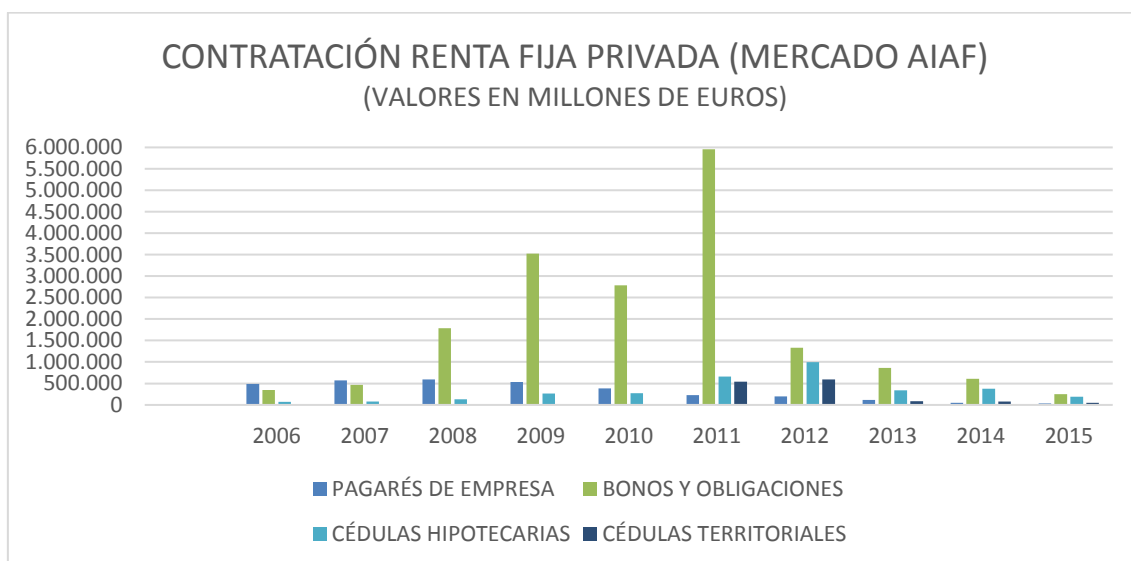
Puesto que de la negociación total de Deuda Corporativa, más del 95% se realiza a través del Mercado AIAF, nos centraremos en analizar con más profundidad la evolución de la contratación en este mercado (figuras 25 y 26), y menos en la del mercado bursátil (figura 27).

**FIGURA 25. CONTRATACIÓN MDO. SECUNDARIO AIAF. (Valores en millones de euros)**

	PAGARÉS DE EMPRESA		BONOS Y OBLIGACIONES		CÉDULAS HIPOTECARIAS		CÉDULAS TERRITORIALES	
		VARIACIÓN		VARIACIÓN		VARIACIÓN		VARIACIÓN
2006	489.069		344.698		70.113		3.659	
2007	568.010	16%	469.533	36%	80.811	15%	7.750	112%
2008	591.944	4%	1.788.946	281%	129.995	61%	10.142	31%
2009	533.331	-10%	3.527.486	97%	263.150	102%	7.209	-29%
2010	385.239	-28%	2.784.755	-21%	271.442	3%	14.458	101%
2011	227.535	-41%	5.953.570	114%	662.177	144%	544.781	3.668%
2012	199.795	-12%	1.329.570	-78%	994.071	50%	595.600	9%
2013	112.560	-44%	859.492	-35%	341.674	-66%	86.759	-85%
2014	48.817	-57%	611.566	-29%	376.273	10%	82.023	-5%
2015	31.346	-36%	251.412	-59%	187.202	-50%	46.711	-43%

**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

**FIGURA 26: EVOLUCIÓN MDO. SECUNDARIO AIAF. (Valores en millones de euros).**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

**FIGURA 27. CONTRATACIÓN MDO. SECUNDARIO BURSÁTIL. (Valores en millones de euros).**

	BARCELONA	MADRID	VALENCIA	BILBAO	TOTAL	
2011	4.912	291	58	2	5.263	VARIACIÓN
2012	3.477	1.079	359	3	4.918	-7%
2013	4.057	401	335	4	4.797	-2%
2014	5.793	142	644	1	6.580	37%
2015	1.723	7	11	0	1.741	-74%

**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

#### Año 2007.

La contratación en el Mercado AIAF supone el 92.6% de la contratación total, y alcanza en 2007 una cifra total superior al billón de euros. Un 50% de dicha contratación corresponde a Pagares de empresas (figura 26).

En 2007, la falta de liquidez relacionada con la incertidumbre del Mercado Monetario genera que estos activos a corto plazo registren un crecimiento sustancial (de 127 puntos básicos) en sus tipos de interés. Dichos tipos son de 4.8% a final de año.

Destaca que la contratación de cédulas territoriales se duplica respecto al año 2006 (figura 26).

Por otro lado, la rentabilidad de la deuda corporativa a 10 años cierra el 2007 con una rentabilidad del 4.94%.

En julio queda registrada la mayor actividad de negociación.

#### Año 2008.

La negociación total de los mercados secundarios de renta fija privada se incrementa en un 113.5% respecto de 2007, y alcanza un importe de 2.6 billones de euros.

En el Mercado AIAF, casi toda la contratación se concentra en bonos y obligaciones, cuya contratación en 2008 casi se triplica respecto a 2007 (figura 25).

Los tipos de interés de los pagarés de empresas quedan, a cierre de ejercicio, en un nivel inferior al alcanzado en 2007, se reducen en un 3.3% (147 puntos básicos menos que el año anterior) en consecuencia al descenso del tipo de intervención de BCE.

La rentabilidad de la deuda corporativa a 10 años se mantiene similar a la de 2007, al igual que se mantiene la prima de riesgo en un nivel elevado.

Aunque se ha comentado que la contratación global aumenta, la contratación en el ámbito bursátil cae un 11.2% respecto a 2007.

#### Año 2009.

La negociación en conjunto de los mercados secundarios de deuda corporativa (Mercado AIAF y Mercado Bursátil) vuelve a aumentar de forma brusca. Crece casi un 85% respecto al año anterior, y alcanza los 4.7 billones de euros.

El importante incremento registrado en Bonos y Obligaciones (figura 26) es el principal causante del aumento global de la contratación. El Mercado AIAF concentra el 98% de esa negociación global a cierre de 2009.

#### Año 2010.

En conjunto, la negociación registrada por ambos mercados, se estabiliza en 2010 en 4.5 billones de euros, cifra un 6% menor a la de 2009.

La Dirección General del Tesoro interviene como contratante del 77% del importe negociado en operaciones simultáneas.

Cabe destacar la puesta en marcha de la nueva forma de contratación de Renta Fija para minoristas (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda, SEND), plataforma informática cuyo principal objetivo es la mejora de la transparencia del Mercado de cara a los inversores.

#### Año 2011.

La negociación de renta fija privada en AIAF y en bolsas alcanza en 2011 un importe de 7.45 billones de euros, importe un 67.5% superior al registrado en 2010.

- El 99% de la negociación corresponde al Mercado AIAF.
- La negociación en las bolsas aumenta por primera vez en los últimos 4 años.
- La cifra en conjunto es seis veces superior a la negociación registrada en 2007.

La Dirección General del Tesoro interviene como contraparte en transacciones por un importe de 6.1 billones de euros.

Destaca el volumen de contratación de bonos y obligaciones (figura 26); y el fuerte incremento de las cédulas territoriales respecto al ejercicio 2010 (figura 25).

En cuanto a la nueva plataforma electrónica de contratación (SEND), aunque se pone en marcha en 2010, 2011 es su primer año completo de funcionamiento, y su contratación durante dicho ejercicio asciende a 117.9 millones de euros.

#### Año 2012.

La contratación de renta fija privado en el conjunto del mercado secundario se reducen en 2012 un 57.3% respecto 2011, y se sitúa en 3.18 billones de euros.

Las operaciones llevadas a cabo en el Mercado AIAF por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera destinadas a gestionar su liquidez suponen el 89% del importe total negociado en operaciones simultáneas, importe reducido en 4 billones de euros al que se registró en 2011.

El importe negociado a través del SEND experimente un fuerte aumento al pasar de los 117.9 millones de euros registrados en 2011, a alcanzar en 2012 la cifra de contratación de 1.292 millones de euros. Vuelven a destacar los Bonos y Obligaciones como los valores más contratados en la plataforma electrónica de contratación.

La negociación en las bolsas, en cambio, disminuye un 7% respecto a 2011.

#### Año 2013.

El volumen de negociación total registrado entre el Mercado AIAF y las cuatro bolsas de valores cae en 2013 un 55.8% respecto a 2012. El mercado secundario de renta fija privada registra en 2013 una cifra de 1.38 millones de euros. Cifra mínima registrada desde 2007.

El 99.6% de lo contratado corresponde al Mercado AIAF. Contratación que se reduce un 55.9% respecto a la de 2012. Dicha caída afecta a todos los activos negociados en este mercado, y destaca como descenso más contundente el de las cédulas territoriales.

Al igual que en los últimos años, la mayor parte de este tipo de transacciones estuvo ligada a la utilización de instrumentos cotizados en AIAF como garantía en las subastas del BCE y a las operaciones de tesorería desarrolladas en el mercado por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Las operaciones de esta última supusieron el



87,9% del importe total negociado en operaciones simultáneas realizadas con bonos de entidades financieras, aunque su importe se redujo en casi seis billones de euros respecto a 2011.

El importe negociado a través de la plataforma electrónica SEND vuelve a incrementarse bruscamente. De los 1.292 millones de euros registrados en 2012, alcanza en 2013 los 2.621 millones de euros contratados.

#### Año 2014.

Los volúmenes negociados en AIAF y las bolsas alcanzan un importe total de 1,12 billones de euros, un 20% menos que en 2013. Importe que se sitúa en un nivel similar al registrado antes de la crisis, concretamente en el año 2007.

Casi la totalidad de lo negociado en ambos mercados, en concreto el 99,4%, corresponde al mercado AIAF, cuya contratación se reduce un 20% respecto al año anterior.

La caída de la contratación afecta especialmente a los pagarés y a los bonos y obligaciones, para los cuales la contratación desciende un 56,6% y un 28,8%, respectivamente. Las operaciones con cédulas hipotecarias, por el contrario, aumentan un 10%.

El 76,6% de la contratación del mercado AIAF corresponde a operaciones entre titulares de cuenta y el resto, a operaciones con terceros. Dentro de las operaciones por cuenta propia, los bonos y obligaciones se mantienen como los activos más utilizados, representando el 54,4% del total en este ámbito.

Dentro de las operaciones simultáneas (dentro de las operaciones por cuenta propia), al igual que en los últimos años, la mayor parte de este tipo de transacciones queda ligada a la utilización de instrumentos negociados en AIAF como garantía en las subastas del BCE, y a las operaciones desarrolladas en el mercado por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, aunque en conjunto su actividad se redujo en 432.378 millones de euros respecto a 2013.

#### Año 2015.

El volumen conjunto negociado en AIAF y las bolsas en 2015 alcanza un importe total de 518.483 millones de euros, lo que se traduce en una disminución del 53,9 % respecto a 2014.

El 99,7 % de lo negociado en ambos mercados corresponde a AIAF, cuya contratación se reduce un 53,8 % respecto al año anterior, hasta un nivel de negociación similar al de 2004.

Tanto la contratación en bonos y obligaciones como en cédulas –los dos instrumentos más negociados en el mercado AIAF– se reduce a la mitad. Y el descenso en la negociación de pagarés también es notable (35,8 %).

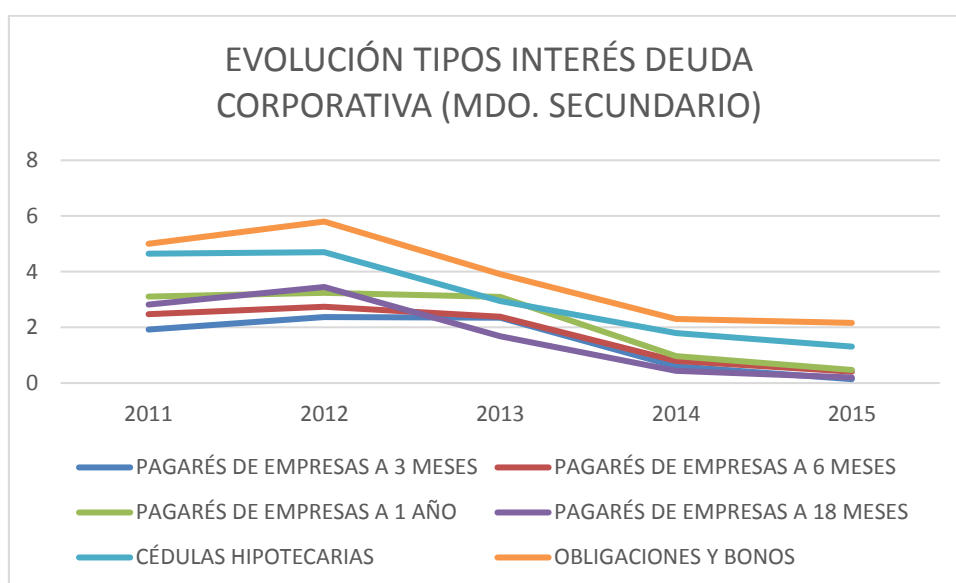
Las operaciones de Secretaría General del Tesoro y Política Financiera suponen el 84,5 % del importe total negociado en operaciones simultáneas, aunque en conjunto su actividad se reduce en 331.466 millones de euros respecto a 2014.

El importe negociado a través de esta plataforma SEND continua en 2015 el descenso iniciado en 2014, al pasar de los 1.886 millones de euros de ese ejercicio a 637 millones en 2015. Bonos y obligaciones vuelven a ser los valores más contratados a través del SEND, alcanzando un importe equivalente al 91 % del total negociado, por lo que lideran el descenso en la contratación de esta plataforma.

#### 6.1.2. Evolución de los tipos de interés de la Deuda Corporativa en el Mdo. Secundario.

Por último, la figura 28 resume la evolución de los tipos de interés para cada producto negociado en el Mercado Secundario AIAF.

**FIGURA 28. EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERÉS DEUDA CORPORATIVA MDO. SECUNDARIO.**



**Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España.**

#### **6.2. RENTA FIJA PÚBLICA - DEUDA PÚBLICA**

El Mercado de Deuda Pública Anotada representa, por volumen negociado, el mayor Mercado de Valores de España. La siguiente tabla (figura 29) muestra sus cifras de contratación:

**FIGURA 29. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN MDPA. (Valores en millones de euros).**

AÑO	VOLUMEN NEGOCIACIÓN MDPA	
2006	22.615.358	VARIACIÓN
2007	22.664.327	0,22%
2008	19.944.496	-12,00%
2009	18.522.459	-7,13%
2010	18.584.073	0,33%
2011	20.371.117	9,62%
2012	14.425.644	-29,19%
2013	15.113.111	4,77%
2014	17.231.749	14,02%

**Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.**

En dicho mercado existen dos tipos de negociación:

- La contratación entre entidades titulares de cuenta.
- La contratación de las entidades gestoras con terceros.

#### Año 2007.

El volumen de negociación comienza el año en cifras estables (la contratación entre titulares disminuye un 11% y la de titulares con terceros aumenta en alrededor del 11%) hasta que en julio inicia un periodo de importante crecimiento.

Crecimiento debido a la fuerte demanda de instrumentos financieros de alta calidad crediticia que se genera con el comienzo de la crisis de las hipotecas subprime.

De los tipos de interés de la Letras, y las rentabilidades de los Bonos y las Obligaciones del Estado destacan los siguientes datos:

- Valores siempre por encima de los registrados en 2006.
- De enero a junio tendencia al alza.
- De julio a diciembre tendencia a la baja.

El cambio de tendencia experimentado se debe a factores como la previsión de descenso del crecimiento económico y la preferencia hacia la deuda pública (como instrumento refugio) por los inversores.

#### Año 2008.

Descenso del 12% en general (figura 29). Aunque las Letras registran un incremento del 39.4% respecto a 2007, por la mayor preferencia por parte de los inversores hacia activos a corto plazo con la mayor calidad crediticia posible.

Tanto la rentabilidad de las Letras, como la de los Bonos y Obligaciones del Estado crecen hasta junio. A partir de dicho mes, las citadas rentabilidades descienden drásticamente.

El incremento de la rentabilidad para las Letras es resultado de las expectativas dominantes en cuanto al nivel de inflación, junto con el mantenimiento de los tipos de intervención por parte del Estado, junto con el aumento de las emisiones públicas.

El cambio de tendencia para la rentabilidad de las Letras se produce durante la segunda mitad del año, cuando la Política Monetaria cambia de hacia un política de corte expansivo. Además, el deterioro de las expectativas sobre el crecimiento económico es otro factor que influye en el descenso de la rentabilidad de Letras, Bonos y Obligaciones.

#### Año 2009.

El Mercado de Deuda Pública Anotada disminuye un 7.1% respecto a 2008 (figura 29), a pesar de que la contratación de Letras del Tesoro aumento un 39.1%.

La contratación de Bonos y Obligaciones disminuye un 12.9% por el incremento de la Prima de Riesgo.

En cambio, el incremento de la contratación de Letras, al igual que en años anteriores, se debe a la preferencia, por parte de los inversores hacia activos de máxima calidad crediticia en el corto plazo.

#### Año 2010.

El Mercado Secundario de Deuda Pública experimenta un ligero ascenso (0.33% respecto a 2009) en 2010 (figura 29). El comportamiento de Letras, Bonos y Obligaciones sigue la tendencia del pasado ejercicio.

La contratación de Letras tiende al alza, y la de Bonos y Obligaciones a la tendencia contraria por las mismas razones referentes a la Prima de Riesgo y la búsqueda de la máxima calidad crediticia en el corto plazo.

#### Año 2011.

El Mercado de Deuda Pública Anotada registra en 2011 un incremento en su contratación del 9.6% respecto a 2010 (figura 29). Incremento que rompe la tendencia descendente de la contratación de los últimos 3 años.

Durante el 2011 tanto las Letras del Tesoro como los Bonos y Obligaciones aumentan su negociación respecto al ejercicio anterior. El incremento de las Letras es del 11.2%, y el de los Bonos y Obligaciones de 9%.

#### Año 2012.

En la evolución del mercado secundario de deuda corporativa destaca la considerable reducción del Mercado de Deuda Pública Anotada en 2012 al reducirse un 29.2% respecto al año anterior (figura 29).

El segmento del largo plazo, Bonos y Obligaciones del Estado, descienden un 31.2% durante el ejercicio, pero suponen un 79.4% del volumen total de operaciones en este segmento.

#### Año 2013.

El mercado de Deuda Pública Anotada registró un aumento de la negociación del 4,7% (figura 29) en 2013, alcanzando un importe de 15,1 billones de euros. La negociación de deuda a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) creció un 7,5% y supuso el 81,3% del total, mientras que la de deuda a corto plazo disminuyó un 5,9%.

En cuanto al tipo de operaciones realizadas en el mercado de deuda pública anotada, el segmento de mayor negociación fue el de operaciones simultáneas, que supuso el 45,8% de la contratación total. Estas operaciones se realizaron principalmente con bonos y obligaciones.

#### Año 2014.

La deuda pública de las AAPP negociada en el mercado de deuda pública anotada concentra en 2014 más del 99% del total negociado en el Mercado Secundario de Renta Fija Pública.

Este mercado registra en 2014 un incremento del 14,0% en relación con el ejercicio anterior (figura 29), con un importe total de 17,2 billones de euros. El crecimiento se debe al repunte del 23,2% de la contratación de deuda a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) hasta superar los 15 billones de euros.

Por el contrario, la negociación de deuda a corto plazo se reduce un 25,8%, hasta los 2,1 billones de euros. De esta forma, el peso de los valores a largo plazo en este mercado aumenta hasta el 88% (81% en 2013).

A través del SENAF, el volumen negociado asciende a 103.044 millones de euros, un 60,9% más que en 2013, año en el que se experimentó un incremento similar.

#### Año 2015.

El volumen contratado en este mercado en 2015 desciende un 27,6% en relación con el ejercicio anterior, con un importe total de 12,5 billones de euros.

Esta caída contrasta con los incrementos de 2013 y 2014, y se debe principalmente a la contratación de deuda a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado), que disminuye un 30,3%.

A su vez, la negociación de deuda a corto plazo (Letras del Tesoro) se contrajo un 7,8%, de este modo, el peso de los valores a largo plazo en este mercado se reduce hasta el 85% (88% en 2014).

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), sistema multilateral de negociación operado por BME dirigido a inversores institucionales, ofrece una plataforma electrónica para negociar deuda del Estado al contado, en repos y en operaciones simultáneas, así como algunos activos cotizados en AIAF que cuentan con aval del Estado.

En 2015, el volumen negociado es un 1,4 % menos que en 2014, tras dos años previos de fuerte crecimiento a raíz de la progresiva desaparición de los riesgos derivados de la crisis de deuda soberana europea y que afectaron a la actividad negociadora en los años 2011 y 2012.

## 7. CONCLUSIONES:

De los datos obtenidos y comentados obtenemos las siguientes conclusiones:

- El volumen de emisión de Deuda Pública al final del periodo analizado (año 2014) alcanza los 252.937 millones de euros. Cuantía cuatro veces superior a dicho volumen al comienzo del periodo objeto de estudio (2007).
- El volumen de emisión de Deuda Corporativa queda a final de 2014 en 115.009 millones de euros, cifra que refleja una disminución del 82% en relación a lo emitido a final de 2007.
- En 2007, la Deuda Corporativa supone un 84% del total de volumen emitido de títulos de Renta Fija. A lo largo del periodo analizado, dichas emisiones van perdiendo peso relativo, y a final de 2014 suponen un 32% del total frente al 68% que suponen las emisiones de Deuda Pública.
- Las emisiones de Renta Variable son mucho menores que las de Deuda Corporativa. En 2007 las de Renta Variable representan un 11% sobre las de Deuda Corporativa. A lo largo de los años dicho porcentaje experimenta fuertes variaciones. En 2014 la emisión de títulos de Renta Variable equivale a un 2.8% de la emisión de títulos de Deuda Corporativa.

Tras analizar la evolución de los títulos correspondientes al Mercado de Renta Fija Pública, cabe destacar el elevado incremento del volumen de emisión de dichos títulos en comparación con los años previos a la crisis. De ello se desprende las importantes necesidades de financiación que han sufrido las Administraciones Públicas durante este período de tiempo.

En cuanto a los títulos correspondientes al Mercado de Renta Fija Privada se ha visto cómo, al dar comienzo la crisis, su volumen de emisión disminuye con el objetivo, por parte de los emisores, de reducir sus niveles de endeudamiento. Y que disminuye sobre todo la emisión de títulos a corto plazo como consecuencia de la falta de liquidez de las empresas (emisores).

Pero en el momento en el que los inversores también se encuentran en situación de escasa liquidez, la demanda de los títulos a corto se incrementa, y su emisión, por lo tanto, también.

Con todo ello podemos concluir que el hecho de que la actividad emisora de títulos de renta Fija aumente o disminuya, no implica una mejora o un empeoramiento de la situación.

Es decir, que el volumen de emisión de títulos disminuya puede reflejar una mejora, una menor necesidad de financiación por parte del Sector Financiero o de las Administraciones Públicas, por ejemplo. O puede reflejar un empeoramiento de la

situación, como puede ser la menor demanda de estos títulos por parte de los inversores como consecuencia del elevado nivel de desconfianza y volatilidad del entorno económico-financiero.

Dentro del Mercado de Valores global, hemos observado que la tendencia general de la Rentabilidad para todos los tipos de instrumentos financieros (tanto de Renta Fija como de Renta Variable) ha sido a la baja y con fuertes caídas. A pesar de que, por ejemplo, los precios de las acciones aumenten en momentos concretos, crecen en menor medida que los beneficios de las empresas. Por ello el Ibex 35 no se incrementa de forma positiva.

En el Mercado de Renta Variable, un elevado nivel de liquidez puede suponer un incremento en el precio de las acciones. Pero si dicho aumento tiene lugar en un entorno de elevado nivel de incertidumbre y volatilidad, se tratará de un incremento puntual. Es decir, dicha revalorización en el precio de las acciones, no quedará consolidada, quedará reflejada en un corto plazo, pero no supondrá un incremento del Ibex 35 en el medio plazo.

Ante situaciones extremas como la analizada, con primas de riesgo en máximos históricos, incertidumbre y volatilidad disparadas, etc, es fácil que queden registradas algunas mejoras en algún índice con respecto a los años previos. Pero una mejora puntual no implica que haya dado comienzo un proceso de saneamiento de la situación. Dicho proceso de saneamiento comienza cuando cada uno de los índices tiende a la estabilidad a lo largo de varios años consecutivos.

Es una característica importante que el mercado secundario tenga una liquidez muy alta. Del buen funcionamiento de los mercados secundarios depende en gran medida la eficacia del mercado de capitales, en general, y del mercado primario de valores o de emisión, en particular. Si el mercado secundario no existiera, los inversores se resistirían a comprar valores mobiliarios en el mercado de emisión porque luego no podrían deshacerse de ellos cuando necesitaran dinero o liquidez.



## 8. BIBLIOGRAFÍA:

PLAN GENERAL CONTABLE 2007. Primera parte “Marco Conceptual de la Contabilidad”. Apartado cuarto. <http://plancontable2007.com/pgc-2007/primer-parte-marco-conceptual-de-la-contabilidad.html#4.1>

Moral Bello, Cecilio (2002). El Banco de España. Los Mercados Financieros (pp. 51-92). Madrid: Editado por International Technical & Financial Institute.

Moral Bello, Cecilio (2002). Los Mercados de Valores. Los Mercados Financieros (pp. 291-345). Madrid: Editado por International Technical & Financial Institute.

Moral Bello, Cecilio (2002). El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Los Mercados Financieros (pp. 347-379). Madrid: Editado por International Technical & Financial Institute.

Borrego Rodríguez y García Estévez (2002). Mercados Monetarios. Productos Financieros. (pp. 21-54). Madrid: Editado por Prentice Hall.

Borrego Rodríguez y García Estévez (2002). Mercados y activos de Renta Fija. Productos Financieros. (pp.551-138).Madrid: Editado por Prentice Hall.

Página web economipedia.com. Activos Financieros.  
<http://economipedia.com/definiciones/activo-financiero.html>

Página web eleconomista.es. Diccionario de Economía. Activos Financieros  
<http://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/activo-financiero>

Página web eleconomista.es. Diccionario de Economía. El Mercado Primario.  
<http://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/mercado-primario>

Página web oficial Bolsas y Mercados Españoles de Renta Fija. Mercado AIAF.  
<http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeAIAF.aspx>

<http://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosinversionrentafija/clasificacion.html>

Página web oficial de la Dirección General del Tesoro. Tipos de operaciones financieras.  
<http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-secundario/tipos-de-operaciones>

Página web oroyfinanzas.com. Valor de cotización para el oro.  
<https://www.oroyfinanzas.com/precio-oro-cotizacion/>

Página web cincodias.com. Histórico de precios de materias primas.  
[http://cincodias.com/mercados/materias\\_primas/](http://cincodias.com/mercados/materias_primas/)

Página web cincodias.com. Histórico de precios del petróleo.  
[http://cincodias.com/mercados/materias\\_primas/petroleo\\_brent/1/historico/](http://cincodias.com/mercados/materias_primas/petroleo_brent/1/historico/)

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2008). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2007. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2007.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2009). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2008. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2008.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2010). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2009. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2009.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2011). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2010. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2010.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2012). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2011. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2011.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2013). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2012. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2012.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2014). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2013. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2013.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2015). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2014. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2014.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2016). Informe anual sobre los Mercados de Valores y su actuación en 2015. Consultada en julio de 2017, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2015.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija. (2008) El Mercado de Renta Fija en 2007. Consultada en julio de 2017, en <http://www.bolsamadrid.es/xml/prensa/documentos/2008/05/El%20Mercado%20de%20Renta%20Fija%20en%202007.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija. (2010) El Mercado de Renta Fija en 2009. Consultada en julio de 2017, en <http://www.bolsamadrid.es/xml/prensa/documentos/2008/05/El%20Mercado%20de%20Renta%20Fija%20en%202009.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija. (2011) El Mercado de Renta Fija en 2010. Consultada en julio de 2017, en <http://www.bolsamadrid.es/xml/prensa/documentos/2008/05/El%20Mercado%20de%20Renta%20Fija%20en%202010.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija. (2012) El Mercado de Renta Fija en 2011. Consultada en julio de 2017, en <http://www.bolsamadrid.es/xml/prensa/documentos/2008/05/El%20Mercado%20de%20Renta%20Fija%20en%202011.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija. (2013) El Mercado de Renta Fija en 2012. Consultada en julio de 2017, en <http://www.bolsamadrid.es/xml/prensa/documentos/2008/05/El%20Mercado%20de%20Renta%20Fija%20en%202012.pdf>