



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Economía

Análisis de Renta Fija en
España

Presentado por:

Sofía Muñoz García

Valladolid, 26 de Julio de 2019

RESUMEN

Este trabajo trata sobre la renta fija en España. Para ello, después de introducir su concepto, se estudia cómo obtener su precio y su rentabilidad. Se analizan los riesgos inherentes a la renta fija: de crédito, de liquidez o de mercado, además del riesgo país. Se distingue entre renta fija pública y renta fija privada. La primera es la originada por una administración pública y forma la deuda pública de un país. Los principales títulos de deuda pública en España son las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado. En cuanto a la privada, está constituida por títulos como pagarés o bonos corporativos. Por último, es importante estudiar la evolución de la renta fija en los últimos años. A este respecto, cabe señalar que el año 2013 tuvo una especial relevancia ya que fue cuando se empezó a salir de la crisis financiera de 2008. A partir de ese momento la situación económica y financiera de España ha ido mejorando.

Palabras clave: Renta fija, rentabilidad-riesgo, Deuda Pública, Letras del Tesoro.

Códigos JEL: E44, G12, H63.

ABSTRACT

This paper is about fixed income in Spain. To this end, after introducing it's concept, we study how to obtain its price and profitability. The risks inherent to fixed income are analysed: credit, liquidity or market risks, in addition to country risk. A distinction is made between public and private fixed income. The first is that originated by a public administration and forms the Public Debt of a country. The main Public Debt securities in Spain are Letras del Tesoro and Bonos y Obligaciones del Estado. As for the private one, it is constituted by titles such as promissory notes or corporate bonds. Finally, it is important to study the evolution of fixed income in recent years. Regarding this, it should be noted that 2013 was of particular relevance as it was when the financial crisis of 2008 began to be overcome. Since then, Spain's economic and financial situation has been improving.

ÍNDICE:

1.	INTRODUCCIÓN	4
2.	CONCEPTO DE RENTA FIJA. CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS Y MERCADOS	6
2.1.	Clasificación de los títulos de renta fija	7
2.2.	Clasificación de los mercados de renta fija	8
3.	PRECIO Y RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA	10
3.1.	Valores de rendimiento implícito	11
3.2.	Valores de rendimiento explícito	12
4.	RIESGO DE LA RENTA FIJA	13
4.1.	Tipos de riesgo.....	13
4.1.1.	Riesgo de crédito.....	14
4.1.2.	Riesgo de liquidez	14
4.1.3.	Riesgo de mercado.....	14
4.1.4.	Riesgo país.....	15
4.2.	Rating o calificación crediticia	15
4.3.	Garantías y prelación de cobro	15
5.	DEUDA PÚBLICA	16
5.1.	Letras del Tesoro	17
5.2.	Bonos y Obligaciones del Estado.....	18
6.	RENTA FIJA PRIVADA	19
6.1.	Renta fija privada a corto plazo	19
6.1.1.	Pagarés de empresa	20
6.1.2.	Repos	20
6.2.	Renta fija privada a largo plazo	21
6.2.1.	Strips	21
6.2.2.	Bonos corporativos	21
6.2.3.	FRN o bonos con interés flotante	21
6.2.4.	Participaciones hipotecarias	22
6.2.5.	Fondos de titulización hipotecaria.....	22

7. PRODUCTOS HÍBRIDOS	23
7.1. Participaciones preferentes.....	23
7.2. Bonos y obligaciones convertibles y/o canjeables	23
8. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA RENTA FIJA EN ESPAÑA.....	24
8.1. Evolución de la situación económica general.....	24
8.2. Deuda Pública.....	26
8.3. Renta fija privada	27
9. CONCLUSIONES	29
10. BIBLIOGRAFÍA.....	30

ÍNDICE DE GRÁFICOS:

Gráfico 8.1. Deuda Pública en España.....	27
---	----

1. INTRODUCCIÓN

En el año 2008 la situación financiera de todos los países cambió radicalmente, debido a una gran crisis que azotó al mercado de valores y alteró la situación económica general. Se pasó a un momento de recesión provocando un aumento tanto de la deuda pública como de la privada. Con el paso del tiempo y, gracias a una serie de políticas austeras obligadas desde Europa, España ha conseguido seguir adelante mejorando su situación poco a poco.

En este trabajo, vamos a realizar un análisis de la renta fija en España, donde se estudian los distintos tipos de activos financieros de renta fija que existen en el mercado español. Según Moral (2000), los títulos de renta fija son títulos con rendimiento prefijado que emiten administraciones públicas o entidades privadas. Estos títulos tienen una rentabilidad conocida desde el momento de la adquisición siempre que se mantengan hasta el vencimiento. Este vencimiento puede ser tanto a corto como a largo plazo.

En renta fija el inversor recupera el importe de su inversión en un determinado espacio de tiempo, ya sea de una sola vez en una determinada fecha o paulatinamente hasta su vencimiento. Los inversores, al igual que los emisores, pueden ser estados o empresas y, los títulos de renta fija que van a adquirir pueden ser de rendimiento implícito o explícito.

La renta fija va a tener un nivel de riesgo muy variado, dependiendo del plazo y de la calidad del emisor. Existen ciertos riesgos dependientes del crédito, la liquidez, el mercado o el país. Para medir el nivel de riesgo, se necesita obtener un rating o calificación crediticia. Además, es importante tener en cuenta las garantías que puede ofrecer una emisión y la prelación de cobro que puede existir entre los inversores.

Por otro lado, la renta fija puede ser pública o privada. La primera de ellas, conocida también como deuda pública, es la manera que tiene una administración pública de conseguir crédito para presupuestar las situaciones que consideren oportunas. Esta deuda se va a llevar a cabo gracias a la negociación de títulos valor, siendo los más representativos del mercado español

los Valores del Tesoro (Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado), emitidos por el Tesoro Público. Los Valores del Tesoro tienen una rentabilidad anual que generan desde el momento de la compra, siendo constante y conocida, siempre que se mantengan hasta la fecha de vencimiento. Sin embargo, cuando el inversor vende sus títulos antes de su vencimiento en el mercado secundario no se conoce con certeza la rentabilidad que se va a conseguir (López *et al.*, 2018).

Con la renta fija privada las empresas pueden manejar su situación financiera y conseguir financiación. Puede ser a corto o a largo plazo, dependiendo de los diferentes productos que se emitan y de la financiación necesaria para sus proyectos. Además, hay algunos productos que por su naturaleza no se pueden clasificar ni de renta fija ni de renta variable pero tienen características de ambas, a los que se les denomina productos híbridos.

Por último, hay que destacar como ha evolucionado de la renta fija en los últimos años, donde España ha sido un referente de la situación económica de Europa, tanto positiva como negativamente, en algún momento. Esto puede marcar un antes y un después en la situación económica, política y social de nuestro país.

Este trabajo se organiza como sigue. En la sección 2 se define la renta fija y se establecen varias clasificaciones tanto de los títulos de renta fija como de los mercados donde se negocian. En la sección 3 se estudia cómo se determina el precio y la rentabilidad de los títulos. En la siguiente sección, se analizan los distintos tipos de riesgo a los que enfrentarnos al realizar una inversión, la forma de medir dichos riesgos a través de rating o calificación crediticia y las garantías que ofrece una emisión y la prelación de cobro entre inversores. En la sección 5 se estudia la deuda pública española, centrándose en los Valores del Tesoro. En la sección 6, se analizan los principales títulos de renta fija privada que existen en los mercados (pagarés de empresa, bonos corporativos...). A continuación se analizan aquellos productos que no pertenecen ni a la renta fija ni a la variable, los productos híbridos. Por último, en la sección 8, se analiza cómo ha evolucionado la renta fija en España desde la crisis económica de 2008 hasta la actualidad.

2. CONCEPTO DE RENTA FIJA. CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS Y MERCADOS

Los títulos de renta fija son títulos con rendimiento prefijado que emiten los estados y las empresas públicas o privadas para obtener financiación. La rentabilidad que ofrecen los títulos de renta fija se conoce desde el momento de su adquisición si se mantienen hasta su vencimiento (véase Moral, 2000).

Estos títulos cotizan diariamente en los mercados internacionales y dependiendo de su oferta y demanda se establece su precio. Las variaciones en este precio reflejan fundamentalmente la valoración de los mercados. Los principales inversores internacionales, entre otros, son los fondos de inversión, los fondos de pensiones y los bancos (Coq, 2002).

Desde el punto de vista del emisor, la renta fija es un instrumento de financiación y estaría formado por las obligaciones o las participaciones de un empréstito. Es, por tanto, una deuda para el emisor. En cambio, si se observa desde el punto de vista de un inversor es un instrumento de inversión a través del cual se espera obtener una rentabilidad.

Según Moral (2000), la renta fija está asociada a un plan de amortización¹, donde el inversor recupera el importe de su inversión en un determinado espacio de tiempo, ya sea en una sola vez en una determinada fecha o paulatinamente hasta su vencimiento.

A continuación, se realiza una clasificación de los títulos de renta fija atendiendo a varios criterios. También se efectúa una clasificación de los mercados donde se pueden adquirir los títulos, ya sea en el momento de su emisión (mercado primario) o en algún momento posterior (mercado secundario).

¹ Plan de amortización: es un proceso financiero mediante el cual se extingue gradualmente una deuda por medio de pagos periódicos, que pueden ser iguales o diferentes (Agencia Tributaria, s.f.).

2.1. Clasificación de los títulos de renta fija

Se puede clasificar la renta fija según diversos criterios. Los más habituales son aquellos que atienden al tipo de emisor, al plazo de vencimiento o al tipo de rendimiento de la emisión (Plan de Educación Financiera. CNMV y Banco de España, 2010).

Así, según el emisor, se puede diferenciar entre renta fija pública y renta fija privada:

- *Renta fija pública*: aquella que es emitida por una administración pública como puede ser el estado, las comunidades autónomas o cualquier otro organismo público. Normalmente, su proceso de emisión es por medio de subastas, efectuadas por el Tesoro Público o el organismo público correspondiente. Forma la deuda pública de un país y tiene por objetivo la financiación del déficit público y la correcta estructuración de sus Presupuestos Generales. En España, los principales títulos que se emiten son las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado.
- *Renta fija privada*: aquella que es emitida por grandes empresas privadas. Busca poder financiar grandes proyectos de inversión de las empresas. Los títulos más habituales de renta fija privada son, entre otros, los pagarés de empresa, los bonos y obligaciones de empresas o las cédulas hipotecarias.

Otro criterio para clasificar la renta fija es aquel que atiende a su plazo de vencimiento, distinguiendo así entre renta fija a corto plazo y renta fija a largo plazo:

- *Renta fija a corto plazo*: aquella cuyo plazo de vencimiento no supera los 18 meses. Puede ser pública (como las Letras del Tesoro) o privada (pagarés de empresa). Aunque depende de la calidad del emisor, estos activos tienen un bajo nivel de riesgo, siendo prácticamente nulo en el caso de las Letras del Tesoro. En cambio, tienen una elevada liquidez, ya que son fáciles de comprar y vender, y una escasa rentabilidad. Los títulos de renta fija se negocian en el mercado monetario, que es aquel donde

se intercambian los activos financieros a corto plazo. En él pueden participar las grandes instituciones e intermediarios financieros especializados, como pueden ser los bancos.

- *Renta fija a largo plazo*: son activos que se emiten a un plazo superior a dos años. Al igual que en el caso anterior, puede ser pública (como los Bonos y Obligaciones del Estado, la deuda autonómica o la de otros organismos públicos), o privada (los bonos y obligaciones de empresas, cédulas hipotecarias).

Un último criterio que consideramos es el que tiene en cuenta el tipo de rendimiento, diferenciando entre valores de rendimiento explícito y valores de rendimiento implícito:

- *Valores de rendimiento explícito*: aquellos en los que se pagan intereses de forma periódica. Ejemplo de este tipo de valores son los Bonos y Obligaciones del Estado o los bonos corporativos de renta privada.
- *Valores de rendimiento implícito*: su rendimiento se obtiene exclusivamente a partir de la diferencia entre el valor de transmisión o de venta y el valor de adquisición. Nos encontramos con rendimiento de tipo implícito en cualquier activo financiero que esté emitido al descuento, como pueden ser, por ejemplo, las Letras del Tesoro o los pagarés de empresa.

2.2. Clasificación de los mercados de renta fija

Podemos clasificar los mercados atendiendo a las distintas fases de negociación, distinguiendo así entre mercados primarios y mercados secundarios.

Los mercados primarios son llamados también mercados de emisión de activos financieros. Con carácter general las operaciones que se realizan son compras o ventas de valores que se ofrecen por primera vez al mercado. Como indica Moral (2000), se consideran operaciones de compras y ventas de valores que no han estado en circulación antes. Muchas veces este mercado funciona mediante subastas organizadas por los bancos centrales.

Los mercados secundarios también son conocidos como mercados de negociación. En ellos se negocian los activos financieros que ya se habían emitido con anterioridad en el mercado primario. Las operaciones se realizan bien de forma directa o bien de forma indirecta a través de algún intermediario. Es muy importante que estos mercados tengan alta liquidez. En España están siempre supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores² (Moral, 2000).

Los principales mercados secundarios de renta fija que existen en España son el mercado AIAF, el MARF, el SEND y el SENAF (véase Bolsas y Mercados Españoles, s.f.a, s.f.b, s.f.c, s.f.d).

- *Mercado AIAF* (Mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros): sirve como punto de referencia para la renta fija privada. Su control y supervisión se hace a través de diversas autoridades que regulan y aseguran un funcionamiento correcto en la admisión a cotización de valores y en la difusión de la información. Las operaciones realizadas en este mercado está en contraposición con las realizadas en los mercados “Over The Counter”, u operaciones OTC, que se realizan entre grandes empresas fuera de los mercados organizados (BBVA, 2015).

En las últimas décadas este mercado de financiación empresarial ha sido uno de los que más se ha desarrollado, a través de la creación de una serie de infraestructuras y plataformas que condujeron a su formación. A día de hoy es considerado a nivel mundial uno de los más modernos, fluidos y transparentes.

- *MARF* (Mercado Alternativo de Renta Fija): está orientado a la obtención de financiación para empresas, necesariamente solventes, a través de la emisión de títulos de renta fija. Fundamentalmente está dirigido a

² Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Es una entidad de derecho público que tiene personalidad jurídica propia y que ha de velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores (Moral, 2000).

inversores institucionales, tanto españoles como extranjeros, cuyo objetivo sea diversificar sus carteras con valores de renta fija.

Adopta una estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación³, siendo un mercado alternativo no oficial. Es parecido a otros mercados que existen en otros países europeos o en otros mercados de España, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

- *SEND* (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda): es una plataforma electrónica para la negociación de renta fija para inversores minoristas. Con este sistema se ha logrado reducir distancias entre las posiciones de compra y de venta, convirtiendo los precios de esta plataforma en una referencia pública y accesible tanto para el mercado como para los inversores particulares.
- *SENAF* (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros): es una plataforma electrónica de negociación de diferentes activos financieros, siendo el más importante de ellos la deuda pública española. El funcionamiento del SENAF está supervisado por el Mercado AIAF de Renta Fija.

3. PRECIO Y RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA

La adquisición de un activo financiero es una operación por la que a cambio de pagar un precio (la prestación) se recibirá una serie de capitales en el futuro (la contraprestación). Los títulos de renta fija se caracterizan porque todos los capitales que forman la contraprestación se conocen con certeza siempre que se mantengan los títulos hasta su vencimiento. De esta forma, se puede determinar su precio si se conoce la rentabilidad que el mercado exige a un título en un momento dado, actualizando todos esos capitales en ese instante. Según Larraga (2008), esta rentabilidad va a ser la TIR⁴ de la inversión.

³Sistema Multilateral de Negociación: es una opción alternativa a los mercados secundarios organizados. Una entidad financiera actúa como operador de los intereses de compra y venta de terceros sobre determinados instrumentos financieros (El Economista, 2016a).

⁴TIR: Tasa Interna de Rentabilidad, es un tanto de interés que mide la rentabilidad de la inversión realizada. Sirve para calcular los beneficios o pérdidas que se tendrán en la realización de la inversión (Sevilla, 2018).

De forma análoga, se puede calcular la rentabilidad que ofrece un activo financiero si se conocen todos los capitales que intervienen en la operación. Así, la rentabilidad será el tipo de interés efectivo que establece la equivalencia financiera entre los capitales de la prestación (el precio) y los de la contraprestación (pago de intereses, devolución del nominal,...).

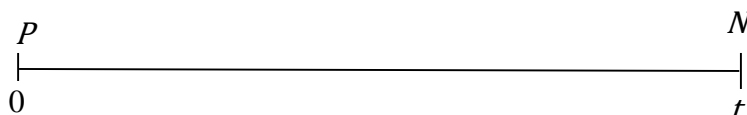
En la rentabilidad que exija el mercado va a influir directamente el riesgo asociado que tenga un activo. Así, cuanto mayor percepción del riesgo se tenga del emisor, mayor rentabilidad se exigirá a los activos financieros que emita. Este binomio rentabilidad-riesgo y la liquidez de los activos financieros pueden ser diferentes dependiendo de su vencimiento, a corto y a largo plazo. La liquidez también depende de los mercados en los que cotice, aunque, generalmente, los productos de renta fija suelen ser muy líquidos (Elvira *et al.*, 2017).

Por último, hay que tener en cuenta que en la rentabilidad real de una inversión influyen otros factores. Uno de ellos es la inflación, sobre todo en el caso de renta fija a largo plazo (MytripleA Valores, 2018). Pero también influye en esa rentabilidad, gastos, comisiones o impuestos que haya que desembolsar.

A continuación, realizaremos una valoración de los activos de renta fija. Para determinar el precio de estos activos hay que distinguir entre valores de rendimiento implícito y valores de rendimiento explícito (López *et al.*, 2018).

3.1. Valores de rendimiento implícito

Como se ha comentado anteriormente, en estos valores no hay un pago explícito de intereses. Por tanto, para determinar su precio en un momento dado (P), hay que hallar la equivalencia financiera entre este y su valor nominal (N), que se recibirá al vencimiento después de t u.t.



Así, si denotamos por i al tanto de interés anual efectivo que mide la rentabilidad anual exigida por el mercado para un título de renta fija, el precio en las

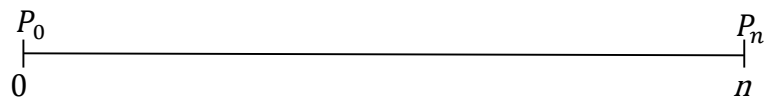
operaciones a corto plazo se obtiene, normalmente, utilizando la ley de capitalización simple de la siguiente manera:

$$P(1 + i \cdot t) = N.$$

Y si la operación es a largo plazo, lo habitual es utilizar la ley de capitalización compuesta:

$$P(1 + i)^t = N.$$

Para determinar la rentabilidad se procede de forma análoga, con la diferencia que se conoce el precio de compra (P_0) y el de la venta (P_n) (o el nominal si se mantiene hasta el vencimiento).



Así, la rentabilidad anual (i) para una inversión que se mantenga n u.t. se obtiene a partir de las siguientes expresiones:

- $P_0(1 + i \cdot n) = P_n$ en operaciones a corto plazo.
- $P_0(1 + i)^n = P_n$ en operaciones a largo plazo.

No obstante, con independencia de que sean operaciones a corto o a largo plazo, en muchas ocasiones se utiliza la ley de capitalización compuesta para medir la rentabilidad.

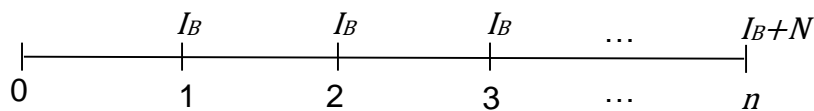
3.2. Valores de rendimiento explícito

Son aquellos en los que se pagan intereses de forma periódica. A cada pago de intereses se denomina cupón. Suelen ser títulos a largo plazo por lo que en su valoración se utiliza la ley de capitalización compuesta. En las emisiones de valores con rendimiento explícito se especifica un tanto de interés efectivo (i_B) a partir del cual se determina el importe de cada cupón, I_B , de la siguiente forma:

$$I_B = N \cdot i_B,$$

siendo N el valor nominal del título.

En muchas emisiones el pago de los cupones es anual. En ese caso, para obtener el precio de los títulos (P) se deberá calcular el valor, en ese momento, tanto de los cupones futuros como del nominal que se recibirá al vencimiento:



$$P = I_B \cdot a_{\overline{n}|i} + N(1 + i)^{-n},$$

siendo i el tanto de interés anual efectivo que exija el mercado y n el número de años de la emisión.

Para calcular la rentabilidad, se utilizará una expresión similar a la anterior teniendo en cuenta exclusivamente los cupones que resten por pagar y el valor nominal del título.

4. RIESGO DE LA RENTA FIJA

Según Elvira *et al.* (2017), los valores de renta fija comprenden un gran número de instrumentos que pueden emitir tanto las empresas privadas como las públicas, lo que se traduce en que tanto la rentabilidad como el riesgo sean muy variables. Respecto del riesgo, existen diferentes tipos a los que podemos enfrentarnos al realizar operaciones de inversión de renta fija. Además, para medir el riesgo de una emisión se establece su rating o calificación crediticia. Y también es importante determinar las garantías que ofrece una emisión y la prelación de cobro que existe entre los inversores.

4.1. Tipos de riesgo

Cualquier producto de inversión implica un riesgo en mayor o menor medida. Este riesgo puede tener distintas fuentes como puede ser, entre otros, el riesgo derivado de una situación de impago o el de no poder recuperar una inversión antes de la fecha de vencimiento.

4.1.1. Riesgo de crédito

Es el riesgo derivado de la posibilidad de que un emisor se sitúe en una situación de impago y entre en concurso de acreedores o en quiebra. En ese caso, el emisor no podría atender a las obligaciones de pago que había prometido cumplir, y los inversores podrían no recuperar su inversión o no cobrar los intereses dentro de los plazos acordados en la emisión.

Por ello, y con el fin de determinar el riesgo de crédito, antes de que los inversores adquieran los activos se necesita información sobre el grado de confianza que puede tener un emisor, ya sea este público o privado. Para ello, se debe realizar un análisis tanto de la solvencia que tenga el emisor en general, como de las garantías de la emisión en particular.

4.1.2. Riesgo de liquidez

Es el riesgo derivado de no poder recuperar fácilmente una inversión antes de la fecha de vencimiento, lo que implicaría que no se puede desinvertir en cualquier momento sin sacrificar precio. Este riesgo es máximo cuando la emisión no cotiza en ningún mercado secundario regulado ya que, en este caso, existe menos liquidez al ser mucho más complicado encontrar comprador.

4.1.3. Riesgo de mercado

Es el riesgo procedente de la variación en el precio de mercado de un título. La existencia de este riesgo es más evidente en los títulos que cotizan en el mercado secundario. El riesgo de mercado se analiza a través de la volatilidad de los precios, de forma que cuánto más volátil sea un título, mayor es el riesgo de mercado. La volatilidad mide tanto la frecuencia como la intensidad de los cambios en el precio de un activo financiero (El Economista, 2016b).

El riesgo de mercado tiene distintos orígenes, pudiendo proceder, entre otros, de la variación del precio de las mercancías o de las acciones, de la variación del tipo de interés o del tipo de cambio.

4.1.4. Riesgo país

Este tipo de riesgo deriva, en general, de la situación económica de un país y, en particular, de su nivel de endeudamiento. Afecta a todos los activos y pasivos financieros del país, sin importar la naturaleza del sujeto financiado y la instrumentación de la financiación (Moral, 2000).

4.2. Rating o calificación crediticia

El *rating*, *credit rating* o *calificación crediticia* se realiza por agencias especializadas privadas⁵ y tiene como objetivo establecer una clasificación de un país, empresa o emisión concreta a partir de su riesgo de crédito. Para poder realizarla correctamente es necesario establecer unos criterios, tanto para las emisiones de deuda pública como para las de deuda privada (Elvira *et al.*, 2017), valorando una serie de aspectos:

- La probabilidad de impago de un emisor.
- Las provisiones de la empresa (fondos que se guardan para cubrir obligaciones futuras).
- El nivel de prioridad que tienen los acreedores en caso de impago.
- La evolución financiera pasada y las perspectivas que se darán en el futuro.
- El entorno económico.
- La posición en la que se encuentra el emisor respecto al sector.
- El entorno tanto jurídico como normativo.

4.3. Garantías y prelación de cobro

Para Elvira *et al.* (2017), a la hora de analizar la inversión en un valor de renta fija es importante evaluar las garantías ofrecidas por la entidad emisora. Con ello se pretende estudiar el nivel de solvencia presente y futuro del deudor, ya que es un factor principal para tomar la decisión de prestar el dinero que solicita. Esa confiabilidad que nos da el emisor de los bonos se denomina *garantía simple*.

⁵ Las tres principales agencias de rating son Standard & Poors (S&P), Moody's y Fitch.

Se puede aumentar la garantía simple añadiendo algunas adicionales que respondan al pago de la deuda, como puede ser, por ejemplo, un activo inmobiliario. Se habla entonces de emisiones con *garantía reforzada*. Esta nos da mayor seguridad para el cobro futuro de nuestro préstamo, siempre que el aval o el activo no pierda valor.

También puede ocurrir lo contrario, emisiones de renta fija con menos garantías en comparación con otras. Estamos ante lo que se denomina *garantías reducidas*. En este caso, si se da una quiebra se tiene un menor derecho a cobrar que otros acreedores.

Por último, es importante determinar la *prelación de cobro* de las deudas contraídas por una empresa o entidad para poder analizar los distintos títulos de renta fija que hay en el mercado. Si una de las emisiones de deuda no tiene garantías reducidas, estamos ante la denominada *deuda sénior*, que será la primera que tenga derecho a cobrar ante una quiebra.

5. DEUDA PÚBLICA

La deuda pública es un conjunto de obligaciones que mantienen las administraciones públicas (Estados, Comunidades Autónomas, Ayuntamientos, etc...) frente a los particulares u otros países. Esta deuda se puede instrumentalizar de distintas formas: mediante préstamos, aplazamientos de pago a proveedores, etc., aunque la más importante, por su cuantía, es mediante la emisión de títulos valor.

Los principales títulos de deuda pública existentes en el mercado español son los emitidos por el Tesoro Público y se denominan genéricamente Valores del Tesoro (Tesoro Público, s.f.b). Su finalidad es doble: servir como instrumento de control de la política monetaria y actuar como instrumento de financiación del déficit público (López *et al.*, 2018). Los Valores del Tesoro más habituales son las Letras del Tesoro (títulos emitidos a corto plazo) y los Bonos y Obligaciones del Estado (a medio y largo plazo). Tienen un valor nominal de 1000 euros y están representados por anotaciones en cuenta en el Banco de España.

Como todos los activos de renta fija, se pueden adquirir en el mercado primario o en el mercado secundario (directamente en el Banco de España o a través de una entidad gestora). En el mercado primario los Valores del Tesoro se emiten por un procedimiento de subasta competitiva. Para acudir a ella se deben realizar peticiones, que pueden ser competitivas (en las que se especifica el precio que se ofrece por cada título y la cantidad de títulos que se desea adquirir) o no competitivas (en las que solo se especifica la cantidad de títulos). El procedimiento de ejecución de la subasta es el siguiente:

1. Las peticiones competitivas se ordenan de mayor a menor precio ofertado, anotando la cuantía total que se solicita a cada precio.
2. El Tesoro Público, a la vista de la cuantía total máxima que desea emitir en esa subasta y de los precios y cantidades solicitadas, fija el precio mínimo que está dispuesto a aceptar, denominado precio marginal. Se eliminan las peticiones cuyo precio sea inferior al marginal (por tanto, esas peticiones no suscriben títulos en esa subasta).
3. Se halla con las peticiones aceptadas, el precio medio ponderado, utilizando como pesos de ponderación las cuantías solicitadas a cada uno de los precios.
4. La adjudicación se realiza como sigue:
 - Las peticiones competitivas aceptadas cuyo precio ofertado sea inferior al medio ponderado pagan el precio ofertado.
 - Si han ofertado un precio superior, pagan el precio medio ponderado.
 - Todas las peticiones no competitivas son atendidas y pagan el precio medio ponderado.

5.1. Letras del Tesoro

Son títulos emitidos al descuento por el Tesoro Público y tienen rendimiento implícito. Las últimas emisiones de Letras que ha realizado el Tesoro han sido a 3, 6, 9 y 12 meses, aunque algunos años también las ha emitido a 18 meses.

Para determinar el tipo de interés medio y marginal resultante de la subasta, el Tesoro Público utiliza las siguientes expresiones:

- $N = P(1 + i \frac{t}{360})$, si $t \leq 1$ año natural.
- $N = P(1 + i)^{t/360}$, si $t > 1$ año natural.

siendo t el número de días hasta el vencimiento.

5.2. Bonos y Obligaciones del Estado

Según López *et al.* (2018) son títulos de renta fija emitidos por el Tesoro Público a medio y largo plazo. Tienen rendimiento explícito con pago anual de cupones (Tesoro Público, s.f.a). La única diferencia que existe entre los Bonos y las Obligaciones del Estado es el plazo de amortización, que oscila entre 2 y 5 años para los Bonos y más de 5 para las Obligaciones. Las últimas emisiones del Tesoro Público han sido Bonos a 3 y 5 años y Obligaciones a 10, 15 y 30 años.

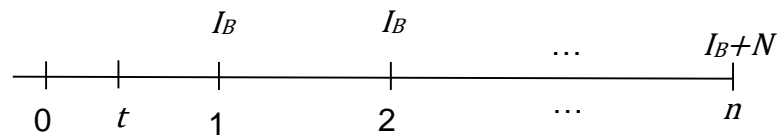
El valor de amortización es a la par, salvo que, por Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se disponga otro valor distinto o se trate de amortización anticipada por recompra (Universidad a Distancia de Madrid, 2019).

En estas emisiones se utiliza la técnica de la emisión por tramos. Consiste en mantener abierta la emisión del mismo valor durante varias subastas, de forma que el Tesoro Público fija las características de una emisión (tipo de interés, fecha de amortización, fecha de pago de cupones, etc.) y en vez de subastar de una sola vez la cuantía total que quiere emitir lo hace en varias partes (los tramos) en subastas consecutivas. Así, la subasta de un tramo puede ser anterior o posterior al origen teórico⁶ de la emisión.

A la hora de determinar el tipo de interés medio o marginal resultante de la subasta se pueden dar dos casos:

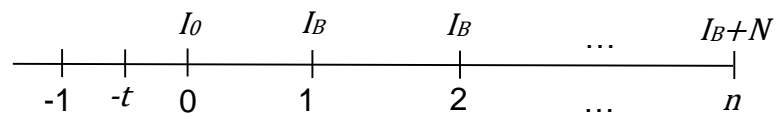
⁶ Origen teórico de un bono: es la fecha donde nos tendríamos que situar en un bono a n años para que falten exactamente n años para su vencimiento.

- Si la subasta es posterior al origen teórico (t días después), se determinan a partir de la siguiente expresión:



$$P_m = \left[I_B \cdot a_{\bar{n}|i_m} + N(1 + i_m)^{-n} \right] (1 + i_m)^{t/365}.$$

- Si la subasta es anterior al origen teórico (t días antes), se determinan a partir de:



$$P_m = \left[I_0 + I_B \cdot a_{\bar{n}|i_m} + N(1 + i_m)^{-n} \right] (1 + i_m)^{-t/365}.$$

I_0 es un cupón reducido que, cuando la subasta es anterior al origen teórico, decide pagar, en ocasiones, el Tesoro Público. Se determina de la siguiente forma:

$$I_0 = N \cdot i_B \cdot \frac{t}{365}.$$

Obviamente, cuando el Tesoro Público decide no pagarlo, su valor es nulo.

6. RENTA FIJA PRIVADA

Los activos de renta fija privada constituyen un grupo amplio de valores negociables que emiten las empresas y son préstamos de los inversores a estas entidades. A la hora de analizar los principales títulos de renta fija privada distinguiremos entre los emitidos a corto plazo y los emitidos a largo plazo.

6.1. Renta fija privada a corto plazo

Son títulos que se emiten con plazos de vida inferiores a 18 meses. En muchas ocasiones son títulos emitidos al descuento y habitualmente tienen rendimiento

implícito. Si no lo son, suelen concentrar el pago de intereses y la devolución del principal en la fecha de vencimiento o amortización (Fernández *et al.*, 2013). Entre los activos de renta fija privada a corto plazo, a continuación se analizan, como más habituales, los pagarés de empresa y los repos.

6.1.1. Pagarés de empresa

Según Fernández *et al.* (2013), un pagaré es un activo financiero de rendimiento implícito, similar a la Letra del Tesoro, emitido habitualmente a corto plazo por entidades privadas. Es un título de crédito que contiene el compromiso de pagar una determinada cantidad a su poseedor en una fecha de vencimiento expresa.

Al ser emisiones privadas, los pagarés de empresas suelen entrañar más riesgo que la Letras del Tesoro y tener una liquidez menor.

Se emiten bien por un procedimiento de subasta al descuento, similar a la de los Valores del Tesoro, o bien sin subasta, ofreciendo una rentabilidad previamente fijada. La metodología de valoración de los pagarés es la misma que la de las Letras del Tesoro, con la principal diferencia de que el mercado utiliza en su valoración la capitalización simple si su vencimiento es menor de 376 días (en vez del año natural) y capitalización compuesta si es superior a ese plazo.

6.1.2. Repos

Acuerdo por el que una parte compra a otra un determinado activo (Letras del Tesoro, pagarés, etc.), pagando por ello un determinado precio y comprometiéndose a la reventa a su propietario original en un plazo y a un precio preestablecido (López *et al.*, 2018).

En este tipo de operación tanto el cedente como el cesionario conoce de antemano el precio de compra y de recompra y, en consecuencia, la rentabilidad y el coste de la operación. Suelen ser operaciones a corto plazo, con rendimiento implícito, por lo que en su valoración se utiliza la ley de capitalización simple.

6.2. Renta fija privada a largo plazo

En el ámbito de los mercados de renta fija a largo plazo, los títulos de mayor divulgación son aquellos emitidos a un tipo de interés fijo con unos plazos de amortización que van desde los 2 años hasta los 40 años. Esto no excluye la existencia de títulos a plazos superiores o incluso bonos de vencimiento indefinido (deuda perpetua) (Fernández *et al.*, 2013).

6.2.1. Strips

Según Moral (2000), los strips proceden de la segregación de los pagos del principal y de los cupones de un instrumento de deuda, a través de la negociación y contratación independiente de ambos. Así, un título con rendimiento explícito, que ofrece el pago de n cupones, se divide en $n+1$ strips, con rendimiento implícito, uno por cada cupón y otro por el principal. Muchas emisiones realizadas por el Tesoro Público de Bonos y Obligaciones del Estado tienen la consideración de deuda segregable.

6.2.2. Bonos corporativos

Son títulos emitidos por grandes empresas. A diferencia de los Bonos y Obligaciones del Estado, están expuestos a un mayor riesgo de crédito. Cuánto más grande sea el riesgo, mayor será la tasa de interés que el emisor habrá de pagar (Ehrhardt *et al.*, 2007). Dentro de los bonos corporativos podemos destacar los bonos cupón cero y los bonos con cupón fijo. Los bonos cupón cero son emisiones de valores donde los intereses se abonan al vencimiento junto con el principal. Estos bonos tienen generalmente, un vencimiento a corto o a medio plazo. Los bonos con cupón fijo son títulos con rendimiento explícito y generan flujos de caja constantes y predeterminados desde el momento de su emisión.

6.2.3. FRN o bonos con interés flotante

Los FRN (*Floating Rate Note*), o bonos con interés flotante, son títulos de renta fija con cupón variable. Se diferencia de los bonos convencionales en que estos tienen un cupón fijo hasta la fecha de vencimiento, mientras que en los FRN el

tipo de interés que se utiliza para determinar el cupón varía en función de algún índice de un mercado monetario de referencia (Del Arco, s.f.).

Son bonos emitidos a largo plazo en los mercados financieros internacionales. En España, los índices de referencia más habituales que se utilizan en esta clase de bonos están ligados al Euribor o la inflación. Desde el año 2014, el Tesoro Público realiza emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado indexadas a la inflación europea.

6.2.4. Participaciones hipotecarias

Estas participaciones representan una cesión total o parcial de un préstamo hipotecario entre distintas entidades o de una entidad al público. Según López (2018), la más normal es la cesión parcial, de manera que la entidad participa en el préstamo hipotecario y cobra la parte de los intereses del mismo que le corresponden de acuerdo con su participación relativa. Son, por tanto, valores de rendimiento explícito. Habitualmente, las participaciones hipotecarias contienen un porcentaje sobre el principal de uno o varios créditos de la entidad emisora. Son emitidas únicamente por aquellas entidades que tienen autorización para operar en el mercado hipotecario.

6.2.5. Fondos de titulización hipotecaria

Constituyen patrimonios sin personalidad jurídica, cuyo activo está formado por agrupaciones de diversas participaciones hipotecarias, y su pasivo está integrado por títulos valor que están emitidos cumpliendo una serie de condiciones, de forma que los títulos que se ponen en circulación provoca que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

Las ventajas de la titulización hipotecaria son importantes, debido a que permite una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios otorgados por las entidades de crédito, lo que estimula la competencia y contribuye al abaratamiento de los préstamos hipotecarios (Moral, 2000).

7. PRODUCTOS HÍBRIDOS

Son aquellos que por su naturaleza no se pueden clasificar ni de renta fija ni de renta variable, y que tienen características de ambas, por eso se les denomina híbridos (Comisión Nacional del Mercado de Valores, s.f.). Los principales productos híbridos son las participaciones preferentes y las obligaciones y bonos convertibles.

7.1. Participaciones preferentes

Según la estructura que tienen estas participaciones, tienen un carácter perpetuo, es decir, no tienen fecha de vencimiento. El emisor, en el caso de que sea una entidad de crédito, suele reservarse el derecho a amortizarlas unilateralmente a partir de los cinco años. Su emisión tiene que tener la autorización del Banco de España y suelen cotizar en el Mercado AIAF. Es un producto con alto riesgo, que puede generar ganancias pero también puede producir pérdidas en el capital invertido.

Poseen semejanzas y diferencias tanto con la renta fija como con la renta variable ya que en un primer periodo su rentabilidad es fija, y en el resto de la vida del producto es variable.

7.2. Bonos y obligaciones convertibles y/o canjeables

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (s.f.), la convertibilidad implica que existe la posibilidad de transformar un activo financiero en otro. Así, una obligación se puede transformar en una acción o en otra clase de obligaciones. La diferencia entre una obligación canjeable y una convertible radica en que en el primer caso la obligación se canjea por acciones viejas que tenía el emisor en su autocartera, mientras que en el segundo la obligación se entrega a cambio de acciones nuevas. El número de acciones que se entregan por bono u obligación, los precios y las fechas de canje o conversión, vienen expuestas en el folleto de emisión.

Hasta la fecha de conversión, el poseedor recibe los intereses pactados en la emisión de las obligaciones mediante el cobro de cupones periódicos. Cuando llega la fecha de canje, el inversor tiene dos alternativas:

- Ejercitar la opción de conversión, si el precio de las acciones ofrecidas en canje o conversión es inferior a su precio de mercado.
- Mantener las obligaciones hasta la fecha de su vencimiento.

8. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA RENTA FIJA EN ESPAÑA

En este apartado analizaremos la evolución de los mercados de renta fija en España desde finales de 2007 hasta 2018. Esta evolución está influenciada por la situación económica general y por lo ocurrido en los mercados internacionales. Observaremos también, como se han modificado la deuda pública y la renta fija privada (Bolsas y Mercados Españoles, 2019a, 2019b, 2019c, 2019d, 2019e, 2019f, 2019g, 2019h, 2019i, 2019j, 2019k).

8.1. Evolución de la situación económica general

Desde el verano de 2007 hasta finales de 2008, el mercado financiero español fue uno de los más afectados por la fuerte crisis mundial. Esta crisis se originó en el mercado inmobiliario norteamericano, con la quiebra del gigante financiero Lehman Brothers, y se derivó al resto de mercados financieros a través de las hipotecas “subprime”, hipotecas con una alta desconfianza crediticia, por su alto riesgo de crédito.

En los años siguientes, entre 2009 y 2010, todos los mercados, ya fuesen financieros, crediticios, monetarios o de valores, estuvieron bajo altas tensiones de liquidez por las consecuencias derivadas de la reciente crisis. Lo que generó grandes incertidumbres y desaceleración en las principales economías mundiales.

En el año 2010, comenzó en Europa la crisis de deuda, que afectó primero a Grecia y luego a Irlanda, Portugal, Italia, España y Chipre. La crisis se inició porque los operadores financieros se convencieron de que las instituciones europeas, que se crearon para defender a las economías y a los ciudadanos de los efectos negativos de la inestabilidad financiera, no estaban cumpliendo con esa finalidad.

Los años 2011 y 2012 estuvieron marcados por la incertidumbre encontrada en los mercados de valores e instrumentos financieros mundiales, lo que afectó a la recuperación de la economía y a la posibilidad de volver a tener un crecimiento sostenible.

Desde 2013, se reducen las tensiones existentes en los mercados y las expectativas para que la economía mundial volviera a un camino sostenible de crecimiento mejoran. Las áreas más desarrolladas, Estados Unidos, en primer lugar, Japón y, por último, Europa, empiezan a dar signos de que pueden ir dejando atrás de forma definitiva la crisis. En ese año, en el área euro, el Banco Central Europeo (BCE), incorporó una política más activa para mejorar las condiciones financieras de los países del entorno. Sin embargo, al deteriorarse la actividad económica, las expectativas de crecimiento no fueron buenas para los años sucesivos.

En este periodo España ha sido el principal referente de la mejora en el área euro, en la financiación de las empresas, en el sector público y en la vuelta de la actividad económica con cifras de crecimiento ligeramente positivas. Este crecimiento se ha mantenido a pesar de la existencia de desequilibrios e incertidumbres, como fue el elevadísimo desempleo.

En 2014, España tuvo una actividad económica con crecimiento positivo. Esto se debió a una mayor confianza de la inversión extranjera, a que el sector privado estuviera inmerso en un proceso de desendeudamiento y a los sumamente buenos resultados obtenidos por la banca española en las pruebas de solvencia europeas practicadas por el BCE. Sin embargo, aún persistían desequilibrios debidos a la alta tasa de desempleo, al déficit y al aumento del endeudamiento de las cuentas del sector público.

En 2015, 2016 y 2017 España destacó por sus cifras macroeconómicas, con un crecimiento del PIB⁷ en el entorno del 3,1%. Esto le hizo situarse a la cabeza del conjunto de grandes países desarrollados a pesar de la situación inestable en la política causada por la repetición de las elecciones generales, y por la cuestión

⁷ Producto Interior Bruto (PIB): es una magnitud macroeconómica que expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios de demanda final de un país o región durante un periodo determinado (Sevilla, 2019).

catalana. Aunque todavía se presentan desequilibrios, como el alto índice de desempleo, la elevada tasa de desempleo, una deuda pública creciente y un déficit público difícil de controlar.

Sin embargo, en 2018, España se encontraba en un momento más maduro del ciclo, debido al impacto de los factores de riesgo, como son la desaceleración mundial y europea y las crisis existentes en algunas economías emergentes. En los últimos compases de 2018, el PIB disminuyó con respecto a años anteriores, situándose en una tasa del 2,6%.

8.2. Deuda Pública

Según Viaña (2018), en 2007 el volumen de deuda pública en España era de un poco menos de 385.000 millones de euros. En este año, la economía cerró con superávit por tercer año consecutivo. Sin embargo, unos meses después, España se vio afectado por la crisis financiera que azotaba a todos los mercados internacionales. Causó graves problemas y la desviación presupuestaria superó el 4%. Justo en ese momento fue cuando el aumento de la deuda ya era imparable y ascendió en 2008 hasta superar los 440.000 millones de euros.

El 2009 fue mucho peor y se cerró el año con un déficit de más del 10% de PIB. Lo que provocó un aumento de la deuda, en un solo año, de más de 100.000 millones de euros. Esta situación se repitió en los siguientes cuatro años. En 2012, la deuda total rozaba los 900.000 millones de euros. Estas cifras tenían preocupada a toda Europa. Aunque intervino la Unión Europea, no evitó que la economía española siguiera teniendo graves problemas de deuda.

En 2014, se cerró el año por primera vez con una deuda pública por encima del billón de euros. Esto suponía que en España la deuda era superior al conjunto de su PIB.

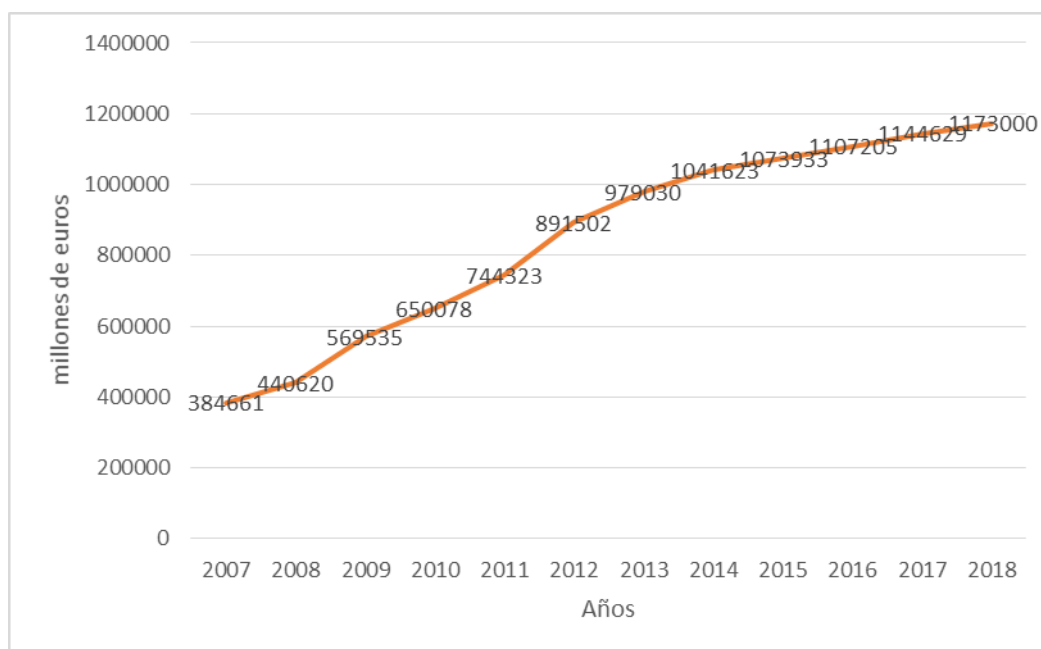
Desde ese año, ha habido un fuerte crecimiento económico, lo que ha provocado que el volumen de deuda pública se mantenga estable en términos de PIB, aunque aún la cifra total, en términos absolutos, se mantiene con una tendencia alcista. La deuda en 2015 se situó con 1,073 billones de euros, en el año 2016 en 1,107

billones de euros, en 2017 en 1,144 billones de euros de deuda y en 2018 en 1,173 billones de euros (Gráfico 8.1).

Con estos datos, el Ministerio de Economía calculó que el porcentaje de deuda de las administraciones públicas en 2018 alcanzó el 98,08% del PIB.

Las últimas cifras que se conocen afirman que España va a tardar mucho tiempo en controlar su deuda. En el gráfico 8.1. se muestra la evolución del volumen de deuda pública en España entre los años 2007 y 2018.

Gráfico 8.1. Deuda Pública en España



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

8.3. Renta fija privada

En 2008, la renta fija privada sufrió una gran desconfianza debido a la paulatina sequía que estaba sufriendo el mercado primario, además de la paralización de la actividad de los emisores, por los altísimos precios a los que se exigía emitir. El mercado AIAF, fue clave para poder evitar posibles colapsos en la financiación de las entidades bancarias españolas.

Sin embargo en 2009, en este mercado se mejoraron las condiciones de financiación para las empresas a través de bonos corporativos, en contraposición a las dificultades que había en los mercados crediticios. En Europa, la emisión de renta fija privada en un solo año alcanzó un record histórico con un volumen superior a los 250.000 millones de euros con participación destacada de empresas españolas.

En 2010 y 2011, se reducen las emisiones del mercado primario por la dificultad de los emisores para colocar los títulos.

En 2012 y 2013, los problemas en el mercado primario en España se redujeron, aumentando las emisiones tanto de activos a corto plazo como a medio y largo plazo. Por ejemplo, se emitieron 134.347 millones de euros en pagarés. La favorable evolución del mercado primario se desarrolló con la misma tendencia que el mercado mundial de bonos, que registró una revitalización.

Hubo reducciones de los tipos de interés y de los volúmenes de emisión en los años 2014 y 2015. Esto provocó que las emisiones que se estaban realizando en España se desplazaran a otros mercados, por lo que causó un gran deterioro en el mercado de renta fija privada español. La normalización se fue instalando progresivamente en el mercado primario de emisiones con un incremento del 45% en la admisión de nuevas emisiones con vencimiento a medio y largo plazo. Mientras, el mercado de pagarés continuó débil debido a las bajas rentabilidades que ofrecían.

En 2016 crecieron las emisiones de activos de renta fija privada, así como los pagarés, como consecuencia de la necesidad de la reducción de los balances de las entidades bancarias, aunque se redujeron las rentabilidades de los bonos. Se consolidó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) como canal de financiación de empresas de todo tipo con predominio de las medianas.

Por último, en 2018, los mercados de renta fija privada incorporaron modalidades para poder operar con instrumentos poco líquidos. De este modo, aumentó el volumen de negociación. Se intenta mantener el fuerte ritmo de crecimiento de empresas españolas que captan fondos a través de los valores de renta fija.

Fueron 35 las compañías que utilizaron el MARF para cubrir necesidades de financiación, bien mediante programas de pagarés o con el lanzamiento de emisiones de bonos.

9. CONCLUSIONES

La renta fija es un instrumento de financiación que supone una deuda para el emisor con el objetivo de obtener financiación, mientras que para el inversor es un instrumento que le permite obtener una rentabilidad consiguiendo recuperar el importe de su inversión al cabo de un determinado tiempo prefijado. Los títulos pueden tener vencimiento a corto o a largo plazo, y su rendimiento puede ser explícito, si se pagan intereses de forma periódica, o implícito, si su rendimiento se obtiene exclusivamente a partir de la diferencia entre el valor de venta y el valor de adquisición. Este rendimiento se conoce con certeza desde el momento de su adquisición, siempre que se mantengan los títulos hasta su vencimiento.

Se piensa erróneamente que las inversiones en renta fija no implican ningún tipo de riesgo. Esto no es cierto puesto que cualquier producto financiero tiene inherente un riesgo mayor o menor que puede tener su origen en distintas fuentes. Así, se distingue entre el riesgo de crédito (derivado de una situación de impago), el riesgo de liquidez (que deriva de no poder recuperar una inversión antes de la fecha de vencimiento), el riesgo de mercado (debido a la variación en el precio de mercado de un título) y el riesgo país (derivado de su situación económica).

En el mercado español los principales valores de renta fija están formados:

- Por un lado, por las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado, que constituyen parte de la deuda pública y que son emitidos por el Tesoro Público.
- Y por otro lado, por la renta fija privada, que son una serie de valores emitidos por empresas e instituciones y representan préstamos procedentes de los inversores.

Por último, resaltar que desde el año 2008 la renta fija en España ha sufrido altibajos debido a desequilibrios persistentes. En ese año, la situación

económica, no solo en España, sino en todo el mundo era negativa, debido a la fuerte crisis mundial. En el año 2010, comenzó en Europa la crisis de deuda, que afectó a varios países, causada por las instituciones europeas, las cuales se crearon para defender las economías de los países, y no cumplían con esa finalidad. En cambio, a partir de 2013 se empieza a ver atisbos de crecimiento sostenible en la economía mundial. La mejoría que se produjo en España sirvió de referente en el área euro. En los años siguientes, la actividad económica siguió teniendo un crecimiento positivo, situándose España en cabeza del grupo de los países desarrollados en cuanto a crecimiento económico a pesar de determinadas situaciones internas (altas tasas de desempleo, la situación política, tipos de interés bajos, etc). En 2018 España se encontraba ya en una situación de crecimiento más estable de su economía.

10. BIBLIOGRAFÍA

Agencia Tributaria (s.f.): “Amortización”. Disponible en: https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Inicio/Segmentos/Empresas_y_profesionales/Empresas/Impuesto_sobre_Sociedades/Periodos_impositivos_a_partir_de_1_1_2015/Base_imponible/Amortizacion/Amortizacion.s.html. [Consulta: 28/06/2019]

BBVA (2015): “¿Qué son operaciones Over The Counter (OTC)?”. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/operaciones-over-the-counter-otc/>. [Consulta: 07/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019a): “Informe de Mercado 2008. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2008/esp/infmercado.htm> [Consulta: 16/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019b): “Informe de Mercado 2009. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2009/esp/infmercado.htm> [Consulta: 16/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019c): “Informe de Mercado 2010. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2010>. [Consulta: 16/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019d): “Informe de Mercado 2011. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2011>. [Consulta: 16/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019e): “Informe de Mercado 2012. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2012>. [Consulta: 16/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019f): “Informe de Mercado 2013. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2013>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019g): “Informe de Mercado 2014. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2014>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019h): “Informe de Mercado 2015. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2015>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019i): “Informe de Mercado 2016. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2016>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019j): “Informe de Mercado 2017. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2017>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (2019k): “Informe de Mercado 2018. Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2018>. [Consulta: 06/07/2019].

Bolsas y Mercados Españoles (s.f.a): “MARF”. Disponible en: <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx>. [Consulta: 29/11/2018].

Bolsas y Mercados Españoles (s.f.b): “Mercado AIAF”. Disponible en: <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeAIAF.aspx>. [Consulta: 28/11/2018].

Bolsas y Mercados Españoles (s.f.c): “SENAF”. Disponible en: <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeSENAF.aspx>. [Consulta: 9/11/2018].

Bolsas y Mercados Españoles (s.f.d): “SEND”. Disponible en: <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeSEND.aspx>. [Consulta: 29/11/2018].

Coq, D. (2002): “La Globalización Financiera: Empresas y Estados”. *Revista de Economía Mundial*, 7, pp. 135-156.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (s.f.): “Productos híbridos”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/inversor/hibridos.aspx>. [Consulta: 03/02/2019].

Del Arco, F.J. (s.f.): “FRN. Diccionario empresarial de Wolters Kluwer Legal”. Disponible en: http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASNjSzNjtbLUouLM_DxblwMDS0ND_A1OQQGZapUt-ckhIQaptWmJOcSoA86nxXjUAAAA=WKE. [Consulta: 06/02/2019].

El Economista (2016a): “Sistema de Negociación Multilateral (SMN)”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/sistema-de-negociacion-multilateral-smn>. [Consulta: 18/03/2019].

El Economista (2016b): “Volatilidad”. Disponible en: <https://www.economista.es/diccionario-de-economia/volatilidad>. [Consulta: 19/03/2019]

Ehrhardt, M.C., Brigham, E.F. (2007): *Finanzas Corporativas*. Cengage Learning Editores, S.A., Santa Fe.

Elvira, O., Larraga, P., Puig, X. (2017): *Comprender la inversión en renta fija a corto y largo plazo*. Profit Editorial, Barcelona.

Fernández, J.M., De Castro, M., & Knop, R. (2013): *Manual de instrumentos de renta fija, estructurados de tipos de interés y crédito*. Collado Villalba (Madrid): Delta, Publicaciones Universitarias. Segunda edición.

Larraga, P. (2008): *Mercado monetario y mercado de renta fija*. Bresca Editorial, S.L., Barcelona.

López, F., Mereque, M., Anido, M. (2018): *Matemáticas financieras básicas. 2ª Edición. Aplicaciones al sector público y privado*. Ibergarceta publicaciones, S.L., Madrid.

López, I. (2018): “Participaciones hipotecarias”. Enciclopedia Financiera. Disponible en: <https://www.encyclopediafinanciera.com/manuales/participaciones-hipotecarias.html>. [Consulta: 09/10/2018].

MytripleA Valores (2018): “Rentabilidad real”. Disponible en: <https://www.mytriplea.com/diccionario-financiero/rentabilidad-real/>. [Consulta: 28/06/2019].

Moral, C. (2000): *Los Mercados Financieros*. International Technical & Financial Institute, Madrid

Plan de Educación Financiera. CNMV y Banco de España (2010): “Clasificación de los instrumentos de renta fija”. Disponible en: <http://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosinversion/entafija/clasificacion.html>. [Consulta: 17/10/2018].

Sevilla, A. (2018): “Tasa Interna de Retorno (TIR)”. Economipedia. Haciendo fácil la economía. Disponible en: <http://economipedia.com/definiciones/tasa-interna-de-retorno-tir.html>. [Consulta: 15/10/2018].

Sevilla, A. (2019): “Producto Interior Bruto (PIB)”. Economipedia. Haciendo fácil la economía. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/producto-interior-bruto-pib.html>. [Consulta: 06/07/2019].

Tesoro Público (s.f.a): “Convocatoria de la subasta”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/Deuda-publica/Mercado/Mercado-primario/Procedimiento-de-emision-y-subasta-de-los-valores-del-Tesoro/Convocatoria-de-la-subasta>. [Consulta: 07/07/2019].

Tesoro Público (s.f.b): “Deuda Pública”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/>. [Consulta: 28/06/2019].

Universidad a Distancia de Madrid (Udima) (2019): “Instrumentos de deuda del Estado”. Disponible en: <https://blogs.udima.es/administracion-y-direccion-de-empresas/6-1-instrumentos-deuda-estado-html/>. [Consulta: 16/07/2019].

Viaña, D. (2018): “La crisis triplica la deuda pública: en sólo diez años se ha disparado 760.000 millones”. El Mundo. Disponible en: <https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2018/02/17/5a870d4c46163fa01b8b459f.html>. [Consulta: 17/07/2019].