

## **MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO**

**EL IMPACTO DE LA RECIENTE CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA  
FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO EN ESPAÑA**

(The impact of the recent economic and financial crisis on financing the public deficit in  
Spain)

Autor/a: D/D<sup>a</sup> Liz Kenty Díaz Manchola

Tutor/a: D/D<sup>a</sup> José Marcos Afonso Casado

Grado en Economía  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES  
Curso Académico 2013 / 2014

En La Laguna, Junio 4 de 2014

D. José Marcos Afonso Casado del Departamento de Economía Aplicada y Métodos Cuantitativos.

CERTIFICA:

Que la presente Memoria de Trabajo Fin de Grado titulada "El impacto de la reciente crisis económica y financiera en la financiación del déficit público en España" y presentada por la alumna Liz Kenty Díaz Machola realizada bajo mi dirección, reúne las condiciones exigidas por la Guía Académica de la asignatura para su defensa

Para que así conste y surta los efectos oportunos, firmo la presente, en La Laguna a 2 de junio de dos mil catorce

El/La tutor/a o Los/as tutores/as



Fdo: D. José Marcos Afonso Casado.

La Laguna a 2 de junio de 2014

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

	Página
RESUMEN	4
INTRODUCCION	5
1. EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA A PARTIR DE LA CRISIS DE 2008	6
1.1 Mercado de Deuda Pública	7
<i>1.1.1. Letras del tesoro</i>	12
<i>1.1.2. Bonos y Obligaciones del Estado</i>	16
1.2 Mercado Primario	20
<i>1.2.1. Ambito legal</i>	21
1.3 Mercado Secundario	21
<i>1.3.1. Tipos de operaciones</i>	22
<i>1.3.2. Operaciones de segregación y de reconstrucción</i>	23
<i>1.3.3. Ámbitos de negociación</i>	24
2. ANALISIS COMPARATIVO DE LA DEUDA PUBLICA EN LA UE	27
2.1 La prima de riesgo en algunos países de la zona euro	28
2.2 Agencias de calificación	30
<i>2.2.1 Relación entre la prima de riesgo y los ratings</i>	31
3. CONCLUSIONES	34
4. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	35
5. ANEXO Y TABLAS	37

## ÍNDICE DE TABLAS

	Página
Tabla 1.1 Deuda del Estado en circulación (2001-2014)	9
Tabla 1.2 La financiación del Tesoro 2013	12
Tabla 1.3 Subasta de Letras del Tesoro 2013	13
Tabla 1.4 Subasta de Bonos y Obligaciones del Estado 2013	17
Tabla 1.5 Mercado secundario	26
Tabla 2.1 Evolución de la Deuda Pública en los países de la zona euro (2002-2013)	27
Tabla A: Evolución de la prima de riesgo mensual media en algunos países de Europa (2007-2014)	37

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 Evolución de la deuda pública en España y la zona euro 2002-2013	7
Gráfico 1.2 Subasta de Letras, Bonos y Obligaciones, peso sobre el total de la Deuda Pública	10
Gráfico 1.3 Coste medio de emisión	11
Gráfico 1.4 Subasta de Letras del Tesoro 2014	15
Gráfico 1.5 Subasta de Bono y Obligaciones del Estado 2014	20
Gráfico 1.6 Representación de terceros y titulares de cuentas sobre el total negociado (2001-2014)	24
Gráfico 2.1 Evolución de la prima de riesgo en algunos países de la zona euro (2007-2014)	30
Gráfico 2.2 Rating a largo plazo de algunos países de la zona euro	32

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1 Escala de calificación	31
Cuadro 2.2 Rating: calificación de la deuda de los países (2014)	33

## RESUMEN

El interés principal de este trabajo se basa en el conocimiento del mercado de Deuda Pública, sus componentes y su aportación a la financiación del Estado; se han utilizado datos de las páginas oficiales y en base a los diferentes informes publicados en los últimos años, hemos llegado a una serie de conclusiones de las cuales la más relevante y la que es el centro de atención de este trabajo, es la respuesta a la pregunta ¿Cuál ha sido el efecto de la crisis económica y financiera en la financiación del Déficit Público? como respuesta, tenemos que se ha incrementado la carga de la deuda pública y que los valores del Tesoro Público aportan más de un 50% a la financiación total y en concreto las obligaciones del Estado son las que mayor peso representan en el total de la financiación del Estado.

Palabras claves: Deuda Pública, prima de riesgo, calificaciones crediticias, valores del Tesoro.

## ABSTRAC

The main interest of this work is based on the knowledge of the public debt market, its components and its contribution to the financing of the State; therefore it has been used information and data from official pages. After analyzing the different reports published in recent years, we have reached a number of conclusions of which the most relevant and which is the focus of this work is the answer to the question: What has been the effect of the economic and financial crisis on the financing of the public deficit? in response to this question, we have to say that has increased the burden of government debt and the securities of the Treasury provide more than 50% to the total funding, and specifically the obligations of the State are those that represent a greater weight and importance in the total funding of the State.

Keywords: Public Debt, risk premium, credit rating, Treasury securities.

## INTRODUCCIÓN

La deuda pública es un tema muy importante en la actualidad, es un método de financiación para el Estado, es por ello que es tan relevante su análisis y más aún su evolución desde el inicio de la crisis económica y financiera. Sin embargo, ¿Cuál ha sido el efecto de la crisis económica y financiera en la financiación del Déficit Público? y ¿qué instrumentos son los que más han aportado a la financiación de la Deuda?

Éste trabajo da respuesta a estas preguntas, y para ello se ha estudiado por un lado el mercado de deuda pública y su evolución desde el inicio de la crisis económica y financiera, y por otro, la prima de riesgo y las agencias de calificación junto con su actividad en los mercados.

Estas agencias de calificación son las protagonistas desde el inicio de la crisis e inclusive son acusadas como culpables de dicha crisis. Esto no quiere decir, que sus calificaciones y expectativas no influyan sobre las decisiones de los inversores en la deuda pública, ni en la deuda privada.

El trabajo se estructura en dos capítulos; el primero se encarga de estudiar la evolución y el mercado de Deuda Pública. Está centrado en la evolución histórica desde el inicio de la crisis de 2008, su regulación legal, también se definen detalladamente el mercado de Deuda Pública, las Letras del Tesoro, los Bonos y las Obligaciones del Estado y por último se analiza el mercado primario y secundario.

El segundo capítulo, se centra en la comparación de la deuda pública Española, la prima de riesgo y los ratings con algunos países de la zona euro; y una breve definición de las agencias de calificación.

Por último, se exponen las conclusiones a las que se ha llegado con la realización de este trabajo y se citan las referencias bibliográficas utilizadas.

## 1. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA A PARTIR DE LA CRISIS DE 2008

Debido al desmoronamiento económico generado por la crisis económica y financiera, los gobiernos intentaron corregir la coyuntura con rescates bancarios y políticas de carácter expansivo de corte keynesiano con el fin de promover que las economías retornaran al crecimiento y al incremento del empleo. No obstante los problemas no se pudieron corregir por mucho tiempo, sino de manera transitoria, y la consecuencia del uso de este tipo de políticas expansivas ocasionaron que la situación fuese a peor, dando como resultado elevados niveles de deuda pública, inestables a largo plazo. El resultado de esta situación se derivó en una pérdida de confianza a nivel mundial, lo cual recayó fuertemente en el sector financiero, tal y como indica Martínez, Cortiñas & Sánchez (2013).

Con el fin de devolver la confianza perdida a los mercados financieros de la zona euro y por causa del deterioro de las finanzas publicas, la caída del PIB y la destrucción de empleo, en Europa se firmaron a comienzos del 2012 el “Pacto de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG)” y también el Pacto Fiscal Europeo. En este Tratado se abordan tres cuestiones elementales, tales como el pacto presupuestario, la coordinación de las políticas económicas y convergencia y gobernanza de la zona euro. En lo que concierne al pacto presupuestario, la finalidad principal es fomentar la disciplina presupuestaria, primordialmente en la zona euro. La estructuración se constituye mediante dos elementos: la regla de equilibrio presupuestario y el refuerzo del método aplicado en el caso de que exista un deficit excesivo. En cuanto al primer elemento, la regla de equilibrio presupuestario, los países que firmen están comprometidos a integrar en su Derecho nacional una nueva norma, la cual demanda que toda las Administraciones Públicas (AAPP) se hallen en una situación de equilibrio o de superávit. Dicho pacto responsabiliza a los países integrantes a seguir la denominada “regla de oro presupuestaria”, la cual se fundamenta en que los países han de comprometerse a restringir los gastos públicos en función de sus ingresos, con el propósito de asegurar la estabilidad de la deuda pública.

Debido a los elevados niveles de déficit y de deuda pública a los que ha llegado España causados por la crisis, desde la Unión Europea se ha ejecutado la apertura del denominado Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) en España, este proceso sancionador es aplicado a países cuyo déficit público rebase el 3% del PIB y decreta recomendaciones que han de seguir los países que están afectados y también como debe comportarse el deficit para llegar a situarlo a niveles inferiores de lo establecido. Igualmente, se fija en la Ley el margen de deuda publica de las AAPP el cual, conforme con el PDE, se sitúa en el 60% del PIB.

Para hacer posible que se cumpla con los objetivos de reducir el elevado déficit público, el Poder Ejecutivo ha tenido que tomar una serie de medidas, tales como la reforma de la Constitución para incluir la regla de oro presupuestaria, el desarrollo de los

programas de Estabilidad y el deber de plantear importantes reformas de carácter estructural. Tras haber superado grandes baches, al parecer los mercados han retomado un camino más equilibrado y regresa la confianza a los inversores internacionales.

Gráfico 1.1: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA Y LA ZONA EURO(en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia a través de Eurostat

La crisis ha desencadenado el incremento de la deuda de las AAPP en los países de la UE, alcanzando niveles extraordinarios comparado con periodos anteriores al 2008, según el Boletín económico del Banco de España (Julio-Agosto 2013). En el caso de las AAPP; podemos observar en el gráfico 1 que España presentaba en el año 2007 un 36,3% del PIB frente a un 66,2% del PIB en la Zona Euro. Debido a éste reducido nivel de deuda pública inicial, el primer impacto del deterioro cíclico sobre las finanzas públicas fue absorbido con facilidad, sin que se alcanzaran niveles altos del stock de deuda. Desde el 2007, año en el que se llegó al nivel mínimo de deuda pública, el porcentaje de la deuda pública se ha duplicado, a causa de la caída de los ingresos en proporción mayor que la reducción de los gastos, de esta misma forma sucedió con los elevados tipos de interés que tiene que pagar el Tesoro público por el incremento de la prima de riesgo, en los periodos anteriores. Este incremento en el año 2012 ha sido bastante relevante llegando hasta el 84,2% del PIB, debido a un declive del gasto público inferior que el registrado por los ingresos, causado por un menor PIB. Pese a que éste importe se a menor que el de los socios europeos de nuestro entorno, es importante resaltar que el crecimiento en los últimos años ha sido rápido.

## 1.1 MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

La deuda pública, conocido como instrumento del mercado de valores de renta fija, es un mecanismo financiero, mediante el cual los Estados obtienen un ingreso básico. El Estado puede obtener ingresos a través de la venta de títulos en los mercados de dinero

y valores de un país: dichos ingresos sirven de ayuda para financiar las distintas actividades que realiza el Gobierno, tal y como indica Álvarez, Corona & Díaz (2007).

Este activo de suma importancia, como lo es la deuda pública, tiene un lugar relevante dentro de la economía nacional, el cual permite que la política monetaria lo utilice para llevar a cabo los objetivos de estabilización o el desarrollo económico que desempeña dicha política monetaria.

La deuda pública se puede clasificar en función de sus características primordiales, las más habituales son:

- Deuda del Estado: la cual es emitida única y exclusivamente por el sector público central.
- Deuda pública interna: tiene como objetivo la captación de fondos que provienen de los mercados monetarios y de capitales del país. Deuda pública externa: la suscripción de este tipo de deuda procede del mercado externo, viene en divisa extranjera, y su objetivo principal de captación es la financiación del déficit.
- Deuda pública a corto, medio y largo plazo: en este tipo de deuda es en la que nos centraremos a continuación (definición que será tomada de la página web del Tesoro Público).

La economía española no pudo evitar caer en el deterioro causado por la crisis económica y financiera mundial durante el año 2008, de esta misma forma no han podido evitarlo las cuentas públicas. Debido a este importante impacto, el Tesoro Público tuvo que incrementar notablemente las emisiones, a diferencia de lo que se había previsto inicialmente, para poder que hicieran frente a las necesidades de financiación, que crecieron debido a este gran impacto económico tanto por el declive de los ingresos fiscales como por la necesidad de financiar las magnitudes del estímulo económico, de esta forma se manifiesta el Tesoro Público en la Memoria de Deuda Pública (2008).

Una serie de medidas fiscales aprobadas en 2007 y 2008, con el fin de impulsar la actividad e inyectar liquidez a las empresas y a las familias y el veloz e intenso deterioro de el impacto económico por el que se estaba pasando el cual ha supuesto una importante desaceleración de las rentas, los beneficios y el incremento de los aplazamientos de las deudas tributarias, entre otras cosas más, han ocasionado un importante descenso de los ingresos públicos.

Debido a todo esto, en el año 2008 las emisiones brutas totales se incrementaron en más de 48.000 millones de euros, en términos nominales, con respecto a lo que se publicó en diciembre de 2007, llegando a 113.100 millones de euros. Este aumento afectó primordialmente a la emisión de bonos, la cual se incrementó en más de 31.000 millones de euros, según lo previsto para ese año. La emisión de letras del Tesoro registraron de este misma forma un incremento bastante marcado en términos brutos, el cual fue de 19.629 millones de euros.

Tabla 1.1: DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN (Nominal en millones de euros)

Fecha / Valores	LETRAS	BONOS	OBLIGACIONES	OTROS**	TOTAL
2001	35.584	90.633	147.230	33.476	306.923
2002	35.831	84.006	163.104	29.019	311.960
2003	38.766	76.597	169.372	24.399	309.134
2004	36.988	74.915	180.962	26.289	319.154
2005	33.294	69.466	195.196	21.208	319.164
2006	31.301	61.426	202.649	17.082	312.458
2007	32.445	47.133	213.787	13.803	307.168
2008	52.074	59.176	233.866	13.309	358.425
2009	85.512	96.602	279.987	13.301	475.402
2010	89.756	123.340	313.817	13.727	540.640
2011	90.607	147.602	342.307	11.573	592.089
2012	84.612	186.976	369.872	46.770	688.230
2013	89.735	213.659	382.887	48.419	734.699
2014*	85.395	227.910	413.973	48.737	776.015

Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

\*Primer trimestre \*\*Deuda en moneda nacional y extranjera

En la tabla 1.1 podemos observar el crecimiento de la deuda del Estado en circulación en los últimos años, la cual nos indica el incremento del importe bruto que ha tenido en los últimos años, tras haberse registrado una reducción entre 2006 y 2007. En el año 2012 se produjo una ligera reducción del saldo nominal de las letras hasta llegar a estabilizarse en 84.612 millones de euros, lo cual se traduce en una disminución bastante importante aportando al total de la Deuda un 12,3% (Véase gráfico 1.2). Hablando en términos de la estructura, las letras de 1 año aportan un mayor peso que las de 18 meses.

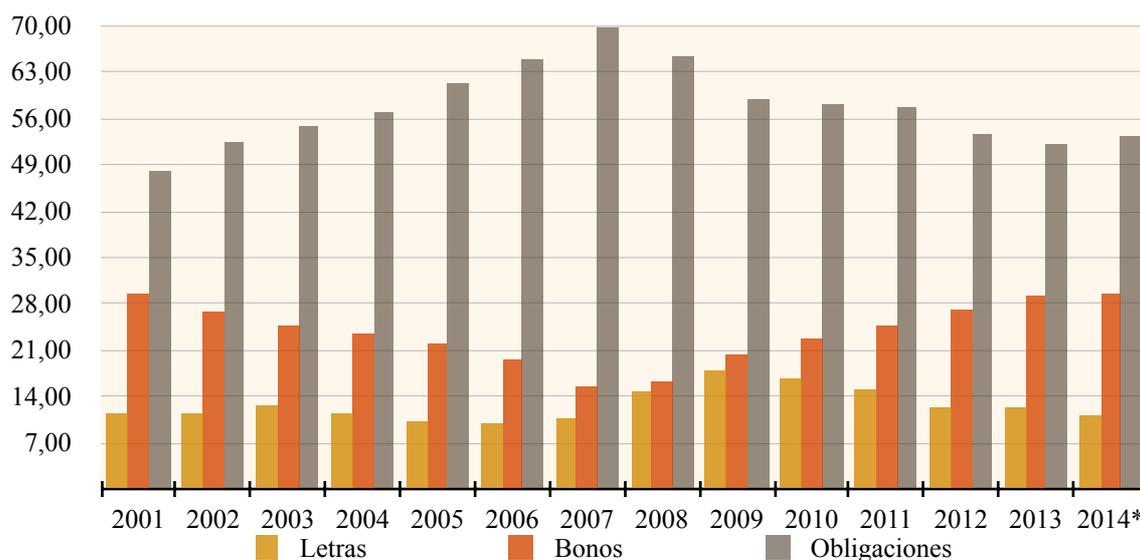
En cuanto a los bonos y obligaciones, la concentración de la emisión bruta determinó que su saldo se incrementase hasta llegar a 186.976 millones de euros y 369.872 millones de euros, respectivamente. Este saldo supone que la importancia de los bonos y las obligaciones en la financiación del Estado fuera de 86,8% a diferencia del año anterior que fue de 84,4%.

Desglosando la composición de los bonos por un lado y las obligaciones por otro, nos indica que el peso en el saldo total en circulación de los bonos creció llegando a un 27,2%, a diferencia de las obligaciones que redujeron su participación pasando de

57,8% en 2011 a un 53,7% en 2012. Aún así, las obligaciones continúan representado más de la mitad de la financiación del Estado.

Cabe resaltar, que el mecanismo de colocación utilizado por el Tesoro Público continúa siendo la subasta, el cual en el año 2013 supuso un 82,79% del importe emitido de bonos y obligaciones frente al 80,91% emitido en 2012.

Gráfico 1.2 SUBASTA DE LETRAS, BONOS Y OBLIGACIONES, PESO SOBRE EL TOTAL DE LA DEUDA PÚBLICA (en porcentajes)



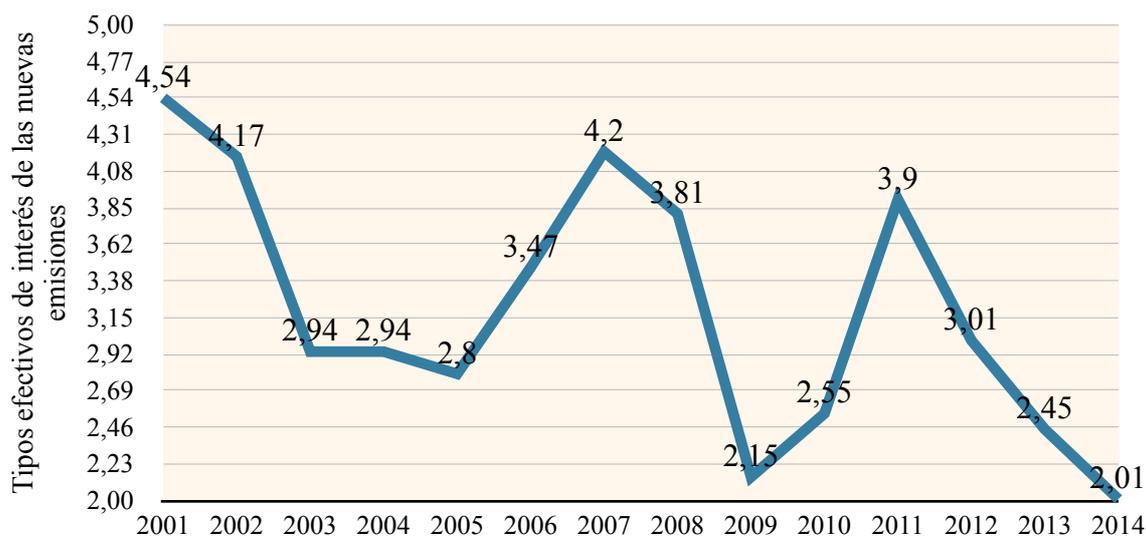
Fuente: Elaboración propia a través de datos del Tesoro Público  
\*Primer trimestre

Por otro lado, según la Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro (2014), se llevaron a cabo una serie de reformas estructurales junto con la contención del déficit público, la agenda europea de integración económica y la fuerte adaptación por parte del sector privado, en el 2013, año en el cual España recuperó la confianza y la credibilidad. La economía logró cerrar el año pasado con superávit en su cuenta corriente, también estabilizar el mercado de trabajo y darle fin a la recesión económica. Todo el trabajo y empeño que realizado hasta ahora, no da fin a la crisis, pero si al principio de la recuperación.

En el año 2013, se llegó a la regularización del mercado de deuda pública, año en el cual el Tesoro Público cumplió el objetivo del programa de financiación el cual se propuso a principio de año con tipos de interés bajos y una volatilidad reducida en todos los puntos de su curva de rendimientos; todo ello sin incluir el segundo tramo del préstamo que le concedió el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) a principios del 2013, de 1.865 millones de euros, el objetivo de financiación neta que se fijó para el año pasado fue de 71.000 millones de euros, en términos efectivos, y al cerrar el ejercicio, se cerró con 71.877 millones de euros. La composición de esta emisión neta, ha sido mayor que la que se esperaba y con una vida media mayor, consiguiendo de esta forma

financiar 6.238 millones de euros menos de lo supuesto en letras a corto plazo y 7.115 millones de euros más en deuda a medio y largo plazo. La financiación del año pasado finalizó con un coste medio de emisión de 2,45%, como podemos observar en el gráfico 1.2, dicho porcentaje es el segundo más bajo en la historia desde la extensión de la Unión Monetaria Europea y decreció medio punto porcentual por debajo de la cifra que se obtuvo al terminar el año 2012; desde el lanzamiento del euro como moneda oficial, el coste medio de emisión periódico sólo fue el más bajo en 2009 con un 2,15%.

Gráfico 1.3: COSTE MEDIO DE EMISIÓN (en %)



Fuente: Elaboración propia a través del Tesoro Público

Actualmente la deuda pública de España vive el momento más dulce históricamente; según la noticia publicada por el diario Expansión (1 de abril de 2014) en julio del año 2012, era alarmante el hecho de que el bono de 10 años era superior al 7% y la sostenibilidad de las finanzas públicas estaba en duda. El Tesoro Público ya ha cubierto el 33,4% de sus necesidades de financiación, las cuales están previstas para todo el ejercicio con un plazo medio por encima de 8 años.

Ahora hablando de emisión bruta, tal y como nos indica el artículo de la Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro (2014), y en términos efectivos para el año 2013, añadiendo los vencimientos a los que hizo frente el Tesoro en este año y separando el préstamo recibido por medio del MEDE, fue de 236.695 millones de euros, de los cuales en deuda a corto plazo, es decir, letras del Tesoro, fueron 108.262 millones de euros y en deuda a medio y largo plazo 128.433 millones de euros. Esta emisión de deuda ha sido superior a la que se estimaba para el 2013, ya que lo que se estimó fueron 230.000 millones de euros, debido a que en los primeros meses se subastaron un gran volumen de letras con vencimiento de 3, 6 y 9 meses, más de lo que se planificó inicialmente. En la tabla a continuación se observan plasmados dichos datos referentes al año 2013.

Tabla 1.2 LA FINANCIACIÓN DEL TESORO 2013

<i>(en miles de millones de euros, en términos efectivos)</i>	Estrategia 2013	Cierre 2013
<b>Emisión neta del Tesoro</b>	<b>71,0</b>	<b>71,9</b>
<b>Emisión Bruta Total</b>	<b>230,0</b>	<b>236,7</b>
<i>Medio y largo plazo:</i>		
Emisión bruta*	121,3	128,4
Emisión neta*	59,0	66,1
<i>Letras del Tesoro:</i>		
Emisión bruta	108,7	108,3
Emisión neta	12,0	5,8
<b>Variación de la deuda de Estado en circulación**</b>	<b>71,0</b>	<b>73,7</b>
<b>Saldo de la deuda del Estado en circulación a final de 2013***</b>	<b>759,7</b>	<b>160,3</b>

Fuente: Elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

\*Incluye deuda en divisas, Bonos y Obligaciones, préstamos y Deudas Asumidas, \*\*Incluye segundo tramo del préstamo del MEDE por valor de 1.865 millones de euros, \*\*\*En términos nominales

La mayor parte de la financiación que se obtuvo en el 2013 provino de 47 subastas ordinarias, de las cuales 24 eran de letras del Tesoro y 23 de bonos y obligaciones del Estado.

### 1.1.1. Letras del tesoro

Son valores de renta fija a corto plazo, los cuales se crearon en junio de 1987, cuando comenzó el funcionamiento del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Para solicitar letras del Tesoro el importe mínimo es de 1.000 euros y si el importe es superior deben ser múltiplos de 1.000 euros; estas Letras se emiten por medio de una subasta. Este tipo de valores son emitidos al descuento, con lo cual el precio en el que son adquiridos es inferior al valor que el inversor recibirá cuando se efectúe el reembolso. El interés o rendimiento generado por cuya letra del Tesoro es la resta entre el precio de adquisición y el valor de reembolso. Estos rendimientos generados por las letras del Tesoro están exentos tanto en el ámbito del Impuesto de Sociedades como del IRPF.

En la actualidad el Tesoro publica letras del Tesoro con los siguientes plazos: 3 meses, 6 meses, 9 meses, 12 meses.

Como ya definimos y explicamos el proceso que siguen las letras del Tesoro, ahora vamos a hablar de su proceso en los últimos años. Según la última Memoria publicada por el Tesoro Público (2011), en aquel año se emitieron letras de 3, 6, 12 y 18 meses, todos los meses del año, éste tipo de deuda aporta mayor liquidez a las referencias que son emitidas con anterioridad y aportan mayor flexibilidad a la administración de la tesorería del Estado, con la posibilidad de obtener fondos a corto plazo.

Según los datos de esta memoria, en el año 2011 la captación de financiación fue superior a la prevista en el informe de la Estrategia para el 2011, en el cual se estimó una emisión de 96.200 millones de euros diferente a lo que realmente se consiguió que fueron 99.300 millones de euros. Éste incremento fue debido mayoritariamente a los plazos más cortos, aún así el importe total de las letras en circulación se incremento únicamente en 900 millones de euros. Su participación se redujo, proporcionalmente, en el total de la Deuda Pública en estado de circulación pasando de 16,6% a 15,3% del volumen total de la Deuda.

En el año 2013 se subastaron letras del Tesoro en los plazos 3, 6, 9, 12 y 18 meses. La tabla 1.4 que tenemos a continuación muestra los resultados de las subastas de letras del Tesoro en el 2013, tanto en la primera como en la segunda vuelta que se le otorga a los creadores, como norma general, la emisión de la segunda vuelta se realiza el segundo día hábil consecutivo de la subasta, por un valor de hasta un 10% de la cantidad subastada y al precio marginal procedente. Del total emitido, el importe colocado en las segundas vueltas fue de 8.260 millones de euros. En lo que va de año 2014, el importe colocado en las segundas vueltas es de 1.188 millones de euros.

Tabla 1.3 SUBASTA DE LETRAS DEL TESORO 2013

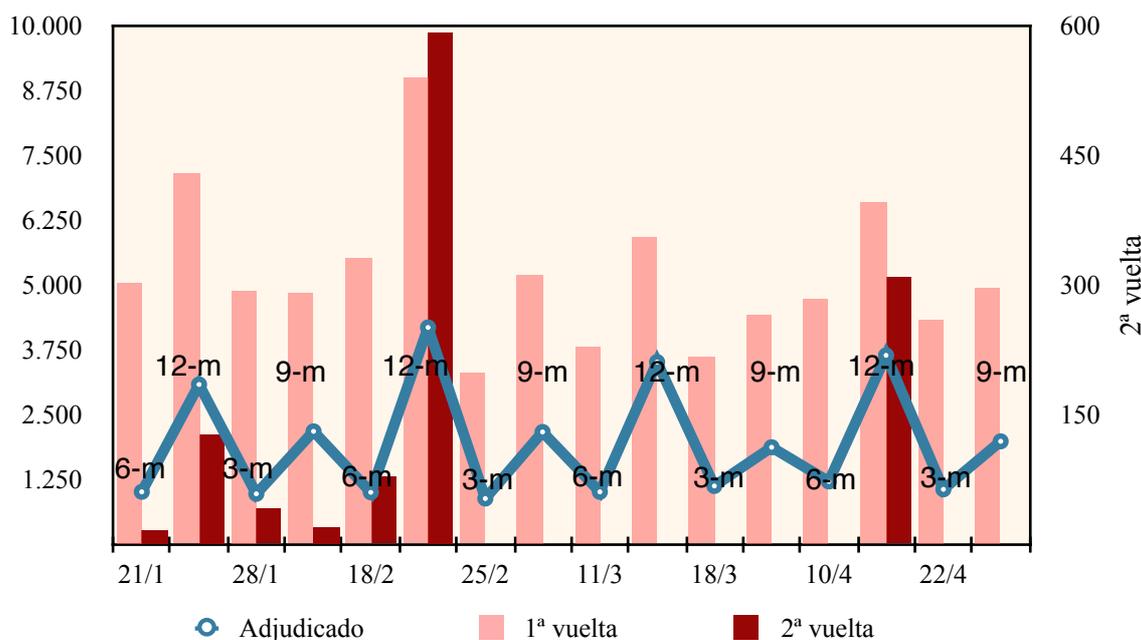
EMISIONES A CORTO PLAZO	Plazo (meses)	(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
		Solicitado		
FECHA		1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
<b>Enero</b>				
15	12	7.169		3.246
	18	6.791		2.509
22	3	5.048	129	1.336
	6	6.072	220	1.799
<b>Febrero</b>				
12	6	7.345	394	2.941
	12	5.966	593	3.616
19	3	5.100	124	1.010
	9	7.203	565	3.680
<b>Marzo</b>				
12	6	6.370	307	2.284
	12	7.145	170	4.025
19	3	5.737	50	1.790
	9	5.538	329	2.591
<b>Abril</b>				

EMISIONES A CORTO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
FECHA	Plazo (meses)	Solicitado		
		1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
16	6	4.488	128	1.319
	12	7.923	761	4.639
23	3	3.212		855
	9	5.119	23	2.179
<b>Mayo</b>				
14	6	4.716	139	1.152
	12	6.157	277	3.311
21	3	3.822		892
	9	5.669		2.619
<b>Junio</b>				
18	12	8.304	9	3.961
	6	4.158	3	1.090
25	3	2.742	129	1.063
	9	5.176	414	2.555
<b>Julio</b>				
16	6	5.716	273	1.903
	12	6.301	458	2.873
23	3	3.706	12	932
	9	5.895	372	2.972
<b>Agosto</b>				
20	6	3.941	64	1.401
	12	5.687	146	2.958
27	3	4.531		1.106
	9	5.955		3.060
<b>Septiembre</b>				
17	6	5.364	270	1.713
	12	5.764	636	3.757
24	3	3.073		768
	9	7.415	25	2.835
<b>Octubre</b>				

EMISIONES A CORTO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
FECHA	Plazo (meses)	Solicitado		Adjudicado
		1ª vuelta	2ª vuelta	
15	6	4.801	136	953
	12	7.719	746	4.499
22	3	3.671		681
	9	6.006		2.841
<b>Noviembre</b>				
19	6	4.455	55	895
	12	6.879	60	3.769
26	3	4.994		1.634
	9	5.502		2.867
<b>Diciembre</b>				
10	6	4.845		1.690
	12	7.529	45	2.894
17	3	4.459	198	1.965
	9	4.599		1.735

Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

Gráfico 1.4 SUBASTA DE LETRAS DEL TESORO 2014



Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

### 1.1.2. Bonos y Obligaciones del Estado

El Tesoro publica este tipo de valores con un plazo superior a dos años; ambos tipos de valores, tanto los bonos como las obligaciones del Estado, son iguales en todas sus propiedades salvo en el plazo, ya que el de los bonos fluctúa entre 2 y 5 años y el de las obligaciones es superior a 5 años.

Ambos tipos de valores poseen las siguientes propiedades:

- Son títulos de rendimiento implícito, con interés periódico, en forma de cupón, que pagan los intereses al vencimiento.
- El valor nominal mínimo que puede pedirse en una subasta es de 1.000 euros y si la petición es mayor debe de ser múltiplo de 1.000 euros.
- Se emiten mediante subasta competitiva, en la cual el participante debe de indicar qué importe nominal quiere adquirir y a qué precio desea hacerlo, y este importe ha de expresarlo en tanto por cierto del valor nominal. Éste tipo de peticiones son dirigidas a aquellos inversores que tengan un cierto grado de conocimiento del mercado, ya que al estipular el precio al que se desea suscribir los valores se asume el riesgo de que dicha petición no sea aceptada por el Tesoro. Las peticiones que tengan importes inferiores a 1.000 euros no se podrán presentar y las peticiones cuyos importes sea superiores han de ser múltiplos enteros de 1.000 euros. Cada participante podrá presentar todas las peticiones a precios diferentes como desee.
- La publicación de este tipo de valores se realiza mediante continuados tramos con el fin de alcanzar un mayor volumen de circulación que garantice que los valores sean muy líquidos.

Actualmente el Tesoro Público publica estos valores de la siguiente forma: bonos a 3 y 5 años, obligaciones a 10, 15 y 30 años.

Según la última Memoria publicada por el Tesoro Público (2011), el importe de los bonos y obligaciones se incrementó, para el año 2011, a 95.294 millones de euros. Se pusieron en el mercado dos nuevos bonos: de 3 y 5 años. En el mes de abril se emitió una nueva referencia a 3 años, la cual tenía vencimiento en abril de 2014 y cupón de 3,4% que se subastó cuatro veces en el año 2011 hasta llegar a un saldo de circulación de unos 12.737 millones de euros al finalizar el año. En el mes de noviembre se emitió un nuevo bono a 5 años con vencimiento en octubre de 2016 y cupón nominal de 4,3%, el cual se subastó una vez más, llegando al finalizar el años un saldo nominal de 6.549 millones de euros.

En referencia a la emisión de las obligaciones del Estado, el Tesoro Público emitió dos nuevas referencias por el procedimiento de sindicación, la primera de ellas es la obligación a 10 años en el mes de enero, con un cupón de 5,5% y fecha de amortización el 30 de abril de 2021, el cual fue subastado seis veces durante el año y llegó a un saldo vivo de 20.287 millones de euros y la segunda emisión fue a 15 años, en el mes de marzo con un cupón de 5,9% y una fecha de amortización en el mes de julio de 2026, se emitió en dos ocasiones más y obtuvo un importe en circulación de

6.762 millones de euros. En referencia al plazo de 30 años, se emitió dos veces la referencia con un cupón de 4,7% y cuya fecha de amortización será en julio de 2041. En la tabla 1.5 que tenemos a continuación nos indica los resultados de las subastas de bonos y obligaciones del Estado y las segundas vueltas, las cuales son una opción que se le otorga a los Creadores de Mercado para que satisfagan los mínimos de cotización de valores del Estado, que esta establecido en su normativa. Si practican esta alternativa sus peticiones son concedidas al precio medio redondeado que resulte de la primera vuelta (subasta). De esta forma, el uso de este derecho de parte de los Creadores de Mercado esta sujeto a las condiciones de mercado que existen en el momento de la segunda vuelta, debido a que solo se lleva a cabo si el precio de mercado en ese instante esta por encima del precio medio. El total emitido en las segundas vueltas del año 2013 fue de 12.376 millones de euros y en lo que va de año 2014 el importe es de 4.413 millones.

Tabla 1.4 SUBASTA DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO 2013

EMISIONES A LARGO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
		Solicitado		
FECHA	Activo* - Plazo (años)	1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
<b>Enero</b>				
10	B-2	7.016	640	4.037
	B-5	5.050	407	2.357
	O-13	1.340	91	561
17	B-3	4.858		2.409
	B-5	3.677		1.584
	O-30	1.022		512
22	O-10	22.775		7.000
<b>Febrero</b>				
7	B-2	4.310	368	2.316
	B-5	4.627	415	2.485
	O-18	1.198	124	717
21	B-2	4.105	172	1.284
	O-7	1.392	100	648
	O-10	4.109	558	3.126
<b>Marzo</b>				
7	B-3	2.792	121	690
	B-5	4.700	268	2.294

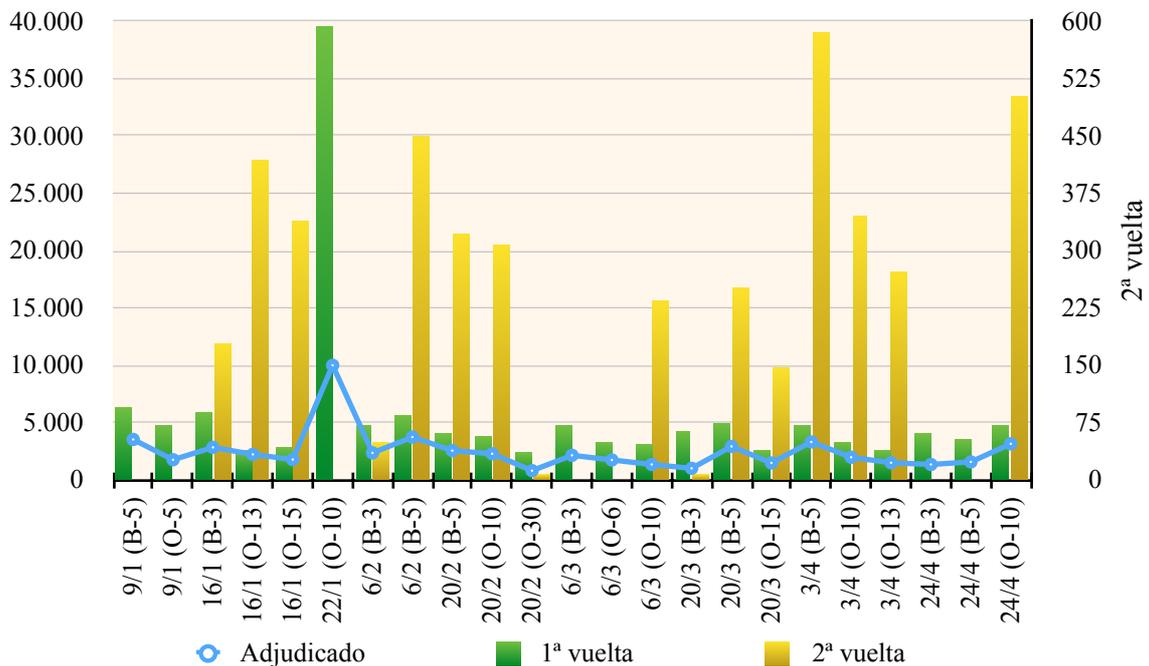
EMISIONES A LARGO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
		Solicitado		
FECHA	Activo* - Plazo (años)	1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
	O-10	5.519	484	2.920
14	O-18	549		134
	O-28	731		304
	O-28	777		365
21	B-2	4.633	221	1.377
	B-5	3.693	180	1.211
	O-10	4.388	484	2.809
<b>Abril</b>				
4	B-3	5.697	662	3.719
	O-5	2.415	121	711
	O-8	1.361	144	804
18	B-3	3.920	296	1.677
	B-5	5.148	431	2.474
	O-10	3.331	290	1.581
<b>Mayo</b>				
9	B-3	4.355		1.863
	B-5	3.466		1.549
	O-15	1.877		1.162
14	O-10	21.096		7.000
23	B-3	3.537		1.580
	B-5	2.606		1.345
	O-15	1.783		1.152
<b>Junio</b>				
6	B-2	4.528		1.528
	B-3	2.414		1.009
	O-10	3.753		1.487
20	O-5	2.975		1.381
	O-8	2.190		1.118
	O-10	2.787		1.517
<b>Julio</b>				

EMISIONES A LARGO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
		Solicitado		
FECHA	Activo* - Plazo (años)	1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
4	B-3	3.543	180	1.203
	B-5	5.093	561	3.541
9	O-15	7.518		3.500
18	B-3	2.880	207	1.327
	B-5	1.944	171	1.098
	O-10	2.297	191	1.208
<b>Agosto</b>				
1	B-3	3.157	186	1.136
	B-5	3.948	439	2.707
<b>Septiembre</b>				
5	B-5	4.174	336	1.932
	O-10	4.772	396	2.807
19	B-3	4.650	435	2.499
	O-15	2.778		1.016
<b>Octubre</b>				
3	B-5	2.818	288	1.666
	B-5	2.542	199	1.154
	O-10	2.301	259	1.435
10	O->30	10.643		4.000
17	B-3	3.815	194	1.094
	B-5	4.062	342	1.987
<b>Noviembre</b>				
7	B-5	4.510	434	2.812
	O-10	2.953	201	1.349
	O-13	1.224	99	605
21	B-3	8.789	681	4.181
<b>Diciembre</b>				
5	B-3	4.619		1.275
	B-5	4.957		2.249
19	B-5	4.042		1.486

EMISIONES A LARGO PLAZO		(Nominal en millones de euros)		SUBASTAS DEL TESORO 2013
		Solicitado		
FECHA	Activo* - Plazo (años)	1ª vuelta	2ª vuelta	Adjudicado
19	O-10	3.807		1.056

Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

Gráfico 1.5 SUBASTA DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO 2014



Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

## 1.2 MERCADO PRIMARIO

Cuando hablamos del Mercado Primario se hace referencia al lugar en donde nacen o se emiten por primera vez los títulos del Tesoro. Este tipo de forma de adquirir dichos activos financieros es denominada como “suscripción”. El modelo de sistema elegido por el Tesoro Público es la subasta competitiva, el cual es común para las letras, los bonos y las obligaciones.

Tiene la posibilidad de realizar una petición de suscripción cualquier tipo de persona, ya sea física o jurídica, de los valores que emite el Tesoro en la correspondiente subasta, mediante una Entidad Gestora en la cual desee que estos valores queden registrados. Este tipo de peticiones son consideradas como compromisos en firme de adquisición de los valores del Tesoro, en base a las condiciones en las que se emiten.

### 1.2.1. Ambito legal

La publicación de Deuda Pública debe de estar legalizada por la ley:

- La Ley General Presupuestaria, la cual le otorga al Gobierno un elevado grado de libertad a la hora de gestionar la Deuda pública, con una sola restricción en la que debe respetar las limitaciones que se encuentran establecidas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada ejercicio o en otras leyes.
- En la Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada ejercicio se establecen los criterios generales a los que se debe ajustar la emisión de Deuda Pública durante el año correspondiente y se estipula el límite global (Deuda Pública interna, externa, etc) máximo de emisión. De esta forma, el Gobierno, y por autorización de la Ministra de Economía y Hacienda, puede optar con libertad cualquier tipo de instrumento de Deuda, las características y su procedimiento de colocación, además de que tiene la potestad de alterar el volumen total de la Deuda que se encuentre en circulación. Todos estos se regulan en un Real Decreto y en una Orden Ministerial los cuales se aprueban y se publican al inicio de cada ejercicio.
- Por último, es relevante mencionar que en las Resoluciones de la Dirección del Tesoro y Política Financiera, se describen algunos asuntos en referencia a las emisiones de los distintos tipos de instrumentos de Deuda del Estado para el ejercicio, las cuales como el calendario correspondiente a las subastas ordinarias o tablas de equivalencia entre los precios y los rendimientos.
- Por otro lado, El Banco de España ejerce como agente financiero del Estado, haciéndose cargo de gestionar la Central de Anotaciones, en donde se liquidan y se compensan los procedimientos realizados en el mercado español de Deuda Pública anotada. Dicha actividad es compatible con las restricciones referentes a la prohibición de la monetización y financiación privilegiada del déficit público constituido en el Tratado de Maastricht, y las recogidas en la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, la cual “establece que el Banco de España deberá supervisar la solvencia y cumplimiento de las entidades de crédito y de cualesquiera otras entidades y mercados financieros cuya supervisión le haya sido atribuida” (Base legal de las funciones de supervisión del Banco de España, art. 7,6 en el ámbito: Entidades de crédito, otras entidades y mercados). Este es el motivo por el cual, también es importante la normativa que contienen las Circulares del Banco de España.

Las emisiones del mercado primario y los activos que se emiten, ya están explicados en el apartado 1.1 Mercado de Deuda Pública, incluyendo los subapartados 1.1.1 y 1.1.2.

### 1.3 MERCADO SECUNDARIO

En este tipo de mercado es donde se intercambian letras, bonos y obligaciones las cuales ya han sido emitidas en el Mercado Primario, este mercado tiene como característica que es muy activo, en el cual cooperan la gran mayoría de intermediarios financieros. Esto le proporciona una gran ventaja al inversor, ya que le permite invertir a plazos distintos de los que emite el Tesoro.

La compra de los valores del tesoro en este tipo de mercado, se puede realizar mediante:

- Intermediario financiero: puede ser un banco, una caja, una cooperativa de crédito, una sociedad o agencia de valores, etc. Las normas de la compra (precio y comisiones) se estipulan libremente entre el cliente y la entidad gestora, por lo cual puede variar entre una entidad y otra. Por otra parte, si el margen de tiempo al que se desea invertir es muy corto, es posible adquirir los valores temporalmente, por medio de lo que se denomina “repos” sobre los valores del Tesoro. Los “repos” son operaciones en las que la entidad financiera se hace cargo de recomprar los Valores al inversor en un tiempo determinado y a un precio que ha sido fijado, de esta forma dándole garantía de un interés determinado al plazo deseado.
- La Bolsa: todos los valores del Tesoro pueden ser comprados o vendidos en la Bolsa en el Mercado Electrónico Bursátil de Deuda Pública. En este caso, la orden de compra debe de ser presentada a través de un miembro de la Bolsa. También se puede realizar la operación mediante cualquier otro intermediario financiero, el cual la tramitará junto con una de las Entidades Gestoras que forman parte de la Bolsa.

En cuanto a los bonos, las oscilaciones de su precio en este tipo de mercado suelen ser bastante reducidas, ya que son valores a medio plazo, y ello significa que existe un riesgo menor para el inversor que presenta o necesite venderlos en el mercado antes de que se cumpla el vencimiento.

La negociación en el mercado secundario puede llevarse a cabo mediante cuatro tipos de procedimientos tales como el mercado Electrónico Bursátil de Deuda Pública, a través de intermediarios o brokers ciegos, sistema de negociación bilateral y el cuarto y último método de negociación incluye las transacciones entre las entidades Gestoras y sus clientes.

### *1.3.1. Tipos de operaciones*

En el mercado de Deuda Pública se realizan distintas clases de operaciones:

1. Operaciones simples: dichas operaciones se caracterizan por realizarse en una sola operación. A la hora de vender los valores, estos se transmiten con todos los derechos que incorporan: cupones, valores de reembolso, etc. La Deuda es considerada transmitida cuando es a vencimiento, de manera que la persona que la adquiere podrá negociarla con libertad en el mercado secundario, en cualquiera de las formas que están permitidas. En esta escala se incluyen:
  - Operaciones a plazo: en las cuales la liquidación se produce en alguna fecha posterior al quinto día hábil desde que se llevo a cabo la contratación de la operación. Los componentes básicos de la operación (precio estipulado, fecha de ejecución, valor nominal, valor efectivo, etc.) han de ser comunicados al Banco de España y no pueden ser modificados posteriormente.
  - Operaciones al contado: la liquidación se estipula dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha en que efectuó la contratación de la operación.

2. Operaciones Dobles: consisten en que las partes que contratan, pactan cerrar dos operaciones simples al mismo tiempo, una de compra y otra de venta, sean las dos operaciones a plazo o la primera al contado y la segunda a plazo. Se pactan operaciones en firme, se estipula el precio de venta y de recompra, a unas fechas establecidas (la primera fecha se llama fecha valor y la segunda vencimiento). La compraventa temporal otorga el derecho al poseedor del activo de cobrar los cupones en la fecha en la que se vence el cupón. En las operaciones dobles, tiene lugar distinguir entre:
- Operaciones simultáneas: las dos operaciones, de compra y de venta, aluden al mismo tipo de activo y por igual importe nominal. El consumidor posee la plena disponibilidad de los valores adquiridos, independientemente de la fecha en la que se contrata la operación de retorno.
  - Repos: no existe la total disponibilidad de los valores, a diferencia de las operaciones simultáneas, y solo se pueden llevar a cabo transacciones en “repo” hasta antes de la fecha estipulada para la retrocesión de los activos. El consumidor de un bono en repo posee el derecho de cobrar los cupones devengados, durante el plazo estipulado para la cesión. No se pueden comercializar los repos mediante el mercado ciego.

### 1.3.2. Operaciones de segregación y de reconstrucción

Éste tipo de operaciones están asociadas a los strips de bonos y obligaciones del Estado segregables.

- La segregación: es cuando se da de baja en la Central de Anotaciones un bono segregable, el cual se reemplaza por nuevos valores de rendimiento implícito, los cuales provienen de los flujos de caja pertenecientes a los cupones y al principal de determinado bono.
- La reconstrucción: es una operación opuesta a la segregación, en virtud de la cual se dan de baja en la Central de Anotaciones todos los valores con rendimiento implícito vivos procedentes de cada uno de los flujos de caja de una bono segregable, a su vez dándose de alta, el citado bono.

Los únicos que podrán cursar operaciones de segregación y reconstrucción son los Creadores de Mercado, los cuales adquieren determinados compromisos cuyo cumplimiento es revisado anualmente. Los edictos de reconstrucción y segregación serán de un valor nominal mínimo de 500.000 euros y las cuantías adicionales deberán de ser múltiplos de 100.000 euros.

Los integrantes del mercado de Deuda pública no autorizados a realizar edictos de segregación y reconstrucción, de la misma manera los agentes que no son integrantes de dicho mercado, éstos solo podrán ser titulares de valores segregados si adquieren los mismos mediante entidades autorizadas a segregar; igualmente solo podrán reemplazar los valores segregados que dispongan por bonos segregables a través de la venta de los primeros y la captación de los segundos, pero de ninguna manera podrán llevar a cabo operaciones de reconstrucción.

### 1.3.3. Ámbitos de negociación

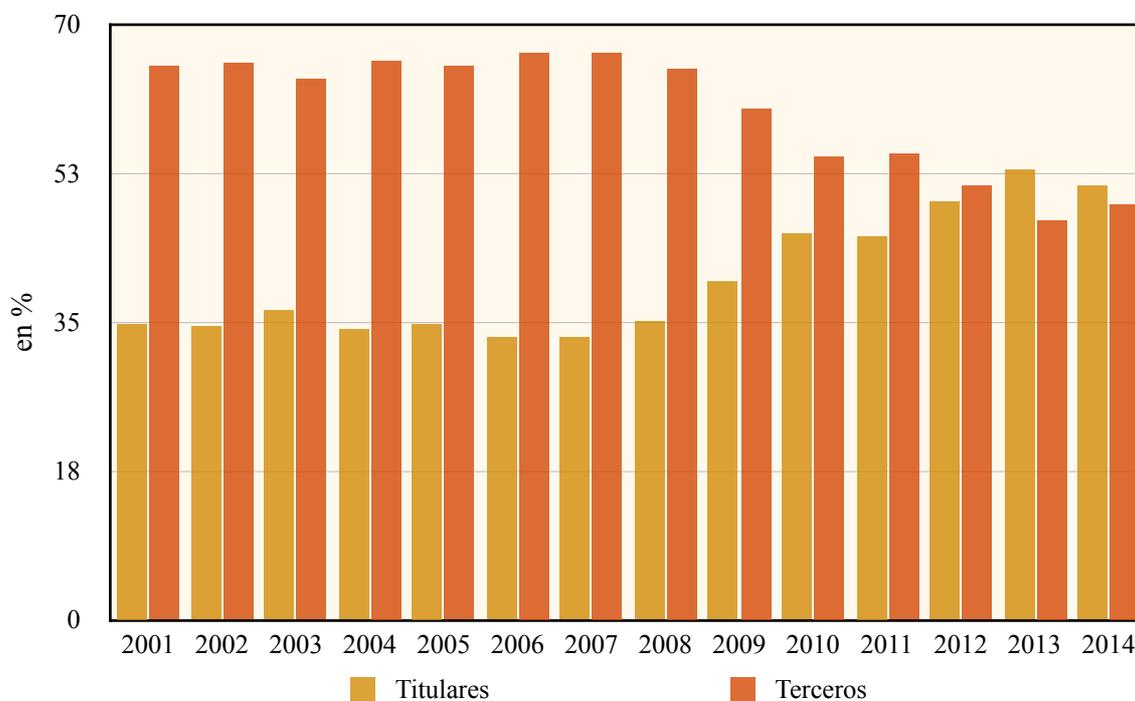
1. Mediante intermediarios o brokers ciegos (Mercado “ciego”), también es denominado como “primer escalón”: al cual solo tienen acceso los miembros del mercado de Deuda pública. Éste tipo de negociación se efectúa electrónicamente, sin tener conocimiento de la contrapartida (debido a esto es por lo que se le denomina mercado “ciego”). Compone el centro del mercado de Deuda pública, ya que los agentes que participan en este segmento responsabilizan de cotizar a precios de compra y venta con diferenciales bajos (al rededor de 5 centésimas en precio para las emisiones que sean activamente negociadas), asegurando para el grupo del mercado liquidez. La dimensión mínima de las operaciones es de 5 millones de euros. En el mercado ciego solo es posible operar a vencimiento, sea al contado o a plazo. No se pueden realizar operaciones dobles. La liquidación de pérdidas y ganancias se efectúa diariamente a precios de mercado de ese mismo día, y cuando la operación se vence es cuando se realizan los ajustes correspondientes.
2. El sistema de negociación bilateral, directa o a través de broker, también es llamado “segundo escalón”: mediante el cual se lleva a cabo el resto de la negociación entre Titulares de Cuenta. El Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) es el soporte de este mercado. En esta sección es posible operar a vencimiento (al contado o a plazo) y en operaciones dobles (simultáneas o repos). Es posible realizar las operaciones entre las entidades directamente o bien mediante un intermediario. En el caso de realizarla mediante un intermediario, este casa la operación, el cual informa a las partes de la contrapartida y éstas le comunican al SLBE los términos de la operación para la consecutiva compensación y liquidación.
3. Mercado electrónico bursátil de Deuda Pública: es un mecanismo de contratación multilateral, en el cual la negociación se desarrolla de forma continua y electrónica con difusión en tiempo real de toda la actividad. La dimensión mínima de las operaciones es de 1.000 euros, éste tipo de tipo de mercado bursátil es una mercado ciego donde se llevan a cabo operaciones al contado y a vencimiento.
4. El último mecanismo de negociación abarca las transacciones entre las Entidades Gestoras y sus clientes.

Como ya sabemos como es el funcionamiento del mercado secundario, ahora vamos a explicar con algo más de detalle y con ayuda de los últimos datos publicados por el Tesoro Público.

Según el último informe publicado por el Banco de España (2012), la negociación en el mercado secundario registró en el año 2012 un importante descenso, con un importe de 20,3 billones en 2011 paso a 14,4 billones, este impacto supone un decrecimiento del 29,3% en la contratación. En este año 2012, tanto la negociación en el entorno de titulares del mercado como lo que se contempla en la sesión de terceros llegaron a registrar declives importantes, de 23,1% en el primer segmento y en el segundo 34,3%. Aún así con estos altibajos, el lugar que han mantenido estos dos segmentos ha perdurado en los últimos años, pese a que la negociación con terceros sigue siendo mayor, sus contribuciones ahora son muy similares. Efectivamente, la negociación entre

terceros representó un 51% (véase gráfico 1.6 y tabla 1.6) de la negociación total de aquel año, cuando en años anteriores la representación de este segmento era mucho mayor, prácticamente llegó a representar dos terceras partes del monto total contratado, y, por su parte, la negociación realizada por parte de los titulares significó un 49%. A partir del 2013, la participación en el total negociado se incrementa por parte de los titulares de cuenta, superando por primera vez, desde el 2001, con un 53% en comparación con las negociaciones de terceros con un 47%, este es el porcentaje más bajo, por su parte, en todo el periodo estudiado. Este año, fue muy importante para ambos segmentos, ya que tanto para uno ha vivido el mayor incremento de su historia, en lo que respecta a 12 años, y para el otro su mayor declive.

Gráfico 1.6 REPRESENTACIÓN DE TERCEROS Y TITULARES DE CUENTAS SOBRE EL TOTAL NEGOCIADO (2001-2014)



Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público

Tabla 1.5. MERCADO SECUNDARIO\* (Medias de cifras diarias en millones de euros)

FECHA	LETRAS TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				TOTAL NEGOCIADO						
	Titulares de cuenta	Terceros	TOTAL	Operaciones simples	Operaciones dobles	Titulares de cuenta	Terceros	TOTAL	Operaciones simples	Operaciones dobles	Titulares de cuenta	Terceros	TOTAL	Operaciones simples	Operaciones dobles
2001	1.937	8.785	10.722	230	10.492	20.376	32.843	53.220	7.910	45.310	22.313	41.629	63.942	8.140	55.802
2002	898	8.018	8.915	160	8.756	24.970	41.155	66.125	9.127	56.998	25.868	49.173	75.041	9.287	65.753
2003	2.028	8.363	10.390	360	10.031	28.757	45.665	74.421	8.835	65.587	30.784	54.027	84.812	9.194	75.617
2004	1.853	7.062	8.915	453	8.462	28.659	51.970	80.629	8.368	72.260	30.512	59.032	89.544	8.821	80.723
2005	1.899	6.844	8.742	453	8.289	28.473	49.837	78.309	9.861	68.449	30.371	56.680	87.052	10.314	76.737
2006	1.886	4.764	6.650	367	6.283	27.698	54.338	82.036	12.287	69.749	29.584	59.102	88.686	12.654	76.032
2007	1.348	4.940	6.287	229	6.058	28.304	54.870	83.174	13.466	69.708	29.651	59.810	89.461	13.695	75.766
2008	2.101	6.617	8.719	453	8.266	25.558	44.206	69.765	9.267	60.498	27.659	50.824	78.483	9.720	68.763
2009	3.374	8.710	12.084	795	11.289	25.614	34.833	60.448	9.451	50.997	28.988	43.543	72.531	10.246	62.286
2010	5.280	7.586	12.866	1.670	11.196	27.411	31.665	59.077	16.920	42.157	32.691	39.251	71.943	18.590	53.353
2011	6.431	7.947	14.377	3.516	10.861	29.228	35.433	64.661	24.439	40.221	35.658	43.380	79.038	27.955	51.083
2012	6.238	5.305	11.543	3.251	8.292	21.298	23.297	44.595	15.883	28.712	27.536	28.603	56.138	19.134	37.004
2013	5.970	4.934	10.904	3.571	7.334	25.369	22.786	48.155	17.307	30.849	31.339	27.720	59.059	20.877	38.182
2014	5.330	4.584	9.915	3.443	6.472	32.436	31.740	64.176	24.103	40.072	37.766	36.324	74.090	27.546	46.544

Fuente: elaboración propia a través de datos del Tesoro Público  
\*Importe nominal, excepto en operaciones dobles que se incluyen por el importe efectivo.

## 2. ANALISIS COMPARATIVO DE LA DEUDA PUBLICA EN LA UE

A partir de la crisis económica, la cota de la deuda de las AAPP de los países de la zona euro se adentro en un fuerte incremento sostenido, el cual ha se ha prolongado hasta la actualidad. Como podemos observar en la tabla 2.1, España no ha sido ajena a este daño causado por el endeudamiento público tal y como analizan Gordo, Hernandez de Cos & Pérez (2013).

Para explicar la acusa de estos incrementos que se observan en la tabla 2.1, debemos analizar primero la variación del ratio de deuda pública en porcentaje de PIB en sus elementos fundamentales, tales como:

- El nivel de saldo público primario: esto quiere decir, que se excluye la carga de intereses; si el resultado es un saldo negativo, esto nos indica que la deuda se incrementa en la misma cuantía.
- El incremento nominal del PIB: un aumento (reducción) provocaría a su vez un descenso (incremento) del ratio.
- El pago de los intereses que origina la deuda pública, los cuales deben de ser también financiados.
- El llamado “ajuste déficit-deuda”: el cual revela la necesidad de financiar la obtención de activos financieros y, generalmente, todas las operaciones y flujos que no poseen reflejo en el déficit, pero sí en la deuda pública, conforme a la normativa estadística europea.

Tabla 2.1 EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA EN LOS PAISES DE LA ZONA EURO (en % del PIB)

País \ Año	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zona Euro	68	69,1	69,6	70,2	68,5	66,2	70,1	80	85,5	87,4	90,7	92,6
Bélgica	103,4	98,4	94	92	87,9	84	89,2	96,6	96,6	99,2	101,1	101,5
República Checa	27,1	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46
Alemania	60,7	64,4	66,2	68,6	68	65,2	66,8	74,6	82,5	80	81	78,4
Irlanda	31,8	31	29,4	27,2	24,6	24,9	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,7
Grecia	101,7	97,4	98,6	100	106,1	107,4	112,9	129,7	148,3	170,3	157,2	175,1
España	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	54	61,7	70,5	86	93,9
Francia	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2	82,7	86,2	90,6	93,5
Italia	105,4	104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,7	127	132,6
Chipre	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,3	71,5	86,6	111,7
Austria	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72,5	73,1	74,4	74,5
Portugal	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,7	94	108,2	124,1	129
Reino Unido	37,1	38,7	40,3	41,7	42,7	43,7	51,9	67,1	78,4	84,3	89,1	90,6

Fuente: Elaboración propia a través de Eurostat

La causa de la variación de la deuda pública en España, en el periodo estudiado, fue ocasionada primordialmente por los déficits primarios y la carga de intereses, los cuales tuvieron un gran peso del 70% y 20% del incremento total, respectivamente. El incremento de la deuda fue ocasionado por la reducción de PIB, esta reducción contribuyó de manera positiva aunque únicamente de forma marginal y el impacto neto de los ajustes déficit-deuda fue de 2pp. Estos ajustes ayudaron a apaciguar el incremento de la deuda en el periodo de 2010 y 2011, primordialmente por la utilización de colchones de liquidez acumulados anteriormente por las AAPP, esto es así, debido a que la liquidación de activos hace posible la obtención de recursos para poder financiar el déficit sin necesidad de hacer uso del endeudamiento.

A diferencia de España, en la zona euro el elemento principal que determinó la variación de la deuda entre los años 2007 a 2012, fueron los gastos por los intereses los cuales aportaron 15 pp del PIB al stock de la deuda pública, a diferencia de los déficits primarios acumulados ya que su aportación fue de 7,7 pp (30% del total) y los ajustes déficit-deuda, que su aportación fue de 6 pp (un 25%). El impacto de los déficits primarios y los ajustes déficit-deuda, se concentró especialmente al principio de la crisis financiera, cuando se llevaron a cabo la mayoría de actuaciones de amparo al sector financiero.

Ahora centrándonos en los periodos más actuales, según una noticia publicada por el diario económico CincoDías (22/01/2014), la deuda pública supera por primera vez a la media de la zona euro, tal y como podemos observar en la tabla 2.1. En el tercer trimestre del 2013 la deuda llegó a 93,4% del PIB en comparación con el 92,6% en la zona euro, la cual alcanzó los 954.863 millones de euros, dato bastante alarmante ya que antes de la crisis económica el endeudamiento no llegaba a los 400.000 millones de euros. El progreso del endeudamiento en España ha tenido un ritmo de crecimiento cada vez mayor desde que la crisis económica disminuyó los ingresos tributarios e incrementó el déficit público hasta estar por encima del 11% del PIB. De esta forma, en tan solo seis años, la deuda se ha incrementado en 53,7%. Éste incremento de la deuda se ha visto también en toda la zona euro, pero no con la misma velocidad y cuantía que en España.

Desde el punto de vista positivo, en comparación con Grecia, Irlanda o Portugal, España partió al inicio la crisis económica con un nivel de deuda relativamente bajo; en el año 2007, se debía el 36,3% del PIB a diferencia del 66,2% de la zona euro.

En la actualidad, hay seis Estados miembros los cuales poseen un pasivo que supera el 100% de su PIB, tales como Bélgica, Irlanda, Grecia, Italia, Chipre y Polonia.

## **2.1 LA PRIMA DE RIESGO EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA EURO**

Si definimos primero lo que es la prima de riesgo, no es más que la diferencia entre el tipo de interés que se paga por el bono español a 10 años, en caso de España, y el bono alemán a 10 años, ya que el bono alemán está considerado como la referencia “sin riesgo” dentro de la zona euro, en este sentido se manifiesta De Olano (2013).

Es importante tener conocimiento de la prima de riesgo, ya que su incremento o disminución nos indica que tenemos que pagar más o menos por los intereses de la deuda. Como ya conocemos la importancia de la prima de riesgo, ahora vamos a explicar su evolución en España y algunos países de la zona euro, tales como Grecia, Italia, Portugal e Irlanda.

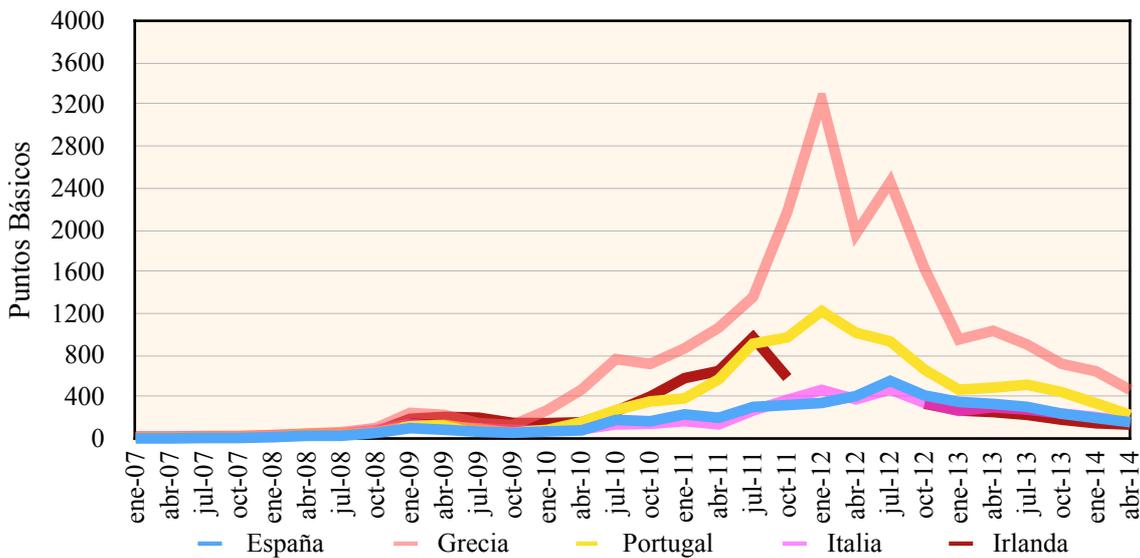
Remontándonos unos años atrás, cuando la prima de riesgo de la deuda griega llegó a niveles alarmantes superando los 500<sup>1</sup> puntos básicos en el mes de abril, a diferencia de la deuda española la cual aún sostenía un diferencial codiciable con Alemania, ya que no superaba los 100 puntos básicos. Fue después cuando se vieron afectados Irlanda y Portugal, según Castillo & Martín (2012). Al mes siguiente de haberse disparado la prima de riesgo de Grecia, tuvo que ser rescatada ya que superaba los 900 puntos básicos (en los días de mayo); justo después de que sucediera esto con Grecia, las primas de riesgo de Portugal e Irlanda comenzaron a desplazarse en cifras alarmantes. A partir de este periodo, la situación empeora para estos dos países, con primas de riesgo cercanas a 600 puntos básicos, llegando a ser rescatados en noviembre de 2010 y en mayo del año siguiente.

En el caso de la prima de riesgo de España, su evolución se distingue en dos periodos. El primero, empieza entre abril y mayo de 2010, periodo en el cual experimenta un incremento bastante marcado que oscila en los 200 puntos, este salto repentino obligó al Gobierno a tomar medidas radicales de ajuste presupuestario para conseguir la confianza de los mercados. La respuesta a estas medidas fue positiva, dentro de lo que cabe, ya que la prima de riesgo permaneció cercana a esta cifra. El segundo, empieza con un repentino ataque durante el verano de 2011, por parte de los mercados a España e Italia. Este ataque fue tan repentino que ocasionó el incremento desenfrenado de las primas de riesgo con lo que tuvo que actuar el Banco Central, que hasta ese momento apenas había comprado deuda italiana y española. Al finalizar el mes de noviembre, la prima de riesgo de España da un gran salto que la lleva hasta los 450 puntos básicos. Terminando 2011, se origina un declive de la prima de riesgo situándose en los 300 puntos básicos debido a las múltiples medidas adoptadas por las autoridades europeas. En el año 2012, se comprobó como la prima de riesgo española seguía incrementándose de forma continuada y sin interrupciones hasta llegar a un máximo de 637 puntos básicos en el mes de julio (tal y como aparece en el gráfico y la tabla A del anexo). A partir de mediados de este año, los niveles de prima de riesgo se empiezan a reducir levemente gracias a las medidas tomadas desde entonces.

---

<sup>1</sup> Ver tabla del anexo, Tabla A

Gráfico 2.1 EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA EURO (2007-2014)



Fuente: elaboración propia según datos de documento "Panorama de la economía española en perspectiva comparada" del Instituto de Estudios Fiscales (IEF) y de la página <http://datosmacro.com>.

## 2.2 LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Las agencias de calificación publican unos ratings o calificaciones crediticias, las cuales intentan medir la calidad del crédito, capacidad de hacerse cargo de las obligaciones de pago, parcial de los instrumentos de deuda y de las compañías; en otras palabras, es una opinión publicada por una agencia que esta especializada acerca de la solvencia de una compañía o de un instrumento de deuda.

Estas calificaciones son el reflejo de una opinión sobre el peligro de crédito en un contexto del largo plazo, lo que permite a las agencias conocer anticipadamente los hechos desfavorables sobre la capacidad de pago de los emisores. El fin, de que se empleen estos ratings, es lograr economías de escala con el propósito de recopilar y analizar la información, de la misma forma resolver los conflictos que genera la asimetría de información entre los emisores e inversores, también conocido como el problema de agente-principal. A lo largo de los años, el papel de las agencias de calificación se ha ampliado de manera significativa, de tal forma que un elevado número de participantes en el mercado ha añadido ratings a sus mecanismos de valoración del crédito y de las inversiones, según el informe del Mensual del Banco Central Europeo (2009).

El mercado de ratings cuenta con una organización específica, pues se encuentra dominado por tres grandes empresas internacionales tales como Standard & Poor's (S&P), Moody Investors Service (Moody's) y Fitch Ratings, las cuales tienen cada una su propia definición respecto a lo que son los ratings:

- Moody's: opinión acerca del riesgo de crédito; probabilidad y magnitud del impago.
- Fitch: opinión acerca de la capacidad que tiene, relativamente, una compañía de satisfacer sus compromisos financieros, en otras palabras probabilidad de default.

- S&P: opinión global acerca de la solvencia de un deudor.

Las opiniones de las agencias de calificación están clasificadas según una serie de categorías las cuales forman una escala de calificación, tal y como podemos observar en el cuadro 2.1. Las escalas de calificación de S&P y Fitch son prácticamente idénticas, a diferencia de la de Moody's que es diferente, aunque aun así es equivalente.

Cuadro 2.1 ESCALA DE CALIFICACIÓN

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Altamente especulativa	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC
Extremadamente especulativa	Caa2	CCC	
A falta de pocas perspectivas de recuperación	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	
		C	
Impago	C	D	DDD
			DD
			D

Fuente: página <http://datosmacro.com>.

### 2.2.1 Relación entre la prima de riesgo y los ratings

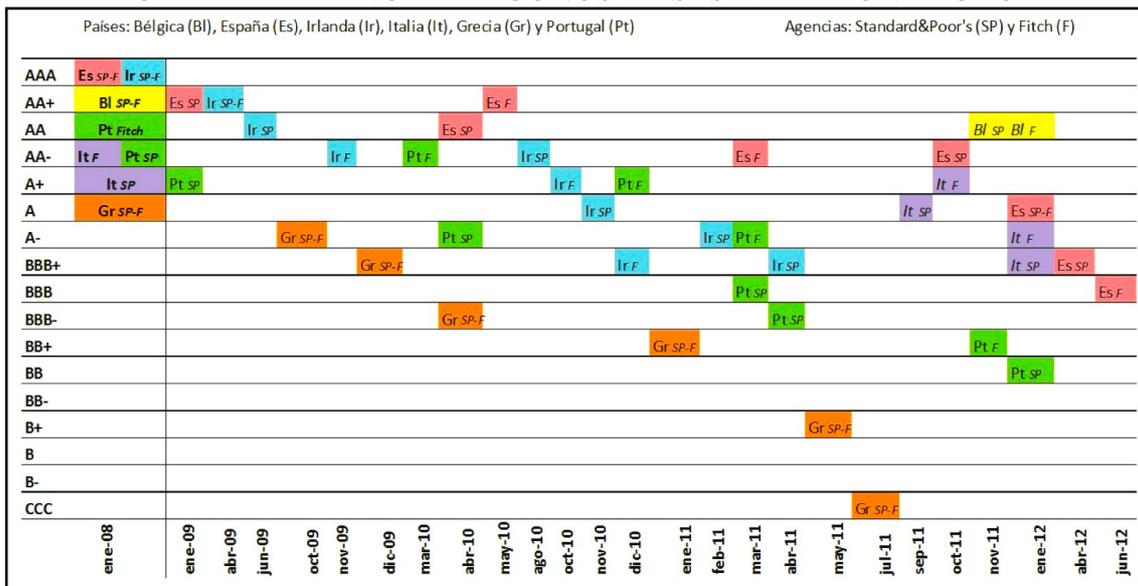
Cuando una compañía o un país tiene dificultades de solvencia y a ello le añadimos que una agencia de calificación reduce su rating, esto provoca que la confianza de los

inversores se disminuya y acaree una elevación de las dificultades de solvencia, en mayor medida. Estos ratings afectan en sentido contrario a la prima de riesgo, ya que una rebaja de los ratings significa un incremento de la prima de riesgo -mayor prima de riesgo, peor rating- y con ello una mayor dificultad para adquirir financiación, tal y como analiza Salvador (2013).

Pese a que la crisis ha ocasionado el primer impulso de la prima de riesgo, y en base a esto las agencias de calificación redujeron el rating de la deuda en España, desde ese instante los cambios en los ratings han tenido influencia sobre la conducta de los inversores y como consecuencia sobre la prima de riesgo. Las reducciones de la calificación en pleno apogeo del incremento de la prima de riesgo, ayudaron a fortalecer la idea de que habrá mayor posibilidad de impago, llegando a restaurar las carteras de inversión a nivel internacional y ello puede ocasionar que la prima de riesgo se incremente más aún. Por el contrario, la evolución de la prima de riesgo no debería de afectarle a los ratings; ya que si la prima de riesgo fuese un índice fiable de mercado para los inversores acerca del riesgo de crédito de los emisores, las agencias de calificación no tendrían un mercado al cual dirigirse y con lo cual no podría subsistir ya que cobran por las calificaciones, tal y como se manifiesta en Alonso, N. & Trillo, D (2012).

Ahora vamos a comparar los ratings de algunos países de la zona euro (véase gráfico 2.2). Es relevante observar la reducción del rating de Grecia de A a CCC, es decir, a bono basura, desde enero de 2008 hasta julio de 2011, con una reducción gradual a partir de octubre de 2009; es decir, en menos de dos años los ratings han ido marcando la situación real de este país, con incrementos en su prima de riesgo, etc.

Gráfico 2.2 RATING DE ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA EURO



Fuente: Alonso, Nuria y Trillo, David "El papel de las agencias de calificación en la crisis de la deuda". Revista académica cuatrimestral de publicación electrónica, Grupo de Estudios de Relaciones Internacionales, Universidad Autónoma de Madrid, 2012.

De la misma forma podríamos hablar de la situación de España, la cual ha pasado de un rating de ‘AAA’ a ‘A’ en el mismo periodo que Grecia. Las agencias ha manifestado, que España ahora puede llegar a ser más débil ante situaciones desfavorables.

Otros países que destacan también por sus reducciones en los ratings, han sido Italia, Irlanda y Portugal. En el caso de la agencia S&P la cual redujo en dos escalones el rating de Italia, de estar en ‘A’ a pasar a ‘BBB+’, de España desde ‘AAA’ a ‘A’ y Portugal de ‘BBB’ a pasar a ‘BB’. En un informe de Fitch (2012) se avisa que uno de los dos peldaños del recorte es debido a la flaqueza del sistema y que esta debilidad solo es posible resolverla con una reforma proveniente de la zona euro.

Las agencias de calificación en el caso de Reino Unido dan como razonamiento, para no reducir el rating, el hecho de que posee un banco central independiente. Siguiendo con este mismo razonamiento Alemania menos aún posee un banco central que sea independiente y, aun así, sigue teniendo el mismo rating al igual que el Reino Unido que sí lo posee. Justamente, es necesario plantearse la causa por la cual después de la ultima publicación de los ratings ninguna de las agencias de calificación han reducido el rating de Alemania (véase cuadro 2.2), ya que este país no esta apartado de la zona euro y puede también ser contagiado por el daño económico del resto de países.

Cuadro 2.2 RATING: CALIFICACIÓN DE LA DEUDA DE ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA EURO (2014)

PAÍS / AGENCIA	Moody's	S&P	Fitch
<b>España</b>	Baa2	BBB	BBB+
<b>Alemania</b>	Aaa	AAA	AAA
<b>Francia</b>	Aa1	AA	AA+
<b>Italia</b>	Baa2	BBB	BBB+
<b>Portugal</b>	Ba2	BB	BB+
<b>Grecia</b>	Caa3	B-	B
<b>Irlanda</b>	Baa1	BBB+	BBB+
<b>Bélgica</b>	Aa3	AA	AA
<b>Reino Unido</b>	Aa1	AAA	AA+

Fuente: elaboración propia a través de datos de la página <http://datosmacro.com>

Por otro lado, según la última noticia publicada por el diario ABC (24/05/2014), S&P ha incrementado el rating de la deuda soberana española, el cual estaba en ‘BBB-’ pasando a ‘BBB’, con un panorama estable. Las palabras textuales de la agencia en un comunicado, dicen que “las precisiones son estables, reflejando nuestra interpretación actual de que los riesgos para los ratings de España permanecerán equilibrados durante los próximos dos años”.

### 3. CONCLUSIONES

La Deuda Pública de España, con los años, se ha convertido en el principal mecanismo de financiación para las Administraciones Públicas desde principio de la crisis económica y financiera. Las reducciones persistentes de los ingresos en las arcas del Estado, junto con las predicciones erróneas de gasto en los últimos presupuestos y los elevados niveles de déficit, han dado como resultado un crecimiento de las subastas de Deuda Pública y afectando al nivel de la deuda en circulación. En el año 2013, la Deuda Pública alcanzó un 93,9% del PIB por encima del 92,6% correspondiente a la zona euro.

En cuanto al mercado de Deuda Pública, se observó que la deuda del Estado en circulación, en los últimos años se ha incrementado a 734.699 millones de euros (términos nominales) para el 2013, mayor que para el 2012 la cual fue de 688.230 millones de euros. A lo largo de la serie temporal 2001 hasta 2014; concluimos que las letras del Tesoro en circulación se han incrementado a lo largo de este periodo, en algunos años se ha visto más marcado que en otros, como en el año 2009 que fue de 85.512 millones de euros a diferencia del año 2008 el cual fue de 52.074 millones. Por otro lado la aportación de los bonos del Estado a la financiación de la Deuda Pública se puede analizar en dos etapas, desde el año 2001 hasta el año 2008 se produjo una reducción de la deuda del Estado en circulación, y a partir desde el 2009 hasta el primer cuatrimestre del 2014 se ha incrementado, llegando en el 2014 a 227.910 millones de euros más del doble que se obtuvo en el año 2001. Y por último, las obligaciones del Estado, desde el año 2001 han representado gran parte de la deuda total en circulación e incrementándose hasta la actualidad, con valores para el primer trimestre de 2014 de 413.973 millones de euros. Ahora centrándonos en el mercado secundario, el mayor peso a lo largo del periodo analizado (2001-2014) lo poseen la negociación con terceros, con una aportación de más del 50% en este mercado, excepto a partir del año 2012, que es cuando comienza a incrementarse la participación de los titulares de cuenta, los cuales en el año 2013 superaron los niveles de la negociación con terceros, con un 53% a diferencia del 47%, aproximadamente, que posee la negociación con terceros.

Por otra parte, al comparar la situación en la que se encuentra España con algunos países de la zona euro, tales como: Grecia, Italia, Portugal e Irlanda. Llegamos a concluir que la evolución de la Deuda Pública española no ha sido la peor, ni tampoco hemos llegado a tal punto de ser rescatados, pero sí que ha sido alarmante la situación por la que ha pasado la economía española. Se ha visto, por un lado, que la evolución de la prima de riesgo en España ha alcanzado los 637 puntos básicos en el mes de julio de 2012, esta cifra fue la mayor del periodo estudiado, la buena noticia es que desde aquel año hasta la actualidad se ha ido reduciendo. Por otro lado, los ratings de las agencias de calificación crediticia nos indican el declive de la valoración que han tenido estos países desde inicios de la crisis de 2008, pudiendo decir que España, para este año, ha subido un escalón y que se espera que permanezca así en los próximos dos años, es decir, las expectativas son favorables y positivas de cara a recuperar la confianza de los inversores.

#### 4. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Alonso, N. & Trillo, D (octubre de 2012). “*El papel de las agencias de calificación en la crisis de la deuda*” Relaciones Internacionales. Revista académica cuatrimestral de publicación electrónica, Grupo de Estudios de Relaciones Internacionales (GERI), Universidad Autónoma de Madrid, España.

Banco Central Europeo. Boletín mensual mayo de 2009, “*Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política*” (BCE). (Consultado: 02/05/2014), <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/09/Fic/bm0905-5.pdf>

Banco de España. Informe Anual 2012. (Banco de España, Madrid, 2013) (Edición electrónica). (Consultado: 28/04/2014), [http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Informe\\_anual/anoactual/#](http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/anoactual/#)

Castillo, Á. & Martín, J. (2012). “*Panorama de la economía española en perspectiva comparada*”. Instituto de Estudios Fiscales, Doc nº 20.

De Olano, E. (2013): “*¿Alguna vez fuimos ricos?*”, Punto Rojo Libros.

Diario Expansión. (Publicación: 01/04/2014). “*España se financia al tipo más bajo de la historia*”. (Consultado: 20/04/2014), <http://www.confcuadros.com/images/Boletines/EXP01ABMAD - Nacional - Finanzas - pag 19.pdf>

Diario ABC. (Publicación: 08/01/2014). “*La reducción del coste de la deuda ahorró 8.700 millones al Estado en 2013*”. (Consultado: 18/05/2014), <http://www.abc.es/economia/20140108/abci-tesoro-emision2014-201401081135.html>

Diario ABC. (publicado: 24/05/2014). “*Standard & Poor’s eleva un escalón el rating de España de ‘BBB-’ a ‘BBB’ por las reformas*”. (Consultado 28/05/2014), <http://www.abc.es/economia/20140523/abci-standard-poor-eleva-escalon-201405230821.html>

Diario Económico Cinco Días. (Publicado:22-01-2014). “*La deuda pública en España supera la media de la eurozona por primera vez*”. (Consultado: 02/05/2014) [http://cincodias.com/cincodias/2014/01/22/economia/1390403809\\_998810.html](http://cincodias.com/cincodias/2014/01/22/economia/1390403809_998810.html)

Luis Gordo, Pablo Hernández de Cos & Javier J. Pérez (2013): “*La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la Crisis*”, Boletín económico del Banco de España, Julio-Agosto 2013, de la Dirección General del Servicio de Estudios, pp. 77-95.

Martínez, J.A., Cortiñas, P. & Sánchez, C. (2013): “*La economía española, su evolución y escenarios para la recuperación*”, CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, 78, pp. 203-243.

Prima de riesgo, (consultado: 15 de mayo 2014), [datosmacro.com](http://datosmacro.com)

Salvador, C (28/01/2013): “*Agencias de calificación y crisis financiera*”, Universidad de Valencia, Cátedra en Finanzas Internacionales-Banco Santander.

El Tesoro Público. Letras del Tesoro. (Consultado: 02/03/2014), [http://www.tesoro.es/sp/deuda/valores/vls\\_letras.asp](http://www.tesoro.es/sp/deuda/valores/vls_letras.asp)

El Tesoro Público. Bonos y obligaciones del Estado. (Consultado: 02/03/2014), [http://www.tesoro.es/SP/deuda/valores/vls\\_bonos.asp](http://www.tesoro.es/SP/deuda/valores/vls_bonos.asp)

El Tesoro Público. Mercado de Deuda Pública. (Consultado: 02/03/2014), <http://www.tesoro.es/sp/deuda/mercados/index.asp>

El Tesoro Público. Memoria de la Deuda Pública 2011. (Consultado: 15/04/2014), <http://www.tesoro.es/sp/home/memorias.asp>

El Tesoro Público. Memoria de la Deuda Pública 2008. (Consultado: 17/04/2014), <http://www.tesoro.es/sp/home/memorias.asp>

El Tesoro Público. Estrategia de emisión de los valores del Tesoro 2014. (Consultado: 28/04/2014). <http://www.tesoro.es/SP/index.asp>

## 5. ANEXO Y TABLAS

Tabla A: EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO MENSUAL MEDIA EN ALGUNOS PAÍSES DE EUROPA (2007-2014\*)

Año	Mes	España	Grecia	Portugal	Italia	Irlanda
2014	abril	160	468	229	164	137
	marzo	175	530	282	180	145
	febrero	194	598	326	199	157
	enero	200	647	341	209	150
2013	diciembre	230	692	416	227	163
	noviembre	239	699	422	238	181
	octubre	241	718	448	243	184
	septiembre	249	838	510	255	204
	agosto	270	816	471	249	215
	julio	306	902	518	280	230
	junio	306	861	468	278	242
	mayo	288	783	409	261	214
	abril	335	1.034	491	302	257
	marzo	353	995	471	325	255
	febrero	367	939	479	290	228
enero	354	952	471	267	272	
2012	diciembre	399	1.165	588	317	327
	noviembre	431	1.584	692	346	330
	octubre	416	1.630	663	344	338
	septiembre	439	1.932	705	365	383
	agosto	521	2.298	846	443	463
	julio	555	2.460	933	473	-
	junio	520	2.656	924	449	-
	mayo	469	2.521	1.016	420	-
	abril	410	1.962	1.016	379	-
	marzo	332	2.367	1.118	309	-
	febrero	322	3.192	1.108	364	-

Año	Mes	España	Grecia	Portugal	Italia	Irlanda
	enero	344	3.245	1.223	469	-
2011	diciembre	342	3.234	1.122	466	-
	noviembre	418	2.653	997	485	-
	octubre	324	2.175	971	374	587
	septiembre	335	2.025	938	367	666
	agosto	302	1.395	851	303	736
	julio	306	1.358	911	271	972
	junio	251	1.372	771	185	841
	mayo	222	1.282	638	159	751
	abril	202	1.064	570	140	650
	marzo	204	925	438	156	644
	febrero	209	826	409	153	587
	enero	235	866	387	170	581
2010	diciembre	242	898	343	166	560
	noviembre	213	894	419	164	568
	octubre	169	717	359	144	405
	septiembre	179	895	365	153	380
	agosto	172	831	284	144	291
	julio	182	764	276	139	266
	junio	193	648	277	148	268
	mayo	130	552	211	120	208
	abril	82	472	160	91	159
	marzo	72	313	108	82	138
	febrero	83	327	128	87	157
	enero	72	275	87	80	151
2009	diciembre	62	227	68	79	159
	noviembre	54	156	52	78	148
	octubre	58	133	61	87	153
	septiembre	56	127	63	79	156
	agosto	51	119	61	79	154
	julio	69	151	88	101	203

Año	Mes	España	Grecia	Portugal	Italia	Irlanda
2007	junio	76	179	95	104	211
	mayo	67	182	86	91	179
	abril	88	230	134	118	211
	marzo	104	272	159	141	260
	febrero	114	254	135	139	226
	enero	103	249	122	143	192
2008	diciembre	81	203	95	134	122
	noviembre	57	149	78	104	88
	octubre	57	104	66	87	67
	septiembre	46	78	56	71	44
	agosto	35	67	47	58	36
	julio	30	65	45	53	42
	junio	27	64	42	52	40
	mayo	25	54	40	44	40
	abril	30	51	47	48	40
	marzo	33	61	51	57	38
	febrero	18	39	29	40	24
	enero	17	35	27	37	20
2007	diciembre	15	32	23	33	-
	noviembre	17	33	26	32	-
	octubre	9	28	22	26	-
	septiembre	14	32	26	29	-
	agosto	11	31	25	30	-
	julio	9	27	21	26	-
	junio	4	22	16	20	-
	mayo	5	23	13	21	-
	abril	5	24	14	22	-
	marzo	6	25	15	24	-
	febrero	5	25	14	22	-
	enero	5	25	15	22	-

Fuente: elaboración propia según datos de documento "Panorama de la economía española en perspectiva comparada" del Instituto de Estudios Fiscales (IEF) y de la página <http://datosmacro.com>.

\*Últimos datos publicados del 2014