
El mercado de deuda pública

PID_00259554

Elisabet Ruiz Dotras

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 2 horas



Elisabet Ruiz Dotras

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Elisabet Ruiz Dotras (2019)

Primera edición: septiembre 2019
© Elisabet Ruiz Dotras
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Avda. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Realización editorial: FUOC

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

Introducción.....	5
1. Activos negociados en el mercado de deuda pública.....	7
1.1. Letras del Tesoro	7
1.1.1. Subasta	8
1.2. Bonos y obligaciones del Estado	8
1.2.1. Subasta	10
1.3. Tratamiento fiscal de la deuda pública	10
2. Mercado de renta fija privada o corporativa.....	11
2.1. Posibilidad de amortización anticipada	11
2.2. Riesgo de la renta fija	12
2.3. Mercado secundario de renta fija privada	14

Introducción

Si un gobierno necesita dinero para hacer frente a sus gastos públicos, tiene dos opciones: o bien subir los impuestos, o bien emitir deuda. Esta deuda es emitida por el Tesoro Público del país y lo hace por medio de los siguientes instrumentos: letras (vencimiento inferior a un año), bonos (vencimiento superior a un año pero inferior a cinco) y obligaciones (vencimiento superior a cinco años) del Tesoro.

Estos títulos de deuda pública evidentemente se negocian, es decir, se compran y venden cada día en el mercado de deuda pública.

En el mercado de deuda pública podemos distinguir varios organismos y entidades que participan en el mismo:

1) El **Tesoro público**: es el emisor de los valores de deuda del Estado y, como tal, es el encargado de elaborar el calendario de subastas, convocar cada una de estas, fijando el cupón anual de los bonos, y resolver las subastas, determinando el volumen que hay que emitir y el rendimiento de los valores. La función principal es la de cubrir las necesidades de financiación que tiene el Estado en cada momento al mínimo coste posible, manteniendo un nivel de riesgo limitado.

Sus objetivos principales son:

- Conseguir flujos de financiación estables.
- Reducir el coste de la financiación.
- Mantener un grado de liquidez adecuado en el mercado.
- Ofrecer a los inversores instrumentos financieros atractivos.

2) El **Banco de España**: es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que actúa con autonomía respecto a la Administración del Estado. Tiene la consideración de organismo rector del mercado de deuda pública en anotaciones.

Sus funciones relacionadas con el mercado de deuda pública son las siguientes:

- Como agente del Tesoro, se encarga de los aspectos operativos, como por ejemplo pago de intereses, amortización del principal, etc.
- Gestiona la Central de Anotaciones por delegación, aunque esta tarea tendría que ser del Tesoro.

- Vigila las prácticas de negociación, compensación y liquidación para proteger a los inversores, y supervisa la solidez y la solvencia de los agentes.
- Presta servicios de entidad gestora con capacidad plena en el mercado de deuda.

3) Titulares de cuenta: son intermediarios y organismos financieros autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda –a propuesta del Banco de España–, para poder disponer de saldos de su propiedad y hacer transacciones por cuenta propia.

4) Entidades gestoras con capacidad plena: son titulares de cuenta de deuda pública que, además, han sido autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda para llevar el registro de los valores de sus clientes. Pueden tener, por lo tanto, saldos propios y de clientes. Pueden ser entidades gestoras con capacidad plena los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las sociedades de valores.

5) Entidades gestoras de capacidad limitada: son aquellas que han sido autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda solo para registrar saldos a nombre de los clientes. No pueden, por lo tanto, ser titulares de cuenta de deuda pública, ni tener saldos propios. Su capacidad operativa está limitada a buscar contrapartida en el mercado a cambio de comisión o a registrar en sus cuentas de clientes cambios de titularidad originados por operaciones pactadas entre ellos.

6) Creadores de mercado: son entidades que tienen como finalidad favorecer la liquidez del mercado y cooperar, junto con el Tesoro, en la difusión de la deuda del Estado tanto en el ámbito nacional como internacional.

1. Activos negociados en el mercado de deuda pública

Los activos principalmente negociados en el mercado de deuda pública son letras del Tesoro, bonos del Tesoro y obligaciones del Tesoro.

1.1. Letras del Tesoro

Entendemos por **letra del Tesoro** un título público de renta fija a corto plazo (no superior a dieciocho meses) emitido por el Tesoro público en el descuento con subastas competitivas, por un valor nominal de mil euros.

A pesar de que lo más normal es que se emitan a 364 días, el Tesoro ha llevado a cabo puntualmente emisiones en otros plazos para cubrir desajustes de déficit público.

Al ser títulos emitidos al descuento, el precio efectivo de adquisición es más bajo que el valor nominal del título. Para recibir en el vencimiento su nominal, 1.000 euros, se paga al comienzo un importe efectivo más bajo, de forma que los intereses estarán representados de manera implícita por la diferencia entre los dos importes inicial y final.

Las letras del Tesoro cotizan en el mercado por rentabilidad expresada en forma de tipo de interés con base 360. Como son títulos emitidos en el descuento, este tipo de interés se determina por la diferencia entre el importe efectivo pagado en el momento de adquirir la letra del Tesoro y el importe nominal que se recibirá en el vencimiento del título. Para calcular la rentabilidad, se utiliza el régimen financiero simple, dado que la operación es para un periodo inferior a 376 días.

Estos títulos se identifican por la llamada referencia técnica, que se inicia con la letra L más seis dígitos que coinciden con la fecha de vencimiento en orden inverso o americano, y finalmente dos dígitos de control suplementarios.

Por su breve plazo de amortización y la existencia de un mercado secundario amplio, las letras del Tesoro tienen una liquidez extraordinaria. Los poseedores las pueden vender en cualquier momento anterior al vencimiento con la simple comunicación de esta orden a la entidad gestora.

Nota

En caso de que, por determinadas circunstancias, el Tesoro emitiera letras por un periodo superior a 376 días, entonces se utilizaría el régimen financiero compuesto para calcular la rentabilidad.

1.1.1. Subasta

La emisión de letras del Tesoro se hace habitualmente por subasta competitiva, aunque de manera excepcional el Tesoro tiene la facultad de asignar total o parcialmente la emisión al Banco de España.

Las subastas se hacen ordinariamente cada quince días en viernes alternos, según calendario elaborado por el Tesoro público a principios de año (respetando los viernes festivos). Puede haber subastas especiales que no sigan esta periodicidad.

Coexistencia de subastas

En caso de que coexistan las subastas ordinarias de año con las de tres y/o seis meses se produce una alternancia semanal, de forma que en la semana que se convoca subasta de letras a un año no se convoca a tres o seis meses, sino que se hace la semana siguiente.

Cualquier persona física o jurídica, residente o no residente, puede suscribir letras del Tesoro por alguno de los procedimientos siguientes:

- Acudiendo a la subasta mediante oferta competitiva en que se exprese el precio que se está dispuesto a pagar por cada letra del Tesoro. En estas peticiones debe constar el volumen deseado (sin límites de cantidad) y el precio ofrecido formulado en tanto por ciento del valor nominal.
- Acudiendo a la subasta mediante oferta no competitiva, de forma que las letras del Tesoro se adquirirán al precio mínimo ponderado resultante de la subasta. En este tipo de peticiones debe constar solo el volumen.
- Adquiriéndolas en cualquier momento en el mercado secundario.

1.2. Bonos y obligaciones del Estado

Los **bonos y obligaciones del Estado** son títulos de renta fija emitidos al portador por el Tesoro público a medio y largo plazo (entre dos y treinta años). El valor nominal de ambos títulos es de 1.000 euros y se amortizan a la par, es decir, por el valor de su nominal.

Los bonos –a diferencia de las obligaciones– tienen un vencimiento de entre dos y cinco años. En cambio, las obligaciones son títulos emitidos por un plazo superior a cinco años.

Enlace de interés

Podéis consultar en la página web del Tesoro este calendario de subastas:

<http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/calendario>

A diferencia de las letras del Tesoro, que se emiten al descuento, los bonos y las obligaciones tienen un tipo de interés nominal anual explícito: tipo de interés del cupón. El Tesoro público determina el tipo de interés nominal antes de cada emisión según la coyuntura del mercado, y se trata, salvo excepciones, de tipos de interés fijos.

Los intereses de los bonos y las obligaciones se abonan periódicamente una vez al año, por anualidades vencidas, en la fecha determinada por cada emisión. Este es el llamado pago de cupón, que actualmente para la deuda pública español es anual.

La fecha de pago de los intereses o cupón siempre coincide con el día y el mes en que tendrá lugar en un futuro la amortización final de la emisión. Dependiendo de cada país, la frecuencia de pago del cupón puede ser diferente. Por ejemplo, el pago del cupón de títulos de deuda pública emitidos por la Reserva Federal es semestral.

Los títulos se identifican por la referencia que se inicia con diez dígitos (los cuatro primeros son ceros, los cuatro siguientes son la referencia cronológica por orden de emisión y los dos últimos, dígitos de control), seguida de la letra B, para los bonos, y O, para las obligaciones. A continuación está el tipo de interés que paga esta emisión.

En la imagen siguiente tenemos un ejemplo del código ISIN que se utiliza:

Figura 1. Código ISIN

Código ISIN	Fecha de vencimiento	Saldo en circulación (*)	Coefficiente indexación	Valor facial
ES00000123K0 O 5,85	31/01/2022	22.927,1		
ES00000128O1 B 0,40**	30/04/2022	20.900,0		
ES0000012A97 B 0,45**	31/10/2022	18.676,7		
ES00000123U9 O 5,40**	31/01/2023	21.666,7		
ES0000012B62 B 0,35**	30/07/2023	12.330,0		
ES00000123X3 O 4,40**	31/10/2023	21.073,2		

Fuente: Información extraída de la web del Tesoro. [Consulta: 27/11/2018].

Los bonos y las obligaciones cotizan en el mercado por precio ex cupón, es decir, precio sin considerar el cupón corrido. El cupón corrido es la parte del cupón que se ha devengado entre dos fechas en las que se pague un cupón.

Por ejemplo, si cogemos el primer título de la tabla anterior (SE00000123K0 O 5,85), a partir de la fecha de vencimiento del título (31/1/2022) podemos establecer la fecha de pago de los cupones. Es decir, este título paga cupones el 31 de enero de cada año hasta su vencimiento. Por lo tanto, si este título se adquiere en el mercado secundario en cualquier momento antes del 31 de enero siguiente, por ejemplo el 20 de junio, hay una parte del cupón que ya se ha devengado. Este es el cupón corrido. Es decir, el antiguo tenedor del título desde el 31 de enero del año anterior hasta el 20 de junio ha tenido el título pero no ha recibido el siguiente cupón, que parcialmente sí se ha devengado. Y en cambio, el nuevo tenedor, el siguiente 31 de enero recibirá el cupón completo, a pesar de que solo ha tenido el título por un periodo inferior al año.

El precio de un bono u obligación lleva asociada una rentabilidad implícita o tipo interno de rendimiento (TIR o YTM), que considera la rentabilidad del título teniendo en cuenta no solo el tipo de interés al que se emitió, sino también la rentabilidad de reinversión de los cupones. Es decir, los bonos y las obligaciones, además de generar una rentabilidad propia del cobro de los cupones anuales, poseen una rentabilidad adicional derivada de la reinversión de las cantidades obtenidas de estos cupones hasta el vencimiento del título, que es cuando se recupera el capital que se invirtió en un principio.

Cabe señalar que la existencia de un mercado secundario amplio otorga a los bonos y las obligaciones del Estado una liquidez extraordinaria que únicamente se verá condicionada por una demanda y una oferta para cada emisión concreta. Los poseedores de bonos y obligaciones los pueden vender en cualquier momento antes de que venzan mediante la simple comunicación de esta orden a la entidad gestora.

1.2.1. Subasta

Actualmente se mantiene un programa estable de emisiones, según el cual el Tesoro hace ordinariamente, cada mes, subastas de bonos a tres y cinco años, y obligaciones a diez, quince y treinta años.

1.3. Tratamiento fiscal de la deuda pública

Los rendimientos implícitos de las letras del Tesoro o los intereses (cupones) procedentes de los bonos u obligaciones del Tesoro, cualquiera que sea el receptor –residente o no, persona física o jurídica–, se consideran rendimientos del capital mobiliario.

Esto representa que los rendimientos de la deuda pública:

- Se encuentran sujetos a tributación por estos impuestos, y tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras quedan obligadas a facilitar todo tipo de información sobre los subscriptores a la Agencia Tributaria.
- Para los poseedores residentes en España, los rendimientos de los títulos de deuda están sujetos al régimen general de valores en el IRPF y el impuesto sobre sociedades, de forma que los intereses que se perciben son objeto de tributación.
- La adquisición de deuda pública no desgrava fiscalmente.

Enlace de interés

En la página web del Tesoro se puede consultar el calendario de subastas:

<http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/calendario>

Enlace de interés

Para más información, podéis consultar la web del Tesoro:

<http://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/fiscalidad/residentes/impuesto-sobre-la-renta-de-las-personas-fisicas>

2. Mercado de renta fija privada o corporativa

Entendemos por **renta fija privada o corporativa** el conjunto de activos, títulos o empréstitos emitidos con rendimiento prefijado por empresas o sociedades públicas o privadas, organismos autónomos y entidades de crédito oficial, para obtener una financiación directa del inversor final, de forma alternativa a la puramente crediticia con el sistema bancario o a la financiación de capital por el mercado bursátil.

Cuando las empresas buscan financiación, más allá de lo que pueden obtener en las entidades de crédito u otras fuentes alternativas (*business angels, fund raisings*, etc.), tienen dos opciones: emitir títulos de renta fija o bien emitir acciones. Las implicaciones de cada opción son diferentes. Normalmente las empresas europeas prefieren emitir títulos de renta fija, mientras que las empresas americanas son más partidarias de emitir acciones.

Cabe señalar también que el coste de la financiación obtenida con la emisión de títulos de renta fija suele ser inferior al coste de la emisión de acciones. Esto es así porque los intereses pagados a los obligacionistas son gasto deducible para la empresa, y, por lo tanto, hay un ahorro fiscal, mientras que no tienen esta consideración los dividendos satisfechos a los accionistas. Además, el riesgo que soportan los obligacionistas es menor que el que soportan los accionistas.

El diseño de una emisión de renta fija privada tiene que considerar siempre el plazo y el tipo de interés nominal (tipo de interés reflejado en el cupón), de forma que al diseñar una emisión, el carácter adecuado o inadecuado de alguno de estos dos factores, o de ambos, tiene mucho que ver con su éxito o fracaso.

2.1. Posibilidad de amortización anticipada

Una característica de la deuda privada que no tiene la deuda pública es la posibilidad de amortización anticipada de las emisiones de renta fija. Esto es posible siempre que lleven incorporada una opción de compra (*call*) o venta (*put*)¹.

⁽¹⁾ Las *calls* y *puts* son activos derivados que veremos cuando hablemos de este mercado.

La opción de compra es la reservada por el emisor en el momento de la emisión, según la cual, en una fecha preestablecida, el propio emisor tiene el derecho (nunca la obligación) de amortizar la emisión anticipadamente –total o parcialmente– a un precio establecido en el momento de la emisión.

Por otro lado, la opción de venta refleja la que el emisor otorga al inversor en el momento de la emisión, según la cual, en una fecha preestablecida, el inversor tiene el derecho (nunca la obligación) de solicitar la amortización anticipada de la parte de la emisión que ha suscrito a un precio también preestablecido anticipadamente (en el momento de la emisión del título).

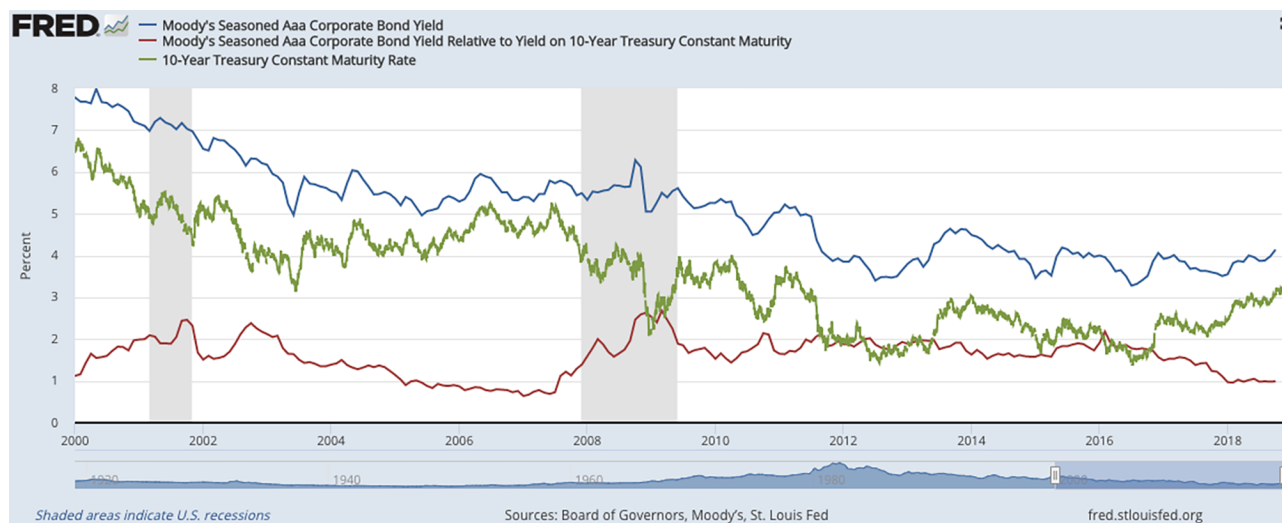
Cuando los títulos incorporan esta opción, entonces se paga una prima por esta opción que viene dada por la diferencia entre el precio de reembolso anticipado y el valor nominal del bono u obligación.

2.2. Riesgo de la renta fija

El mercado de renta fija presenta una evolución íntimamente relacionada con el mercado de deuda pública, de forma que los tipos de interés del primero siguen los pasos del segundo, aunque hay un *spread* o diferencial entre los tipos de interés que se da en los dos mercados.

En el gráfico siguiente podemos ver este diferencial entre deuda pública y privada en los Estados Unidos:

Figura 2. Deuda pública y privada en los Estados Unidos



Fuente: Moody's 2018. Los datos son en porcentaje y mensuales.

En el gráfico vemos que el rendimiento de la deuda corporativa (Aaa Corporate Bond Yield) es el azul y está por encima de todos. Esta deuda está catalogada como la de menor riesgo de insolvencia (Aaa) y, por lo tanto, se ha calculado a partir de aquellos títulos que tienen muy poco riesgo.

La línea del medio, en color verde, corresponde a la deuda pública de la Reserva Federal, y en concreto tiene en cuenta las obligaciones a diez años. Se puede observar que está muy por debajo. Y en las zonas sombreadas, que corresponden a recesiones económicas, las diferencias entre las dos deudas es más grande.

Finalmente, la línea de abajo, de color rojo, corresponde al diferencial o *spread* entre estas dos deudas: la deuda pública a diez años y la privada catalogada con un *rating* Aaa.

Este diferencial obedece al hecho de que hay una serie de primas por riesgo que el emisor y/o el vendedor de los títulos tienen que asumir y ofrecer más rentabilidad para unos plazos y unos importes idénticos respecto de la deuda pública:

- **Riesgo de insolvencia:** es el riesgo de impago por parte del emisor del principal y/o los intereses en el importe y los plazos fijados en el momento de la emisión. El riesgo de insolvencia afecta directamente al tipo de interés de las emisiones, de forma que cuanto más riesgo de insolvencia haya, más elevado será el interés exigido por los inversores, es decir, más alto tendrá que ser el tipo de interés de la emisión.
Como ya vimos anteriormente, el riesgo de insolvencia es medido por las agencias de calificación o *rating*, que son las encargadas de otorgar una categoría determinada a cada emisor y emisión, según si tienen más o menos solvencia.
- **Riesgo de interés o de valor capital:** este riesgo corresponde a la variación constante de los tipos de interés en los mercados y afecta directamente al precio intrínseco de las emisiones vigentes de renta fija privada. La volatilidad de los tipos de interés, entendida como variación de tipos, comporta el llamado riesgo de interés, que será más elevado cuanto más largo sea el plazo de una emisión. Cuanto más tiempo esté expuesta la emisión en las variaciones potenciales de los tipos de interés, más sensible será el precio en estos tipos.
- **Riesgo de reinversión o riesgo de refinanciación:** entendemos por riesgo de reinversión el derivado de la variación de tipos que se pueda producir entre el momento de hacer una inversión y el de renovarla. Como consecuencia, el valor final de la inversión inicial y de las reinversiones es incierto.
- **Riesgo de liquidez:** la liquidez hace referencia a la posibilidad que tiene un inversor de vender su inversión de una forma rápida y ágil, sin que esto le represente un retraso temporal excesivo ni tener que aceptar una sensible rebaja en el precio para deshacer su inversión. Así pues, cuanto más liquidez, menos rendimiento; y cuanto más volumen negociado de un activo en el mercado, más liquidez, dado que significa que hay más oferta y demanda.

2.3. Mercado secundario de renta fija privada

La renta fija privada cotiza en España en el sistema electrónico de renta fija de la bolsa y en el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios en Activos Financieros).

El **mercado AIAF de renta fija** es un mercado secundario mayorista de valores, sometido al control y la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Enlace de interés

Podéis ampliar información consultando la web de AIAF: <http://www.bmerf.es/esp/quees/aiaf/Aiaf2.aspx>

1) Los títulos que cotizan en el mercado AIAF en el **corto plazo** son los pagarés de empresa.

El **pagaré de empresa** es un activo financiero a la orden o endosado en blanco (equivalente al portador, en este caso), normalmente a corto plazo (menos de dieciocho meses), emitido al descuento, que recoge el compromiso de pago contraído por el emisor (habitualmente una empresa no financiera, aunque se podría tratar de un banco o caja) público o privado a favor del poseedor por un importe especificado y en una fecha fija (la del vencimiento del pagaré).

La rentabilidad del título se obtiene implícitamente por la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré recibido en la fecha de amortización.

2) Los títulos que cotizan en el mercado AIAF en el **medio y largo plazo** son los bonos y las obligaciones de renta fija corporativa.

Los **bonos y las obligaciones de renta fija corporativa** son títulos de renta fija emitidos al portador por una empresa pública o privada a medio y largo plazo. Se emiten a un tipo de interés y con pago de rendimientos (cupones) semestral o anual y se amortizan a la par, es decir, por el valor de su nominal.

Legalmente, el inversor poseedor de un bono o una obligación de renta fija privada es un prestamista que acuerda con el emisor de los títulos el préstamo de una cantidad (capital inicial), a cambio del cual obtendrá unos rendimientos periódicos (cupones). Al final del periodo de préstamo pactado, recuperará el capital invertido inicialmente.

En cuanto a su rendimiento y cotización, el funcionamiento es el mismo que la deuda pública. Por lo tanto, es importante calcular su TIR o YTM para conocer el rendimiento concreto. Ya hemos visto que para su cálculo hay que plantear la ecuación que iguala prestaciones y contraprestaciones. Recordad que cotizan en el mercado en porcentaje de su nominal y que hay una relación inversa entre precio y rendimiento (TIR o YTM). Como el resto de títulos, tienen asignado un código ISIN de cotización que da información sobre la empresa y el tipo de emisión.

Dentro de esta categoría también podemos encontrar:

a) Obligaciones convertibles o intercambiables. Estos son títulos de renta fija que pueden incorporar una opción para convertir o intercambiar, a voluntad del poseedor, en títulos de renta variable o en otros títulos de renta fija, y pueden dar lugar a su amortización. Su rentabilidad dependerá del momento en que se haga la conversión o canje y de las condiciones que se den en este momento. Por lo tanto, esta es desconocida al inicio porque no se conoce el valor de amortización del título. Las obligaciones se pueden convertir en acciones nuevas de la empresa emisora, o bien intercambiarse por acciones existentes de la empresa. La obligación convertible es aquella que se transforma en acción. Es decir, la empresa convierte obligaciones (deuda de la empresa) en acciones de nueva creación (capital de la empresa). Los bonos u obligaciones intercambiables, en cambio, si se intercambian son por acciones en cartera y no modifica, en ningún caso, la cuenta de capital de la empresa.

Ventajas para la empresa emisora y para el subscriptor

Las ventajas para la empresa emisora son las siguientes:

- Coste financiero inferior: el obligacionista acepta un rendimiento por intereses inferior a cambio de tener la posibilidad de conversión, y bajo este punto de vista se podría considerar que la empresa hace una ampliación de capital con prima aunque de una forma camuflada, puesto que el mercado no suele aceptar las ampliaciones de capital con prima de emisión.
- Transformación de deuda en capital: los obligacionistas pasan a tener el estado de accionistas, con lo cual la empresa se evita posibles dificultades de tesorería, al no tener que hacer la devolución del empréstito.

Las ventajas para el subscriptor son las siguientes:

- Agrupa en un único activo la seguridad de la renta fija, aunque en detrimento de la rentabilidad, con la posibilidad de convertirse en accionista y obtener una posible revalorización o no.

b) Obligaciones con *warrant*. Son un tipo de obligación que trae incorporado el derecho de suscripción preferente (*call* u opción de compra) de un determinado número de acciones u obligaciones, nuevas o viejas, de la empresa emisora, que se compromete a entregarlas en la fecha, el precio y las condiciones previstas en el momento de la emisión.

Enlace de interés

Podéis consultar los datos de cotización a:

<http://www.bmerf.es/esp/asp/aiaf/Precios.aspx?menu=47>

Una vez ejercido el *warrant*, la obligación no desaparece y hace que el inversor pase a ser, además de obligacionista, accionista de la sociedad. El *warrant* es un activo financiero independiente que, en este caso, aparece incorporado a una obligación, y como tal se puede negociar por sí mismo en un mercado secundario propio.

c) Obligaciones cupón cero. Las obligaciones de cupón cero son títulos emitidos en el descuento, que no pagan ningún cupón desde su emisión y que en el vencimiento entregan el principal del título que se corresponde con el capital inicial más los intereses generados. Lógicamente, cuanto mayor sea el plazo en el que se emiten, más elevado será el descuento sobre su valor nominal. El rendimiento de los valores de cupón cero se percibe solo en el momento de amortización del título, y consiste en la diferencia entre el precio pagado en la compra y el importe de la amortización en el vencimiento.

d) Obligaciones indexadas. Las obligaciones indexadas son títulos de renta fija que varían las cuantías de los capitales de la contraprestación según un índice de referencia.

La variabilidad de las cuantías respecto del índice puede ser total o parcial, es decir, puede haber un tramo de las cuantías definido como fijo y otro como variable. Además, la variabilidad puede afectar a los intereses, al principal o a ambos. Pueden estar indexadas a un tipo de interés o a un índice bursátil. Algunos de los índices de referencia más utilizados son el euríbor, el LIBOR, la deuda pública o el IBEX 35.

e) Obligaciones subordinadas y con cláusula de participación en beneficios. Las obligaciones subordinadas son activos híbridos entre las acciones y las obligaciones debido al carácter de derechos económicos que conceden al poseedor. Se emiten a largo plazo y su rentabilidad suele ser parcialmente fija, a la vez que posibilitan que los obligacionistas se beneficien de los resultados de la sociedad emisora con el cobro de una parte de la remuneración supeditada a la buena marcha de la compañía.

Respecto a la prelación en caso de liquidación de la sociedad emisora, el pago de intereses y la amortización del principal de estos títulos se suelen situar por detrás de las deudas del emisor con los acreedores ordinarios, pero antes de los derechos de cobro de los accionistas. Este considerable aumento del riesgo que asume el obligacionista, lógicamente, se debe recompensar con una rentabilidad más elevada, dado que tienen un riesgo más elevado.

f) Obligaciones con cláusula de amortización anticipada. Se denominan obligaciones con cláusula de amortización anticipada aquellos activos de renta fija que prevén desde su emisión la posibilidad de amortizar anticipadamente –antes del vencimiento– los títulos. Esta amortización anticipada la puede

ejercer el emisor o bien el poseedor o ambos. Son, pues, emisiones de renta fija que incorporan opciones de compra y de venta y, por lo tanto, tienen más riesgo que una obligación tradicional.

g) Cédulas hipotecarias. Las cédulas hipotecarias son valores emitidos por entidades oficiales de crédito, cajas de ahorro, bancos privados, sociedades de crédito hipotecario y entidades cooperativas de crédito, y se diferencian de otros activos de renta fija por las garantías que ofrecen respecto al pago de los intereses y la amortización, puesto que están garantizadas por la totalidad de los préstamos hipotecarios que sus emisores tienen concedidos. Alemania dispone del mercado (*Pfandbriefe*) más voluminoso de este tipo de bonos, conocidos también como *covered bonds*, orientado a la financiación de proyectos de obras públicas.

h) Emisiones titulizadas. La titulización, también conocida por el anglicismo *securitización*, es una técnica financiera que consiste en la transferencia de activos financieros que proporcionan derechos de crédito (como por ejemplo facturas emitidas y no saldadas o préstamos en vigor) hacia un inversor, transformando estos derechos de crédito en títulos financieros emitidos en los mercados de capitales.

Normalmente el procedimiento consiste en reagrupar en una misma cartera un conjunto de derechos de crédito de naturaleza similar (por ejemplo, préstamos inmobiliarios, créditos al consumo, facturas del mismo tipo, etc.), que son cedidos a una estructura *ad hoc* (sociedad o fondo) que financia el precio de compra colocando los títulos entre los inversores.

Estos nuevos títulos son los que cotizan en el mercado de renta fija, dado que suelen adoptar la forma de bonos. Cada uno de estos bonos representan una fracción de la cartera de derechos de crédito titulizados y dan el derecho a los inversores de recibir pagos por los derechos de crédito (por ejemplo, cuando las facturas son pagadas, o cuando los préstamos inmobiliarios generan sus pagos de la mensualidad) bajo la forma de interés y de reembolso del principal.

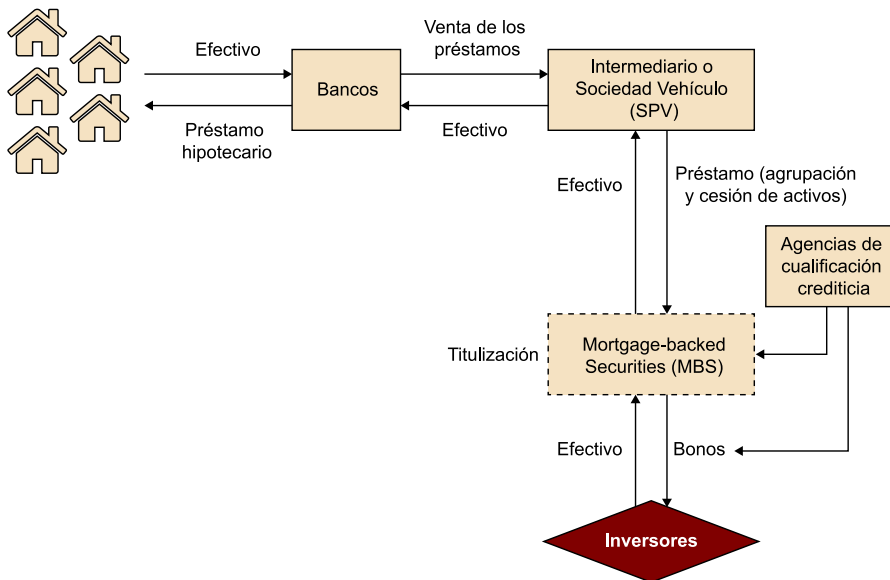
La titulización puede, igualmente, tener por intención solo la transferencia a los inversores del riesgo financiero ligado a los activos concernidos.

Tipos de activos titulizables

Son tipos de activos titulizables los siguientes: créditos comerciales, préstamos personales, alquileres, los derechos futuros de cobro en concepto del peaje de las autopistas, y otros flujos que se titulen frecuentemente en mercados más desarrollados que el nuestro, como son: el *leasing* de automóviles, los derechos de cobro por propiedad intelectual, etc.

A continuación podéis ver gráficamente el proceso de titulización de créditos hipotecarios. Mediante un proceso de titulización y por medio de la agrupación de hipotecas, estas se acaban transformando en títulos de renta fija. A pesar de todo, el pago del interés de este título de renta fija proviene de los intereses pagados por el deudor inicial en el crédito hipotecario.

Figura 3. Proceso de titulización de créditos hipotecarios



Inicios de la titulización de activos

La titulización de activos empezó en los Estados Unidos con la titulización de hipotecas. Este hecho, junto con la burbuja inmobiliaria, acabó incorporando al mercado una serie de bonos titulizados a los que se les había asignado un *rating* diferente del que realmente tenían, básicamente porque estos títulos, a pesar de ser títulos con poca probabilidad de cobro, se garantizaban con un seguro.

Una vez las aseguradoras no pudieron hacer frente a los pagos, los valores de estas emisiones titulizadas pasaron a ser considerados títulos basura o *junk bonds*. Pero el problema es que estos títulos estaban en todos los mercados financieros internacionales y esto, como bien sabéis, tuvo consecuencias muy graves para la economía global.

i) Participaciones preferentes perpetuas. Las participaciones preferentes, también denominadas acciones preferentes, son emisiones de deuda sin un plazo definido, es decir, con un plazo perpetuo o ilimitado. La empresa que las emite paga una rentabilidad según sus resultados, pero en ningún caso se compromete a realizar un pago mínimo. De forma que, en algún momento, el emisor puede decidir no pagar nada.

No se consideran tampoco acciones ordinarias, a pesar de que pueden tener un funcionamiento similar en cuanto a pagos. Las participaciones preferentes no incorporan derecho de voto.

En caso de quiebra por parte del emisor, su retribución no está garantizada, a pesar de que sí tienen prioridad de cobro sobre los accionistas.

En caso de que el emisor sea una entidad financiera, el importe invertido en este tipo de activo no está garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos, dado que en ningún caso es un depósito.

Las participaciones preferentes son, por lo tanto, un instrumento de deuda emitida por una sociedad que no otorga derechos políticos al inversor, y a cambio ofrece una retribución fija condicionada a la obtención de beneficios. Su plazo es ilimitado, aunque el emisor se reserva el derecho a amortizar a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor (en el caso de las entidades financieras, su supervisor corresponde al Banco de España).

Es, pues, un producto complejo y de riesgo elevado, similar a las acciones, dado que no se conoce su rentabilidad, al ser totalmente variable.

