

# Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente

*Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años, los mercados de deuda internacionales han estado sometidos a profundas transformaciones que han contribuido a cambiar sus estructuras y su operativa y a aumentar el protagonismo de los valores de renta fija y sus derivados en las carteras y los flujos financieros internacionales. El origen de estas transformaciones hay que buscarlo en la combinación de los procesos de desintermediación financiera, de globalización de los intermediarios financieros, de institucionalización del ahorro y de mejora de los sistemas de comunicación y difusión de la información.

En el ámbito europeo, además, las transformaciones en los mercados de renta fija se han acelerado en los últimos diez años, como consecuencia de un proceso importante de desregulación y armonización financiera, cuyos hitos más destacados han sido: la libertad plena de movimientos de capitales, en 1992; la constitución, en 1993, del mercado único derivado del Acta Única Europea; la libertad de establecimiento y prestación de servicios de inversión, que cristalizó, en 1996, en el denominado mercado único de valores; y, finalmente, la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Como resultado de todo ello, los mercados de renta fija (y de derivados sobre renta fija) europeos, en general, y del área del euro, en particular, han alcanzado cotas elevadas de desarrollo y eficiencia. A pesar de estos progresos, sin embargo persisten aún elementos que obstaculizan los avances necesarios hacia un mayor grado de integración entre los mercados de renta fija europeos que permita el pleno aprovechamiento de su potencial de desarrollo.

Este artículo analiza la situación actual de los mercados de renta fija en la Unión Europea (UE), con especial atención a los de la UEM, y los retos a los que se enfrenta la consecución de un mayor grado de integración entre ellos. En el segundo epígrafe se comenta la evolución comparada reciente de los mercados primarios y secundarios de deuda en Europa. En el tercer epígrafe se analiza el marco regulatorio y los desarrollos institucionales más recientes. Finalmente, en el cuarto, se resumen las principales conclusiones.

## 2. EVOLUCIÓN COMPARADA DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

El análisis de los saldos vivos de deuda en la UEM revela una elevada concentración de

CUADRO 1

## Saldo vivo de emisiones de residentes en moneda euro

Millones de €

	1998			2001		
	TOTAL	Sector privado	Sector público	TOTAL	Sector privado	Sector público
<b>Total UE</b>	5.943.318	2.643.491	3.299.827	7.815.577	4.030.802	3.784.775
UEM	5.625.197	2.417.483	3.207.714	7.001.589	3.361.206	3.640.383
UE-3 (a)	318.121	226.008	92.113	813.988	669.596	144.392
PRO MEMORIA (porcentaje sobre el total saldo de cada país):						
		%	%		%	%
Austria	136.451,0	48,5	51,5	190.911,0	44,8	55,2
Belgica	327.343,0	29,7	70,3	325.796,0	24,9	75,1
Alemania	1.814.258,0	61,0	39,0	2.177.808,0	63,9	36,1
España	327.967,0	16,6	83,4	391.716,0	25,0	75,0
Finlandia	88.594,0	34,1	65,9	75.966,0	34,2	65,8
Francia	1.146.029,0	48,6	51,4	1.218.320,0	51,5	48,5
Irlanda	20.364,0	...	100,0	19.632,0	...	100,0
Italia	1.313.173,0	20,6	79,4	1.481.207,0	27,6	72,4
Luxemburgo	27.686,0	97,6	2,4	43.077,0	98,5	1,5
Holanda	351.490,0	51,0	49,0	542.988,0	69,2	30,8
Portugal	66.014,0	38,7	61,3	84.248,0	43,1	56,9

Fuente: BCE.  
(a) UE-3: Reino Unido, Dinamarca y Suecia.

los mismos en tan solo tres países. Como muestra el cuadro 1, Alemania, Italia y Francia acumulan casi las tres cuartas partes del total, lo que contrasta con Portugal, Finlandia y Luxemburgo, que alcanzan solo un 3%. Por países, España, con un 6% del total, ocupa el quinto lugar después de Holanda (8%). Al incorporar los tres países de la UE que no han adoptado todavía al euro (en adelante, UE-3), el saldo vivo asciende a más de 7,8 billones de euros, un 11,6% más que el saldo de la UEM.

En 1998, los mercados de renta fija de la UEM estaban dominados por los valores públicos, que suponían en torno al 60% del mercado total. A finales de 2001, sin embargo, el volumen de títulos privados superó al de la deuda pública, de modo que la composición de los saldos vivos en la UEM se aproximó a la de la UE-3, donde tradicionalmente han predominado las emisiones privadas sobre las de las Administraciones Públicas. Un análisis más detallado por países revela que el peso relativo de los valores públicos y privados no es homogéneo en Europa. Así, los bonos públicos en Italia, Bélgica y España suponen alrededor del 75% del saldo vivo total de bonos, mientras que en Luxemburgo, Holanda y, en menor medida, Alemania, los mercados son mayoritariamente de valores privados.

Así pues, el aspecto más destacable de la evolución de la composición de los mercados de renta fija de la UEM es el fuerte crecimiento

de los valores ofertados por emisores privados. Este aspecto se comenta, a continuación, con mayor detalle.

## 2.1. Evolución reciente del mercado primario de renta fija europeo

El cuadro 2 muestra la evolución de las emisiones netas en euros en la UE entre 1990 y 2001. En dicho intervalo se pueden identificar tres periodos diferenciados: una primera etapa expansiva, entre 1990 y 1993, con un peso creciente de los valores públicos; una segunda etapa, entre 1994 y 1997, de suave pero progresiva contracción de la oferta total de bonos; y, finalmente, una etapa, entre 1997 y 2001, de progresiva expansión de las emisiones de deuda, en la que los valores privados han tenido un protagonismo creciente, frente a una progresiva reducción de las emisiones de valores públicos, que ha sido más intensa en las de los gobiernos centrales que en las de los organismos autónomos y locales y en la Seguridad Social.

En relación con la etapa más reciente, es conveniente recordar que la adopción del euro y la consiguiente aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los países de la UEM ha inducido una reducción de los déficit públicos y, en consecuencia, una disminución de las emisiones y de los saldos vivos de deuda pública. En cuanto a los emisores privados, el sensible crecien-

CUADRO 2

## Emisiones netas totales de residentes en moneda euro

Millones de €

UEM	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Instit. financieras monet.	168.583	137.286	133.889	104.176	58.668	69.903	62.988	67.793	120.590	250.245	141.745	140.734
Fondos titulización y otros	9.531	8.535	7.133	5.616	5.325	9.516	8.545	9.219	19.776	70.414	56.570	74.718
Compañías de seguros	29	-25	10	81	445	282	1	366	-62	2.942	3.518	610
Sociedades no financieras	32.046	19.924	20.973	7.134	19.691	-5.704	4.460	-3.235	13.112	47.564	54.374	64.090
Gobierno Central	188.861	175.525	262.641	317.765	275.645	189.328	196.020	121.338	132.886	114.769	78.065	120.702
Organismos aut. y locales	19.635	4.134	15.997	15.605	24.107	5.465	4.559	-4.031	-10.119	-1.865	6.478	23.320
<b>SUBTOTAL UEM</b>	<b>418.686</b>	<b>345.378</b>	<b>440.644</b>	<b>450.376</b>	<b>383.880</b>	<b>268.791</b>	<b>276.573</b>	<b>191.450</b>	<b>276.183</b>	<b>484.067</b>	<b>340.751</b>	<b>424.174</b>
PRO MEMORIA (%):												
De los cuales, a largo plazo	77,8	92,1	80,0	101,6	93,4	102,4	99,9	129,3	105,5	89,1	102,9	83,8
De los cuales, valores privados	50,2	48,0	36,8	26,0	21,9	27,5	27,5	38,7	55,5	76,7	75,2	66,0
<b>Subtotal largo plazo</b>	<b>325.622</b>	<b>318.255</b>	<b>352.607</b>	<b>457.784</b>	<b>358.649</b>	<b>275.224</b>	<b>276.393</b>	<b>247.452</b>	<b>291.438</b>	<b>431.486</b>	<b>350.530</b>	<b>355.469</b>
<b>TOTAL UE (a)</b>	...	...	...	...	...	...	...	...	<b>282.204</b>	<b>670.772</b>	<b>509.368</b>	<b>543.389</b>

Fuente: BCE.

(a) No se disponen de datos detallados anteriores a 1998 correspondientes a los países de la UE-3.

to de su recurso al mercado de renta fija en los tres últimos años se ha concentrado, en gran medida, en las sociedades no financieras y en los fondos de titulización. Las primeras, a raíz del incremento de sus necesidades financieras, como consecuencia de los procesos de concentración y reestructuración empresariales que han acometido y, más recientemente, de la participación de las empresas de telecomunicación en las subastas de licencias de UMTS. Los fondos de titulización, por su parte, han aumentado su emisión como resultado tanto de los avances del proceso de desintermediación financiera como de las crecientes necesidades de financiación de las entidades de crédito —las principales oferentes de activos para su titulización—, en un contexto de fuerte crecimiento del crédito concedido por estas. Las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), en todo caso, siguen acumulando el grueso de la oferta de renta fija privada del área del euro: en el período 1999-2001, todavía representaron más de la tercera parte del total de las emisiones.

Otro aspecto relevante del mercado primario de renta fija de la UEM es que las emisiones de valores de renta fija, como muestra el cuadro 2, son preferentemente emisiones de bonos a medio y largo plazo. Al mismo tiempo, se ha observado que, en el período reciente, la demanda de valores de renta fija se ha internacionalizado crecientemente a partir de 1988, como resultado de la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas que se integraron en el euro y, sobre

todo, de la reclasificación de estos valores en las carteras de los inversores institucionales, al dejar de considerarse inversión en moneda extranjera (para la que, en muchos casos, la regulación prudencial impone límites cuantitativos). En el cuadro 3 se aprecia el crecimiento de la deuda pública en manos de los inversores no residentes, preferentemente inversores institucionales y entidades financieras. Este fenómeno ha propiciado un mayor alineamiento y dependencia entre las rentabilidades de los distintos bonos nacionales (véase cuadro 4).

En los mercados de renta fija del área del euro se ha observado, además, una mayor homogeneización de las condiciones de emisión de los bonos públicos, lo que facilita una mayor integración de estos mercados. En particular, cabe destacar la tendencia a elevar los saldos vivos de los llamados bonos de referencia, a alargar los plazos de vencimiento medios y a armonizar las formas de amortización, así como a alinear los volúmenes de adquisición y saldos de negociación mínimos. No obstante, todavía quedan aspectos por estandarizar en los mercados primarios de renta fija europeos para considerarlos plenamente homogéneos. En este sentido, cabe destacar las propuestas del Informe Giovaninni, que pretenden acelerar la integración plena de los mercados de renta fija. Así, el Informe establece al menos cuatro iniciativas que los países de la UE podrían considerar: una mayor coordinación en los aspectos técnicos de la emisión de deuda, la crea-

CUADRO 3

## Tenedores de la deuda pública del área del euro

%

	Sector residente				No residentes
	TOTAL	IFM	Otras empresas financieras	Resto	
1991	83,8	43,0	12,5	28,2	16,0
1992	82,4	43,3	12,3	26,9	17,6
1993	78,1	41,1	12,6	24,3	22,0
1994	80,3	42,7	14,1	23,4	19,7
1995	79,0	41,1	14,7	23,0	21,0
1996	78,5	40,2	17,5	21,0	21,5
1997	76,5	38,9	19,3	18,3	23,7
1998	73,2	36,9	22,2	14,2	26,8
1999	69,5	35,1	20,7	13,7	30,5
2000	66,5	33,8	19,4	13,4	33,5

Fuente: BCE.

ción de un instrumento conjunto de deuda con subtramos específicos nacionales, la emisión de un único instrumento de deuda del área del euro con garantías compartidas y, finalmente, la posibilidad de que las emisiones las realice una institución comunitaria que, después, canalizaría los fondos hacia los países miembros.

Por último, conviene señalar que estos mercados están sujetos también a un continuo proceso de innovación que repercute positivamente en su eficiencia. Así, en los últimos años, han surgido innovaciones importantes en el ámbito de la deuda pública, como los *strips*, los créditos movilizables en títulos o los valores de renta fija indicados a la inflación.

## 2.2. Evolución reciente del mercado secundario de renta fija europeo

Comenzando por la evolución de los tipos de interés negociados, la crisis internacional del mercado de bonos de 1994, la inestabilidad financiera en Rusia en 1997 y la crisis financiera asiática en 1998 aumentaron la volatilidad de los rendimientos negociados en los mercados de renta fija durante estos años. A partir de mayo de 1998, la proximidad de la moneda única y la consolidación fiscal de los países del área del euro han generado una mayor estabilidad de los rendimientos y una reducción de los diferenciales de tipos de interés entre los distintos países del área del euro. En los mercados secundarios, como se aprecia en el gráfico 1, los rendimientos de los bonos de los países del área del euro se han ido alineando progresivamente con los rendimientos del «bund» alemán, de forma más rápida en los países con peores registros previos de déficit público y de deuda pública acumulada. Aunque la conver-

gencia de los tipos de interés ha sido especialmente intensa hay que matizar que, en algunos países, se han producido ligeros repuntes desde los niveles alcanzados a finales de 1998, cuando la denominada «euro-euforia» pudo haber llevado a los inversores a pagar primas excesivamente reducidas en algunos bonos. Como se observa en el cuadro 4, este podría haber sido el caso de la deuda pública en países como Francia, Holanda, Irlanda y, en mayor medida, Italia. En Blanco (2001) se analizan con mayor detalle los componentes de estos diferenciales de rentabilidad.

Respecto a la negociación en los mercados secundarios, aunque todavía no existe una fuente de información homogénea, el análisis de los datos disponibles sobre la contratación en los principales centros financieros europeos revela que uno de los aspectos más relevantes ha sido el sensible crecimiento de los volúmenes contratados, más acusado en los valores privados y en los plazos más largos. Estas conclusiones hay que tomarlas, sin embargo, con cierta cautela, ya que se infieren exclusivamente de las operaciones simples al contado. Asimismo, la liquidez medida por los diferenciales comprador-vendedor observados también ha experimentado una mejora en los últimos años, en los que los márgenes se han estrechado como resultado del aumento del número de inversores institucionales, por un lado, y de la incorporación de *brokers* con acceso electrónico y remoto, por otro. Por ejemplo, en el caso de España (que se comentará más adelante con detalle) hay que destacar la participación, a partir de 2000, de la plataforma de negociación Euro MTS y, a partir de 2001, de la plataforma Broker-Tec. Finalmente, es interesante resaltar, por lo que se refiere a la integración de los mercados secundarios de renta fija, que las opera-

CUADRO 4

**Diferenciales de rentabilidad a 10 años (a)**

Puntos básicos

	PRO MEMORIA		
	Media	Media	Media
	1996-1998	diciembre 1998	enero-febrero 2002
Austria	10,3	18,8	18,4
Bélgica	19,2	22,1	21,9
Finlandia	47,8	25,4	17,4
Francia	4,1	3,8	7,8
Irlanda	77,1	18,7	20,3
Italia	156,1	17,2	26,4
Holanda	-2,3	9,9	12,7
España	119,6	20,8	17,8

Fuente: Banco de España.

(a) Diferencial sobre los bonos alemanes.

ciones *repo* presentan todavía diferencias jurídicas y operativas entre países relativamente importantes, lo que induce una cierta fragmentación de la demanda y, en este sentido, ralentiza la integración en el ámbito de los valores de renta fija a corto plazo.

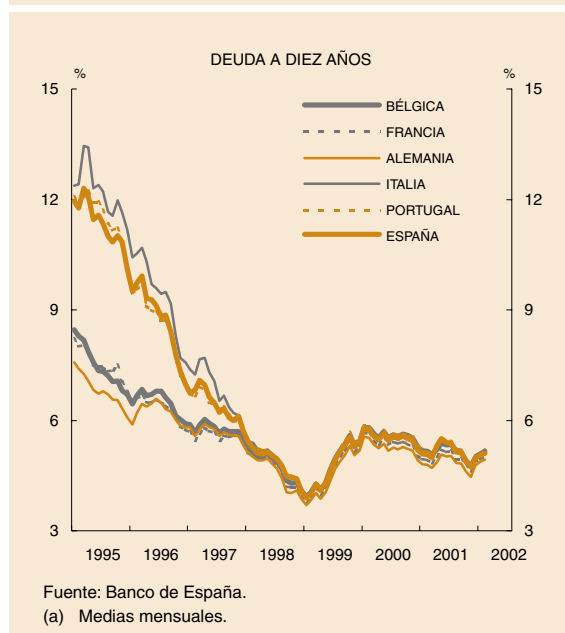
Por último, en el segmento de los derivados financieros sobre renta fija del área del euro, la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas de los países de la UEM ha supuesto un importante impulso para la integración, en la medida en que se han eliminado no solo el riesgo de cambio (desapareciendo los derivados sobre divisas del área del euro), sino también las limitaciones regulatorias derivadas de la consideración previa de estos activos como inversión en moneda extranjera. Aunque permanecen algunas barreras asociadas a aspectos fiscales, se ha producido, como se aprecia en el cuadro 5, una concentración de la actividad en el mercado más voluminoso y más estrechamente vinculado con la negociación del mercado al contado del entregable más barato: el mercado alemán de deuda pública. La mayor sustituibilidad entre el «bund» alemán y otros valores de deuda pública de la UEM ha facilitado la concentración en el mercado de derivados sobre esta referencia. Esto ha provocado la práctica desaparición del segmento de renta fija de, al menos, cuatro mercados europeos: MATIFF, MEFF, MIF y LIFFE a favor del mercado conjunto alemán y suizo, EUREX.

### 3. DESARROLLOS REGULATORIOS E INSTITUCIONALES EN TORNO A LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS

#### 3.1. Marco regulatorio

La configuración final en el segmento de la renta fija de la UE dependerá, en gran medida,

GRÁFICO 1

**Rentabilidad de la deuda pública (a)**

de los condicionantes jurídicos para la construcción del mercado único de valores y de servicios de inversión europeo. A su vez, estos condicionantes dependen de la armonización efectiva de las legislaciones en el ámbito de la banca, los seguros y los valores, para adecuarlas a los principios de las directivas comunitarias que pretenden, precisamente, el establecimiento de unas condiciones homogéneas para la consecución de este mercado único. Como resultado de este proceso de armonización, debe alcanzarse un reconocimiento mutuo de las legislaciones nacionales, de forma que cada país de la UE acepte las autorizaciones y las medidas adoptadas por el resto de los países miembros.

En este contexto, la regulación comunitaria ha sido adaptada, en su mayor parte, a las legislaciones nacionales en materia de servicios bancarios y de seguros mediante la transposición de la segunda directiva, de coordinación bancaria, y la tercera directiva, de seguros de vida y no vida. Asimismo, en el ámbito de los mercados de valores, las directivas de servicios de inversión (DSI), de adecuación de capital (DAC) y de indemnización de inversores (DII) han sido adaptadas, con algunas excepciones, a las legislaciones nacionales. España ya ha transpuesto a la legislación nacional toda la normativa básica en el área de los mercados de valores.

Los principios básicos de la normativa comunitaria permiten conocer no solo los límites a la organización y a la operativa de los mercados de valores de renta fija europeos, sino el

CUADRO 5

**Negociación de los futuros sobre bonos a diez años del área del euro**

Media mensual, millones de euros

	1998	1999	2000	2001	2002 (a)
Bonos alemanes	1.211.089	1.402.122	1.323.842	1.612.432	1.930.576
EUREX (b)	1.055.158	1.402.122	1.323.842	1.612.432	1.930.576
LIFFE	155.931	0	0	0	0
Bonos franceses (MATIF)	145.910	51.092	360.975	144.579	425
Bonos españoles (MEFF)	78.386	29.810	9.121	2.421	415
Bonos italianos	74.506	11.404	123	0	0
LIFFE	63.379	9.835	109	0	0
MIF	11.127	1.569	14	0	0
<b>Total</b>	<b>1.509.891</b>	<b>1.494.427</b>	<b>1.694.061</b>	<b>1.759.431</b>	<b>1.931.415</b>

Fuentes: FIBV, Banca d'Italia, LIFFE, EUREX, MEFF, EURONEXT.  
(a) Hasta enero.  
(b) Anteriormente, DTB.

alcance potencial de su futura integración. La DSI, la DAC de 1993 y la DII de 1997 sentaron las bases para la formación de un mercado único de servicios de inversión a partir de los siguientes principios: a) la libertad de establecimiento de una empresa de servicios de inversión en cualquier país de la UE; b) la libre prestación de servicios de inversión por empresas de inversión o entidades de crédito, ya sea a través de sucursal o, incluso, sin establecimiento permanente, y c) la flexibilización de las normas de acceso a la condición de miembro de un mercado regulado, tanto en lo que se refiere a la cotización-contratación como a la compensación-liquidación.

Estos principios se desarrollan mediante tres instrumentos. En primer lugar, a través de la concesión de la denominada licencia única o «pasaporte comunitario», que, al igual que ocurre en el ámbito de la banca y los seguros, permite a una determinada empresa de servicios de inversión autorizada desarrollar su actividad en cualquier país de la UE. En segundo lugar, a través de la realización de la supervisión prudencial en el país de origen respecto de las condiciones de autorización y ejercicio de la actividad y la supervisión en el país de acogida en lo relativo a las normas de conducta y operativa del mercado. En tercer lugar, mediante el cumplimiento de las obligaciones de transparencia (difusión de precios y de operaciones de mercado) e información para la supervisión.

Aunque este marco normativo europeo ha pretendido establecer las normas básicas para la consecución del mercado único de valores, existe aún un importante margen de mejora en el ámbito normativo, como se ha puesto de manifiesto recientemente en el Informe del Comité de Notables. En todo caso, en el ámbito europeo,

la Comisión Europea ha adoptado el compromiso de resolver las lagunas legales existentes de acuerdo con el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) antes del año 2005 y, más recientemente, el Consejo Europeo de Estocolmo ha aceptado poner en práctica diversos aspectos del Informe del Comité de Notables, entre los que cabe destacar la regulación por la vía de urgencia en materias relacionadas con los mercados de valores. En la Cumbre de Barcelona se ha dado un nuevo impulso político a la integración de los mercados financieros europeos. En particular, se insta la aplicación inmediata de las propuestas del informe del Comité de Notables; se reafirma el decidido compromiso de aplicar el PASF y completar la plena integración de los mercados de valores y capital riesgo en 2003 y de los de los mercados de servicios financieros en 2005; y, finalmente, se solicita al Consejo y al Parlamento Europeo que adopten lo antes posible, en 2002, las propuestas de Directivas sobre garantías, abuso de posición dominante, intermediarios de seguros, comercialización a distancia de servicios financieros, conglomerados financieros, folletos, fondos de pensiones profesionales y el Reglamento relativo a las normas internacionales de contabilidad.

### 3.2. Desarrollos institucionales recientes

Para analizar los principales desarrollos institucionales que han tenido lugar en el ámbito de la renta fija europea es preciso tener en cuenta que se encuentran, en su mayor parte, integrados en el conjunto de las bolsas nacionales o de otros mercados de valores organizados y, en consecuencia, las transformaciones organizativas y operativas en el segmento de la renta fija dependerán, en gran medida, de la

evolución de los mercados de valores en su conjunto. En efecto, a lo largo de los últimos años, los mercados financieros del área del euro se han caracterizado por una progresiva integración de sus estructuras y de su operativa, que se ha visto acelerada como consecuencia de la creación del euro y de la política monetaria única. Sin embargo, la intensidad y la rapidez de esta integración han sido muy distintas en sus diferentes segmentos, ya que el grado y el ritmo de integración han sido muy elevados en los mercados monetarios y de derivados financieros sobre tipos de interés, mientras que en los de renta fija al contado y, en mayor medida, en los de renta variable (1) el ritmo ha sido más lento y, en consecuencia, todavía queda camino que recorrer.

Al mismo tiempo, la concentración institucional se está desarrollando de acuerdo con dos aproximaciones distintas. Por un lado, se ha venido en denominar *integración horizontal* aquella concentración de sociedades o plataformas, habitualmente de distintos países, en cada uno de los dos ámbitos principales de la industria de valores: la actividad de la cotización y contratación y la de la compensación y liquidación de valores. La *integración vertical*, por su parte, consiste en la concentración de todo el proceso productivo, es decir, contratación, registro y liquidación de valores, en una única sociedad o sistema, normalmente dentro de un mismo país. Ciertamente, cabría una tercera vía, que sería una combinación de las anteriores, ya que, como se verá más adelante, alguno de los proyectos actuales de concentración no están adoptando un modelo completamente definido.

Así, durante los últimos años, se han desarrollado proyectos de concentración nacional alrededor de los mercados de renta fija y variable de un mismo país (como el caso de Italia) e, incluso, incorporando los sistemas de compensación y liquidación nacionales, como los casos de Alemania (en torno a la Deutsche Börse, AG), de los países escandinavos y bálticos (Norex integra los mercados de Copenhague, Oslo, Estocolmo, Islandia, Tallín, Riga y Lituania) y, como se verá más adelante, de España, en lo que se podría identificar como procesos de integración vertical. Por otro lado, se han desarrollado fusiones internacionales que han integrado varios mercados nacionales, como fue el caso de los mercados bursátiles de París, Amsterdam y Bruselas en Euronext, que, recientemente, ha adquirido la mayoría del mercado de futuros financieros londinense LIFFE y ha aceptado un acuerdo de integración con la Bolsa de Lisboa. Esto podría asociarse al paradigma de

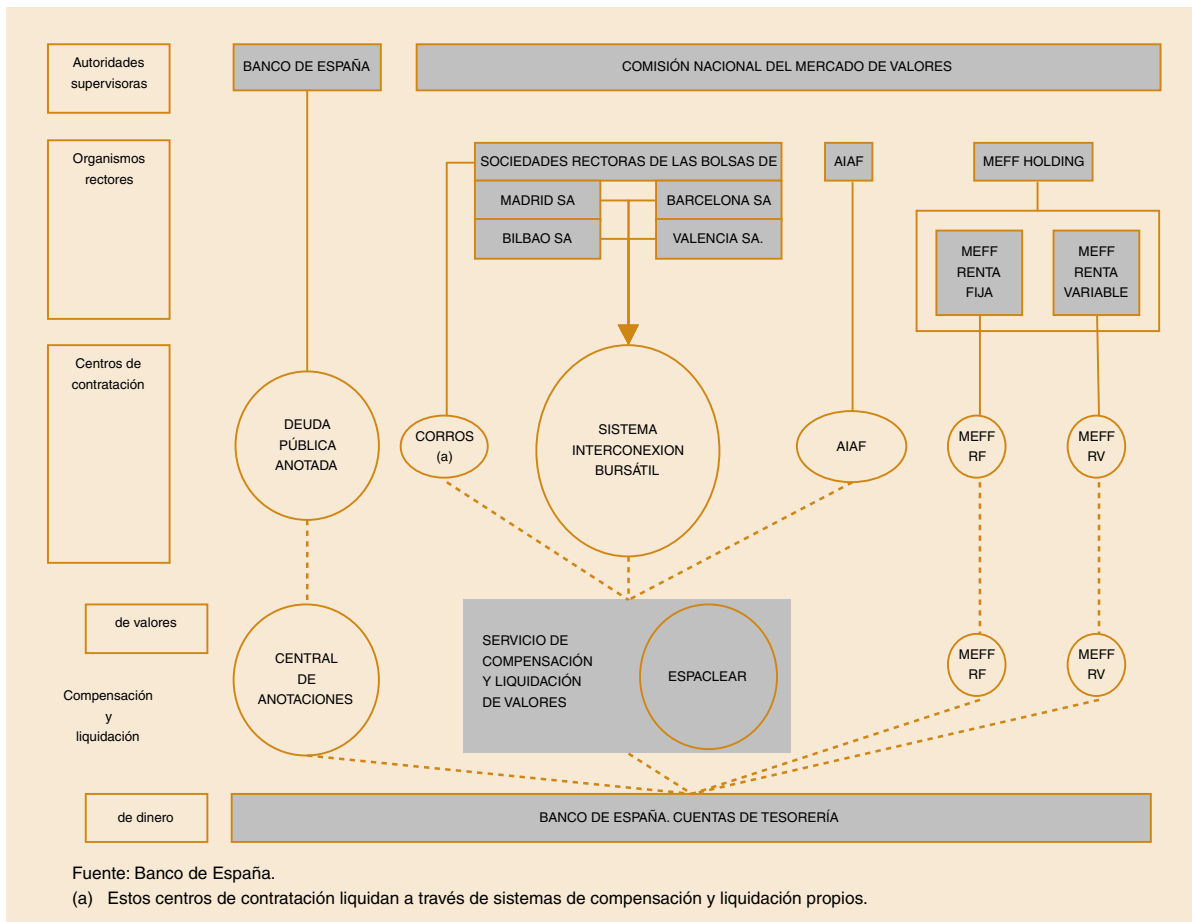
integración horizontal, si bien, con matices, ya que, recientemente, Euronext también está liderando su integración con el sistema de liquidación Euroclear. Finalmente, se han desarrollado, en el ámbito de la renta fija, diversas plataformas privadas de contratación (como Euro MTS y Broker-Tec) que permiten la cotización y negociación, aunque no liquidación, de las referencias de bonos más voluminosas y líquidas de los distintos emisores soberanos y emisores privados de calidad crediticia elevada. Obviamente, estos sistemas privados de contratación vienen a introducir aún más competencia entre los mercados nacionales regulados de los países del área del euro y, al mismo tiempo, favorecen la fragmentación de los mercados de renta fija al permitir el acceso deslocalizado que ampara la DSI. No obstante, por lo que se refiere a los valores españoles, preferentemente los que están admitidos en el mercado de deuda pública anotada, la compensación y liquidación de la negociación de estas dos plataformas se realiza en la Central de Anotaciones de la Deuda Española (CADE) del Banco de España, lo que es un indicador relevante del elevado grado de eficiencia de este sistema.

En el área de la liquidación y compensación, se han producido no solo integraciones nacionales (como en los casos ya comentados de España e Italia), sino también fusiones paneuropeas con la creación del grupo Euroclear (procedente de Euroclear, Sicovam y el CBISSO del Banco de Irlanda) o la constitución del Clearstream International (fruto de la fusión de Cedel y el DBC, sistema único de registro y liquidación alemán). Este proyecto se encuentra en la actualidad vinculado, a su vez, al de la Deutsche Börse, AG.

Simultáneamente, hay que hacer mención de diferentes estrategias que, en definitiva, pretenden aprovechar las economías de escala y de alcance que presentan las actividades de registro, liquidación y custodia en la industria de valores. Desde el punto de la actividad, las centrales depositarias de valores (CSD) y los órganos rectores de los mercados tratan de conseguir una mayor masa crítica que les permita ser más competitivos. El mayor volumen de negocio puede proceder de mercados similares sobre el mismo activo o instrumento (por ejemplo, captando la actividad transfronteriza o deslocalizada del propio país) o de la incorporación de otros servicios financieros como facilidades de crédito, vínculos con otros centros de liquidación, servicios a clientes finales minoristas, facilidades de compensación mayorista y servicios multi-divisa o multi-activo. Por otro lado, desde el punto de vista societario, esta estrategia de «huida de la especialización» está cristalizando en fusiones o interconexiones entre CSD, cus-

(1) Véase García-Vaquero (2001).

**Organización de los mercados de valores españoles  
Septiembre 1996**



todos o entidades depositarias, centrales depositarias internacionales de valores (ICSD) y cámaras de compensación.

Existen, también, otras cuestiones relacionadas con el modelo de liquidación que están pendientes de resolución y de las que dependerá, en alguna medida, la estructura final de los mercados de renta fija (y la de los mercados de valores en general). Entre otros aspectos, cabe destacar la interconexión o fusión de CSD, las condiciones de acceso al sistema («arquitectura abierta o cerrada»), el monopolio legal de la liquidación y el grado de participación del banco central en la liquidación de efectivo.

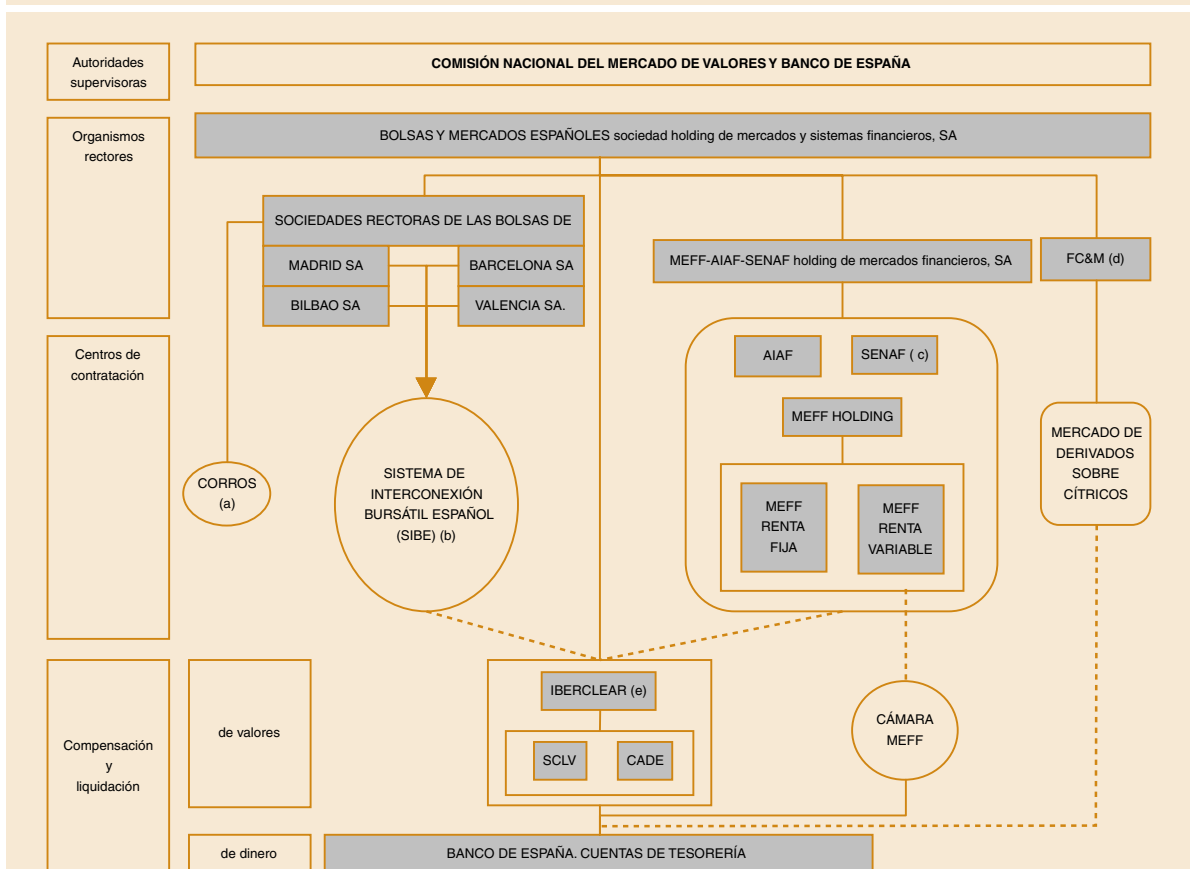
En el caso de España, el proceso institucional de integración de mercados de renta fija ha sido largo y laborioso, debido a la fragmentación y, en algunos casos, elevada atomización (véase gráfico 2) de los sistemas de negociación y de liquidación de valores. El resultado final, como se muestra en el gráfico 3, es bastante diferente, ya que los órganos rectores de los mercados han decidido aprovechar las economías de

escala y de alcance de la industria de valores y, en consecuencia, han procedido a su concentración, en primer lugar, societaria y patrimonial y, más adelante, también operativa, cuando las condiciones técnicas se armonicen. Esto permitirá, en definitiva, mejoras de eficiencia y de competitividad de nuestros mercados financieros nacionales.

Los antecedentes de esta macrointegración se sitúan en abril de 1998 con la firma del protocolo de acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija firmado por los responsables de las cuatro sociedades receptoras de las bolsas, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y de la CNMV. Posteriormente, en junio de 1999, la red Infomedas crea SENAF como sistema de negociación electrónica de deuda pública, en el cual AIAF tomó una participación del 60,1% en octubre de 2000. Con ello se inicia la integración societaria de los sistemas de negociación de renta fija. De hecho, en febrero de 2001, se redenomina SENAF.SON como sistema organizado de negociación, que se rige por su Reglamento General, según el cual, podrán acceder a este siste-



**Organización de los mercados de valores españoles  
Febrero 2002**



Fuente: Banco de España.

(a) La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.

(b) En el SIBE se negocian acciones, renta fija y *warrants*.

(c) Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada.

(d) Mercado de futuros y opciones sobre cítricos S.A.

(e) Iberclear, es el nombre comercial de la «Promotora para la gestión de los sistemas españoles de liquidación SA», que en la actualidad todavía no tiene la autorización legal para la liquidación de valores.

ma todos los miembros de un mercado secundario oficial de renta fija y, en determinadas condiciones, los miembros de mercados de otros países.

Posteriormente, en julio de 2001, se amplía la integración de la renta fija con los derivados financieros mediante la creación de «MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros, SA», fruto de la consolidación de la plataforma SENAF, de negociación al contado; la plataforma MEFF, de negociación de derivados; la plataforma AIAF-ECN, de negociación a través de Internet; y el sistema MEFF, para la gestión de Cámaras de Contrapartida Central.

En el ámbito de la compensación y liquidación hay que destacar que, en junio de 2000, el SCLV y el CADE se fusionaron en una única entidad, denominada «Promotora

de la sociedad de gestión de los sistemas españoles de liquidación, SA», más conocida por su marca registrada IBERCLEAR, en la que el SCLV posee el 55% del capital y el Banco de España, el 45%. Esta promotora, hasta tanto no se constituya por autorización legal como entidad que puede llevar oficialmente el registro contable (2), tiene como objetivo la unificación de los sistemas de liquidación de renta fija pública y privada a cargo del SCLV y de la deuda de las Administraciones Públicas del CADE mediante la utilización de la plataforma y los procedimientos técnicos que configuran el CADE. En línea con este proyecto, en julio de 2001, los valores denominados en euros y admitidos a negociación en AIAF se incorporaron a la plata-

(2) La legislación vigente encomienda la responsabilidad contable, compensación y liquidación de los valores de renta fija privada en el ámbito nacional al SCLV.

forma técnica que gestiona el CADE y, en febrero de 2002, se incorporaron el resto de los valores admitidos a negociación en AIAF. Con ello, se completa el primer paso del proyecto integrador de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en España. Los valores de renta fija admitidos en las bolsas españolas, en su mayor parte deuda autonómica, siguen negociándose y liquidándose en los sistemas de compensación y liquidación de las propias sociedades rectoras de las bolsas.

Finalmente, la integración vertical de plataformas de negociación y de los sistemas de compensación y liquidación en España se produce en febrero de 2002 (3), con la constitución de «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA». Como se aprecia en el gráfico 3, esta nueva entidad ostenta la titularidad directa o indirecta de acciones y participaciones de las sociedades que administran los mercados secundarios de renta fija, renta variable y derivados, incluido el de materias primas de Valencia, y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. La agrupación bajo una misma gestión de las diferentes fases de los mercados financieros, desde la cotización y contratación hasta la liquidación y compensación, permite la reducción de costes y una mayor racionalización de los servicios, por un lado, y facilita la mejora de la rentabilidad de los recursos propios invertidos. Además, en la actualidad, se ha iniciado el procedimiento para que las acciones de este holding sean admitidas a negociación en Bolsa, lo que le permitirá acceder a los mercados de capitales en condiciones favorables, al tiempo que facilitará la valoración adecuada de esta sociedad

#### 4. CONCLUSIONES

Los mercados de renta fija del área del euro se han caracterizado, desde 1998, por un aumento de los volúmenes de emisión y de los saldos vivos, más evidente en los valores a medio y largo plazo. Además, el mayor avance se ha registrado entre los valores de los emisores privados como consecuencia, por un lado, de las crecientes necesidades de financiación de las sociedades no financieras derivadas de los procesos de fusión y adquisición europeos y, más recientemente, de las subastas de las li-

cencias de UMTS y, por otro lado, como resultado del proceso de creciente titulización de activos, principalmente bancarios. Simultáneamente, las emisiones y los saldos vivos de valores en euros de las Administraciones Públicas han experimentado un suave pero continuo descenso, derivado de las menores necesidades financieras que conlleva el proceso de consolidación fiscal en los países de la UEM.

En los mercados secundarios, por su parte, hay que destacar la importante reducción de los tipos nominales negociados en los mercados de renta fija y de los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública de los países de la UEM frente a los de la deuda alemana. Asimismo, hay que señalar que la introducción de la moneda única ha internacionalizado, aún más, la demanda de valores de renta fija en euros, tanto por parte de entidades de crédito como por instituciones de inversión colectiva, como consecuencia de la eliminación del riesgo de cambio y de la no consideración de la deuda emitida por otros países del área como inversión en moneda extranjera, para la que existen ciertos límites.

En el ámbito institucional, hay que destacar que los mercados de renta fija europeos han estado mediatizados, en general, por los procesos de concentración de las bolsas y el resto de los mercados de valores organizados. Por el contrario, los mercados financieros alemanes y españoles han protagonizado sendos procesos de concentración vertical mediante la integración bajo una única entidad (Deutsche Börse, AG y Bolsas y Mercados Españoles, SA) de los mercados y plataformas de negociación y de los sistemas de compensación y liquidación, en un primer momento, entre entidades nacionales y, más adelante, en el caso de Alemania, con organismos de liquidación internacionales.

A pesar de estos desarrollos recientes, que han aumentado la integración de la negociación y liquidación y la competencia entre intermediarios, y de la mejora de los sistemas de comunicación e información, siguen existiendo barreras que dificultan la creación de un auténtico mercado integrado de renta fija de la UE, que permita explotar plenamente las economías de escala y de alcance que presenta la industria de valores. Entre otras, cabe destacar la falta de un entorno legal plenamente uniforme, la falta de un sistema armonizado de procedimientos de liquidación, diferencias de tratamiento fiscal tanto de la tributación personal como societaria y una armonización insuficiente de las normas contables.

20.3.2002.

(3) No obstante, el antecedente a esta integración global se sitúa en junio de 2001 con la firma del documento denominado «Protocolo de Mercados Españoles», que establece por primera vez la constitución de una sociedad holding que agrupe a todas las entidades firmantes y que actúe como instrumento de su proyecto internacional.

## BIBLIOGRAFÍA

- ECB (2001). «The euro bond markets», Other publications of the European Central Bank, julio.
- BLANCO, R. (2001): «Los mercados de deuda pública del área del euro. Evolución reciente», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, noviembre.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1996). «Los mercados de valores españoles ante el mercado y la moneda únicos: algunas implicaciones», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, septiembre.
- (2001). «La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, octubre.
- THE GIOVANINNI GROUP (2001). «Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union», ECB, Bruselas, noviembre.
- SANTILLÁN, J.; BAYLE, M., and THYGESSEN, C. (2000). «The impact of the euro on money and bond markets», ECB, Occasional Paper nº 1.