

Resumen

El fuerte incremento que ha experimentado en los últimos tiempos la emisión de obligaciones empresariales, en un panorama de robusto crecimiento económico, y el posterior mantenimiento del mercado dentro de un ámbito de crecimiento más moderado y una actividad contenida en el ámbito de las fusiones y adquisiciones, han instado a algunos observadores a pronosticar que la Eurozona dispondrá de un amplio y eficaz mercado de obligaciones de empresa en el futuro. A la luz de la bibliografía empírica y teórica de la que se dispone en relación con este campo, este trabajo pretende encontrar la respuesta a dos preguntas interrelacionadas: a) ¿Resulta positivo para el desarrollo económico un mercado consolidado de obligaciones de empresa? y, en caso afirmativo: b) ¿Cuáles son los factores fundamentales necesarios para el desarrollo de un mercado de obligaciones empresariales? A continuación, se analiza si estos factores están presentes en la Eurozona. Finalmente, a partir del análisis anterior, se examina la evolución reciente del mercado de obligaciones de empresa en la zona euro.

En este documento se argumenta que la existencia de un sólido mercado de obligaciones de empresa que funcionase junto con un sólido sistema bancario estimularía el desarrollo económico y la estabilidad financiera. En los últimos años se ha experimentado un notable crecimiento de este mercado dentro de la zona euro, debido en parte a la introducción de la nueva moneda. A largo plazo, no obstante, su desarrollo requerirá la aplicación de medidas reguladoras destinadas a intensificar y armonizar el panorama financiero europeo.

Palabras clave: obligaciones empresariales, Eurozona, mercado de obligaciones de empresa, medidas reguladoras.

Abstract

The recent high growth rates in corporate bonds issuance through the economic upswing and the subsequent resilience of this market in an environment of slower growth and subdued merger and acquisitions activity, has prompted several observers to predict that eventually the euro area will have a large and efficient corporate bond market over time. By looking at the empirical and theoretical literature in this field this paper aims to answer two related questions: a) Is a consolidated corporate bond market positive for economic development?, and if so, b) What are the key necessary factors that encourage the development of a corporate bond market? Then, it is considered whether these factors are in place in the euro area. Finally, in the wake of the previous analysis, the recent evolution of the corporate bond market in the euro area is examined.

This note concludes that a strong corporate bond market working alongside a sound banking system, should encourage economic development and financial stability. Partly due to the introduction of the euro, there has been a process of strong growth in the euro area corporate bond market in recent years. In the long run, however, the development of this market requires further regulatory measures directed towards deepening and harmonising the European financial landscape.

Key words: corporate bonds, euro area, corporate bond market, regulatory measures.

JEL classification: G10.

CUESTIONES EN TORNO AL MERCADO DE OBLIGACIONES DE EMPRESA EN LA EUROZONA

David MARQUÉS IBÁÑEZ

Banco Central Europeo ()*

I. ¿RESULTA POSITIVO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO EL ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO DE OBLIGACIONES DE EMPRESA?

EN los últimos años, la extensa literatura sobre economía del desarrollo ha dedicado parte de su atención a analizar la relación existente entre el sistema financiero y la economía real. Uno de los hallazgos importantes derivado del análisis de esa bibliografía es la existencia de un vínculo causal entre desarrollo financiero y crecimiento económico (1). En este sentido, una de las características más destacadas de un sistema financiero avanzado es la existencia de un eficiente y profundo mercado de obligaciones de empresa que funcione junto con un sistema bancario solvente. Según estudios empíricos recientes, es probable que un mercado desarrollado de obligaciones de empresa funcionando junto a un eficiente y sólido sistema bancario contribuya al desarrollo económico. Esta relación entre el mercado de obligaciones de empresa y el crecimiento económico se materializaría a través de varios canales.

- En primer lugar, el desarrollo de este mercado es beneficioso para la estabilidad de la financiación empresarial. Al proporcionar una fuente de financiación externa a largo plazo, alternativa al canal tradicional de financiación bancaria, permitiría una reducción de la volatilidad en el suministro del crédito global al sector privado. Esta

función resultaría particularmente útil en el caso de un repentino descenso del crédito bancario disponible, debido, por ejemplo, a un racionamiento del crédito por parte de las entidades de depósito.

- En segundo lugar, puesto que las decisiones de financiación externa no suelen depender de las relaciones bancarias previas, como es el caso de los préstamos, la financiación mediante obligaciones puede promover una recolocación más rápida de los fondos procedentes de sectores con excedentes de liquidez, pero económicamente en declive, hacia otros sectores de desarrollo rápido y con urgente necesidad financiación. En consecuencia, un sector financiero avanzado, transparente y eficiente, en el que existiera un mercado líquido de bonos de empresa facilitaría tanto la existencia de proyectos de inversión nuevos e innovadores como la transición y crecimiento de las pequeñas y medianas empresas (2).

- En tercer lugar, cabe precisar que la existencia de un mayor peso del mercado de bonos de empresa en el suministro de crédito tiene también significativas repercusiones en los mecanismos de control corporativo. Cuando se produce una transformación de estas características, la valoración del precio del crédito deja de limitarse a momentos discretos en el tiempo en los cuales los prestamistas deciden la asignación de los préstamos. Por el contrario, la concesión y la evaluación de la calidad del crédito se producen de forma continua a través de la interacción de

las fuerzas de mercado. Como consecuencia de ello, un sistema financiero con un sólido mercado de obligaciones de empresa se sitúa en una mejor posición en la cual observadores externos tienen acceso continuo al precio de los bonos de empresa. Ello, a su vez, tiene una incidencia en el desarrollo de las agencias de calificación y en la presentación de la información contable que puede ir dirigida a más de un mercado geográfico.

- Por último, el desarrollo de un mercado de obligaciones de empresa se encuentra también estrechamente vinculado, y suele suceder, al desarrollo del mercado de acciones. Dado que la mayoría de los trámites y costes de emisión de los mercados de acciones y obligaciones son similares y compartibles en lo que se refiere a los requisitos contables, los gastos legales y otros gastos fijos, el desarrollo de cualquiera de estos mercados estimula el desarrollo del otro (3).

II. ¿QUÉ FACTORES ESTIMULAN EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE OBLIGACIONES DE EMPRESA?

Una vez consideradas las mayores ventajas potenciales derivadas de la existencia de un mercado de obligaciones de empresa desarrollado, es interesante analizar brevemente aquellos factores que contribuyen a un mayor desarrollo y consolidación del mismo (4).

- Una de las principales fuerzas motoras en el desarrollo de un mercado de obligaciones empresariales es la existencia de un marco de regulación financiera adecuado. La más notable de estas condiciones reguladoras necesarias es la existencia y efectiva aplicación de una legislación sobre quiebras y liquidaciones empresariales que in-

centive tanto la inversión y la iniciativa empresarial como una rápida resolución de los procesos. También es importante la existencia de un marco regulador claro y efectivo en referencia a fusiones y adquisiciones tanto nacionales como transnacionales. Finalmente, el establecimiento de un conjunto común de principios contables armonizados beneficia en gran medida la transparencia informativa en los distintos países.

- El funcionamiento eficiente de los mercados monetarios es también una condición necesaria para el desarrollo de un mercado de obligaciones de empresa. Este hecho se debe, en parte, a las sustanciales diferencias existentes en la motivación subyacente para la emisión de deuda a corto y a largo plazo. Más específicamente, una característica central de la emisión a corto plazo es su relevancia en cuanto a gestión de tesorería. Los mercados monetarios anclan inicialmente la curva de tipos de interés, desempeñando un papel de referencia para la determinación de los precios de otros valores de renta fija. En este sentido, el desarrollo de un mercado monetario eficiente en Estados Unidos precedió al de su mercado de obligaciones empresariales hace treinta años. La introducción del euro ha creado, sin lugar a dudas, un mercado de dinero profundamente integrado en toda la zona euro, en el que los índices EONIA y EURIBOR sirven de cotas de referencia uniformes, aceptadas unánimemente por la totalidad de los agentes de estos mercados.

- En lo que respecta a la demanda, es necesaria, asimismo, una base inversora amplia y relativamente sofisticada para el desarrollo de un mercado de obligaciones de empresa. Es indudable que en la zona euro se está constituyendo esta base, ya que cada vez más inversores están diversificando sus carteras inversoras, tanto en lo que

se refiere a la diversificación geográfica como a la de los productos financieros en los que invierten. Los recientes cambios en la legislación financiera, aboliendo las limitaciones que previamente obligaban a los gestores de los fondos de pensiones a invertir una parte sustancial de sus activos en bonos nacionales, ha sido también particularmente beneficiosa para el desarrollo de un mercado de bonos de empresa en la zona euro.

- Por último, y como combinación de los factores anteriores, está claro que un mercado de obligaciones de empresa tarda tiempo en construirse, y que implica una gran cantidad de gastos fijos. Esto hace que su desarrollo sea más factible donde se disponga previamente de una infraestructura de mercado financiero desarrollado que disponga de la suficiente masa crítica para el desarrollo de un mercado de bonos de empresa.

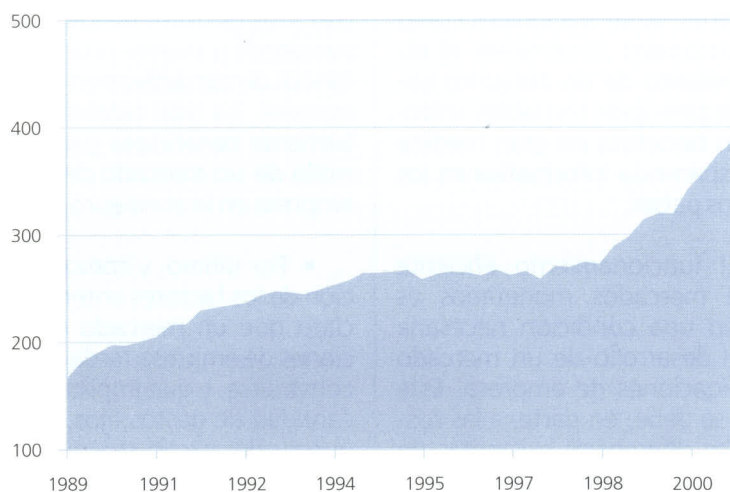
III. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL MERCADO DE OBLIGACIONES DE EMPRESA EN LA ZONA EURO

Aunque partiendo de un nivel bajo, en la zona euro se ha registrado durante los dos últimos años un destacable aumento en la emisión de obligaciones empresariales (véase gráfico 1, a y b), lo que ha instado a ciertos observadores a hablar de un mercado en proceso de consolidación.

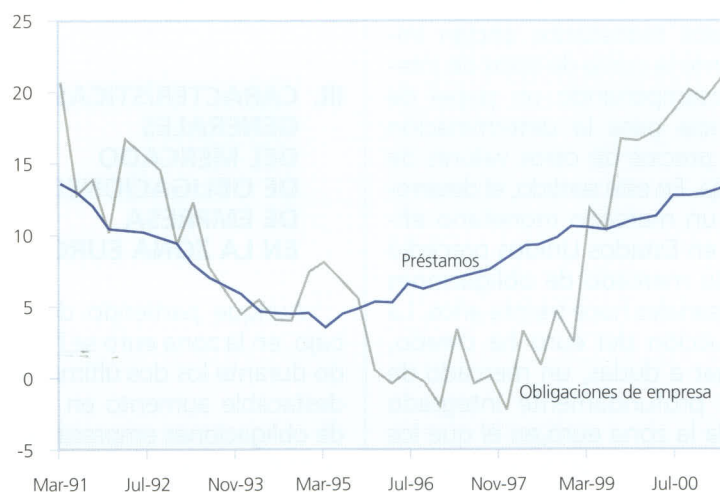
Como se sugiere en el apartado anterior, el incremento en la emisión de obligaciones de empresa en la zona euro ha sido más notable en aquellos países que ya disponían de un mercado de obligaciones relativamente bien desarrollado en el pasado. En particular, Francia, Alemania y Holanda, que ya contaban con una amplia presencia en este mer-

GRÁFICO 1

a) Valores de los títulos de deuda denominados en euros emitidos por empresas no financieras (fondos, en millardos de euros)



b) Tasa de crecimiento anual de los saldos de los títulos de deuda denominados en euros emitidos por empresas no financieras y de los préstamos de las instituciones financieras al sector privado



Fuente: BCE.

ción financiera, produjo un ligero declive en la evolución de los saldos de los títulos de deuda emitidos por empresas no financieras. De ahí que, en relación con el PIB, el mercado sólo haya crecido en realidad en los últimos tres años (gráfico 3).

Desde el punto de vista de la oferta, un elemento claramente positivo es que los emisores están empezando a tener una perspectiva transnacional de la zona euro. Si bien es difícil identificar cuantitativamente este factor, los *rankings* de los principales bancos de inversión —elegidos como principales suscriptores de la deuda para su posterior colocación en el mercado— pueden ofrecer algunas indicaciones al respecto. Si durante la introducción del euro, en 1999, el principal contingente de estas instituciones financieras era aún nacional, en el año 2000 los bancos norteamericanos aumentaron sustancialmente su participación en este mercado. Este hecho, probablemente es debido a que la fuente principal de ventaja comparativa inicial de los bancos nacionales de inversión, en términos de captar negocios de suscripción de deuda (debido a una relación más estrecha con el cliente y un mejor conocimiento del entorno contable, legal, fiscal y monetario nacional), ha quedado parcialmente erosionada como consecuencia de la introducción del euro. Por otro lado, los bancos de inversión estadounidenses, que, aunque posiblemente carecen de esos elementos de mayor conocimiento del mercado nacional, tienen en el corto plazo una serie de ventajas iniciales para operar en Europa. En primer lugar, disponen de una mayor experiencia en esta industria, debido a la separación existente entre banca comercial y de inversión durante la mayoría del siglo XX. En segundo lugar, disponen de un conocimiento crediticio de los distintos sectores industriales, así como de un poder de colocación de los títulos más global. Posiblemente, estos factores han si-

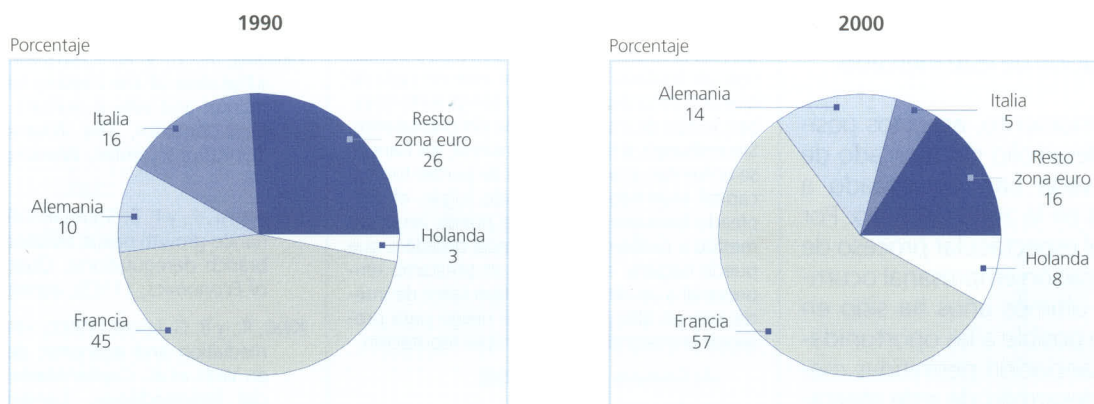
cado a principios de los años noventa, han ido aumentando su cuota de participación relativa desde 1990 (gráfico 2).

En términos relativos, la dimensión del mercado de obligaciones de empresa en relación con el PIB ha seguido creciendo en importan-

cia en los últimos años. A principios de los años noventa, se produjo un notable aumento en la actividad emisora, probablemente debido, en parte, a la llegada del Mercado Único de Servicios Financieros en 1993. Más adelante, el posterior descenso de la actividad económica, unido al retraso en el proceso de desregula-

GRÁFICO 2

DESGLOSE POR PAÍSES DE LOS SALDOS DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (EN PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE LAS EMISIONES DENOMINADAS EN EUROS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LA ZONA EURO)



Fuente: BCE.

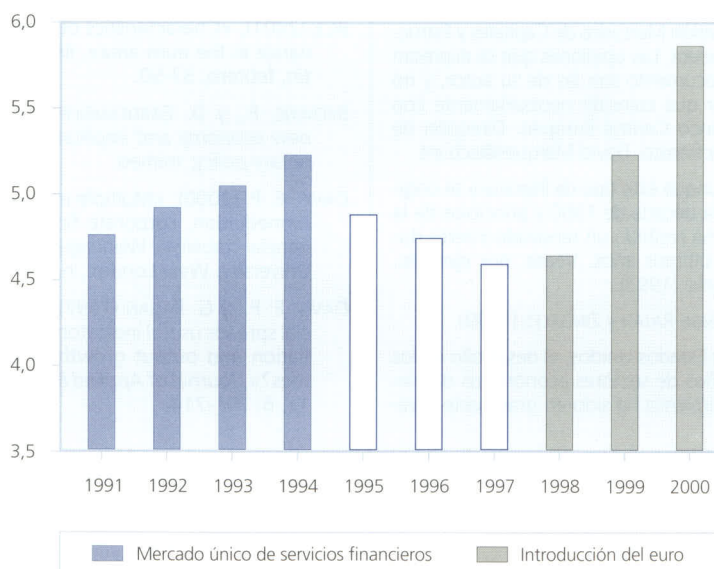
do determinantes para explicar el inicial avance de los bancos norteamericanos a expensas de sus colegas europeos (5).

El crecimiento del mercado de bonos de empresa es particularmente destacable si se tiene en cuenta que muchas de las iniciativas en materia de integración y regulación financiera están todavía en proceso de implementación en la Unión Europea. Por otra parte, el mercado de bonos de empresa europeo es, en términos relativos, sustancialmente menor que el norteamericano, y desempeña una función de financiación distinta a la del mercado norteamericano. Por ejemplo, la financiación de pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento vía el mercado directo de capitales (acciones y bonos) resulta todavía posiblemente mucho más fácil en Estados Unidos que en la zona euro.

Sin embargo, y teniendo presentes las limitaciones mencionadas, no cabe duda de que los recientes acontecimientos están contribuyendo a la consolidación de este mercado. De hecho, según la mayoría

GRÁFICO 3

SALDOS DE LOS TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMPRESAS NO FINANCIERAS EN PORCENTAJE SOBRE EL PIB EN LA ZONA EURO



Fuente: BCE.

de los observadores, el éxito de este mercado ha estado fundamentalmente marcado por las expectativas de los mercados. En este sentido, tanto las empresas emisoras como

los inversores han asumido que la introducción del euro ha supuesto un compromiso creíble hacia un mercado financiero integrado que opere bajo un entorno económico de baja

inflación. La puesta en práctica del Plan de Acción en los Servicios Financieros impulsado por la Comisión Europea, en el cual se pretende mejorar y armonizar la regulación financiera en una amplia serie de aspectos, supondrá un notable incentivo para un mayor crecimiento y consolidación de este mercado.

Por el momento, aspectos positivos del desarrollo del mercado de deuda privada han comenzado a ser visibles en la zona del euro. Por ejemplo, el espectacular proceso de reestructuración empresarial ocurrido en los últimos años ha sido en gran parte posible a las oportunidades de financiación permitidas mediante el desarrollo de este mercado. Por otra parte, el hecho de que el mercado haya seguido recibiendo nuevas emisiones durante un período de menor crecimiento económico es una muestra de la resistencia de este mercado.

NOTAS

(*) División Mercados de Capitales y Estructura Financiera. Las opiniones que se expresan en este documento son las de su autor, y no tienen por qué coincidir necesariamente con las del Banco Central Europeo. Dirección de correo electrónico: David.Marqués@ecb.int

(1) Aunque este tipo de literatura se originó entre la década de 1960 y principios de la de 1970, ha recibido un renovado interés durante los últimos años. Véase, por ejemplo, KING y LEVINE (1993).

(2) Véase RAJAN y ZINGALES (1999).

(3) En Estados Unidos, el desarrollo en los últimos años de sectores económicos de elevado crecimiento ha sido en gran parte posi-

ble gracias al establecimiento previo, en la década de 1970, de unos nuevos mercados de valores y de obligaciones de empresa que promocionaban la financiación de estas empresas (Nasdaq y mercado de bonos de mayor riesgo crediticio o mercado de *junk bonds*). Ello se debe, principalmente, al menor incentivo de las entidades bancarias a financiar proyectos de alto riesgo. Este desinterés suele deberse a dos factores principales. En primer lugar, los préstamos bancarios son instrumentos con un limitado beneficio al alza en caso de que una empresa arriesgada tenga éxito (a saber, el tipo de interés recibido del prestatario). Sin embargo, si fracasa la empresa, los bancos se enfrentan a la posibilidad de perder todo el capital invertido. En segundo lugar, el empleado bancario que decide puede verse sometido a problemas de agencia debido a que puede negarse a conceder un préstamo empresarial a un determinado tipo (alto) de interés con un alto potencial de riesgo para preservar la integridad de su propia reputación.

(4) SCHINASI y SMITH (1998).

(5) En otras palabras, los bancos norteamericanos tienen una enorme experiencia en valoración del riesgo crediticio sectorial en referencia a la emisión de bonos de empresa. Esto es de particular importancia, ya que, con el advenimiento del euro, el riesgo crediticio, por ejemplo, ha ganado importancia a la hora de poner precio a las obligaciones de empresa.

BIBLIOGRAFÍA

BCE (2001), «Characteristics of corporate finance in the euro area», *Monthly Bulletin*, febrero: 37-50.

BROWNE, F., y D. GERDESMEIER (2000), *The new economy and implications for monetary policy*, mimeo.

DAVIS, E. P. (2000), «Multiple avenues of intermediation, corporate finance and financial stability», *Working Paper*, Brunel University, West London, n.º 00-17.

DAVIS, E. P., y G. FAGAN (1997), «Are financial spreads useful indicators of future inflation and output growth in EU countries?», *Journal of Applied Econometrics*, 12, 6: 701-714.

DERMINE, J. (1998), *The Economics of the Bank Mergers in the European Union: A Review of the Public Policy Issues*, OECD Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise affairs Committee on Financial Markets.

EUROMONEY (2001), «European corporate bonds: an unfinished revolution», *Euro-money*, agosto 2001.

HERRING, R. J., y N. CHATUSRIPITAK (2000), «The case of the missing link: the bond market and why it matters for financial development», The Wharton Financial Institutions Center, *Working paper*, 01-08.

JAYARATNE, J., y P. E. STRAHAN (1996), «The finance-growth nexus: evidence from bank branch deregulation», *Quarterly Journal of Economics*, 111(3), agosto: 639-70.

KING, R., y R. G. LEVINE (1993), «Financial intermediation and economic development», en VIVES *et al.*, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Nueva York y Melbourne, Cambridge University Press: 156-189.

KUMAR, K. B.; R. G. RAJAN, y L. ZINGALES (1999), «What determines firm size?», *NBER Working Paper*, n.º W7208.

RAJAN, R. G., y L. ZINGALES (1999), «Financial dependence and growth», *American Economic Review*, 88 (3): 559-586.

ROUSSEAU, P. L., y R. SYLLA (2001), «Financial systems, economic growth, and globalization», *NBER Working Paper*, número W8323.

SCHINASI G., y T. SMITH (1998), «Fixed-Income markets in the United States, Europe and Japan», *IMF Working Paper*.

STULTZ, R. (2000), «Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective», *World bank conference on Financial Structure and Economic Development*, 10 y 11 de febrero, Washington, D.C.

WURGLER, J. (2000), «Financial markets and the allocation of capital», *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), octubre-noviembre: 187-214.