

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS PRIMARIOS DE VALORES EN ESPAÑA  
DURANTE LA DÉCADA ACTUAL

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y José Manuel Marqués, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Durante la década actual los mercados primarios españoles han mostrado un enorme dinamismo, de modo que entre 2000 y 2007 el volumen anual de emisiones netas de instrumentos negociables se ha multiplicado por más de cinco, hasta llegar a los 266 mm de euros (véase cuadro 1). Esta expansión ha venido acompañada por un cambio sustancial en el peso relativo de los distintos productos. Así, los pasivos emitidos por las Administraciones Públicas (AAPP), que tradicionalmente habían desempeñado un papel central en los mercados financieros de nuestra economía, han evidenciado un progresivo descenso en los últimos años. Por el contrario, las emisiones de deuda realizadas por las instituciones financieras han experimentado un avance considerable. Las empresas no financieras han continuado acudiendo prioritariamente al crédito bancario a la hora de obtener fondos externos, de modo que sus colocaciones de títulos de renta fija siguen suponiendo una fracción residual dentro del conjunto de los valores españoles<sup>1</sup>. Por último, el recurso a la renta variable, aunque ha presentado ciertas oscilaciones, no ha tenido en promedio una gran importancia ni para las sociedades financieras ni para las no financieras.

Esta evolución ha estado ligada en buena medida a los cambios en las necesidades de financiación de los distintos sectores institucionales de nuestra economía. Así, las AAPP han continuado avanzando en la senda de consolidación fiscal que se inició con el proceso de convergencia asociado a la integración en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y han acabado presentando tasas de ahorro positivas en los últimos años. Por su parte, la transición hacia un régimen de mayor estabilidad macroeconómica y el afianzamiento de unas condiciones crediticias favorables facilitaron la expansión de las necesidades de financiación del sector privado. Tanto las familias como las sociedades no financieras han canalizado esas necesidades a través de las entidades de crédito que, a su vez, han recurrido principalmente a las emisiones de valores de renta fija para satisfacerlas. En este sentido, cabe destacar que tanto la introducción de la moneda única, con la consiguiente disminución en el riesgo de tipo de cambio, como el alto grado de solvencia de las instituciones financieras españolas y algunas características idiosincrásicas de los productos de renta fija ofrecidos por estas han facilitado su colocación entre los inversores no residentes<sup>2</sup>.

La expansión de los mercados de valores también se ha visto favorecida por algunas medidas legislativas encaminadas a incrementar su eficiencia y a ampliar el abanico de instrumentos disponibles, incorporando las innovaciones financieras que se estaban produciendo en el contexto internacional. Así, cabe destacar la aprobación del Real Decreto 19/2003 para fomentar que las empresas financieras y no financieras realizaran emisiones en mercados españoles y no a través de filiales en el extranjero, y una serie de reformas que permitieron la eliminación de diversas trabas existentes para el desarrollo de distintos productos de titulización<sup>3</sup>. De forma más reciente, a finales de 2007, se aprobó la transposición de la Directiva de Mercados de Intermediarios Financieros (MiFID), que incentiva la competencia entre los proveedores de servicios financieros<sup>4</sup> e impulsa la transparencia en la información ofrecida por estos a los inversores.

1. Para un análisis de la financiación de las sociedades no financieras durante este período, véase Marqués et ál. (2005). 2. Véase, por ejemplo, en Fuentes (2007) un análisis de los rasgos característicos de la titulización en España. 3. García-Vaquero (2003) y Losada López (2006) ofrecen un análisis más detallado de la regulación de estos productos. 4. Para un mayor detalle sobre este tema, véase García-Vaquero (2007).

Millones de euros								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES (a)	51.326	36.515	46.064	78.012	149.127	184.584	234.227	266.444
RENTA FIJA	15.213	28.627	41.297	75.819	129.007	180.195	224.012	219.185
Pública	12.935	4.935	10.756	2.112	8.183	6.682	-2.734	-4.362
Privada (b)	2.278	23.692	30.542	73.706	120.824	173.513	226.746	223.547
RENTA VARIABLE	36.114	7.888	4.767	2.194	20.119	4.389	10.215	47.259
PRO MEMORIA								
Emisiones netas en % del PIB (c)	8,14	5,36	6,32	9,96	17,73	20,32	23,88	25,35

FUENTES: CNMV, INE y Banco de España.

a. Incluye emisiones de residentes, tanto en moneda local como en divisas.

b. No incluyen los valores hipotecarios emitidos por las entidades oficiales de crédito.

c. El PIB del año 2007 es una estimación.

En este artículo se analiza la evolución de los mercados primarios de valores españoles durante la década actual. Con este fin, en el segundo epígrafe se describen las colocaciones de acciones; en el tercero se comentan las principales características de las emisiones de las AAPP, y en el cuarto se analiza la actividad con títulos de renta fija privada. Finalmente, en el último apartado se extraen algunas conclusiones.

### **Mercado primario de valores de renta variable**

La evolución del mercado primario de valores de renta variable ha mostrado un patrón irregular a lo largo del período 2000-2007, con un volumen anual de emisiones netas que ha oscilado entre los 2 mm y los 47 mm de euros (véase cuadro 2). Recientemente se ha apreciado un notable crecimiento de las colocaciones de acciones, de modo que en el pasado ejercicio han llegado a representar un 18% de la oferta neta total de títulos negociables españoles. Este renovado impulso se ha visto favorecido por el empuje de las adquisiciones corporativas por parte de las sociedades cotizadas y por la evolución alcista de los índices bursátiles, que conlleva una reducción del coste de esta vía de financiación. Este auge ha coincidido, además, con la liberalización y simplificación normativa en materia de admisión a negociación y ofertas públicas de venta y suscripción (OPV y OPS, respectivamente)<sup>5</sup>.

Aunque la importancia relativa de los distintos sectores emisores de acciones ha mostrado marcadas oscilaciones en los últimos años, cabe subrayar el mayor protagonismo de las sociedades no financieras. De este modo, en promedio para el período 2000-2007, las colocaciones netas acometidas por este tipo de compañías han representado alrededor del 60% del total del mercado primario de renta variable. Un análisis más detallado por ramas de actividad revela que las empresas de servicios desempeñaron un papel destacado al comienzo de la presente década, siendo las inmobiliarias y constructoras las que acapararon el mayor peso de la oferta de acciones entre 2005 y 2007 (si bien en este último año con menor intensidad que en el bienio precedente).

Por tipos de operación, hay que destacar el predominio de las ampliaciones de capital, que han representado, en promedio para el período 2000-2007, alrededor del 90% del total de nuevas colocaciones de renta variable. La evolución del volumen de estas operaciones ha mostrado un perfil irregular, de modo que tras un comienzo de la década en el que se apreció

5. Véase Banco de España (2006).

Millones de euros y %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL EMISIONES NETAS	36.114	7.888	4.767	2.194	20.119	4.389	10.215	47.259
Ampliaciones de capital	33.418	4.802	3.758	1.776	17.562	4.232	7.756	45.203
<i>Instituciones financieras</i>	11.067	2.515	1.866	311	16.273	1.268	3.140	14.678
<i>Sociedades no financieras</i>	22.352	2.287	1.892	1.466	1.289	2.965	4.616	30.524
OPV y OPS	2.695	3.086	1.009	417	2.557	157	2.459	2.056
<i>Instituciones financieras</i>	0	0	0	0	0	0	779	0
<i>Sociedades no financieras</i>	2.695	3.086	1.009	417	2.557	157	1.680	2.056
Revalorización IBEX (en %)	-21,7	-7,4	-28,4	28,2	17,4	18,2	31,8	7,3

FUENTES: CNMV y Banco de España.

una contracción, coincidiendo con el período bajista de las bolsas de valores, en los últimos años se ha registrado un notable repunte en un contexto de avances de las cotizaciones bursátiles.

En cambio, el comportamiento de las ofertas públicas de colocación de valores ha sido más estable a lo largo del período analizado. Los volúmenes ofertados han alcanzado registros modestos, en torno a 2 mm de euros anuales, contabilizando tanto las ofertas públicas de venta de acciones como de derechos de suscripción. En lo relativo al número de nuevas empresas admitidas a negociación, hay que destacar que en los dos últimos años las salidas a bolsa han experimentado un cierto auge, contabilizándose 12 y 10 ofertas públicas en 2006 y 2007, respectivamente.

### **Mercado primario de valores negociables de las Administraciones Públicas**

El mercado primario de valores públicos se ha caracterizado por la tendencia descendente en los volúmenes netos emitidos a lo largo del período 2000-2007, en consonancia con la disminución de las necesidades de financiación de las AAPP. Así, como se aprecia en el cuadro 3, la emisión neta de este tipo de valores pasó de un máximo de 13 mm de euros en 2000, a una amortización neta de 4,4 mm en 2007. Este marcado descenso en la oferta de nuevos títulos públicos se ha traducido en una importante reducción en el saldo vivo de la deuda pública negociable en términos de PIB, que ha pasado del 50% al 32% en el período analizado.

La evolución de las emisiones netas por parte de las distintas AAPP ha presentado perfiles muy diferentes. Así, frente al progresivo descenso de la oferta de deuda por parte del Estado, la apelación a los mercados por parte de las Administraciones Territoriales (AATT) no ha mostrado una tendencia definida, estando en promedio próxima a los 2 mm de euros anuales. Las diferencias entre el comportamiento emisor del Estado y el del resto del sector público se han intensificado en el último bienio, ya que, mientras que el primero amortizó deuda por valor de 4,8 mm y 4,7 mm en 2006 y 2007, la emisión neta de las AATT continuó siendo positiva, por un importe de 2 mm y 0,4 mm, respectivamente.

Por plazos de emisión, como se aprecia en el cuadro 3, lo más sobresaliente ha sido el protagonismo de las colocaciones con vencimientos más dilatados. Así, para el conjunto de las AAPP, la oferta neta de valores a largo plazo se aproximó a los 60 mm de euros entre 2000 y 2007, al tiempo que se amortizaron títulos a corto plazo por un importe aproximado de 20 mm en ese mismo período. Un análisis más detallado de los valores del Estado revela, además, que, a partir de 2003, han tenido mayor importancia relativa las colocaciones netas de obliga-

Millones de euros y %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL EMISIONES NETAS AAPP	12.935	4.936	10.756	2.112	8.183	6.682	-2.734	-4.362
Estado	11.670	4.334	7.586	328	6.650	3.890	-4.789	-4.716
Corto plazo	-8.479	-9.079	247	2.935	-1.653	-3.819	-1.993	1.144
Largo plazo	20.148	13.413	7.339	-2.608	8.304	7.709	-2.796	-5.860
CCAA	1.370	690	3.000	1.822	1.551	2.797	1.827	223
Corto plazo	-135	266	67	-154	230	276	-141	283
Largo plazo	1.505	424	2.933	1.976	1.321	2.521	1.968	-60
Corporaciones locales	-104	-88	170	-38	-18	-5	228	131
Corto plazo	0	0	0	0	0	0	0	0
Largo plazo	-104	-88	170	-38	-18	-5	228	131
Saldo deuda pública negociable/PIB (a)	50,2	47,2	45,3	42,3	40,3	38,1	35,0	32,2

FUENTE: Banco de España.

a. El PIB del año 2007 es una estimación.

ciones (emitidas a 10, 15 y 30 años) que las de bonos (con vencimientos a 3 y 5 años). Estos desarrollos en la deuda del Estado se han traducido, en primer lugar, en un alargamiento de su vida media, que ha crecido de forma gradual, pasando de 5,7 a 6,8 años entre 2000 y 2007, y, en segundo lugar, en una reducción del peso de los instrumentos de corto plazo en el saldo vivo total, que se ha situado en el 15% en 2007, frente al 10% registrado en 2000.

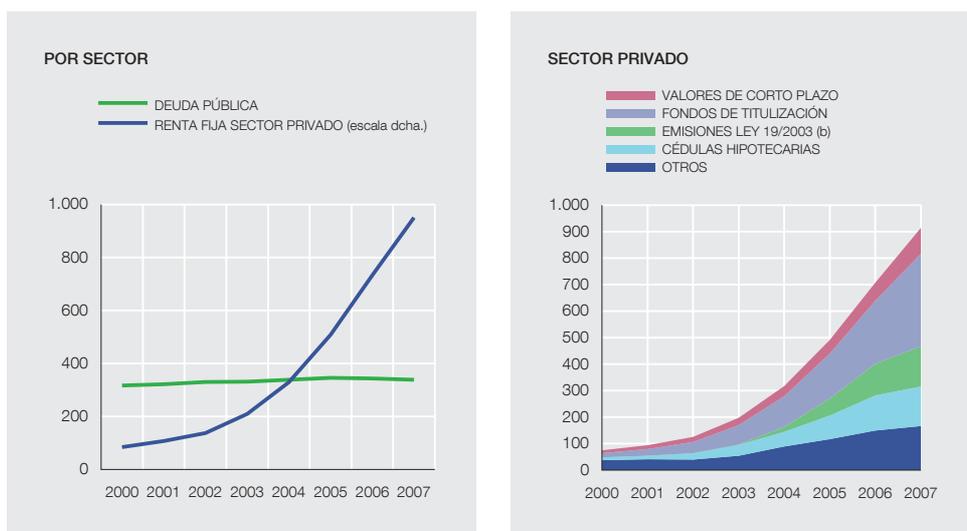
### **Mercado primario de renta fija privada**

Durante los últimos años, los mercados de renta fija privada en nuestro país han experimentado una pujanza creciente, que se ha materializado tanto en un notable aumento del volumen de las emisiones como en la aparición de nuevos instrumentos, fundamentalmente valores asociados a operaciones de titulización<sup>6</sup>. Así, en el período 2000-2007 las colocaciones netas de deuda llevadas a cabo por el sector privado han pasado de tener un saldo residual a representar más de 223 mm de euros, y su saldo vivo se ha multiplicado por más de once, hasta alcanzar los 950 mm de euros, frente a los 337 mm de deuda pública en circulación (véase gráfico 1).

Las entidades de crédito han sido las principales responsables de este dinamismo, manteniendo un papel muy activo en la captación de fondos, bien de forma directa o bien a través de filiales y fondos de titulización (véase cuadro 4). Así, en los últimos siete años, las emisiones totales netas de estos intermediarios a través de las distintas vías han mantenido en promedio una tasa de crecimiento interanual próxima al 60%.

Dado que en gran medida esta captación de recursos se ha llevado a cabo para financiar préstamos a largo plazo, las entidades de crédito han optado por realizar emisiones prioritariamente con un dilatado período de vencimiento. Así, en los últimos años, las colocaciones netas de activos de renta fija a largo plazo han supuesto en torno al 85% del conjunto de los activos emitidos, directa o indirectamente, por estos intermediarios. Esta estrategia ha permitido que las necesidades de refinanciación a corto plazo del sistema bancario sean reducidas.

6. Estas operaciones consisten en la transformación de un conjunto de activos —típicamente poco líquidos, como los préstamos— en valores negociables. Generalmente estas transacciones se realizan mediante la transferencia de los activos a un fondo, que financia sus adquisiciones mediante la emisión de títulos.



FUENTE: Banco de España.

a. Emisiones realizadas por sectores residentes.

b. Emisiones de participaciones preferentes y otros valores realizadas por filiales creadas al amparo de la Ley 19/2003.

De este modo, los mercados de títulos con menor período de maduración han mostrado un dinamismo menor, lo que se ha traducido en una pérdida en su peso relativo a lo largo del período analizado. Además, conviene destacar que, a diferencia de lo sucedido en otros países, en el caso español no se han creado vehículos estructurados (*conduits* o *SIV*<sup>7</sup>) para financiar inversiones a largo plazo en activos de titulación mediante la emisión de títulos a corto plazo (ABCP<sup>8</sup>).

En el cuadro 4 se presentan las emisiones netas de los distintos valores de renta fija realizadas por el sector privado en los mercados españoles durante la década actual. Uno de los rasgos que se aprecian es la creciente colocación de cédulas hipotecarias por parte de las instituciones financieras, de modo que su saldo vivo ha mantenido un peso significativo en el conjunto de los títulos de deuda del sector privado, situándose por encima del 16% en 2007 (véase gráfico 1). Este instrumento ha resultado especialmente adecuado para la captación de fondos por parte de las entidades de crédito en un contexto de elevado crecimiento de su cartera hipotecaria. Además, el alto grado de solvencia de las entidades nacionales, las reducidas tasas de morosidad de las hipotecas residenciales que sirven de respaldo en estos títulos y ciertas características específicas de las emisiones españolas, como un nivel de sobrecolateralización mayor que el de productos similares en los mercados europeos, han favorecido el dinamismo de estas emisiones<sup>9</sup>.

Otra partida que también ha mostrado una marcada tendencia creciente ha sido la de las emisiones de titulación, cuyo ritmo de avance anual en el período 2000-2007 se ha situado en el entorno del 55%. De este modo, el saldo vivo de estos instrumentos representaba en diciembre del pasado año algo más del 38% del total de los títulos de renta fija emitidos por el sector privado, predominando aquellos cuyo activo subyacente son préstamos vinculados

7. *Structured investment vehicles*. 8. *Asset-backed commercial paper*. 9. Véase Fitch (2007). Packer (2007) ofrece una comparación internacional entre las características de las cédulas hipotecarias españolas y las de otros productos similares que se han desarrollado en los mercados europeos.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL EMISIONES NETAS	2.278	23.692	30.542	73.706	120.824	173.513	226.746	223.547
A LARGO PLAZO	7.966	18.752	27.588	66.257	108.804	160.686	208.460	191.102
Instituciones financieras monetarias	3.363	9.903	11.452	34.037	51.610	64.205	82.642	39.827
<i>Cédulas hipotecarias (a)</i>	228	2.690	10.892	15.822	15.571	33.117	43.163	17.323
<i>Obligaciones subordinadas</i>	920	3.734	1.268	3.796	4.111	2.639	5.769	-513
<i>Otros valores (b)</i>	2.215	3.479	-708	14.419	31.928	28.449	33.709	23.018
Otros intermediarios financieros	5.471	9.509	17.390	32.628	57.831	96.301	126.135	149.106
<i>Fondos de titulización</i>	5.322	9.234	17.408	31.102	41.705	54.287	68.570	111.447
<i>Participaciones preferentes y otros valores de la Ley 19/2003</i>	0	0	0	1.526	15.935	42.014	55.894	35.778
— Filiales de instituciones financieras	0	0	0	1.526	15.935	39.378	39.555	32.117
— Filiales de sociedades no financieras	0	0	0	0	0	2.635	16.338	3.661
<i>Resto (c)</i>	150	275	0	0	191	0	0	0
Sociedades no financieras	-868	-660	-1.254	-408	-636	180	-316	2.170
A CORTO PLAZO	-5.689	4.939	2.954	7.450	12.020	12.827	18.286	32.445
Instituciones financieras monetarias	-5.029	3.466	2.269	8.891	9.753	13.838	14.539	36.065
Otros intermediarios financieros	868	391	1.708	-735	1.760	-725	2.433	-3.466
Sociedades no financieras	-1.528	1.083	-1.023	-706	507	-286	1.314	-154
PRO MEMORIA:								
Emisiones netas de filiales en el extranjero	32.691	23.326	14.778	13.523	-30.286	-20.652	-8.546	8.492
<i>Filiales de instituciones financieras</i>	21.541	11.838	13.079	8.275	-26.694	-15.497	-2.562	7.368
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	11.150	11.488	1.699	5.248	-3.592	-5.155	-5.984	1.123

FUENTES: Banco de España y CNMV.

a. No incluyen los valores hipotecarios emitidos por las entidades oficiales de crédito.

b. Incluyen, entre otras, emisiones en monedas distintas del euro.

c. Incluyen empresas de seguros y fondos de pensiones.

al mercado hipotecario. Las titulaciones españolas, a diferencia de las realizadas en otros países, no han conllevado una transferencia significativa del riesgo hacia los inversores. Por este motivo, las entidades originadoras de los préstamos han mantenido los incentivos adecuados para no relajar su política de concesión de créditos, preservando de esta manera la calidad de su cartera crediticia y, por extensión, la de los activos emitidos por los fondos de titulización<sup>10</sup>.

La aprobación del Real Decreto 19/2003 estimuló, mediante la introducción de ventajas fiscales, las emisiones en los mercados españoles de determinados valores de renta fija por parte de empresas residentes, tanto financieras como no financieras, en detrimento de la práctica habitual hasta ese momento de emplear para estos fines filiales en otros países, que revertían a su matriz los fondos captados en forma de préstamos. Entre estos instrumentos se incluyen las participaciones preferentes, que combinan características de las acciones y la renta fija, por lo que, desde el punto de vista de las entidades de crédito, presentan ciertas ventajas, al computar, a efectos de solvencia, como recursos propios. Tras la aprobación de esta norma, las colocaciones netas llevadas a cabo por las filiales en el extranjero fueron negativas en el período 2004-2006 (véase pro memoria del cuadro 4), al tiempo que las emisiones netas por parte de residentes de participaciones preferentes y otros valores afectados por dicha norma

10. Véanse Fuentes (2007) y BME (2007).

han tenido un ritmo de crecimiento muy elevado. Al cierre de 2007 representaban en torno al 17% del saldo vivo de los valores de renta fija privada<sup>11</sup>.

Las emisiones de títulos más tradicionales, como los bonos y obligaciones no convertibles, han presentado también una pauta creciente, si bien no de tanta intensidad como en el caso de las cédulas o los bonos de titulización. Como resultado, han pasado de representar casi la mitad del saldo vivo de las emisiones de renta fija privada a principios de la década a suponer alrededor del 20%.

Por su parte, las emisiones netas de renta fija por parte de las sociedades no financieras, realizadas tanto de manera directa como a través de filiales nacionales y en el extranjero, han mostrado un escaso vigor y, en comparación con el volumen de su recurso al crédito bancario, han tenido una importancia marginal a lo largo de todo el período.

Finalmente, es preciso señalar que las turbulencias financieras iniciadas el pasado verano y que tuvieron su origen en el repunte en la tasa de morosidad de los activos hipotecarios *subprime*<sup>12</sup> en Estados Unidos han condicionado la evolución de los mercados primarios durante los últimos meses de 2007. Por un lado, las tensiones han afectado de manera más acusada a los mercados de títulos de renta fija a largo plazo más estrechamente ligados a la titulización, lo que ha movido a los emisores españoles a recurrir en mayor medida a mercados alternativos como el de los pagarés, emitidos directamente o a través de sus filiales en el exterior. Por otro lado, el episodio, inconcluso aún en el momento de escribir este artículo, ha incidido también de manera singular en los mercados monetarios en los que las entidades de crédito negocian la liquidez que necesitan para cubrir los desfases temporales entre sus flujos de ingresos y pagos. Ante la consiguiente incertidumbre que esto ha generado, las entidades españolas, como algunas otras europeas, han seguido haciendo un uso intensivo del recurso a la titulización, con el fin, en esta ocasión, de mantener los valores emitidos en su cartera y construir así un colchón de activos con los que poder obtener liquidez en el caso de que esta sea necesaria.

## Conclusiones

Los mercados primarios españoles han experimentado un notable crecimiento en la década actual, de modo que el volumen de emisiones netas de valores negociables ha pasado de representar aproximadamente el 8% del PIB en 2000 a más del 25% al cierre del pasado ejercicio. Este notable dinamismo ha venido acompañado por la introducción de nuevos instrumentos y por un cambio sustancial en el peso relativo de los agentes emisores, que ha reflejado la profunda transformación en las necesidades de financiación de los distintos sectores institucionales. Así, frente al gradual descenso de la oferta de títulos públicos, en particular del Estado, que incluso ha llegado a registrar en los dos últimos años amortizaciones netas de valores, y frente al mantenimiento en niveles moderados de las colocaciones de títulos por parte de las sociedades no financieras, las emisiones de valores de renta fija de las instituciones financieras han mostrado una enorme pujanza.

De este modo, el desarrollo de los mercados primarios de valores ha supuesto para los emisores una alternativa eficiente para captar recursos ajenos a un coste competitivo y, al mismo tiempo, ha permitido ampliar la oferta de activos financieros con el fin de satisfacer las distintas preferencias de rentabilidad y riesgo de inversores tanto particulares como institucionales.

---

11. En esta cifra se incluyen también los saldos vivos de los valores afectados por el Real Decreto 19/2003 emitidos por sociedades no financieras. No obstante, el grueso de estos títulos en circulación corresponde a emisiones de filiales de entidades de crédito. 12. Aunque no existe una definición precisa, este tipo de hipotecas se caracteriza por concederse a hogares con historial crediticio inexistente o deficiente y, en general, con un perfil de riesgo elevado.

El episodio de turbulencias financieras iniciado el pasado verano a raíz del incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos ha condicionado la evolución de las emisiones de valores en el último tramo del pasado ejercicio y en el inicio del actual. No obstante, todavía es pronto para calibrar el verdadero alcance y duración de estas perturbaciones y para conocer en qué medida afectarán al desarrollo de los distintos mercados primarios de títulos. Desde una perspectiva más fundamental, la actividad de estos mercados se verá también afectada por el curso de las necesidades de financiación de los distintos sectores. En este sentido, es importante observar que, tras la ampliación sostenida de los últimos años, los datos más recientes apuntan a que la brecha entre los préstamos y los depósitos de la clientela de las entidades de crédito habría empezado a reducirse. Si esta tendencia se consolida, supondría una menor necesidad de apelar a los mercados por parte, precisamente, de los agentes que han desempeñado un papel más activo durante la década actual.

18.2.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2006). «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007). *El Mercado de Renta Fija en 2006*.
- CNMV (2007). *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2006*.
- FITCH (2007). *2007 Comparative study of covered bonds*, Special Report, octubre.
- FUENTES, I. (2007). «La titulización en España: principales características», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2003). «La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- (2007). «El proceso de integración de los mercados de valores», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- LOSADA LÓPEZ, R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*, Monografía n.º 14, octubre, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- MARQUÉS, J. M., F. NIETO y A. DEL RÍO (2005). «Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- PACKER, F., R. STEVER y C. UPPER (2007). «The covered bond market», *BIS Quarterly Review*, septiembre.