



INFORME ANUAL DE MERCADOS 2014

12 de enero de 2015

ÍNDICE

COMENTARIOS GENERALES	3
RENTA VARIABLE	11
DERIVADOS	19
RENTA FIJA	21
TIPOS DE CAMBIO	26
MATERIAS PRIMAS	27
ANEXO	28

COMENTARIOS GENERALES

El año 2014 estuvo marcado por la incertidumbre en Europa acerca de la intensidad de la recuperación económica, la posible vuelta a la recesión y el debate sobre si el BCE debía poner en marcha medidas de estímulo monetario de tipo expansivo, tal como había hecho anteriormente la Fed, que en octubre dio por concluidas al confirmarse el sólido crecimiento y el buen comportamiento del mercado laboral en los EE.UU.

El BCE centró sus esfuerzos en apoyar la reactivación de la economía y en procurar que el sistema financiero europeo recuperara su credibilidad, para que el crédito volviera a fluir con normalidad y contribuyera a consolidar la reactivación. Teniendo en cuenta estos objetivos, se avanzó en la creación de una nueva arquitectura institucional de supervisión, mediante el establecimiento del Supervisor Bancario Único y del Mecanismo Único de Resolución de crisis bancarias. Ambos elementos se consideraron claves para recuperar la confianza en la solidez de los diferentes sistemas financieros europeos y para romper el círculo vicioso entre deuda soberana y deuda bancaria.

Entre las grandes economías europeas, Alemania ha ido desacelerándose paulatinamente conforme avanzaba el año, mientras que Francia apenas presentaba crecimiento e Italia seguía en recesión. Entre los países de la periferia europea, Irlanda y Portugal daban por concluido su rescate, mientras que Grecia volvía a ser fuente de incertidumbre como consecuencia de la inestabilidad política que podría limitar el alcance de las reformas.

En España, el año estuvo marcado por las primeras señales claras de recuperación y salida de la crisis, que se espera se consoliden definitivamente en 2015, la conclusión del saneamiento del sistema financiero y la recuperación de la confianza en su estabilidad por parte de los inversores, especialmente de los internacionales, y la normalización de la prima de riesgo. Aun así, subsisten algunos riesgos en el horizonte, derivados de las tensiones territoriales y de la percepción de que en el futuro la estabilidad política se vuelva más compleja por las mayores dificultades para formar mayorías parlamentarias estables.

Las claves en la esfera internacional fueron la conclusión del programa de estímulos de expansión monetaria por parte de la Fed, debido a la consolidación del crecimiento de la economía de los EE.UU., y las incertidumbres derivadas del conflicto geopolítico en Ucrania. Otros factores de interés fueron la crisis de Rusia, la caída de los precios del petróleo y la ralentización del crecimiento de China, que a pesar de ello se consolida como líder económico mundial junto a los EE.UU. y Alemania.

La cronología de los principales eventos del periodo estuvo marcada por los siguientes acontecimientos en los países de la zona euro y en los EE.UU.

Banco Central Europeo

El BCE intensificó más aún su papel como principal actor económico de la zona euro. Una vez resuelta la crisis de la deuda soberana, sus actuaciones se centraron en el desarrollo de la unión bancaria para favorecer la ruptura del vínculo entre las deudas soberana y bancaria y en que las pymes de los países periféricos pudiesen acceder a financiación bancaria en condiciones similares a las del resto de los miembros de la Unión, estimulando de este modo la recuperación y el crecimiento.

Las frágiles cifras económicas de la eurozona, que se fueron deteriorando conforme avanzaba el año, unidas a los temores de los inversores a un escenario de deflación y a una ralentización del crecimiento económico mundial, que se confirmaron por las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones económicas, llevaron al BCE y a su presidente, Draghi, a hacer explícito su compromiso para actuar con todos los instrumentos disponibles si la recuperación económica se truncaba y empeoraba la inflación a largo plazo, alejándose de su objetivo de estabilidad de precios.

El BCE mantuvo los tipos en el 0,25% hasta junio, a la espera de que la situación mejorase y se recuperasen gradualmente las expectativas de inflación a largo plazo. Sin embargo, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento e inflación le obligó a reducir el 5 de junio los tipos de interés por primera vez en el año hasta un primer mínimo histórico del 0,15%, que se vio acompañado del establecimiento de un tipo de depósito negativo (del -0,10%), aplicable también al exceso de reservas por encima de las obligatorias.

Además, el BCE anunció una serie de medidas no convencionales destinadas a impulsar la concesión de crédito y el crecimiento económico, que el propio Draghi justificó por la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento e inflación, entre las que se incluyeron dos nuevas inyecciones de liquidez a largo plazo (TLTROs) por valor de hasta 400.000 mill. € y plazo hasta 2018, destinadas a que las entidades utilizaran los recursos captados a la concesión de nuevos crédito, así como el compromiso de mantener la liquidez al menos hasta diciembre de 2016.

Estas medidas (un total de ocho con carácter trimestral) tienen como objetivo inyectar liquidez a 4 años en el Eurosistema por importe de entre 400.000 mill. y 1 bill. €. Las entidades podrán acceder a esta liquidez obteniendo fondos por una cantidad equivalente como máximo al 7% de su cartera de préstamos al sector privado no financiero de la zona euro, excluyendo hipotecas.

Asimismo, las entidades podrán solicitar cantidades adicionales de liquidez en las sucesivas subastas dependiendo de la evolución de su nivel de préstamos, de modo que aquellas que hayan prestado más podrán solicitar hasta 3 veces la cifra de crédito concedido, mientras que las que hayan reducido sus préstamos deberán devolver, en septiembre de 2016, la totalidad de la liquidez recibida.

El objetivo del BCE con esta medida es romper el vínculo existente hasta el momento entre la financiación otorgada por la entidad y la deuda soberana a través de la operativa de *carry trade* de la banca europea, que utilizaba los fondos obtenidos para comprar deuda pública en lugar de conceder créditos al sector privado.

El 4 de septiembre el BCE sorprendió a los mercados con otra rebaja de tipos, hasta un nuevo mínimo histórico del 0,05% y con el anuncio de una batería de estímulos monetarios destinados, según reconoció Draghi, para luchar contra el deterioro de las expectativas de inflación y el estancamiento de la actividad económica de la zona euro. La principal medida de estímulo fue el anuncio de dos programas de compras de deuda en los mercados secundarios de *covered bonds* (cédulas hipotecarias) y ABS (titulizaciones) durante 2 años, por importe de entre 500.000 mill. € y 1 bill. €, que se pusieron en marcha a partir de la segunda quincena de octubre y en noviembre, respectivamente.

La primera de las subastas a largo plazo (TLTRO) tuvo lugar el 18 de septiembre, adjudicándose 82.601 mill. € al 0,15% a 255 entidades (menos de la mitad de las que participaron en el primer LTRO de diciembre de 2011) y la segunda el 11 de diciembre, donde se adjudicaron 129.840 mill. € a 306 entidades. Entre las dos, el BCE ha prestado un total de 212.441 mill. €, poco más de la mitad de los 398.000 mill. € que pensaba destinar a estas subastas.

El presidente del BCE se mostró confiado en que este conjunto de medidas fuera suficiente para apoyar el crecimiento e incrementar la inflación, para cumplir con el objetivo de estabilidad de precios de la institución, y señaló que si no fuera así, aumentarían el tamaño y la composición de las compras de deuda, pudiendo incluir las de deuda soberana.

Esta hipotética medida podría poner de manifiesto diferencias en el seno del Consejo del BCE, como señaló en varias ocasiones la prensa europea y como ya sucedió con los programas de compra de *covered bonds* y ABS. Así, mientras algunos de sus miembros, que cuentan con el apoyo de los Gobiernos de los países mediterráneos y del propio FMI, son partidarios de estímulos monetarios más agresivos que incluyan compras de deuda soberana, otros, aglutinados en torno a Alemania, son reacios a llevar a cabo medidas de este tipo.

El presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, dejó la puerta abierta a una política monetaria expansiva, que incluyera compras de deuda soberana o activos del sector privado, pero por el momento se ha mostrado contrario a su puesta en marcha, al considerar que la zona euro aún no se encuentra en riesgo de deflación.

En cualquier caso, Draghi reiteró en numerosas ocasiones su compromiso con el crecimiento, señalando que los tipos se mantendrán bajos por un periodo de tiempo prolongado, debido a que los riesgos (geopolíticos, evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros globales) a los que se enfrenta la zona euro se han mantenido a lo largo del año. Además, indicó que el BCE permanecerá atento a la evolución de la inflación, que espera se mantenga en niveles bajos durante un periodo de tiempo largo antes de subir hasta cerca del 2%, así como a la evolución de los tipos de cambio.

Por otra parte, el BCE también insistió en que, pese a la mejora de la confianza en la deuda soberana de la zona euro, persiste el reto de la sostenibilidad de la deuda pública, por lo que reiteró la necesidad de que los gobiernos continúen con las reformas estructurales y eviten caer en la complacencia o limitar su alcance.

- Test de estrés, AQR y Supervisor Bancario Único -

Con el objetivo de despejar cualquier duda acerca del sistema financiero europeo y sus entidades, el BCE y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) sometieron a las mayores entidades financieras a un proceso de revisión de calidad de sus activos (AQR) y a unas pruebas de resistencia de sus balances (test de estrés), como paso previo al establecimiento del supervisor bancario único.

Los exámenes se realizaron sobre un total de 130 entidades europeas (al mayor nivel de consolidación), que representaban al menos el 50% de los activos bancarios de cada país miembro. La evaluación consideró un escenario base y otro adverso, estableciendo un horizonte temporal de 3 años (2014-2016) y utilizando como datos de partida los del balance a cierre de 2013. Los requerimientos de capital conforme a las definiciones de Basilea III se establecieron en el 8% para el escenario base y en el 5,5% para el adverso, en el que además de estresar al sector inmobiliario (caídas en precios del 20% con respecto al escenario base en 2016), se incluían una hipotética entrada en recesión de la eurozona durante los 2 años siguientes (-0,7% en 2014, -1,5% en 2015 y 0% en 2016) y unos incrementos adicionales de la tasa de desempleo sobre el escenario base del 0,6% en 2014 y del 1,9% en 2015 (que en el ejercicio sería del 13%, frente al 10,1% esperado por la Comisión Europea). Además, se tuvieron en cuenta otros aspectos como los riesgos de crédito, de mercado y soberano, así como la titulización de activos y el coste de la financiación.

Todas las entidades de crédito españolas superaron las pruebas salvo Liberbank, que mostró un déficit de capital mínimo, que en la fecha de publicación de los resultados ya había cubierto. El número de entidades que no superaron las pruebas ascendió a 25, con un déficit de capital conjunto de 25.000 mill. €, que en parte había sido ya cubierto, por lo que las necesidades finales de capital se redujeron a 9.500 mill. €. De las 25 entidades suspendidas, 9 fueron bancos italianos, 3 griegos, 3 chipriotas, 2 belgas, 2 eslovenos y uno de cada uno de los siguientes países: Alemania, Austria, Irlanda, Francia, Portugal y España.

El 4 de noviembre se puso en marcha el Mecanismo Único de Supervisión Bancaria (MUS), dirigido por los representantes de los supervisores nacionales y 6 miembros del BCE, que ha pasado a encargarse de la supervisión de las mayores entidades financieras de la eurozona. Este mecanismo, bajo el control del BCE, acogió bajo su supervisión a 128 bancos, incluidos todos los sistémicos, que representan más del 85% de los activos del sistema financiero de la zona euro, entre los que se incluyen 15 entidades españolas -14 tras la integración de Catalunya Banc en BBVA- (BBVA, Santander, Sabadell, BFA-Bankia, Popular, Bankinter, BMN, Ibercaja Banco, Caixabank, Cooperativo, Catalunya Banc, Kutxabank, Liberbank, Unicaja y Abanca). España es el segundo país por número de entidades de crédito que han pasado a ser supervisadas por el BCE, sólo por detrás de Alemania (21 entidades) y por delante de Italia (14) y Francia (10).

Europa

La UE continuó avanzando en el diseño de la arquitectura de la unión bancaria al objeto de recuperar definitivamente la confianza en el sistema financiero europeo. Una vez resuelto el Mecanismo Único de Supervisión, los avances se centraron en el desarrollo de un mecanismo de rescate de entidades financieras en apuros, para lo que se acordó la creación de una agencia de resolución, que dependerá del BCE, cuya función será la de reestructurar bancos insolventes y coordinar cualquier proceso de liquidación bancaria sin que suponga una intervención del Mecanismo Europeo de Resolución (SRM). Para ello se creará un fondo, que se constituirá a partir de las aportaciones de los bancos de los Estados Miembros, con una dotación de 55.000 mill. €, y que podrá acudir a los mercados para obtener financiación si fuese necesario.

Las contribuciones se mutualizarán de forma progresiva durante 8 años (un 40% el primer año, un 20% el segundo y el restante 40% durante los 6 años siguientes). La nueva regulación estableció un marco de asunción de pérdidas en situaciones de insolvencia. Además, el Parlamento Europeo aprobó la MiFID II y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea estableció límites al riesgo de contrapartida de los grandes bancos, con la intención de que en el futuro la quiebra de una entidad no provoque una crisis bancaria.

La instauración del impuesto sobre las transacciones financieras, la denominada Tasa Tobin, se retrasará al menos hasta 2016 debido a la falta de acuerdo entre los miembros de la UE sobre la propuesta de la Comisión Europea de gravar con un 0,1% las transacciones sobre acciones y bonos y con un 0,01% las de derivados. A las diferencias entre los once países europeos partidarios (Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Francia, Grecia, Italia y Portugal) se une la oposición de otros siete, entre ellos Gran Bretaña, los Países Bajos y Luxemburgo, que la rechazan por el temor a una fuga de capitales hacia otras plazas financieras.

En el plano político, las elecciones al Parlamento Europeo de mayo se saldaron con una caída significativa del bipartidismo y un auge de los partidos extremistas y euroescépticos, que catalizaron las protestas contra la austeridad y las reformas. En Alemania, Italia y España los partidos en el gobierno ganaban las elecciones, pero los euroescépticos eran mayoría en Francia, Grecia y el Reino Unido, lo que podría llegar a afectar a los avances hacia una mayor integración bancaria, fiscal e incluso política en el seno de la unión.

El ex primer ministro luxemburgués Jean-Claude Juncker fue elegido presidente de la Comisión Europea en sustitución del portugués Durão Barroso. Juncker anunció un ambicioso plan para movilizar 315.000 mill. € en inversiones públicas y privadas en un plazo de 3 años, con el objetivo de impulsar el crecimiento y el empleo, mediante la creación del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (EFSE) destinado a invertir en proyectos de largo plazo (infraestructuras estratégicas, de transporte e I+D), así como para apoyar el crédito a pymes. La caída de la inversión en Europa ha sido una de las principales causas de la desaceleración actual de la actividad económica, situándose un 20% por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis.

En el Reino Unido, el referéndum sobre la independencia de Escocia celebrado en septiembre se saldó con la victoria del "no" con el 55,4% de los votos, frente al 44,6% a favor del "sí". En los meses previos al mismo, muchas grandes compañías y entidades financieras con intereses en la región advirtieron de la posibilidad de cancelar sus inversiones e incluso de retirar sus actividades en la región.

En el plano económico, a pesar de unas previsiones iniciales que apuntaban a una salida de la recesión en Europa, con una mejora significativa de la actividad económica tras el crecimiento del 0,3% en la eurozona en el último trimestre de 2013, las cifras macro fueron desacelerándose paulatinamente conforme avanzaba el año, poniendo de manifiesto la debilidad de la economía. A todo ello se unió un entorno de inflación a la baja, que acentuó los temores a entrar en un escenario de deflación.

El escaso crecimiento se limitó al 0,1% en el segundo trimestre del año, con un comportamiento desigual, con las economías periféricas a la cabeza, Alemania y Francia prácticamente estancadas e Italia en recesión,

concentrándose los mayores retrocesos en el sector manufacturero, mientras que los servicios presentaban un comportamiento más moderado.

Los datos del segundo semestre mostraron una tímida recuperación de la economía europea, que creció un modesto 0,2% en el tercer trimestre, liderada por las economías periféricas, las mejoras de Francia y, en menor medida, de Alemania, que esquivó la recesión. La debilidad de las grandes economías se vio compensada con la mayor fortaleza mostrada por las economías periféricas y los Países Bajos.

Además, la inflación de la zona euro se mantuvo en niveles bajos durante todo el año, disminuyendo hasta el 0,3% interanual en noviembre y el -0,2 del dato adelantado de diciembre (primer dato negativo desde octubre de 2009), muy lejos del objetivo del 2% de estabilidad de precios del BCE, y acrecentando los temores a un escenario de deflación, a lo que ayuda la fuerte caída del precio del petróleo.

Por otro lado, los diferentes índices de confianza de los consumidores y empresarios de la zona euro, que se habían recuperado de modo destacable en los primeros meses del año, se fueron deteriorando conforme avanzaba el ejercicio, especialmente en Alemania tras el estallido del conflicto de Ucrania, reflejando que los consumidores europeos empezaban a dudar de la fortaleza de la recuperación y que la crisis de Ucrania empezaba a tener efectos sobre las compañías europeas.

Las perspectivas para la zona euro, tanto de la Comisión Europea como del BCE, el FMI y la OCDE, han recogido rebajas en las previsiones económicas para 2015, pero confían en que ese año se produzca un punto de inflexión y se vuelva a acelerar el crecimiento en el área. Las últimas previsiones apuntan a que la economía de la zona euro crecerá en torno al 1,1% en 2015, para superar el 1,6% en 2016, con Alemania y España a la cabeza de esta recuperación, en un entorno de fuerte resistencia al alza de los precios, que no superarán el umbral del 1% hasta el 2016.

España

El año comenzó con la noticia de un avance de la economía española del 0,2% en el último trimestre de 2013 (frente a un retroceso del 1,2% en el conjunto del año), apoyado en el comportamiento positivo de la demanda interna y en la recuperación del consumo privado, que se fueron consolidando a lo largo del año, mientras que la demanda externa seguía una trayectoria descendente, a medida que las exportaciones se desaceleraban por el debilitamiento de las economías emergentes y las importaciones aumentaban por la incipiente recuperación de la demanda interna. Además, la economía española empezaba a crear empleo por primera vez desde el inicio de la crisis.

Desde comienzos del año, tanto el Gobierno como el Banco de España, la Comisión Europea, el FMI, los diferentes institutos de análisis económico y los bancos de inversión mejoraron sus estimaciones de crecimiento para la economía española, apuntando a una recuperación económica, que esperaban se consolidase definitivamente en 2015. La mayoría de los análisis consideraba que la economía española había realizado un ajuste notable, reduciendo parte de sus desequilibrios, pero mantenían su preocupación por el elevado endeudamiento (público y privado) y el elevado desempleo, por lo que recomendaban al Gobierno continuar con las reformas y una mayor liberalización del sector servicios.

Las medidas del Gobierno se centraron en apoyar la recuperación económica y favorecer la creación de empleo, teniendo en cuenta las restricciones al déficit público impuestas por la Comisión Europea, que para 2013 habían sido del 6,5% (el déficit real alcanzó el 6,33% considerando la nueva metodología de cálculo del PIB).

Con este objetivo, en febrero se anunció una reforma fiscal, con entrada en vigor en 2015, que incluía una rebaja de los tipos del IRPF y del impuesto de sociedades, y en marzo se aprobó el Real Decreto de refinanciación y reestructuración de empresas, cuyo objetivo era que los bancos alcanzasen acuerdos con

empresas altamente endeudadas, pero viables, para evitar su quiebra. La norma incluía, entre otras medidas, que los acuerdos de refinanciación fueran posibles cuando fueran suscritos por el 51% de los acreedores, así como periodos de carencia de hasta 10 años, quitas sin límites y conversiones de deuda en capital.

El PIB creció un 0,4% en el primer trimestre del año, prolongando la recuperación iniciada a finales de 2013, apoyado en la mejora de los mercados financieros, el buen comportamiento del sector exterior y la mejora de la confianza de los agentes económicos, con un avance destacado del consumo. En el segundo trimestre, el crecimiento se afianzó hasta el 0,6%, gracias al tirón del consumo, alcanzándose cuatro trimestres consecutivos de avances.

En septiembre, se presentaron los Presupuestos Generales del Estado para 2015 con el objetivo de consolidar la recuperación económica e impulsar la creación de empleo y la cohesión social. Las principales medidas incluyeron la rebaja del IRPF de las familias, la subida del 0,25% de las pensiones y la congelación del salario de los funcionarios. Los gastos alcanzarán 347.839 mill. €, representando las pensiones, el desempleo y los intereses de la deuda el 55,33% del total.

Está previsto que en 2015 el Tesoro emita 242.765 mill. € en deuda, de los que 47.000 mill. € serán de emisión neta, situándose la ratio deuda/PIB en el 100,3% y los pagos por intereses en 35.490 mill. € (en torno al 3,25% del PIB).

El Gobierno adoptó una serie de medidas destinadas a facilitar la financiación a las CCAA., destacando la condonación de los intereses de la deuda de las ocho CCAA. adheridas al Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), además de ofrecer financiación a tipo cero a las regiones que aún no lo han hecho, y la de los ayuntamientos, mediante el mecanismo de pago a proveedores. Las CCAA. adheridas al fondo recibieron financiación por importe de 18.821 mill. € hasta noviembre. El saldo vivo de deuda pública alcanzó un récord en el tercer trimestre, al situarse en 1,02 bill. €, el 96,8% del PIB.

En el tercer trimestre del año, el PIB se ralentizó hasta el 0,5% debido a una desaceleración de la demanda interna, que se vio afectada por el debilitamiento del consumo de las familias y por el menor ritmo de inversión en bienes de equipo, a los que se sumó el estancamiento del sector exterior debido a la situación de debilidad de las economías europeas. La balanza comercial se fue deteriorando por el incremento de las importaciones y la desaceleración de las exportaciones, de modo que el sector exterior pasó a tener una contribución negativa al PIB.

Las estimaciones del Gobierno, el Banco de España y los diferentes institutos de análisis económico apuntan a que la tendencia de mejora de la economía se extienda e incluso se acentúe durante el cuarto trimestre, situándose al menos en el 0,5%. Esta mejora de la actividad se basará en un importante avance del consumo de las familias y de la inversión en bienes de equipo, que podría verse acompañada de una intensificación en la creación de empleo, que permitiría la creación de más de 430.000 empleos netos en el año.

Además del tirón del consumo y de la inversión, la recuperación de la economía española vino de la mano del sector industrial, que en octubre crecía a una tasa del 1,2% interanual, del buen comportamiento del turismo, con un nuevo récord de 61,7 mill. de turistas hasta noviembre, y de las ganancias en competitividad.

Las exportaciones crecieron un 2,1%, alcanzando un récord histórico de 220.738 mill. € hasta octubre, pero las importaciones aumentaron un 6,1%, hasta 241.832 mill. €, ampliándose el déficit comercial hasta 21.094,8 mill. €. Las ventas al exterior se beneficiaron de la debilidad del euro y parte de las importaciones se concentraron en bienes de equipo, lo que podría ser interpretado como una modernización y preparación de la industria para aumentar su producción.

El mercado laboral presentó las primeras señales de dinamismo desde el comienzo de la crisis, registrándose por primera vez creación de empleo neta desde 2007. La reforma laboral comenzó a dar resultados,

aumentando la sensibilidad del mercado de trabajo al crecimiento económico. El desempleo alcanzó en noviembre 4.512.216 personas, mientras que la Seguridad Social registró 16.595.752 ocupados, su mejor dato desde noviembre de 2007.

En el lado negativo, la inflación alcanzó una tasa del -0,4% interanual hasta noviembre, acumulando 5 meses en negativo y situándose en su nivel más bajo desde la creación de la serie histórica en 1961. Los descensos de precios se incrementaron conforme avanzaba el año, por lo que la amenaza de deflación estuvo presente durante todo el periodo.

La bajada de los tipos de interés hasta mínimos históricos, gracias a las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, junto con la evolución positiva de la recaudación impositiva debido a la recuperación de la economía española, permitieron al Tesoro reducir sus necesidades de financiación neta desde los 65.000 mill. € inicialmente previstos hasta 55.000 mill. €.

La mejora de las perspectivas macroeconómicas y de la percepción la economía española favorecieron el retorno de flujos de capital al país por parte de inversores internacionales, lo que contribuyó a la reducción de modo destacable de la prima de riesgo.

Uno de los principales problemas de la economía siguió siendo la escasez de crédito a familias y empresas, por lo que el Gobierno insistió al BCE en la necesidad de reducir la fragmentación del sistema financiero europeo. No obstante, conforme avanzaba el año la situación se fue normalizando, mejorándose los flujos de crédito y reduciéndose la asimetría entre el coste de la deuda de las grandes empresas europeas y las compañías españolas.

Tanto empresas como familias siguieron durante todo el año con su proceso de desapalancamiento, alcanzando su deuda en octubre el nivel más bajo de los últimos años. El saldo de crédito vivo continuó disminuyendo (hasta 1,380 bill. € hasta octubre), pero esta reducción no se debió únicamente a la escasez de crédito, sino a la amortización anticipada de deuda por grandes empresas y familias, que fue sustituida parcialmente por nuevos créditos, que de momento solo están disponibles para las empresas más solventes.

Las principales agencias de calificación elevaron el rating de España por primera vez desde que empezó la crisis, confirmándola en grado *investment*. Todas destacaron la mejora de las perspectivas económicas, de las condiciones financieras, la reducción del déficit público y los avances del sector financiero, pero siguieron advirtiendo de la elevada tasa de paro y de la necesidad de continuar con las reformas estructurales.

El proceso de reestructuración y recapitalización del sector financiero concluyó de modo satisfactorio, finalizando en enero el programa de asistencia sin prórrogas ni medidas de apoyo adicionales (de los 100.000 mill. € del rescate apenas se han utilizado poco más de 41.000 mill. €). Una vez superados los test de estrés y las pruebas de evaluación de la calidad de los activos, junto a la venta de Catalunya Banc al BBVA, los principales retos pendientes son la venta de los activos de la Sareb y la privatización de Bankia.

A comienzos del año, el FMI en su informe final sobre la reforma del sector bancario en España recomendó a las entidades seguir incrementando sus bases de capital y limitar el pago de dividendos, para seguir mejorando los ratios de capital sin restringir el crédito. Asimismo, instó a los bancos a centrarse en la concesión de crédito y en el apoyo a la recuperación económica, señalando el desapalancamiento privado y la consolidación fiscal como los principales retos de cara al crecimiento futuro y los resultados bancarios.

Italia

El Gobierno del socialdemócrata Enrico Letta fue sustituido en febrero por el de su correligionario Matteo Renzi, que presentó un gobierno paritario con el objetivo de desarrollar un amplio programa de reformas.

La economía italiana, la tercera de la zona euro, continuó en recesión durante todo el año y desde el verano de 2011 sólo alcanzó un exiguo crecimiento del 0,1% en el último trimestre del 2013. Esta situación provocó que en diciembre Standard & Poor's rebajase el rating del país desde BBB hasta BBB- ante la falta de claridad en las perspectivas de las finanzas públicas de una economía lastrada por una abultada deuda pública.

Las perspectivas para 2015 apuntan a que la economía del país salga de la recesión y empiece a crecer lentamente, pero los mercados y las agencias de rating demandan al Gobierno italiano más intensidad en el proceso de reformas estructurales para volver a la senda del crecimiento.

Grecia

Grecia siguió sujeta al programa de reformas y ajustes exigidos por la troika, que provocaron de nuevo tensiones con el gobierno del país a la hora de evaluar el cumplimiento del programa.

La economía griega mantuvo su contracción hasta el primer semestre del año, tras caer un 3,9% en 2013, encadenando 24 meses consecutivos de recesión. El país creció un 0,7% en el tercer trimestre y abandonó la recesión técnica, esperando que en 2015 crezca por encima del 2% y consolide la senda del crecimiento. La economía se mantuvo en deflación y Grecia ha destruido una cuarta parte del empleo perdido en Europa durante la crisis.

El gobierno griego mostró en octubre su intención de salir del programa de rescate en diciembre, aunque los mercados dudaron de la posibilidad de esta medida, a pesar de que la Autoridad Griega de Gestión de la Deuda Pública había tenido cierto éxito en la colocación de deuda más allá de los plazos más cortos.

El Eurogrupo fue aplazando las decisiones sobre un hipotético tercer rescate a Grecia, pero la troika ve insuficientes las medidas que propone el gobierno del país para hacer frente a la brecha financiera de 2015, estimada entre 2.600 y 3.600 mill. €, y parece difícil que por el momento pueda volver a financiarse con normalidad en los mercados una vez concluido su rescate. Finalmente, a comienzos de diciembre, la troika acordó ampliar el programa de rescate en dos meses adicionales.

El Primer Ministro griego, Antonis Samaras, anunció un adelanto de las elecciones para finales de enero, estando el país de nuevo sujeto a una fuerte inestabilidad política. Además, los inversores temen una posible victoria de Syriza, ya que consideran que la salida de la crisis no es sólo cuestión de adoptar políticas monetarias y fiscales expansivas, sino que requiere la implementación de reformas estructurales que favorezcan el crecimiento, para lo que es necesario un gobierno fuerte capaz de aprobar y llevar a cabo estas reformas.

Irlanda

Irlanda finalizó con éxito su rescate, siendo la economía con mejor evolución de todas las rescatadas. Su Tesoro consiguió con facilidad financiación en el mercado a todos los plazos, e incluso en el mes de octubre ya había cubierto todas sus necesidades del año.

Tras un leve crecimiento del 0,2% durante 2013, la economía irlandesa creció un 2,7% en el primer trimestre del año, para moderarse hasta el 1,1% en el segundo y el 0,1% en el tercero. Su gobierno prevé que el país acelere el crecimiento en el último trimestre del año y crezca por encima del 3,5% en 2015, acompañado de una expansión del ritmo de creación de empleo.

Las principales agencias de rating han elevado las calificaciones de Irlanda, que ha recobrado la categoría de A, basándose en la recuperación del crecimiento, el avance en la implantación de las reformas y la solidez de los ingresos fiscales.

Por otro lado, las presiones del resto de sus socios de la UE han obligado a Irlanda a modificar su régimen fiscal para acabar con los sistemas que permiten a las multinacionales en él instaladas pagar menos impuestos, de modo que las compañías registradas allí también lo sean a efectos fiscales. La medida entrará en vigor en 2015, pero las compañías tendrán hasta 2020 para adaptarse a la nueva normativa.

Portugal

Portugal finalizó en mayo su rescate sin ninguna medida de acompañamiento y no tuvo dificultades para poder financiarse directamente en los mercados. No obstante, con la llegada del verano tuvo que hacer frente a la crisis del Grupo Espírito Santo, lo que obligó al Banco de Portugal a tomar su control a través de un rescate de 4.900 mill. €, generando cierta incertidumbre en torno al país. Esta medida supuso la asunción de pérdidas para los tenedores de acciones, híbridos y deuda subordinada, de acuerdo a la nueva normativa de rescate de entidades financieras. El fondo de resolución del Banco de Portugal transfirió la mayor parte de los activos y depósitos a una nueva entidad saneada, Novo Banco, cuyo único accionista es el fondo de resolución, que en el futuro pondrá en venta la entidad.

Tras un primer trimestre en negativo, la economía portuguesa creció un 1,1% en el segundo y se moderó hasta el 0,2% en el tercero. El Banco de Portugal espera que el crecimiento se acerque al 0,9% en el conjunto del año y se consolide en torno al 1,5% en 2015.

Francia y Alemania

En Francia, el presidente Hollande y su primer ministro se vieron obligados a anunciar la formación de un nuevo Gobierno, sólo 5 meses después de haber presentado el anterior, tras la dimisión de un grupo de ministros, incluyendo el de economía, por sus discrepancias sobre la reducción del déficit y las medidas de ajuste a acometer, entre ellas los recortes de gasto social.

El Gobierno francés lanzó el Pacto de Responsabilidad para recortar el gasto público, redujo de 22 a 13 las regiones administrativas y puso en marcha un paquete de medidas para liberalizar la economía e impulsar el crecimiento.

A pesar de ello, la economía francesa registró un crecimiento nulo el primer semestre del año, que mejoró hasta el 0,3% en el tercer trimestre, pero que fue insuficiente para crear empleo en una economía tan rígida como la de ese país, que ya registra 3,5 mill. de desempleados. Las previsiones para 2015 apuntaban a una mejora del crecimiento hasta el 1%, pero tanto la Comisión Europea como las agencias de rating (Fitch rebajó la calificación en diciembre) advirtieron que son necesarias más reformas para que el crecimiento a largo plazo se consolide.

En el caso de Alemania, el país comenzó el año con un crecimiento del 0,8%, pero registró una inesperada contracción del 0,1% en primavera, que se agravó hasta el 0,2% en el tercer trimestre. La fuerte caída de la producción industrial y de las exportaciones rebajó las previsiones y las perspectivas para 2015, cuando se espera que la economía se recupere y vuelva a crecer a tasas cercanas al 1,5%. Las últimas estimaciones apuntan a una recuperación apoyada en la industria y en la demanda interna, que se beneficia del crecimiento del consumo (a partir de enero entra en vigor el salario mínimo de 1.445 € mensuales, que afecta a casi 4 mill. de trabajadores) y de la mejora notable de la confianza de los consumidores y empresarios alemanes, que se había deprimido de modo destacable durante el segundo semestre del año.

A lo largo del año, el FMI solicitó al Gobierno alemán la adopción de medidas que contribuyesen a un mayor crecimiento de su economía y que apoyasen la recuperación del conjunto de la eurozona, al considerar que Alemania puede jugar un papel económico clave en la región generando un efecto positivo sobre la demanda de la eurozona, que contribuiría a apoyar la unión monetaria.

Estados Unidos

Las decisiones de la Fed concentraron toda la atención de los agentes económicos por la posibilidad de que 2014 fuese el año en que la institución pusiese fin a sus estímulos monetarios. El anterior presidente de la Fed finalizó su mandato el 31 de enero y fue sustituido por la vicepresidenta de la institución, Janet Yellen, que desde el primer momento reiteró el compromiso de mantener los tipos en niveles bajos el tiempo necesario hasta alcanzar una tasa de desempleo inferior al 6,5% y consolidar el crecimiento económico, siempre que las expectativas de inflación se mantuviesen por debajo del objetivo del 2%.

Desde un primer momento, la Fed estableció como objetivo la reducción del desempleo, en un entorno de precios estables, antes de llevar a cabo la retirada de todos los estímulos, que tuvo lugar de modo escalonado, reduciéndose el importe de las compras mensuales de deuda pública y titulizaciones, que a comienzos del año alcanzaban 85.000 mill. \$ al mes. A ello se unió el debate sobre cuándo debería comenzar la Fed a subir los tipos una vez finalizado el programa de expansión monetaria, si bien su presidenta señaló que los mantendría bajos durante un periodo de tiempo prolongado después de la finalización de los estímulos, aunque algunas voces en el seno de la institución eran partidarias de comenzar a subirlos.

La ralentización del crecimiento en Europa y China, junto a la incertidumbre provocada por la tensión geopolítica en Ucrania, provocaron que la Fed reiterara su compromiso con las medidas de apoyo a la economía y ralentizara la retirada de los estímulos, cuyo fin tenía previsto para el mes de octubre. Tal y como estaba previsto, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed acordó en octubre la finalización de la compra de deuda en los mercados secundarios, tras aplicar el programa durante 37 meses consecutivos.

Tras finalizar el programa, la Fed señaló que la economía mantiene una senda de recuperación moderada, gracias al incremento del consumo de los hogares y a la inversión empresarial, que es acompañada por un crecimiento del empleo sólido y una tasa de paro baja. Además, tiene previsto ir normalizando su política monetaria gradualmente, estableciendo abril de 2015 como la primera fecha posible para considerar una subida de tipos después de 6 años, aunque matizó la fecha de mediados de año como la de consenso dentro de su Consejo.

La economía americana comenzó el año apoyada en los buenos datos de crecimiento de la última parte de 2013, que reflejaban el mayor ritmo de expansión económica desde 2011. Tras un primer trimestre complejo, donde cayó un 2,1%, la economía repuntó en el segundo trimestre hasta el 4,6%, ampliándose hasta el 5% en el tercer trimestre, su mayor ritmo de expansión en 11 años. Estos buenos datos se vieron acompañados de un incremento del ritmo de creación de empleo y de la fortaleza del mercado laboral, como reflejó la reducción de la tasa de desempleo hasta el 5,8% en noviembre, su nivel más bajo desde 2008. El mercado inmobiliario presentó un comportamiento positivo durante la mayor parte del año, como reflejaron la evolución de los precios y las cifras de ventas de viviendas.

China y Japón

La economía de China se fue desacelerando ligeramente durante la mayor parte del año, acercándose al nivel del 7%. Las previsiones para 2015 apuntan a que continúe la tendencia y su crecimiento pueda descender del 7%, por lo que el Banco Central de China bajó en noviembre sus tipos por primera vez desde julio de 2012, con el objetivo de revitalizar su economía. Además, el FMI solicitó al Gobierno la liberalización de la banca y que realice reformas políticas para contribuir a este objetivo, además de prestar atención a los riesgos financieros.

La economía japonesa creció un 1,6% en el primer trimestre debido a que los consumidores adelantaron sus compras ante un incremento de los impuestos al consumo, pero se contrajo en los 2 siguientes un 1,9% y 0,4% hasta caer en recesión.

El Banco de Japón mantuvo su programa de expansión monetaria durante todo el año y en diciembre acordó aumentar su base monetaria en unos 80 bill. ¥ con el objetivo de combatir la deflación. Además, el primer ministro, Shinzo Abe, volvió a ganar en diciembre las elecciones con el compromiso de mantener su programa Abenomics, que apuesta por la flexibilidad monetaria para luchar contra la inflación y el bajo crecimiento.

Rusia

La situación de Rusia se complicó según avanzaba el año tras su participación en el conflicto en Ucrania, lo que provocó el establecimiento de sanciones económicas por parte de los EE.UU. y la Unión Europea. Además, la bajada del precio del petróleo contribuyó a la desconfianza de los inversores en su economía, que se vio agravada por las rebajas de rating por Moody's (desde Baa1 hasta Baa2) y de perspectiva por Standard & Poor's (desde BBB- estable hasta BBB- con perspectiva negativa).

Con objeto de paliar la fuerte salida de capitales y sostener a su divisa, el Banco Central aplicó sucesivas subidas de tipos, hasta situarlos en el 17% a finales del año, pese a lo cual tanto el rublo como la bolsa cayeron con fuerza.

El propio Gobierno ruso admitió que el país entró en recesión y que llevará al menos dos años revertir la situación. La primera víctima de esta situación fue el banco ruso Trust Bank, que tuvo que ser asistido por el Banco Central para evitar su quiebra.

Calificaciones Crediticias – Ratings

El año se caracterizó por la estabilidad en los rating de los EE.UU., Reino Unido y Alemania. Como había sucedido durante 2013, continuaron las mejoras de las calificaciones o de sus perspectivas para la mayoría de los países periféricos, destacando las mejoras de Irlanda (Standard & Poor's y Fitch la mejoraron desde BBB+ hasta A), España, Portugal e incluso Grecia.

En el lado negativo, Francia, Japón e Italia sufrieron ligeros recortes en sus calificaciones, ante la falta de avances en su recuperación económica y dudas acerca de la intensidad de sus reformas.

Las mejoras de los ratings y sus perspectivas se han extendido a las calificaciones de gran parte de las compañías de estos países y a la mayoría de sus bancos, que han acogido positivamente el fortalecimiento del sistema financiero europeo, además de la vuelta al crecimiento de gran parte de estas economías y los avances hacia la recuperación del resto.

Variación de los Ratings de emisores soberanos en 2014

Zona Euro	Moody's		Standard & Poor's		Fitch	
	Enero	Diciembre	Enero	Diciembre	Enero	Diciembre
Alemania	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Francia	Aa1	Aa1	AA	AA	AA+	AA
Austria	Aaa	Aaa	AA+	AA+	AAA	AAA
Bélgica	Aa3	Aa3	AA	AA	AAA	AAA
Países Bajos	Aaa	Aaa	AAA	AA+	AAA	AAA
España	Baa3	Baa2	BBB-	BBB	BBB	BBB+
Italia	Baa2	A2	BBB	BBB-	BBB+	BBB+
Grecia	Caa3	Caa1	B-	B	B-	B
Portugal	Ba3	Ba1	BB	BB	BB+	BB+
Irlanda	Ba1	Baa1	BBB+	A	BBB+	A-
UE						
Reino Unido	Aa1	Aa1	AAA	AAA	AA+	AA+
Resto del Mundo						
Estados Unidos	Aaa	Aaa	AA+	AA+	AAA	AAA
Japón	Aa3	A1	AA-	AA-	A+	A+

Fuente: Bloomberg.

RENTA VARIABLE

Evolución de los índices y volúmenes de contratación

El Ibex35 cerró el año en 10.279,5 puntos (+3,66% respecto de 2013, -32,3% desde el cierre de 2007). El máximo anual, de 11.187,8 puntos, se alcanzó el 19 de junio y el mínimo anual, de 9.669,7 puntos, el 16 de octubre. El selectivo español experimentó una revalorización algo más significativa que el resto de los principales índices internacionales, a excepción de los de los EE.UU., que se encuentran en niveles máximos históricos:

Índice	Var. % 2014	Var. % acum. desde 2007
Ibex 35	3,66	-32,3
Fráncfort (DAX 30)	2,65	21,5
París (CAC 40)	-0,54	-23,9
Milán (FTSE MIB)	0,23	-51,1
Eurostoxx50	1,20	-28,5
Londres (FTSE 100)	-2,71	1,7
Dow Jones Industrials	7,52	34,4
Nasdaq 100	17,94	103,2

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La capitalización del Ibex35 se situó a finales de 2014 en 468.877 mill. € frente a 430.933 mill. € a finales de 2013, lo que representa un incremento del 8,81%. Este incremento habría estado motivado por el mejor comportamiento de las cotizaciones de los valores integrantes del índice y las ampliaciones de capital realizadas por distintas sociedades con el objeto de reforzar su estructura financiera, atender el pago de dividendos en especie y captar fondos para realizar operaciones corporativas. Desde finales de 2011, el valor

de mercado del conjunto de las empresas pertenecientes al selectivo se ha incrementado en aproximadamente 148.204 mill. €.

Dentro del selectivo español los valores que experimentaron las mayores ganancias fueron: Jazztel (61,33%), Red Eléctrica (50,95%), Enagás (37,85%), Endesa (35,04%), Acciona (34,56%) y Bankinter (34,37%). Entre los 15 valores que finalizaron el año en negativo destacaron las caídas de: OHL (-37,00%), Indra (-33,61%), Arcelor Mittal (-30,06%) y Sacyr (-24,00%).

La Bolsa española negoció en renta variable durante 2014 un volumen efectivo de 883.775 mill. €, un 26% superior al de 2013. El número de negociaciones ascendió a 70,9 millones, un 46% superior al registrado en 2013, lo que supuso un máximo histórico anual.

El Comité Asesor Técnico del Ibex 35 acordó, en su primera revisión ordinaria del 10 de junio, incorporar las acciones de Abengoa B al índice, en sustitución de las de Ebro Foods, con efectos desde el 23 de junio. Posteriormente, en la segunda revisión ordinaria, celebrada el 10 de diciembre, acordó la incorporación de Endesa en sustitución de Viscofán, con efectos desde el 22 de diciembre. En las dos reuniones de seguimiento trimestral, celebradas los días 12 de marzo y 09 de septiembre, decidió no realizar cambios.

Evolución de los resultados empresariales

Teniendo en cuenta que las empresas que forman parte del Ibex35 todavía no han realizado la publicación de sus resultados anuales y que una estimación de los mismos podría divergir de manera relevante con respecto a los resultados finalmente obtenidos, no se ha considerado prudente incluir datos sobre ratios vinculados a los resultados del ejercicio y su comparativa con otros índices bursátiles.

No obstante, sí parece desprenderse que como consecuencia del incremento del dividendo por acción, el Ibex35 continuó siendo el selectivo con mayor atractivo en términos de rentabilidad por dividendo, aproximadamente un 6,2% a finales de 2014 (frente al 4,3% del 2013), superior a la de otros índices (Eurostoxx50, 3,7%, y S&P500, 2,0%).

Ventas en corto y evolución de las posiciones cortas netas

Durante 2014 ha continuado el esfuerzo de supervisión del cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, que resulta de aplicación desde el 1/11/12, en particular: (i) del régimen de transparencia, que incluye la notificación y publicación de las posiciones cortas netas; (ii) del cumplimiento de las condiciones para realizar las ventas en corto; y (iii) del régimen de exenciones para los creadores de mercado y operadores del mercado primario de deuda.

En 2014, se recibieron un total de 3.091 comunicaciones de posiciones cortas netas, equivalentes a una media diaria de 11,8 comunicaciones (vs. 1.971 en 2013, media diaria de 7,7). Las posiciones cortas netas vivas comunicadas a 31/12/14 afectaban a 48 emisores. Las principales posiciones cortas netas agregadas a finales de 2014, expresadas como porcentaje de la posición equivalente en acciones sobre el capital social del emisor, correspondían a: Meliá Hotels (12,20%), Abengoa (7,96%), OHL (4,91%), Viscofan (4,20%) y BME (3,95%).

La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2014 en el 0,601% del capital, frente al 0,365% de finales de 2013.

Ampliaciones de capital

Mientras que en 2012 y 2013 las entidades bancarias, en el marco de la reestructuración y saneamiento del sistema financiero, concentraron la mayor parte de los recursos captados mediante ampliaciones de capital, en 2014 predominó el uso de este instrumento por otros sectores, como el inmobiliario y el constructor, al objeto de reducir y reestructurar su deuda, incluyendo, en algunos casos, acuerdos previos con inversores que, con la suscripción de las ampliaciones de capital, aportaron fondos para reforzar las estructuras financieras de las compañías. Otros de los fines destacados de estos aumentos de capital fueron los “*scrip dividends*”, la expansión del negocio y las operaciones societarias.

En el mes de abril, Inmobiliaria Colonial realizó una ampliación de capital de 1.266 mill. €, de los que 300 mill. € fueron suscritos por el Grupo Villar Mir, y que sirvió para afrontar la reducción de su deuda. En julio, Prisa acordó con el empresario mexicano Roberto Alcántara la suscripción por éste de una ampliación de capital de 100 mill. € que igualmente fue destinada a la amortización de deuda. En septiembre, Gamesa cerró una ampliación de 236,1 mill. € para acceder a otras oportunidades de negocio no incluidas en su Plan 2013-2015. En noviembre, el accionista de control de FCC alcanzó un acuerdo con Carlos Slim para la entrada de éste en el capital de la sociedad con una inversión de 650 mill. € a través de una ampliación de 1.000 mill. €, destinados en su mayor parte a amortizar el tramo B de la deuda de FCC. También en noviembre, BBVA llevó a cabo una ampliación de capital, a través de una colocación acelerada, de 2.000 mill. € para financiar la adquisición de un 14,9% del capital del banco turco Garanti Bank.

Finalmente, Meliá Hotels comunicó su decisión de atender la totalidad de las solicitudes de conversión de los tenedores de bonos, para lo que llevará a cabo una ampliación de capital representativa del 7,17% de su capital tras la ampliación.

Compras, ventas y colocaciones de autocartera

Si bien durante 2013 diversas compañías se desprendieron de autocartera con el fin de reducir su endeudamiento, en 2014 fueron otras las fórmulas elegidas con el mismo propósito, como las ampliaciones de capital y los acuerdos de reestructuración con las entidades financieras. Esto motivó que en 2014 las principales operaciones de autocartera fueran de compra por parte de compañías industriales de tamaño medio para tomar las participaciones algunos de sus accionistas, básicamente fondos de inversión, entidades financieras, industriales y de servicios, que iniciaron procesos de revisión de sus carteras.

En enero, Barón de Ley adquirió un 5% en autocartera a Libertas 7, mientras que en octubre adquirió un 5,28% a Santander Asset Management. En mayo, Europac compró un 1,85% en acciones propias a EBN Banco de Negocios y en septiembre un 1,62% a Bestinver. En junio, Lingotes Especiales aumentó su autocartera con la adquisición de un 10,7% de su capital a Bco. CEISS. En julio, Mediaset compró a Prisa acciones propias representativas de un 8,5% de su capital. Por último, en octubre Iberpapel y Miquel y Costas adquirieron a Bestinver acciones propias representativas, respectivamente, del 5% y 3,21% de sus capitales sociales.

Compras y ventas de paquetes accionariales por empresas no financieras

En 2014 se cerraron varias operaciones de venta de participaciones significativas, que dada su cuantía y rápida ejecución, fueron mayoritariamente instrumentadas a través de procedimientos de colocación acelerada, que limitaron las perturbaciones sobre las condiciones de negociación. La expectativa de obtener mayores plusvalías en la coyuntura bursátil a lo largo de 2014, junto con la necesidad de liberar recursos, impulsó a algunas empresas a deshacer posiciones no estratégicas con el fin de obtener recursos para contener su elevado endeudamiento, acometer futuras operaciones societarias o desarrollar su propia actividad.

Mediante el procedimiento de colocación acelerada destacaron las siguientes operaciones: en el mes de abril, Prisa vendió un 3,7% del capital de Mediaset por 121,2 mill. €, en junio, Pemex obtuvo 2.091 mill. € por la

venta del 7,9% del capital de Repsol, en julio, destacó la colocación por Casa Grande de Cartagena, vehículo inversor de la familia del Pino, de un 4% del capital de Indra y de un 3% de Acerinox, por 76,9 y 100 mill. €, respectivamente, Air France se desprendió, a través de dos operaciones, ejecutadas en septiembre y noviembre, de un 3,2% del capital de Amadeus por 319,3 mill. €, y en octubre fue Lufthansa quién colocó un 3% del capital de Amadeus por 386 mill. €. OHL redujo su endeudamiento con la venta de un 5% del capital de Abertis por 704,9 mill. €. Finalmente, en noviembre Mediobanca colocó un 3,11% del capital de Ferrovial por 346,1 mill. €.

Otras operaciones destacadas de compraventa de grandes paquetes accionariales fueron la adquisición por Telefónica en los meses de junio y julio del 56% de Digital+ a Prisa por 750 mill. € y del 22% que poseía Mediaset por 295 mill. €. También en julio, IAG vendió su participación del 7,5% en Amadeus por 578 mill. € mediante la liquidación de una operación de derivados. Por último, Corporación Financiera Alba redujo a finales de marzo su participación en ACS en un 1,3% del capital. En junio, firmó un contrato financiero para vender otro 3,7% de la constructora, aunque finalmente tan sólo liquidó acciones por el 1,1% del capital, obteniendo una plusvalía de 54,4 mill. €, y fijando finalmente su participación en ACS en el 13,88% de su capital.

Ventas de participaciones en sociedades cotizadas realizadas por entidades financieras

Durante el año, al objeto de reducir su cartera industrial y de servicios y mejorar sus ratios de capital, las entidades financieras prosiguieron con la venta de sus participadas.

En enero, Caixabank, siguiendo la tendencia de otros accionistas significativos en 2013, vendió un 5% del capital de BME por 124 mill. €, con una plusvalía de 47 mill. €.

Al igual que en 2013, BFA realizó en 2014 importantes desinversiones. En enero, realizó una colocación acelerada del 12,59% del capital de NH Hoteles por 191,8 mill. €, en febrero colocó el 7,5% de Bankia por 1.304 mill. €, en abril el 4,94% de Iberdrola por 1.527 mill. € y en septiembre vendió el 2,99% del capital de Mapfre que le restaba por 276,8 mill. €. Las plusvalías acumuladas en estas operaciones ascendieron a 697,5 mill. €.

Adquisiciones y ventas de compañías extranjeras por empresas españolas

Las compañías españolas de mayor capitalización, que en los últimos años han acentuado su vocación internacional inspiradas por la necesidad de diversificar el origen de sus ingresos, en el contexto de una crisis que ha afectado a cada área económica de forma desigual, realizaron durante 2014 diversas operaciones destacadas de compraventa de activos extranjeros.

Bco. Santander completó en enero la OPV de Santander Consumer USA en la Bolsa de Nueva York, colocando un 4% de su capital con una plusvalía de 740 mill. €. En junio, adquirió el negocio de financiación al consumo de General Electric Capital en el norte de Europa por 700 mill. €. En julio, transmitió el 51% de las filiales de seguros de Santander Consumer Finance con una plusvalía de 250 mill. € y en octubre, recompró un 13,65% del capital de su filial brasileña mediante un canje con nuevas acciones representativas del 3,09% de su capital.

Iberdrola vendió, entre los meses de febrero y mayo, su participación del 6,6% en el capital de EDP por 662 mill. €, con una plusvalía de 98 mill. €.

En marzo, Hochtief, filial de ACS, formuló una opa sobre Leighton por 755 mill. €, elevando su participación en la sociedad desde el 58,7% hasta el 69,6% del capital, mientras que, también en marzo, Enagás compró el 20% de Transportadora del Gas del Perú por 481 mill. €.

En mayo, Realia vendió el 58,9% del capital de SIIC de París por 559 mill. €, lo que le permitió reducir su deuda en 1.033 mill. €.

Telefónica, a través de su filial alemana, realizó una ampliación de capital de 3.620 mill. € para financiar la compra de E-plus, valorada en 8.600 mill. €, mientras que en noviembre vendió un 2,5% del capital de China Unicom por 687 mill. €.

En septiembre, Endesa alcanzó un acuerdo con su accionista de control, Enel, S.p.A., para la venta del 60,62% del capital de Enersis, S.A. por 8.252,9 mill. € que fueron repartidos como dividendo extraordinario.

BBVA anunció en noviembre la adquisición del 14,89% del capital del banco turco Garanti Bank por 1.988 mill. €, elevando su participación hasta el 39,9%, mientras que en diciembre anunció la venta de su participación del 29,7% del banco chino Citic International (CIFH) por 845 mill. €.

En diciembre, Repsol anunció la compra del 100% del capital de la compañía petrolera canadiense Talisman por importe total de 8.300 mill. \$, asumiendo además una deuda de 4.700 mill. \$.

Opas

Tras un año 2013 en el que el importe de las ofertas públicas de adquisición fue el menor de los últimos veinticinco años, en 2014 casi se duplicó el número de este tipo de operaciones en la bolsa española. De las diez ofertas presentadas en el ejercicio, cinco fueron opas de exclusión, dos ofertas obligatorias tras haber tomado el control de la sociedad afectada, y tres opas voluntarias con el objetivo de tomar el control de la sociedad afectada. Además, la CNMV aprobó la exención de la obligación de formular una opa sobre Natraceutical, solicitada por Reig Jofre Group, como consecuencia de la toma de control derivada de la fusión de ambas empresas, al haber acreditado que la operación tenía finalidad industrial o empresarial, de conformidad con el artículo 8.9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

En abril, Businessgate, S.L., sociedad controlada por Sherpa Capital, presentó una opa obligatoria sobre las acciones de Dogi dirigida al 17,6% del capital a un precio de 0,064 €/acc., tras haber alcanzado el control de la sociedad a través de la suscripción de una ampliación de capital. Ole Investments, sociedad controlada por el fondo CVC Capital Partners, formuló una opa dirigida al 70,01% del capital de Deoleo a 0,38 €/acc. La CNMV autorizó esta oferta en noviembre señalando que el precio no debía ser inferior a 0,395 €/acc. para ser considerado equitativo. En el mes de diciembre el oferente elevó el precio hasta 0,395 €/acc.

En octubre, Orange presentó una opa sobre el 100% de Jazztel, a un precio de 13 €/acc., condicionada a una aceptación superior al 50% del capital, tras haber alcanzado un acuerdo con el accionista principal de Jazztel.

En diciembre, una sociedad participada por los fondos Cerberus y Orion presentó una opa obligatoria dirigida al 3,003% del capital de Sotogrande, a un precio de 4,47 €/acc., tras haber adquirido el 96,997% del capital de la sociedad a NH Hoteles. También en diciembre, Hispania Activos Inmobiliarios presentó una opa dirigida al 100% del capital de Realia a un precio de 0,49 €/acc., sujeta a la aceptación del 52,525% del capital.

Mapfre elevó a final de año su participación en Funespaña hasta el 81% del capital, tras adquirir un 17,5% adicional, al tiempo que anunció su intención de promover una opa de exclusión de la compañía a 7,50 €/acc., si bien dicha opa no había sido presentada al cierre del ejercicio.

Salidas a bolsa y OPV

El aumento de las salidas a bolsa es un indicador de la confianza de las empresas y los inversores en los mercados bursátiles. En 2014 varias sociedades emprendieron este tipo de operaciones impulsadas por la consolidación de los avances registrados en las bolsas durante 2013, por las restricciones del crédito bancario, todavía vigentes, y por un contexto económico más favorable que permitió el regreso a la renta variable de una parte de la liquidez que durante las fases más agudas de la crisis se había canalizado hacia activos con un perfil de riesgo más bajo.

Se estrenaron en el SIBE varias compañías inmobiliarias, Lar e Hispania en el mes de marzo, Merlin Properties en junio y Axia en julio. En abril, se produjo el debut en el parqué de eDreams Odigeo, en mayo de Applus Services, en el mes de julio se produjo el regreso a bolsa de Logista y en noviembre la OPV sobre el 21,9% del capital de Endesa titularidad de su accionista de control.

La salida a bolsa de AENA, prevista inicialmente para el mes de noviembre, fue aplazada.

En el MAB comenzó a cotizar en abril NPG Technology, en el mes de julio Facephi y Only Apartments, en noviembre Euroconsult y finalmente Home Meal Replacement en el mes de diciembre.

Exclusiones

Como se ha indicado, durante 2014 se presentaron cinco opas de exclusión formuladas sobre las acciones de Inmolevante, Companya D'Aigües de Sabadell, Ahorro Familiar, Tavex y Damm, habiendo finalizado al cierre del ejercicio las opas sobre las tres primeras sociedades, que fueron excluidas de negociación.

En el año también tuvo lugar la exclusión de Campofrío a través de una orden de compra formulada por su accionista de control en aplicación del 11.d) del Real Decreto 1066/2007 de opas.

Por otra parte, la CNMV acordó el inicio de un expediente de exclusión de negociación de Fergo Aisa, al no cumplir sus obligaciones en materia de remisión y publicación de información financiera, y la Dirección General de Política Financiera, Seguros y Tesoro de la Generalitat de Cataluña incoó sendos expedientes de exclusión de negociación de la Bolsa de Valores de Barcelona de Amci Habitat y de Inmofiban.

En el MAB el Consejo de Administración de BME acordó la exclusión de negociación de Grupo Nostrum y de Negocio & Estilo de vida.

Valores que permanecen suspendidos de negociación

A finales de 2014 permanecían suspendidos de negociación en las bolsas los siguientes valores: Nyesa Valores (desde 29/09/11), Martinsa-Fadesa (desde 14/07/08), Indo (desde 18/06/10), Cleop (desde 12/06/12), Fergo Aisa (desde 20/04/12), CAM (cuotas participativas, desde 9/12/11), Sniace (desde 9/09/13), La Seda de Barcelona (desde 17/06/13), Reyal Urbis (desde 19/02/13), Service Point Solutions (desde 03/02/14), Inmofiban (desde 09/04/14) y Vértice 360 (desde 15/04/14).

Igualmente, a final de año permanecían suspendidas en el MAB: Bodaclick (desde 17/02/14), Zinkia (desde 26/02/14), Let's Gowex (desde 06/07/14) y Carbures Europe (desde 08/10/14).

Estas suspensiones obedecieron en la mayor parte de los casos a la solicitud de la declaración de concurso de acreedores.

Reorganizaciones y acuerdos societarios

Entre las prácticas societarias acentuadas por la crisis económica, se encuentra la racionalización de los recursos, estructuras y negocios para adaptarse al nuevo entorno macro y microeconómico y para amortiguar su incidencia en las finanzas empresariales, lo que dio lugar durante el año a diversas operaciones de reorganización y acuerdos societarios.

A este respecto, en enero Bankia y Mapfre firmaron un acuerdo de banca/seguros por el que Mapfre se convirtió en proveedor exclusivo de seguros de Bankia y ésta se comprometió a distribuir los productos de Mapfre a través de su red. Además, el acuerdo supuso la venta a Mapfre del 51% de Aseval y Laietana y el 100% de Laietana Seguros por 151,7 mill. €.

Los acuerdos societarios dieron lugar a importantes cambios accionariales en Inmobiliaria Colonial. Grupo Villar Mir adquirió a Royal Bank of Scotland el 19,3% de Inmobiliaria Colonial y Credit Agricole redujo su participación hasta el 12,2%, tras vender un 7,5% a Mora Banc Grup. Además, la inmobiliaria consiguió atraer el interés de otros nuevos accionistas, como el fondo soberano de Qatar, con la adquisición del 8,8% del capital.

Repsol alcanzó en febrero un acuerdo de compensación por la expropiación del 51% de YPF. El acuerdo fue aprobado en abril por el Congreso argentino y la compañía ingresó 6.309 mill. \$ por la venta de los bonos argentinos recibidos.

En junio, Bco. Popular cerró la compra del negocio minorista y de tarjetas de Citibank en España e informó del pago de una prima neta de 240 mill. € y en octubre anunció la venta del 51% de Bancopopular-e, sociedad titular del negocio de emisión de tarjetas, a Värde Partners, informando que le reportaría una plusvalía superior a los 400 mill. €. Abengoa colocó en la bolsa estadounidense un 35,7% del capital de su filial Abengoa Yield captando 828 mill. \$ y en diciembre comunicó su intención de reducir su participación a no menos del 51% del capital y acelerar la venta a su filial de activos valorados entre 170 y 200 mill. \$.

En julio, el FROB adjudicó Catalunya Banc a BBVA por 600 mill. €.

Caixabank suscribió un acuerdo con Barclays Bank Plc. en septiembre, para la adquisición por 800 mill. € de su negocio de banca minorista, gestión de patrimonios y banca corporativa en España.

Acciona comunicó en octubre la transmisión a KKR del 33% del capital de Acciona Energía Internacional por importe de 397,3 mill. €, que destinó a la reducción de su deuda.

En noviembre, el grupo chino HNA comunicó la ejecución del acuerdo alcanzado en mayo con Intesa San Paolo para adquirir el 8,3% del capital de NH, elevando su participación hasta el 29,5% del capital, mientras que en diciembre el Grupo Inversor Hesperia transmitió a Bco. Santander el 8,56% del capital de NH, manteniendo una participación del 9,10%.

Por otra parte, DIA acordó con Grupo Eroski la compra de 160 supermercados por importe de 146 mill. €.

En diciembre, Dinamia y N+1 anunciaron un acuerdo de fusión para crear un especialista europeo en asesoramiento e inversiones a medianas empresas, mientras que el Bco. de Sabadell anunció la venta de su negocio de gestión y recobro de deudas impagadas a Lindorff España por 162 mill. €.

Operaciones de financiación

Destacaron en este apartado los acuerdos de reestructuración de la deuda que afectaron a diversos sectores.

En marzo, Grifols completó el proceso de refinanciación de su deuda por un importe de 5.500 mill. €.

FCC, que había anunciado en abril un acuerdo para la refinanciación de su deuda por un importe de 4.512 mill. €, acordó en noviembre una ampliación de capital por 1.000 mill. €, destinados en su mayor parte a amortizar el tramo B de la deuda. También en el mes de abril, Inmobiliaria Colonial firmó un contrato de financiación por importe de 1.040 mill. € que le permitió afrontar la reducción y reestructuración de una deuda de 2.100 mill. €.

Sacyr realizó en abril una colocación entre inversores institucionales de bonos convertibles por importe de 250 mill. € y una ampliación de capital por importe de 166 mill. €.

Deoleo anunció en junio la refinanciación de 600 mill. € mediante un crédito sindicado.

En septiembre se concentraron varias operaciones de financiación. Telefónica destinó a la compra de E-plus una parte de los 1.500 mill. € procedentes de una emisión de bonos necesariamente convertibles que colocó entre inversores institucionales. Prisa comunicó la recompra de 205 mill. € de su deuda financiera con un descuento del 25%. Por su parte, Codere alcanzó un acuerdo para la reestructuración de su deuda, que incluyó un nuevo contrato de préstamo a la sociedad y nuevas emisiones de bonos. Como resultado del acuerdo, el accionista de control perderá el control de la sociedad en favor de los bonistas por la conversión en acciones de los bonos preexistentes.

En diciembre, ACS ofreció un incentivo en efectivo a los tenedores de dos emisiones de bonos canjeables por acciones de Iberdrola y un nominal total de 1.126,7 mill. €, de los cuales un 52,7% acudió al canje, por lo que su participación en la eléctrica disminuyó hasta el 4,08% del capital. Por su parte, Liberbank anunció que había amortizado anticipadamente los 124 mill. € de obligaciones suscritas por el FROB. Finalmente, Grupo San José alcanzó a final de año un acuerdo para la refinanciación de su deuda, por el que la compañía traspasará a su banca acreedora la totalidad del capital de su unidad inmobiliaria.

Situaciones concursales

Al igual que en los últimos años, durante 2014 varias sociedades cotizadas pidieron acogerse a la Ley Concursal.

Inypsa solicitó en marzo el precurso de acreedores, para posteriormente alcanzar un acuerdo con los acreedores financieros para la reestructuración de su deuda. Service Point, Vértice 360 e Inmofiban, que habían solicitado el precurso de acreedores en 2013, pidieron en 2014 el concurso voluntario de acreedores, al igual que Zinkia. Pescanova y Renta Corporación, que en marzo presentaron sus propuestas de convenio de acreedores, recibieron en mayo y julio, respectivamente, una sentencia judicial favorable, cesando los efectos de la declaración de concurso y la administración concursal. En el mes de diciembre, Amper solicitó el precurso de acreedores para negociar durante el plazo previsto por la Ley Concursal un plan de recapitalización que garantice la continuidad de su actividad.

Del resto de compañías que en 2013 se encontraban inmersas en el concurso de acreedores (Reyal Urbis, Sniace, La Seda y Fergo Aisa), las dos últimas se encuentran en fase de liquidación.

Operaciones corporativas y sanciones relevantes en el ámbito internacional

Entre las mayores operaciones del año destacaron las relacionadas con el sector farmacéutico, que vivió en 2014 un proceso de concentración.

En este sector, el fabricante irlandés de medicamentos genéricos Actavis adquirió en febrero la farmacéutica Forest Laboratories por 25.000 mill. \$. En junio, el fabricante de dispositivos médicos Medtronic adquirió la irlandesa Covidien por 42.900 mill. \$ y en noviembre Actavis protagonizó una segunda operación corporativa al hacer público el acuerdo para la adquisición de la compañía norteamericana Allergan por 66.000 mill. \$.

En el sector tecnológico, en febrero Facebook anunció la compra de la compañía de mensajería de móviles, de Whatsapp por 19.000 mill. \$, y en mayo AT&T llegó a un acuerdo para adquirir DirecTV, el proveedor de televisión vía satélite más grande de los EE.UU., por 49.000 mill. \$.

En el sector del petróleo, la empresa norteamericana Halliburton anunció la compra de Baker Hughes por 34.600 mill. \$.

Por otra parte, en el mes de agosto la atención de los inversores se centró en el rescate del Bco. Espirito Santo por parte del Estado portugués y, en septiembre, en las dos grandes OPV que tuvieron lugar en la Bolsa de Nueva York: Alibaba Group Holding Ltd. que, con una colocación de 25.000 mill. \$, se convirtió en la mayor OPV de la historia, y la filial norteamericana de Royal Bank of Scotland (Citizens Financial Group), que con una OPV de 3.010 mill. \$, fue el mayor salto de un banco al parqué desde Goldman Sachs en 1999.

En cuanto a las sanciones en el ámbito regulatorio, Credit Suisse afrontó en el mes de mayo una multa de 1.800 mill. € tras declararse culpable de asesorar a sus clientes para evadir impuestos en los EE.UU. La Fiscalía del Estado de Nueva York confirmó en junio la multa impuesta al banco francés BNP Paribas de 6.450 mill. € por la presunta violación del régimen de sanciones internacionales impuesto por los EE.UU. En agosto, Bank of America acordó pagar 12.525 mill. € por la comercialización de hipotecas problemáticas y en el mes de noviembre los reguladores de los EE.UU., Reino Unido y Suiza anunciaron la imposición de una multa de 3.300 mill. \$ a 5 grandes bancos (HSBC, JP Morgan, Citi, RBS y UBS) por manipular el mercado de divisas. Al margen de las entidades financieras, el grupo francés de ingeniería y transportes, Alstom, pagará una multa récord en los EE.UU. de 772 mill. \$ para cerrar un caso sobre sobornos en el extranjero.

Progresos en el proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores

Durante 2014 se intensificaron los trabajos asociados al proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores. Desde el inicio del proyecto, que se remonta a febrero de 2010 con la publicación de un primer documento sometido a consulta pública, se ha avanzado notablemente y se han ido cubriendo etapas con el horizonte de la migración a la nueva plataforma de liquidación de la renta variable a principios de octubre de 2015.

Dos fueron los hitos más importantes en este proceso para la CNMV a lo largo de 2014. El primero de ellos, fue la actualización del documento "Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación", cuya publicación original se remonta a mayo de 2013. La actualización refleja los avances en el desarrollo del proceso de reforma. Los cambios introducidos fueron consensuados con el sector y revisados por el Comité de Coordinación de la Reforma.

El segundo fue la Audiencia Pública del Anteproyecto de Ley por el que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores. Entre otros asuntos relevantes para la reforma, el Anteproyecto recoge la creación de un sistema específico de información para la supervisión de la compensación, liquidación y registro de valores denominado interfaz de poscontratación (conocido como PTI, por su acrónimo en inglés). El objetivo último de este sistema es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles del registro de titularidades y la correcta liquidación de las operaciones. La creación de este sistema será un elemento vital para la supervisión por la CNMV del adecuado funcionamiento de todas las fases de la poscontratación, toda vez que desaparecerán las referencias de registro como elemento de control.

Conviene recordar que el proceso de reforma no termina con la migración a la nueva plataforma en octubre del 2015. Tan sólo unas semanas después, en noviembre, se reducirá el plazo de liquidación desde los tres días actuales a los dos días que establece el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el

Reglamento (UE) n.º 236/2012. La última fase de la reforma conllevará la migración de la plataforma CADE al nuevo sistema y la incorporación de Iberclear a T2S en febrero de 2017.

En el primer semestre de 2015 se deberán aprobar los Reglamentos de las infraestructuras españolas de mercado y de poscontratación así como un nuevo Real Decreto que sustituya al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Para avanzar en estos desarrollos normativos la CNMV está colaborando con el Ministerio de Economía y Competitividad, con los organismos rectores de los mercados y con los responsables de las infraestructuras de poscontratación.

DERIVADOS

MEFF EXCHANGE

Derivados Financieros

El precio del futuro Ibex de primer vencimiento cerró 2014 con una revalorización del 3,8% (10.244,3 puntos), con un máximo anual de 11.185,4 puntos en junio y un mínimo de 9.691,30 puntos en octubre, lo que implica una amplitud de 1.494,10 puntos (13,36%, vs 35,5% en 2013).

La volatilidad implícita del Ibex se movió en 2014 en un rango de 16,6 p.p. (superior a los 13 p.p. de 2013 aunque muy inferior a los niveles de 2011 y 2012) y cerró el año en el 23,46% (+4,7 p.p. respecto al cierre de 2013). El 4 de julio la volatilidad se situó en 13,40%, su nivel mínimo desde abril de 2007.

La volatilidad implícita de los principales valores financieros tuvo una variabilidad inferior a la de años anteriores y los mínimos anuales se situaron en niveles que no se registraban desde mediados de 2008 en BBVA (21,26% en septiembre) y desde principios de 2007 en B. Santander (18,90% en julio). La volatilidad a cierre de año se situó en 30,06% para el BBVA (+4,8 p.p.) y en 27,09% para B. Santander (+1,8 p.p.).

La negociación diaria en futuros Ibex se incrementó un 23,4% en 2014, hasta 27.677 contratos. El volumen se mantuvo en torno a 26.000 contratos diarios hasta septiembre, con un pico de actividad en octubre, mes en el que el volumen alcanzó niveles máximos desde mayo de 2010 (debido al aumento de volatilidad), manteniéndose los dos meses siguientes por encima de la media hasta septiembre. El aumento de actividad se registró en los dos contratos, Ibex y Mini Ibex, aunque el incremento en estos últimos se situó próximo al 54% frente al 22% de los Ibex. Y se ha producido tanto en las sesiones de las semanas de vencimiento (26,8%), como en el resto de sesiones (22,2%). Al aumento de la contratación ha contribuido notablemente la actividad por cuenta propia de los miembros, que se ha incrementado hasta el 70,2%, especialmente de los no residentes (61% del total), frente al 64,8% en 2013.

La posición abierta en los futuros IBEX volvió a presentar una tendencia creciente. A mediados de junio, el miércoles de la semana de vencimiento, se alcanzó un máximo histórico de posición abierta, con 121.440 contratos abiertos. La posición abierta tras el vencimiento de diciembre de 2014 (83.299 contratos) fue un 20% superior a la del vencimiento correspondiente de 2013.

Las opciones sobre Ibex (más de 26.000 contratos diarios, la cifra más alta desde 2008) registraron una tasa de incremento del 45,8%, bastante similar en las opciones de compra (*call*, 47,7%) y en las de venta (*put*, 42,4%). En términos generales la cuota de actividad por cuenta propia (71%) ha sido similar a la de 2013, aunque los miembros no residentes han incrementado su participación en seis puntos porcentuales, que son los que han perdido los miembros residentes, debido al mayor incremento de negociación por parte de los primeros.

La posición abierta en opciones sobre Mini IBEX se incrementó un 10% respecto al cierre de 2013, pero con una distribución muy distinta entre calls y puts. Mientras en puts se incrementó un 87%, hasta cerca de 300.000 contratos, la de las call se redujo un 20% (poco más de 330.000 contratos).

Al contrario que en los contratos sobre IBEX, en los contratos sobre acciones se produjo una reducción de la actividad, tanto en futuros, que volvieron a caer, marcando mínimos históricos (-14,5%, con poco más de 43.000 contratos diarios), como en opciones (-3,8%, en torno a 83.000 contratos, mínimo de los cinco últimos años), aunque en este último caso la caída se debe exclusivamente a la menor negociación de opciones call, que se redujo un 11,2% frente a un incremento del 2% en las opciones put. La negociación por cuenta propia se mantuvo en torno al 83% tanto en futuros como en opciones.

La actividad en los futuros sobre el Bono a 10 años se redujo respecto al año anterior, registrándose una media diaria de 21 contratos (vs 47 contratos en 2013). La frecuencia de negociación se redujo hasta el 87%, frente al 93% de 2013. La posición abierta cerró el año en 440 contratos, un 48,6% superior a la del cierre de 2013.

En 2014 se autorizó la negociación de dos nuevos tipos de contrato en MEFF Exchange. En marzo se admitieron a negociación los contratos de energía que ya anteriormente estaban aceptados para registro y compensación en BME Clearing (MEFFPower). En diciembre se autorizó la modificación de las condiciones generales de los futuros sobre dividendos de acciones plus que, a partir de 2015, podrán negociarse con un multiplicador de 25.000 acciones además del de 1.000 acciones actual.

Otra novedad fue la introducción, en septiembre de 2014 de la funcionalidad de negociación de estrategias, que se irá completando a lo largo del primer trimestre de 2015 con nuevos conjuntos de estrategias.

Meffpower

El volumen total registrado en MeffPower se redujo un 4,7% respecto a 2013, con 32,2 Twh, frente a 33,7 TWh en 2013. Este volumen incluye las operaciones registradas en la ECC hasta el 22 de junio y las de mercado regulado a partir de esa fecha. El máximo mensual se alcanzó en mayo, con 4,2 TWh (el máximo en 2013 fue de 6,37 TWh). En términos de efectivo, los contratos registrados en este segmento alcanzaron 1,45 bill. €, frente a 1,68 bill. € del año anterior.

El plazo en el que se ha registrado mayor volumen de energía ha sido el trimestral, con el 38% del total (el 15,7% de la negociación total corresponde al contrato del 3er. trimestre de 2014), aunque los contratos con plazo de entrega diario siguen siendo los más negociados en cuanto a número de operaciones (47% del total del año). Los volúmenes presentaron tasas de variación interanual positivas hasta mayo, pero a partir de ese momento se registró una caída de la actividad que hizo que, a partir de octubre, los volúmenes agregados fueran inferiores a los de 2013.

El grado de concentración de la actividad fue inferior al de 2013, ya que los cinco mayores participantes concentraron el 53,2% del total vs 66,7% en 2013. Cabe destacar la reducción de actividad de Deutsche Bank, que en 2013 era el miembro con mayor concentración de energía negociada, con un 22,7% del total, mientras que en 2014 apenas superó el 5% del total.

La posición abierta se incrementó un 12,7% y cerró el año por encima de 2,6 TWh, con el 86% del volumen concentrado en contratos trimestrales (50%) y mensuales (36%). La posición abierta máxima fue de 4,7 TWh, el 29 de mayo, y la media se situó en 3,5 TWh (3,7 TWh en 2013).

En 2014 se han incorporado cinco nuevos miembros negociadores por cuenta propia.

BME CLEARING

Durante el año 2014 se llevó a cabo el proceso de autorización de BME Clearing como entidad de contrapartida central (ECC) de acuerdo con el artículo 14 del EMIR¹. Para ello se formó el colegio de supervisores en abril y en agosto se obtuvo el voto favorable de dicho colegio para la aprobación de la ECC. Para cumplir con las disposiciones del EMIR la ECC tuvo que adaptar su reglamento interno, condiciones generales y algunas de sus circulares, además de obtener la aprobación por parte de la CNMV de la externalización de la función de auditoría interna en el Departamento de Auditoría Interna del Grupo BME. Desde agosto la ECC ha ido completando las tareas a las que se comprometió en el momento de la autorización.

Además, a finales de diciembre, registró la solicitud para la ampliación de los servicios de compensación a los IRS (ante la inminente obligación de compensación que se establecerá sobre ellos) y a las acciones (incluidas en el proceso de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro). Esta solicitud ha sido reenviada al colegio para iniciar el proceso de autorización.

Meffrepo

El nominal total registrado en Meffrepo en 2014 se ha reducido un 19,64% respecto de 2013 (1,01 bill. € vs 1,26 bill. €) y el número de operaciones un 12,6% (10.573 vs 12.110 en 2013). Los promedios diarios se han situado en torno a 4.000 mill. € y 41 operaciones (vs 4.932 mill. € y 47 operaciones en 2013). El promedio por operación fue de 96 mill. €. Las operaciones registradas en la ECC representaron el 19,1% del total de simultáneas, frente al 21,5% de 2013.

El plazo medio de las simultáneas se mantuvo en 8 días, sin superarse los 10 días ningún mes.

El riesgo medio registrado en la cámara estuvo por encima de 30.000 mill. € los tres primeros meses del año, pero en los restantes se mantuvo por debajo del promedio del año anterior (27.000 mill. €), no alcanzando ningún mes los 24.000 mill. €. Al cierre de 2014 el plazo medio del riesgo registrado se situó en 19,1 días (vs 18,6 días a cierre de 2013), con un 4% de las operaciones con vida residual superior a 100 días.

MFAO

El 17 de noviembre fue el último día de negociación en MFAO. La rectora siguió realizando funciones de ECC hasta el 10/12/14, cuando finalizó el proceso de entrega del vencimiento de noviembre.

Durante 2014 el volumen promedio diario negociado en MFAO se ha situado en 177 contratos, lo que supone una reducción del 50,7% respecto a 2013. La negociación y la posición abierta fueron reduciéndose progresivamente a medida que iban quedando menos contratos abiertos, al transcurrir las sucesivas fechas de vencimiento. A pesar de ello, entre los meses de mayo y septiembre, como consecuencia de la evolución fuertemente alcista del precio del aceite, la negociación se situó en niveles cercanos a los del año anterior. Lógicamente, en los meses de octubre y noviembre la negociación fue muy reducida (90 contratos diarios), con numerosas sesiones sin actividad, y con la mayor parte del volumen concentrado en las sesiones previas al vencimiento, en las que las operaciones eran para cerrar posiciones abiertas.

El precio mantuvo una tendencia bajista durante la primera mitad del año, con poca volatilidad, y con baja actividad por parte de los industriales envasadores, que esperaban que el precio en origen bajara, dada la cosecha histórica de la campaña 2013-2014. Sin embargo, a partir de mediados de junio el precio cambió su tendencia ante las negativas previsiones para la campaña 2014-2015, que fueron empeorando progresivamente (reducción de la cosecha del 21% a escala mundial y del 47% en España), y al volumen de existencias, excepcionalmente bajo, debido al incremento de las exportaciones. Hasta el vencimiento del contrato de noviembre el precio del futuro se había revalorizado más del 45%.

¹ Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

MFAO inició su actividad como mercado secundario oficial el 6 de febrero de 2004. El volumen total de contratos negociados durante la vida de este mercado se situó próximo a 800.000 (equivalentes a 800.000 Tm de aceite), con una posición abierta máxima de 26.965 contratos, registrada el 16 de enero de 2013 (aproximadamente el 3,5% de la producción de ese año). A través de los mecanismos de la cámara se produjo la entrega de aceite (liquidación a vencimiento) de cerca de 72.000 contratos. El número total de participantes activos (miembros y clientes) apenas superó los 200 (en el mismo año, nunca participaron más de 90 diferentes). Con carácter general, la negociación estuvo muy concentrada ya que, de media, el 56% de la negociación se cruzó entre los 10 participantes más activos.

WARRANTS, CERTIFICADOS Y OTROS PRODUCTOS

El mercado de warrants ha experimentado por primera vez desde 2011 un crecimiento anual tanto en el volumen efectivo de negociación (8,7%), superando los 819 mill €, como en el número de operaciones (+7,3%). La evolución durante el año ha sido desigual, registrándose los mayores niveles de actividad en mayo y octubre y con reducciones sustanciales en verano y a final de año, exceptuando el mes de diciembre. Durante 2014 la presencia de los principales inversores institucionales (*high frequency traders*) fue muy reducida, desapareciendo en el último trimestre del año. Por tanto, el incremento en la actividad se ha debido en exclusiva a la actividad de inversores minoristas.

El subsegmento de Warrants continúa siendo el más importante del mercado al concentrar el 84% de la negociación total en 2014. Este peso supone una reducción de cinco puntos porcentuales con respecto a 2013, motivado tanto por el descenso en un 7% del efectivo contratado en el subsegmento de warrants como por la mayor actividad del resto de subsegmentos, especialmente en Turbos e Inline, que han visto duplicada su negociación. Así, el subsegmento de Turbos pasó de representar el 4% en 2013 al 9% en 2014.

La proporción de put-call se mantiene, al igual que en 2013, alrededor del 68%. La negociación ha estado fuertemente concentrada en acciones e índices nacionales (48% y 40% del total, respectivamente). Desde mediados de año se ha producido un fuerte incremento en la negociación sobre Ibex, llegando a superar la negociación del grupo de acciones españolas.

En 2014 se introdujeron nuevos tipos de productos en el segmento, los *Discount*, emitidos por BNP Paribas, y los *StayHigh* y *StayLow*, emitidos por Société Générale. Estos últimos ofrecen un rendimiento fijo en la fecha de vencimiento siempre que el subyacente no alcance el nivel de barrera fijado, en cuyo caso el producto vence anticipadamente quedando sin valor. Por su parte los *Discount* ofrecen un rendimiento máximo fijo siempre que el subyacente no alcance la barrera inferior fijada. Si tocara esta barrera, el producto seguiría activo en el mercado pero no aseguraría dicho rendimiento máximo. Si a vencimiento el subyacente se encontrara por debajo de la barrera inferior, el valor del discount sería igual a cero.

A lo largo del año se han emitido *StayHigh* y *StayLow* sobre B. Santander, BBVA, Inditex, Telefónica e Ibex 35, así como *Discount* sobre Ibex. La negociación de estos productos ha sido reducida.

RENTA FIJA

Actividad en los mercados de renta fija

La negociación en AIAF alcanzó 1,16 bill.   (-9,80%), disminuyendo por tercer año consecutivo, debido al descenso de las operaciones simultáneas (-28,77%), a pesar del aumento de las operaciones a vencimiento (56,08%). Por tipo de activos destacaron los incrementos en la negociación de cédulas hipotecarias (+112,7%) y de fondos de titulización (+28,8%), motivados por tratarse de activos utilizados como garantía para la obtención de liquidez del BCE. En sentido contrario, continuó el descenso en el volumen negociado en participaciones preferentes (-99,5%).

En el SEND, la negociación también cayó, hasta situarse en 2.295 mill. € (-15,69%), siendo la causa principal la amortización de varias emisiones de deuda corporativa muy líquidas, como las obligaciones de Telefónica, Repsol y La Caixa. Las nuevas emisiones incorporadas en la plataforma (un total de 10, por un valor nominal agregado de 1.632 mill. €) no han compensado dicha reducción en la contratación. La actividad de deuda pública en el SEND ascendió a 300,15 mill. €, representando un 13,08% del total negociado en esta plataforma.

En la plataforma electrónica de SENAF destacó el aumento de la negociación mayorista en deuda pública, que alcanzó 108.260 mill. € en operaciones de contado. No se registró negociación de operaciones simultáneas.

En el MARF la contratación alcanzó 1,6 mill € en 13 operaciones, además de las 236 operaciones realizadas fuera del mercado (OTC) por un nominal de 92,2 mill. €.

Tipos de interés

El año comenzó con los tipos oficiales en el 0,25% y sin apenas actividad en el mercado interbancario. Sin embargo, las entidades financieras seguían disponiendo de financiación sin restricciones en las subastas de liquidez del BCE a plazos de una semana, uno y 3 meses.

El EONIA inició el año cotizando por debajo de los tipos de interés oficiales, pero el Euribor se mantuvo por encima de estos ante la ausencia de medidas adicionales de política monetaria y las buenas perspectivas económicas vigentes para la eurozona a comienzos del año.

A partir de mayo, se esperaba que el BCE relajase su política monetaria para ayudar a la economía europea a recuperarse, tal y como finalmente hizo en junio, cuando rebajó los tipos 10 p.b. hasta situarlos en el 0,15%, además de establecer un tipo de depósito negativo. A partir de este momento, los tipos interbancarios a corto se situaron por debajo del 0,5%, aunque por encima del precio oficial del dinero. En septiembre se produjo una segunda rebaja de tipos, que los llevaron a un mínimo histórico del 0,10%, y el Euribor a 1 año se mantuvo por encima del 0,3%, cerrando el año en el 0,325%.

La ausencia de liquidez de los mercados obligó al BCE a adoptar medidas adicionales para luchar contra la fragmentación de los mercados y la restricción del crédito. La transparencia sobre la situación de los balances de las entidades financieras europeas mediante los test de estrés y las pruebas de revisión de la calidad de sus activos (AQR) no fueron suficientes para facilitar la recuperación de este mercado. Con objeto de activar el crédito, el BCE estableció 8 inyecciones de liquidez a largo plazo -TLTRO-, con carácter trimestral (de las que dos se han realizado en 2014 por 400.000 mill. €), condicionadas a que las entidades destinaran los fondos a conceder nuevos créditos, además del compromiso de mantener la liquidez sin límites al menos hasta diciembre de 2016.

Entre los factores que continuaron limitando la expansión del crédito pueden mencionarse la elevada morosidad del sistema financiero español, la escasez de demanda solvente, la financiación de las grandes empresas directamente en los mercados de deuda y la actividad de *carry trade*, a la que las entidades siguieron destinando gran parte de la financiación obtenida en el BCE.

La morosidad del sector financiero español se redujo a lo largo del año hasta alcanzar en octubre el 12,92%, su nivel más bajo desde septiembre de 2013. Los créditos morosos sumaron 178.386 mill. € respecto a una cartera crediticia de 1,380 bill. €, la cifra más baja desde 2006, que se ha ido reduciendo por el proceso de desapalancamiento de las empresas y las familias, así como por la sustitución del crédito bancario por emisiones de deuda en los mercados. Las provisiones alcanzaron 105.743 mill. €, lo que representa una tasa de cobertura del 59,27% de los créditos dudosos.

Las entidades financieras españolas disminuyeron sus peticiones de financiación al BCE a lo largo del año al obtener financiación directamente en los mercados, reduciéndose desde 201.865 mill. € a finales de 2013

hasta 150.994 mill. € en noviembre de 2014, lo que supuso un descenso superior a 50.000 mil. € (más del 31% en términos interanuales). A pesar de ello, la financiación del BCE a las entidades españolas seguía representando el 31,71% de las peticiones de fondos realizadas por el conjunto de las entidades financieras al BCE (474.620 mill. €).

Los depósitos bancarios del sistema financiero español, incluidos los de no residentes, se mantuvieron estables hasta octubre, mes en el que alcanzaron 1,459 bill. €. Pero a partir de ese mes fueron sustituidos por otros activos financieros, como los fondos de inversión, en busca de mayor rentabilidad.

Las entidades españolas redujeron su actividad con las entidades de contrapartida central LCH.Clearnet y MeffClear, que han dejado de ser básicas para solventar la ausencia de funcionamiento del mercado interbancario, como había ocurrido en años precedentes.

El BCE anunció en septiembre dos programas de compra de deuda en los mercados secundarios, los denominados CBPP3 y ABS PP, consistentes en la compra de *covered bonds* (cédulas hipotecarias) y ABS (titulizaciones), que se pusieron en marcha a partir de la segunda quincena de octubre y noviembre, respectivamente y que estarán vigentes durante dos años. Al cierre del año, las compras realizadas al amparo de ambos programas habían sido aun relativamente modestas, alcanzando 29.632 y 1.744 mill. €, respectivamente, que según la prensa se habrían concentrado en títulos de emisores españoles, franceses y alemanes. El efecto de estos programas se ha notado en el mercado secundario, especialmente entre las cédulas hipotecarias, cuyos diferenciales han caído de modo significativo, siendo incluso negativos respecto a los de la deuda soberana. Por otro lado, el Banco de Inglaterra (BoE) mantuvo su programa de estímulos monetarios en 375.000 mill. £, mientras que el Banco de Japón (BoJ) amplió el suyo en noviembre hasta 80 bill. ¥, a la vez que la Fed dio por concluido el suyo en octubre.

La deuda española comenzó el año con los tipos a largo plazo en el 4,15%, con el reto de continuar recuperando la confianza de los mercados para facilitar la financiación de la economía española a bajo coste y de reducir la prima de riesgo hasta niveles más sostenibles, en el entorno de 100 y 150 p.b. Los tipos españoles cayeron de modo continuo durante prácticamente todo el año, hasta situarse por debajo del 2% y cerrar el año en zona de mínimos históricos. Las causas de esta caída fueron, por un lado, las medidas de estímulo monetario del BCE y las expectativas de los mercados de que finalmente incluyan compras de deuda soberana, y por otro lado, la mejora de la percepción sobre la economía española y el avance de sus reformas, la mejora de la situación del sistema financiero español, los avances en la consolidación fiscal y los buenos resultados de las subastas de deuda pública, que han recuperado la confianza de los inversores internacionales.

El año finalizó con los tipos españoles a 2 años en el 0,51%, por encima de sus mínimos anuales, inferiores al 0,2%, alcanzados durante el mes de agosto, pero con los tipos a 5 y 10 años en el 0,87% y 1,61%, respectivamente, muy cerca de sus mínimos históricos del 0,84% y 1,60%, respectivamente, situándose los de largo plazo casi 255 p.b. por debajo del nivel de inicio de año. La rebaja de tipos ha sido más significativa en los tramos más largos de la curva debido a que la inversión extranjera en deuda ha retornado a estos plazos y es en ellos donde el BCE podría centrar parte de sus hipotéticas compras de deuda.

Los tipos de Alemania, Francia, Austria, Holanda y Suiza también disminuyeron para toda la curva, presentando descensos más significativos a largo plazo, favorecidos por las medidas de estímulo del BCE y por su papel de activos refugio cuando creció la incertidumbre por la tensión geopolítica en Ucrania o cuando volvió a manifestarse cierta inestabilidad en Grecia. En el caso de la deuda alemana, los tipos a corto volvieron a situarse en negativo, mientras que a largo plazo cerraron el año en un mínimo histórico del 0,54%, circunstancia que también sucedió con la deuda francesa al mismo plazo, que disminuye hasta el entorno de otro mínimo del 0,84%.

Los tipos italianos, al igual que los españoles, también se beneficiaron del apoyo indirecto del BCE, pero sus descensos fueron algo más moderados en el largo plazo debido a los problemas del país, que continúa en recesión, así como la falta de avances en las reformas estructurales. El rendimiento de la deuda italiana se mantuvo por segundo año consecutivo para todo los plazos por encima del de la española.

Los tipos de las economías rescatadas, con la excepción de Grecia, tuvieron por tercer año consecutivo un comportamiento positivo. Irlanda concluyó con éxito su rescate y se ha financiado a unos tipos inferiores a los españoles e italianos para todos los plazos. El rendimiento de la deuda Portugal cayó con fuerza durante el primer semestre del año, favorecido por la finalización del rescate al país con éxito y su facilidad para volver a financiarse en los mercados, pero mostró tensiones al alza durante el verano, coincidiendo con los problemas del Grupo Espirito Santo y su rescate. Una vez solventado este problema, también se vio beneficiada por el potencial impacto positivo que tendrían nuevos estímulos por parte del BCE, terminando el año en mínimos históricos.

En el caso de Grecia, los tipos disminuyeron de modo significativo durante la primera parte año conforme la situación empezaba a presentar signos de normalización, llegando incluso a situarse los tipos a largo plazo en niveles inferiores a los del primer rescate al país, pero después del verano volvieron a surgir las dudas acerca de su capacidad para financiarse en los mercados, a lo que se añadió la incertidumbre provocada por las opciones de victoria en las elecciones de finales de enero de 2015 de opciones políticas que retrasarían la aplicación de reformas estructurales y las políticas de consolidación fiscal. La deuda griega finalizó el año con la curva de tipos invertida y con los tipos a medio y largo plazo por encima del 11% y 9,5%, respectivamente.

Los tipos a largo plazo en los EE.UU. comenzaron el año en torno al 3%, pero a pesar del comienzo de la retirada de estímulos monetarios, fueron disminuyendo paulatinamente conforme avanzaba el año favorecidos por las perspectivas del retraso en la fecha en la que la Fed comenzará a subir sus tipos y endurecer su política monetaria, así como por el papel de activo refugio de los bonos americanos en situaciones de incertidumbre como la derivada de la crisis en Ucrania.

Evolución de las curvas de tipos de interés:

País	Curva de tipos de interés							
	2yr	Var. P.b.	5yr	Var. P.b.	10yr	Var. P.b.	Máx. 2 yr	Fecha max.
Alemania	-0,11	-31,20	0,01	-91,40	0,54	-140,00	2,03	10/09/13
España	0,51	-64,10	0,87	-184,70	1,61	-253,50	6,92	24/07/12
Francia	0,28	-0,70	0,18	-105,00	0,84	-159,50	2,63	10/09/13
Grecia	n/d	-	11,14	1113,50	9,60	102,70	377,66	07/03/12
Italia	0,51	-71,80	0,93	-179,00	1,89	-220,50	7,73	25/11/11
Irlanda	0,03	-89,70	0,41	-169,10	1,24	-222,30	23,59	15/07/11
Portugal	0,44	-258,40	1,50	-340,20	2,69	-334,50	21,45	30/01/12
Reino Unido	0,45	-12,00	1,17	-69,70	1,76	-127,60	3,01	10/09/13

Fuente: Reuters

Fecha: 31/12/2014

Riesgo de crédito

Los índices ITRAXX de riesgo de crédito presentaron un comportamiento positivo por tercer año consecutivo, aunque los avances fueron más moderados que en años precedentes y estuvieron sometidos a notable volatilidad en el segundo semestre del año. Al igual que en 2013, el sector financiero fue el que mejoró en mayor medida (-20,98 p.b. hasta 63,55 p.b.) una vez concluida su reestructuración y saneamiento, y avalado por los resultados de los test de estrés y de la revisión de la calidad de los activos.

Los sectores no financieros de la economía (corporativos) tuvieron un comportamiento más modesto (-3,29 p.b. hasta 61,34 p.b.) debido a debilidad de la recuperación y del consumo en la zona euro, al mantenimiento de las dificultades para acceder al crédito y a la ausencia de apoyo público, bien en forma de rescates o inyecciones de capital, al contrario que en el caso de las entidades financieras.

A pesar de ello, el sector financiero mantuvo un riesgo de crédito ligeramente mayor que el sector corporativo, aunque la prima de riesgo del primero se redujo de modo significativo a lo largo del año. Las compañías industriales siguieron con el proceso de desapalancamiento, para reducir el tamaño de sus pasivos, y continúan contando en los mercados de deuda con las preferencias de los inversores, que prefieren la deuda de las grandes compañías industriales a la de los bancos.

Las primas de los CDS de los emisores españoles presentaron un comportamiento positivo y se beneficiaron de modo significativo del descenso del riesgo país. Además, los grandes bancos se vieron favorecidos por la conclusión de la reestructuración del sector financiero español y los buenos resultados de los test de estrés (el CDS de B. Santander disminuyó 40 p.b., hasta 79 p.b., y el de BBVA 46 p.b., hasta 75 p.b.). Los descensos de las primas de los CDS de la banca española fueron por segundo año consecutivo mayores que los de las grandes entidades financieras europeas, cuyas primas habían presentado un comportamiento mejor en los años precedentes, y no han llevado a cabo medidas tan intensas de saneamiento de sus balances.

El comportamiento de los CDS de las grandes empresas industriales fue similar al de los bancos, aunque sus descensos fueron más moderados. Tanto los CDS de Telefónica (-47 p.b. hasta 76 p.b.) como los de las grandes compañías eléctricas continuaron beneficiándose de los procesos de desapalancamiento y reducción de sus deudas, así como por el acceso a financiación en los mercados en mejores condiciones. En el caso de Repsol, su CDS se vio inicialmente favorecido por el acuerdo alcanzado con el Gobierno de Argentina para compensarla por la expropiación de su filial YPF, pero la reciente compra de la energética canadiense Talisman Energy introdujo cierta incertidumbre en el valor, que se vio reflejada en ligeras alzas en la cotización de su CDS (+18 p.b., hasta 118 p.b.).

Los CDS de los bancos de los EE.UU. volvieron a presentar un comportamiento muy positivo, reflejando el efecto del crecimiento de la economía americana y su buen momento económico.

Los CDS soberanos también tuvieron un comportamiento positivo para todas las economías europeas, que fue más intenso en los países periféricos. Los mayores descensos correspondieron a: Portugal (202 p.b., -149 p.b.), Irlanda (50 p.b., -68 p.b.), España (97 p.b., -60 p.b.) e Italia (137 p.b., -31 p.b.), recogiendo las expectativas de la mejora de estas economías y su mayor facilidad para acceder a financiarse en los mercados de deuda. Aun así, los principales desafíos a los que se enfrentan estas economías son la vuelta a un crecimiento sostenido para hacer llevadero el tamaño de deuda y la atención a los importantes vencimientos de deuda en los próximos años de algunas de ellas.

La prima de riesgo española se redujo durante todo el 2014, desde el entorno de 230 p.b. en que inició el año hasta los 107 p.b. a su cierre, muy cerca de los mínimos de 103 p.b. alcanzados a comienzos de abril y su nivel más bajo desde mayo de 2010. Este comportamiento afectó a toda la deuda periférica, que se vio claramente beneficiada por las medidas de estímulo del BCE.

Las previsiones del Gobierno y de la mayoría de los analistas apuntan a que la prima de riesgo descienda por debajo de 100 p.b. en el primer trimestre de 2015, que es cuando esperan que el BCE anuncie su programa de compras de deuda soberana.

Evolución de las primas de riesgo frente Alemania y CDS europeos:

País	Diferencial con bono alemán							CDS 5 yr					
	2yr	Var. P.b.	5yr	Var. P.b.	10yr	Var. P.b.	Máx. 10 yr	Fecha max.	31-dic	31-dic	Var. P.b.	Max. CDS	Fecha max.
Alemania									13,48	25,05	-11,58	119,67	25/11/11
España	62	-33	86	-93	107	-114	640	24/07/12	96,93	156,99	-60,06	640,17	24/07/12
Francia	10	2	17	-14	30	-20	190	16/11/11	47,66	53,76	-6,10	255,13	25/11/11
Grecia	n/d	-	1112	1205	906	243	3717	09/03/12	447,28	-	-	25960,8	09/03/12
Italia	61	-41	92	-88	135	-81	552	09/11/11	136,93	168,45	-31,52	591,3	15/11/11
Irlanda	14	-59	39	-78	70	-82	1174	18/07/11	50,85	119,41	-68,57	1180,5	18/07/11
Portugal	55	-227	149	-249	215	-195	1551	30/01/12	202,04	351,68	-149,64	1520,8	30/01/12
Reino Unido	55	19	116	22	122	12	150	04/07/14	19,67	28,00	-8,33	106,3	25/11/11

Fuente: Reuters

Fecha: 31/12/2014

Emisiones de deuda pública española y corporativa

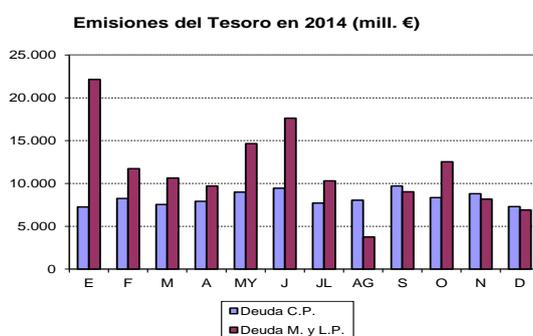
El Tesoro español cerró el ejercicio con éxito, como ya sucediera en 2013. Aprovechando la abundante liquidez del mercado y la confianza de los inversores en la deuda española, emitió deuda a medio y largo plazo por importe de 136.679 mill. €, 7.379 mill. € más de lo previsto, que destinará a amortizar letras y alargar la vida media de la deuda. El año estuvo marcado por la caída del coste de la deuda, alcanzándose mínimos

históricos para todos los plazos, y por la elevada demanda de deuda a largo plazo, que facilitó las emisiones a plazos más largos.

El Tesoro realizó 3 emisiones sindicadas a largo plazo, por importe de 24.000 mill. €, que contaron con una elevada demanda, emitiendo por primera vez en su historia deuda a 50 años a petición de los inversores, y estableció un programa de emisión de deuda con tipos vinculados a la inflación europea (excluido el tabaco), similar al de otros Tesoros europeos, con el objetivo de diversificar sus fuentes de financiación.

La vida media de la deuda emitida en el ejercicio aumentó hasta 8,6 años hasta noviembre, lo que incrementó hasta 6,35 años la vida media de la deuda en circulación. Su coste medio de emisión fue del 1,56% (vs. el 2,45% de finales de 2013), su mínimo histórico y menos de la mitad del coste medio de la deuda viva, que alcanzó el 3,48%.

El importe total emitido fue de 236.591 mill. €, de los que aproximadamente 99.396 mill. € correspondieron a deuda a corto plazo (letras) y 137.195 mill. €, casi 10.000 mill. € más que en 2013, a deuda a medio y largo plazo (bonos y obligaciones). La deuda española en manos de inversores extranjeros creció durante el año, hasta alcanzar en octubre 342.600 mill. €, su máximo histórico, representando el 47,8% de la deuda en circulación. Por el contrario, los bancos disminuyeron ligeramente su exposición a la deuda soberana, hasta 191.800 mill. €, ya que el fuerte descenso de los tipos de interés convirtió en menos rentables las operaciones de *carry trade*.



Los objetivos del Tesoro para 2015 son ambiciosos, al tener que afrontar vencimientos de deuda por importe de 155.000 mill. €, los mayores de toda la década, a lo que se unirán las nuevas necesidades de financiación. Además, tratará de seguir manteniendo bajo su coste de emisión, a la vez que alarga los plazos de amortización, para lo que buscará seguir ampliando la base de inversores y potenciará las emisiones sindicadas a largo plazo, así como los bonos ligados a la inflación.

Los mercados primarios de deuda estuvieron abiertos para las principales empresas y entidades financieras durante la mayor parte del año. Los emisores aprovecharon el buen momento del mercado, los atractivos tipos de interés y la percepción positiva sobre la economía española y sus empresas para emitir deuda, destacando el acceso a los mercados primarios de nuevas compañías, por primera vez en su historia (Grupo Antolín, Almirall), con emisiones *high yield* (Isolux Corsan, Cirsa), así como la emisión de nuevo de instrumentos híbridos por las entidades financieras en el euromercado.

Telefónica, Iberdrola, Repsol y Abertis emitieron deuda a tipos inferiores a los pagados por el Tesoro al mismo plazo, siendo una de las finalidades la sustitución de emisiones anteriores para reducir sus costes de financiación. La mayor parte de las emisiones se colocaron en el euromercado y fueron admitidas a cotización en mercados extranjeros.

Por otro lado, en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), se han admitido a cotización desde su puesta en marcha 12 emisiones: 7 de deuda, 1 de bonos de titulización de pymes y 5 programas de pagarés con diversos vencimientos, por un importe nominal en torno a 500 mill. €.

Por lo que se refiere a las CC.AA., su actividad volvió a estar limitada a unas pocas (Aragón, Galicia, Madrid, Castilla y León, Canarias, Extremadura y Navarra), que fueron autorizadas por el Gobierno a colocar deuda en los mercados, evitando así tener que acudir al Fondo de Liquidez Autonómica para financiarse. Todas ellas cubrieron con facilidad sus emisiones a costes que se fueron reduciendo conforme avanzaba el año y que en

algunos casos presentaron diferenciales pequeños respecto a los tipos pagados por el Tesoro. La intención del Gobierno es que en 2015 no emitan deuda y en su lugar lo haga el Tesoro para beneficiarse de sus mejores condiciones de acceso a los mercados.

TIPOS DE CAMBIO

La evolución del Euro durante el año se vio afectada por el estancamiento del crecimiento económico en la eurozona junto con el incremento de la incertidumbre durante la segunda mitad del año por la fuerte caída en el precio del crudo y las consecuencias que pueda tener en países productores como Rusia, cuya economía ya se había visto afectada por las sanciones impuestas por la Comisión Europea debido a su papel en la crisis de Ucrania. La probabilidad de que el BCE se vea obligado a implementar nuevas medidas de estímulo económico, incluida una QE, a principios de 2015, y una nueva crisis política en Grecia, también han afectado a la moneda europea en la última parte del año.

El Euro inició el año frente al Dólar en 1,3763 US\$/€ y lo finalizó en 1,2098 US\$/€, su nivel mínimo desde julio de 2012. Su mayor nivel lo registró a principios de mayo en 1,3928 US\$/€, manteniéndose estable por encima de 1,35 US\$/€ hasta mediados de julio, fecha en la que comenzó a retroceder debido al sólido crecimiento de los EE.UU. y a la debilidad mostrada por algunas de las principales economías europeas como la francesa o la alemana. Además, el incremento de la volatilidad en los mercados también ha favorecido al Dólar, al ser considerado como divisa refugio.

Frente al Yen japonés, el Euro inició el año en 144,84 JPY/€ para ir retrocediendo posiciones a lo largo de todo el 2014, hasta alcanzar mínimos a mediados de octubre en 135,51 JPY/€. A partir de ese momento, el Yen se depreció hasta situarse a principios de diciembre en 149,23 JPY/€, debido, entre otros motivos, al anuncio realizado por el Banco Central de Japón de ampliar sus medidas de estímulo económico, aumentando sus compras de bonos. Desde entonces se apreció, para finalizar el año en 144,82 JPY/€, prácticamente sin cambios.

Respecto a la Libra, el Euro tuvo un comportamiento similar al registrado frente al Dólar, al pasar de comenzar el año en 0,8303 GBP/€ y registrar máximos anuales a mediados de marzo en 0,8397 GBP/€, a finalizarlo en 0,7765 GBP/€, su nivel mínimo desde octubre de 2008.

Las dificultades por las que está atravesando Rusia se han reflejado en la evolución del Rublo, al pasar de 45,46 RUB/€ a principios de 2014 a finalizar el año en 73,50 RUB/€.

MATERIAS PRIMAS

Los índices de materias primas tuvieron un comportamiento alcista durante la primera mitad del año: metales preciosos +9,8%, metales industriales +2,5% y energía +3,3%, apoyados en unas mejores perspectivas de crecimiento económico. Sin embargo, la fortaleza del dólar, las negativas expectativas de crecimiento global y el desplome del precio del petróleo, marcaron la segunda parte de 2014.

El índice de energía cerró con una caída del 45,3% debido en gran parte a la negativa de algunos países, especialmente Arabia Saudí, de no recortar la producción, con el objetivo de impedir la competencia del crudo americano extraído mediante fracking. Esta caída anual es la mayor desde el 2008. Desde mediados de diciembre el Brent se situó de manera casi permanente por debajo de la barrera psicológica de los 60\$/barril y terminó el año en 57,33 US\$/barril, después de haber marcado un máximo de 115,06 el 19 de junio (máximo desde septiembre de 2013), lo que supone una caída del 48,3% respecto a diciembre del 2013 y del 50,2% respecto al máximo anual. Por su parte, el precio del futuro del crudo en los EE.UU. tuvo movimientos más acusados que el Brent. En la primera parte del año subió más (7,1% frente a 1,4%) y en el segundo semestre tuvo una caída algo mayor (49,4% frente al 49%).

En esta situación, el diferencial entre el Brent y la referencia de los EE.UU. finalizó el año en 4,06 US\$/barril, 8,32 US\$/barril inferior al cierre de 2013.

El índice de metales preciosos cerró el año con una caída del 3,8%. En la primera mitad de 2014 el precio del oro se vio favorecido por su consideración de valor refugio, ante las tensiones militares entre Ucrania y Rusia y los temores de una desaceleración de la economía china, lo que le llevó a marcar en el mes de marzo un máximo de nueve meses. Sin embargo, las perspectivas de que la Reserva Federal de los EE.UU. comenzaría a recortar los estímulos monetarios y posteriormente las consecuencias del desplome del precio del petróleo en el resto de las materias primas, arrastraron el índice a la baja hasta más que compensar la ganancia acumulada. El oro cerró en 1.183,55 \$/onza, con una caída anual del 1,78%.

El índice de metales industriales también cayó en el conjunto de 2014 (-5,9%). Y ello a pesar de que hasta finales de agosto había acumulado un incremento superior al 6%, debido a unas mejores perspectivas económicas en los EE.UU., a pesar de las dudas sobre el crecimiento en China, y al nerviosismo sobre el suministro (en mayo, las existencias de cobre en los almacenes de la Bolsa de Metales de Londres cayeron hasta niveles de octubre de 2008). Sin embargo, en la parte final del año, ante las negativas perspectivas de crecimiento global y la previsión del final de las medidas de estímulo en los EE.UU., los precios de algunos metales se situaron en mínimos de varios meses: el cobre, mínimo de seis (marcando la mayor caída anual en tres años), el níquel, mínimo de siete (aunque ha cerrado el año con un incremento del 9%), el estaño mínimo de 15 y el plomo, mínimo de 17.

ANEXO

RENDA VARIABLE

PERIODO 30/12/11-31/12/14

VALOR	Precio	Capital	PONDER	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	Var. Semana	Var. Mes	VARIACIÓN ACUMULADA DESDE		
	31-dic-14	Mill.	(*)	24-dic	25-dic	26-dic	29-dic	30-dic	31-dic	31/12-24/12	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11
IBEX	10.279,5	468.877	100,00	0,04	0,00	0,00	-0,84	-1,11	0,00	-1,93	-4,56	3,66	25,86	20,00
I. Comunicaciones	999,69	73.599	15,62	0,33	0,00	0,00	-1,33	-1,31	0,52	-2,12	-5,35	2,53	25,93	2,92
Telefónica	11,92	54.248	11,53	0,16	0,00	0,00	-1,39	-1,62	0,38	-2,61	-7,45	3,07	20,34	-8,39
Amadeus IT	33,09	14.808	3,12	1,13	0,00	0,00	-1,42	-0,21	1,30	-0,35	3,34	6,37	73,67	163,94
Indra	8,07	1.325	0,29	-0,44	0,00	0,00	-0,77	-1,44	-0,95	-3,12	-2,55	-33,61	-19,46	-17,96
Jazztel	12,55	3.218	0,69	0,16	0,00	0,00	0,00	-0,28	-0,08	-0,36	-1,95	61,33	139,05	235,83
I. Bancos y Cajas	685,97	184.244	39,40	-0,16	0,00	0,00	-0,84	-1,47	-0,24	-2,53	-5,52	1,56	20,71	14,90
B Santander	7,00	83.869	17,95	-0,14	0,00	0,00	-0,36	-1,71	-0,36	-2,41	-3,49	7,53	14,69	19,18
BBVA	7,85	46.238	9,87	-0,21	0,00	0,00	-0,70	-1,39	-0,04	-2,12	-9,08	-12,23	12,84	17,57
Caixabank	4,36	14.134	3,02	-0,40	0,00	0,00	-1,54	-0,95	-0,18	-2,66	-1,80	15,13	65,38	14,91
B Popular	4,16	8.694	1,87	-0,23	0,00	0,00	-2,62	-1,69	-0,95	-5,17	-5,88	-5,13	41,98	-50,36
Sabadell	2,21	8.847	1,88	-0,49	0,00	0,00	-1,51	-1,17	0,59	-2,09	-3,33	17,34	11,65	-15,22
Bankinter	6,70	6.023	1,30	0,23	0,00	0,00	-2,11	0,28	-1,21	-3,02	-7,02	34,37	113,41	41,07
Bankia	1,24	8.555	1,82	0,47	0,00	0,00	-3,63	-0,96	0,08	-4,48	-12,20	0,32	-73,98	-97,17
Mapfre	2,81	5.198	1,12	-0,48	0,00	0,00	-0,69	-0,94	-0,67	-2,29	-4,68	-9,64	21,51	14,58
BME	32,14	2.687	0,57	1,08	0,00	0,00	-1,09	-0,91	-0,31	-2,30	-2,99	16,20	74,20	54,52
I. Energia	1.242,30	91.950	19,64	0,25	0,00	0,00	-0,83	-0,82	-0,14	-1,78	-6,72	11,82	33,02	11,75
Iberdrola	5,60	35.302	7,52	0,14	0,00	0,00	-0,81	-0,78	0,07	-1,51	-3,78	25,61	36,38	18,23
Repsol	15,55	20.990	4,48	0,32	0,00	0,00	-0,88	-1,14	-0,13	-2,14	-13,88	-10,41	1,37	-34,51
Gas Natural	20,81	12.495	2,68	0,12	0,00	0,00	-0,66	-1,21	-0,43	-2,28	-8,65	11,31	53,24	56,88
Red Eléctrica	73,21	9.903	2,14	0,89	0,00	0,00	-1,45	0,34	-1,21	-2,32	-0,62	50,95	96,27	121,41
Endesa	16,55	7.009	1,49	0,61	0,00	0,00	0,03	-0,51	0,39	-0,09	6,47	35,04	-1,90	4,42
Enagas	26,19	6.251	1,33	-0,06	0,00	0,00	-0,36	-1,51	0,58	-1,30	-0,83	37,85	65,46	86,88
I. Mat.Bás. Ind. y Cons	1.152,30	24.153	5,17	0,05	0,00	0,00	-1,09	-1,49	0,51	-2,07	-2,47	-1,77	26,59	16,42
ACS	28,97	9.116	1,94	0,25	0,00	0,00	-1,10	-1,04	0,21	-1,93	1,95	15,79	52,15	26,51
Acciona	56,20	2.574	0,55	0,32	0,00	0,00	-2,61	-2,49	0,30	-4,75	-5,61	34,56	-0,02	-15,78
Arcel.Mittal	9,05	2.825	0,61	-0,45	0,00	0,00	0,55	-1,28	-0,46	-1,20	-8,13	-30,06	-29,19	-35,70
Gamesa	7,56	2.111	0,45	-0,81	0,00	0,00	-1,59	-2,37	-0,68	-4,58	-7,93	-0,28	355,36	141,73
Abengoa B	1,83	1.384	0,30	0,15	0,00	0,00	-0,30	-3,96	-3,07	-7,19	-10,24	-15,81	-21,71	N/A
FCC	11,75	1.197	0,26	-0,17	0,00	0,00	-0,50	-0,84	-0,89	-2,21	2,11	-0,82	71,20	-19,95
SACYR	2,86	1.438	0,32	0,57	0,00	0,00	-2,59	-4,16	-2,95	-9,40	-9,26	-24,00	73,31	-27,88
Tec. Reunidas	36,29	2.028	0,43	-0,15	0,00	0,00	-0,23	-1,83	0,39	-1,68	-4,50	-8,09	3,43	30,70
OHL	18,55	1.480	0,32	-1,21	0,00	0,00	-0,94	-2,47	-0,24	-3,61	-15,14	-37,00	-15,49	-4,28
I. Bienes Consumo	3.624,84	55.048	11,77	-0,15	0,00	0,00	-0,22	-0,49	-0,20	-0,91	-0,37	-1,50	15,36	79,48
Inditex	23,71	44.328	9,46	0,00	0,00	0,00	-0,23	-0,52	-0,08	-0,84	1,24	-1,06	12,35	87,30
Grifols	33,12	7.057	1,51	-0,76	0,00	0,00	0,33	-0,15	-0,57	-0,39	-6,88	-4,73	26,55	156,61
DIA	5,63	3.664	0,79	-0,81	0,00	0,00	1,75	-0,49	-0,95	0,29	0,66	-13,43	16,99	61,00
I. Sys. Consumo	1.310,66	39.883	8,41	0,16	0,00	0,00	-0,22	0,11	0,34	0,24	2,63	9,97	74,72	96,84
Abertis	16,43	11.807	2,50	0,42	0,00	0,00	-0,84	-1,36	0,58	-1,62	-4,53	6,82	32,29	33,14
Ferrovial	16,43	12.048	2,51	-0,06	0,00	0,00	-0,89	-1,23	2,43	0,27	-0,33	16,78	46,65	76,14
IAG	6,19	12.628	2,67	0,08	0,00	0,00	-0,08	1,74	0,81	2,48	7,71	27,92	177,58	255,75
Mediaset	10,45	3.400	0,72	0,43	0,00	0,00	-0,61	-0,90	0,05	-1,46	5,74	24,51	105,21	136,85

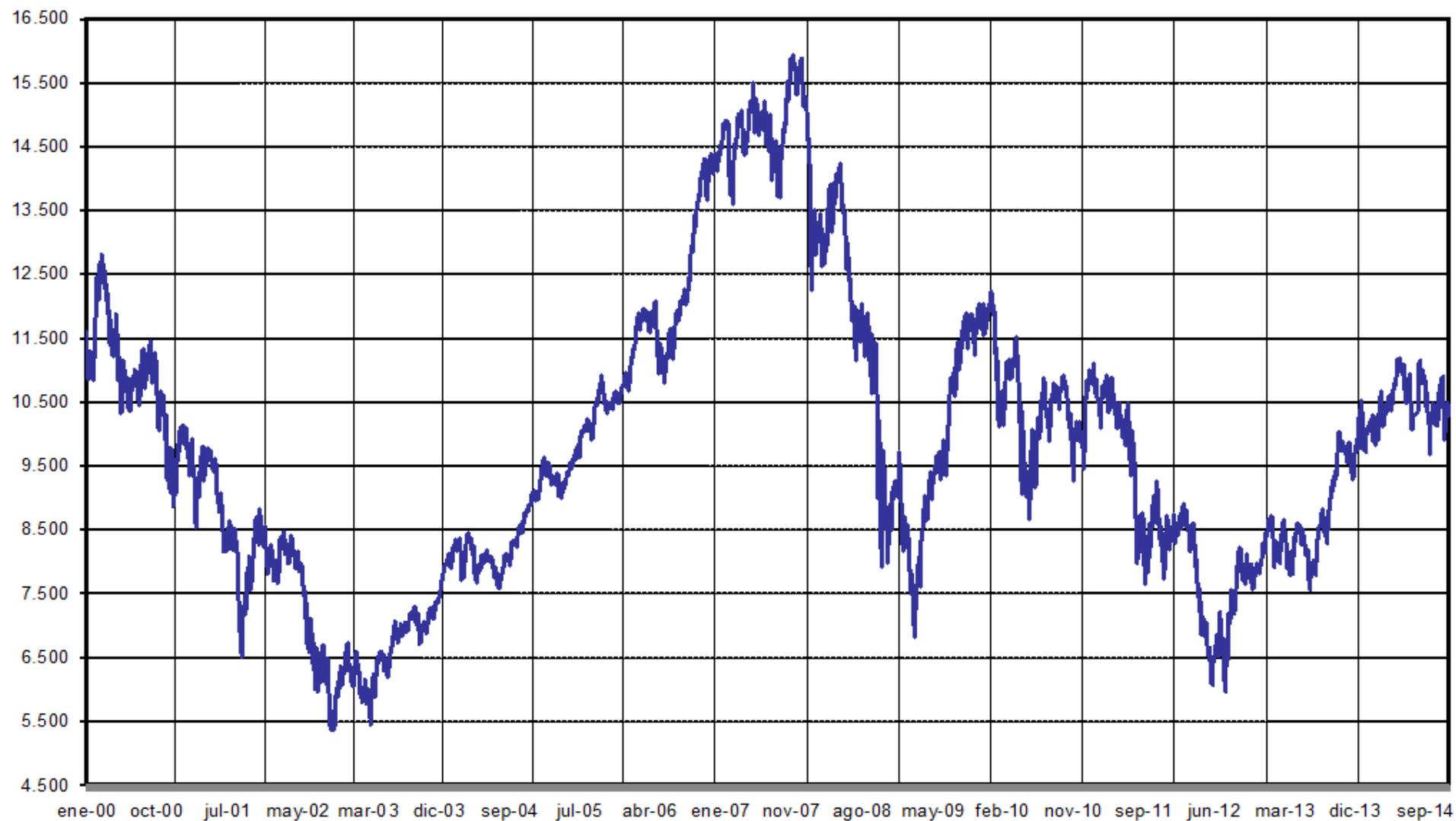
(*) Ponderación a 31/12/14. Desde el 25/9/00 la ponderación de algunos valores se limita en función de su free-float.

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

INDICE	INDICE	BOLSA	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	Var. Semana	Var. Mes	VARIACIÓN ACUMULADA DESDE		
			24-dic	25-dic	26-dic	29-dic	30-dic	31-dic	31/12-24/12	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11
EUROSTOXX50	3.146,43	Europa	-0,24	0,00	0,00	0,00	-1,43	0,24	-1,20	-3,21	1,20	19,37	35,82
DAX 30	9.805,55	Frankfurt	0,00	0,00	0,00	0,05	-1,22	0,00	-1,17	-1,76	2,65	28,81	66,24
CAC 40	4.272,75	París	-0,44	0,00	0,00	0,51	-1,68	0,64	-0,54	-2,67	-0,54	17,35	35,22
FTSEMIB	19.011,96	Milán	0,00	0,00	0,00	-1,15	-0,62	0,00	-1,76	-5,01	0,23	16,83	25,99
DOW JONES 30	17.823,07	N. York	0,03	0,00	0,13	0,03	-0,42	-0,89	-0,26	0,87	7,52	37,23	47,19
NASDAQ 100	4.236,28	N. York	0,09	0,00	0,72	0,13	-0,54	-1,08	-0,02	-1,28	17,94	60,93	88,00
NIKKEI 225	17.450,77	Tokio	1,24	-0,25	0,06	-0,50	-1,57	0,00	-2,26	-0,05	7,12	67,87	106,39
FTSE 100	6.566,09	Londres	0,18	0,00	0,00	0,36	-1,25	0,23	-0,66	-2,33	-2,71	11,33	17,83
EUROTOP 100	2.755,36	Londres	0,03	0,00	0,00	0,07	-1,05	0,32	-0,66	-2,34	3,23	18,52	31,01
MERVAL 17	8.579,02	B. Aires	0,00	0,00	0,00	2,18	-1,71	2,00	2,45	-12,54	59,14	200,57	248,37
BOVESPA 44	50.007,41	Sao Paulo	0,00	0,00	-1,46	1,14	-0,64	-0,76	-1,73	-8,52	-2,91	-17,96	-11,89
IBEX 35	10.279,50	Madrid	0,04	0,00	0,00	-0,84	-1,11	0,00	-1,93	-4,56	3,66	25,86	20,00

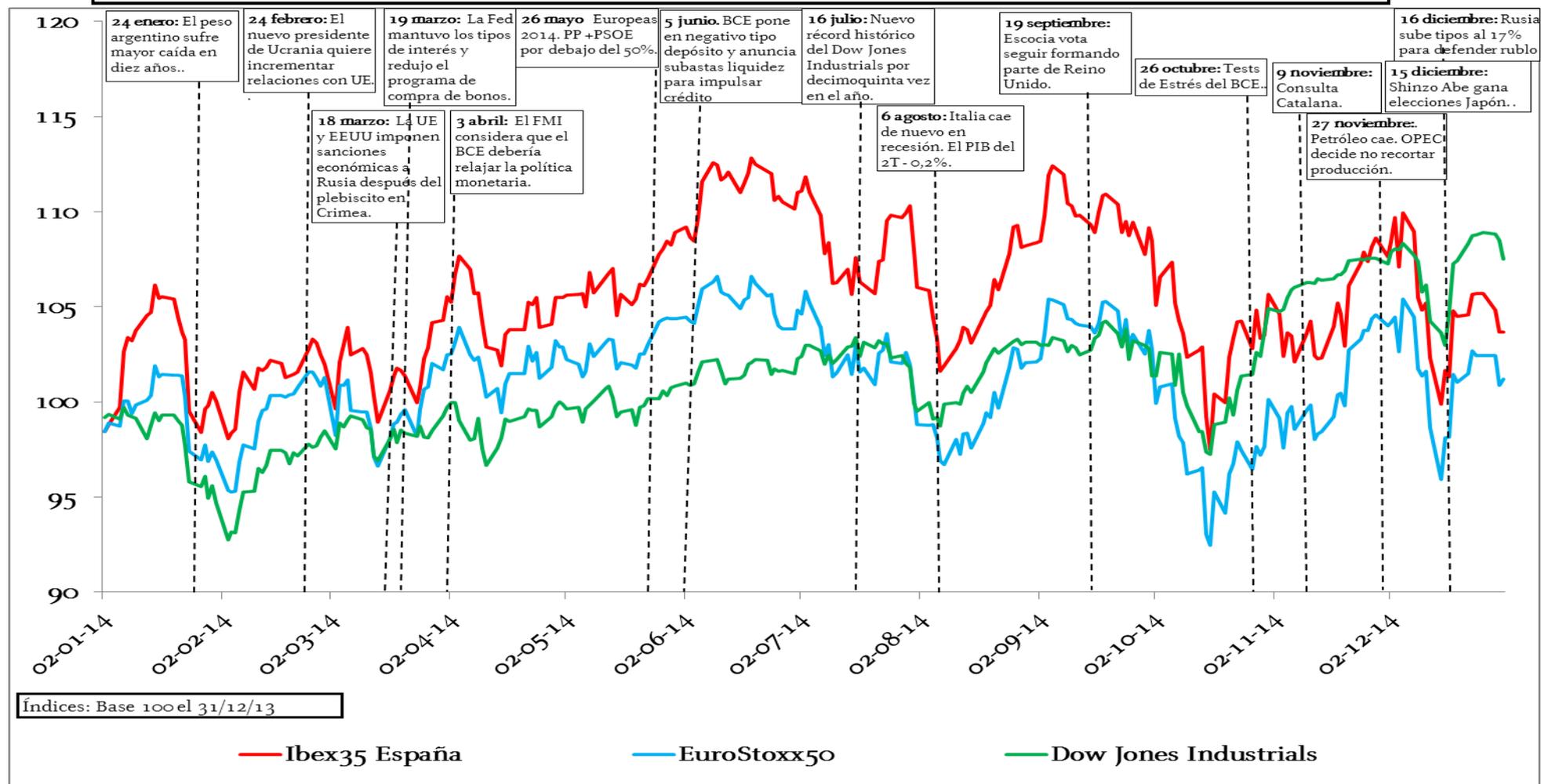
Fuente: Reuters y elaboración propia

EVOLUCION DEL IBEX-35 EN EL PERIODO 01/01/2000 - 31/12/2014

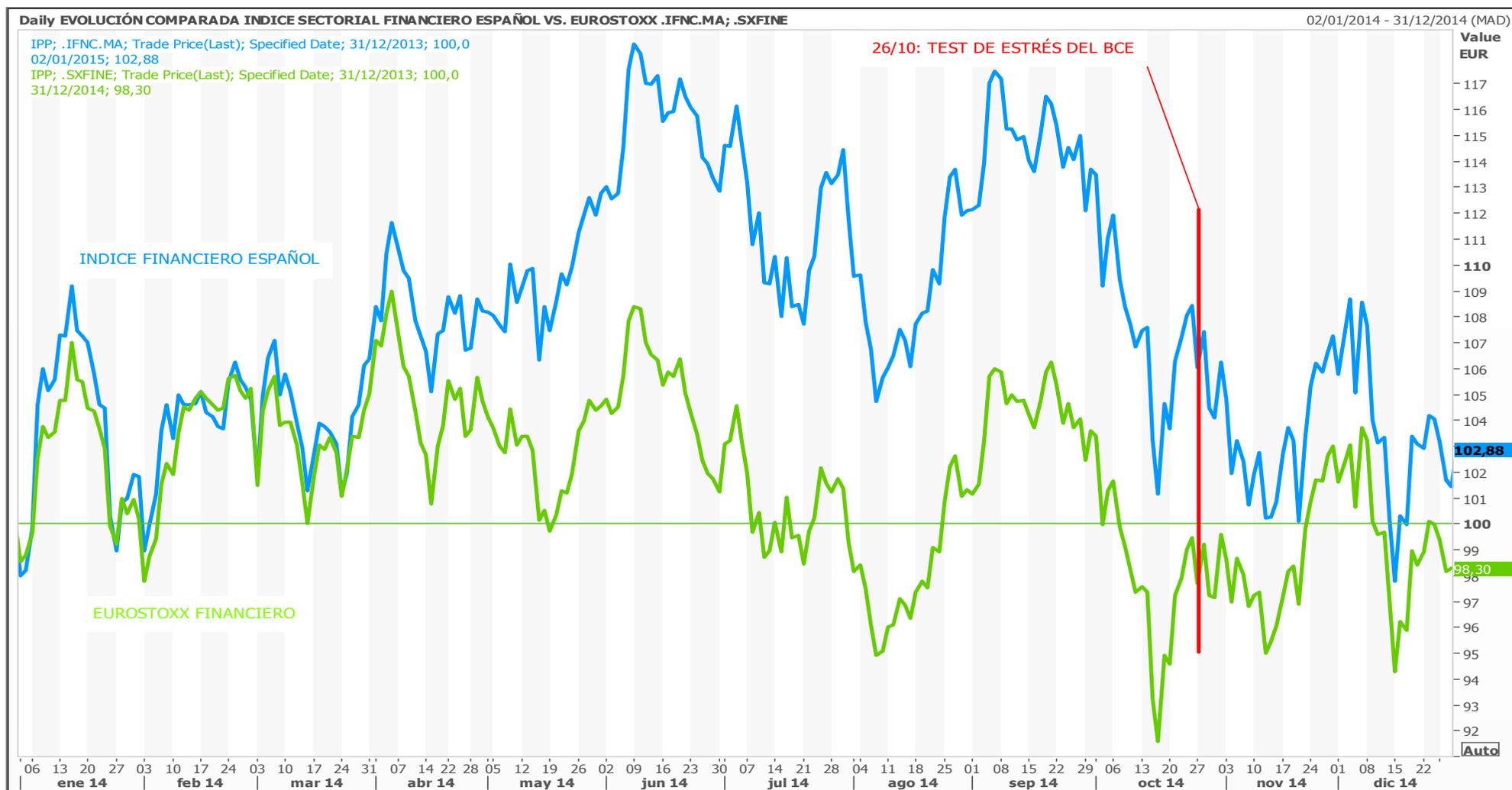


Fuente: Reuters y elaboración propia

Evolución comparada del Ibex 35, E Stoxx 50 y Dow Jones entre el 2 de enero y 31 de diciembre de 2014



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Reuters y elaboración propia

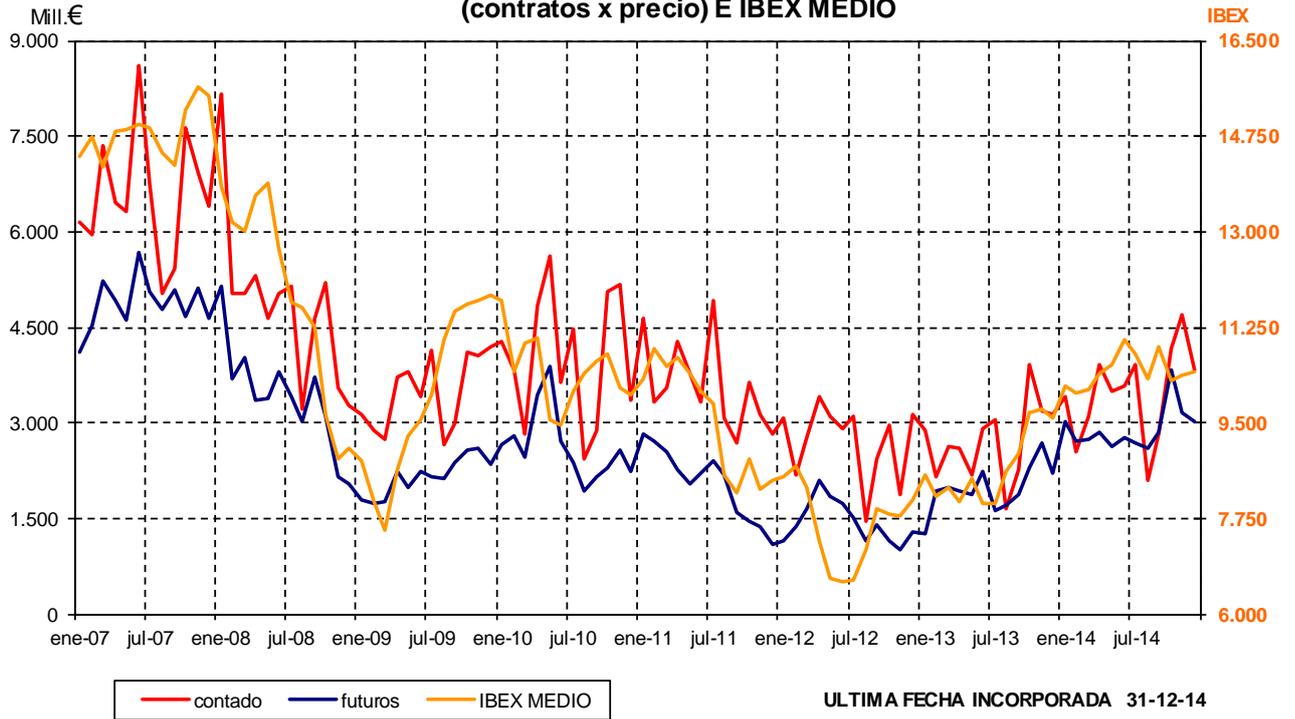
RENDA VARIABLE

Posiciones Cortas Mercado Español

Valor	% Capital	% Capital	Diferencias
	31/12/2014	31/12/2013	A - B
	A	B	
ABENGOA, S.A.	7,96	1,44	6,52
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	0,42	0,58	-0,16
ACCIONA, S.A.	2,31	3,8	-1,49
ACERINOX, S.A.	2,14	4,96	-2,82
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	0,54	0,45	0,09
ALMIRALL, S.A.	0,21	0,62	-0,41
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	2,27	2,39	-0,12
AMPER, S.A.		0,29	-0,29
APPLUS SERVICES, S.A.	0,87		0,87
ATRESMEDIA CORPORACION DE MEDIOS DE COMUNICACION, S.A.		0,71	-0,71
BANCO DE SABADELL, S.A.	2,06	2,43	-0,37
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	3,1	1,6	1,5
BANCO SANTANDER, S.A.		0,2	-0,2
BANKIA, S.A.	0,21		0,21
BANKINTER, S.A.	2,22	0,32	1,9
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	3,95	2,64	1,31
CAIXABANK, S.A.		0,21	-0,21
CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO	0,24	0,24	-
CARBURES EUROPE, S.A.	0,63		0,63
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.	0,31	0,5	-0,19
CIE AUTOMOTIVE, S.A.	0,37		0,37
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES, S.A.	0,99		0,99
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	1,88	0,2	1,68
DURO FELGUERA, S.A.		1,02	-1,02
EBRO FOODS, S.A.	0,41		0,41
ENAGAS, S.A.	0,81	0,57	0,24
ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.	1,22	0,8	0,42
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.	0,25	1,82	-1,57
GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	0,79	0,64	0,15
GAS NATURAL SDG, S.A.	0,2		0,2
GRIFOLS, S.A.	0,5	0,31	0,19
GRUPO EZENTIS, S.A.	1,09		1,09
IBERDROLA, S.A.		0,29	-0,29
INDRA SISTEMAS, S.A.	2,61	6,22	-3,61
INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	0,3		0,3
JAZZTEL, PLC.	0,7	0,29	0,41
LA SEDA DE BARCELONA, S.A.(EN LIQUIDACION)	0,39	0,39	-
LET'S GOWEX, S.A.	1,5	0,41	1,09
MAPFRE, S.A.	0,4	0,77	-0,37
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	2,06	2,48	-0,42
MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	12,2	10,39	1,81
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	0,24		0,24
NH HOTEL GROUP, S.A.	2,55	1,96	0,59
NICOLAS CORREA, S.A.		0,22	-0,22
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	4,91	1,11	3,8
PESCANOVA, S.A.	0,47	0,72	-0,25
PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.	1,54	0,51	1,03
PROSEGUR, COMPAÑIA DE SEGURIDAD, S.A.	0,79	1,03	-0,24
REALIA BUSINESS, S.A.		0,22	-0,22
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	0,2	0,26	-0,06
REPSOL, S.A.	1,78		1,78
SACYR, S.A.	2,08	0,96	1,12
TECNICAS REUNIDAS, S.A.	2,39	3,81	-1,42
TELEFONICA, S.A.	1,78	0,2	1,58
TUBACEX, S.A.	0,36	0,3	0,06
VISCOFAN, S.A.	4,2	1,03	3,17
ZARDOYA OTIS, S.A.	0,92	0,82	0,1
ZELTIA, S.A.	0,85	0,31	0,54

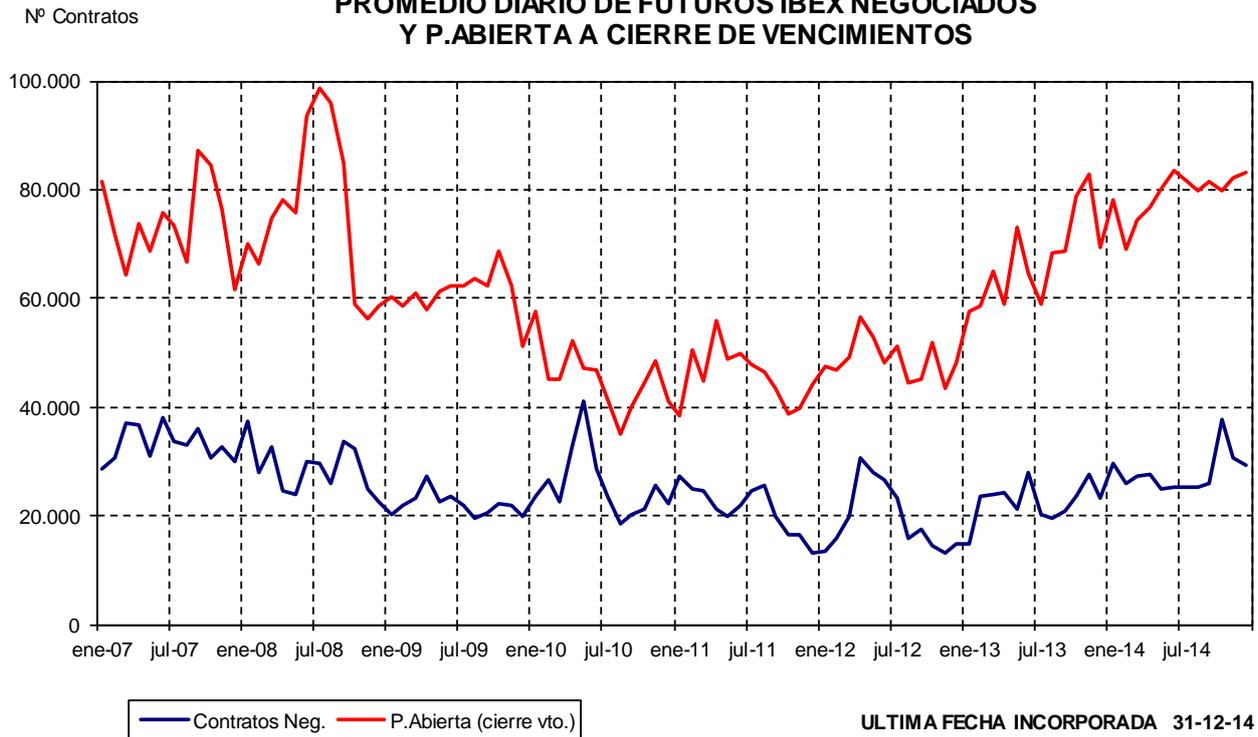
Fuente: Elaboración propia

**VOLUMEN PROMEDIO NEGOCIADO EN BOLSA, FUTUROS SOBRE IBEX
(contratos x precio) E IBEX MEDIO**



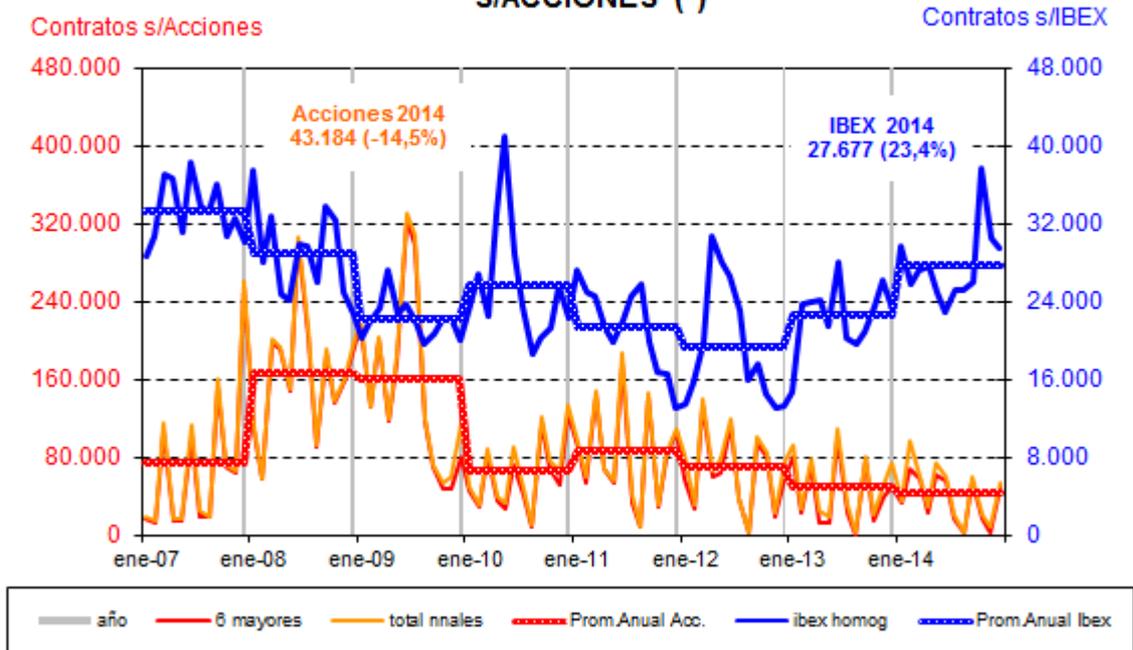
Fuente: CNMV

**PROMEDIO DIARIO DE FUTUROS IBEX NEGOCIADOS
Y P.ABIERTA A CIERRE DE VENCIMIENTOS**



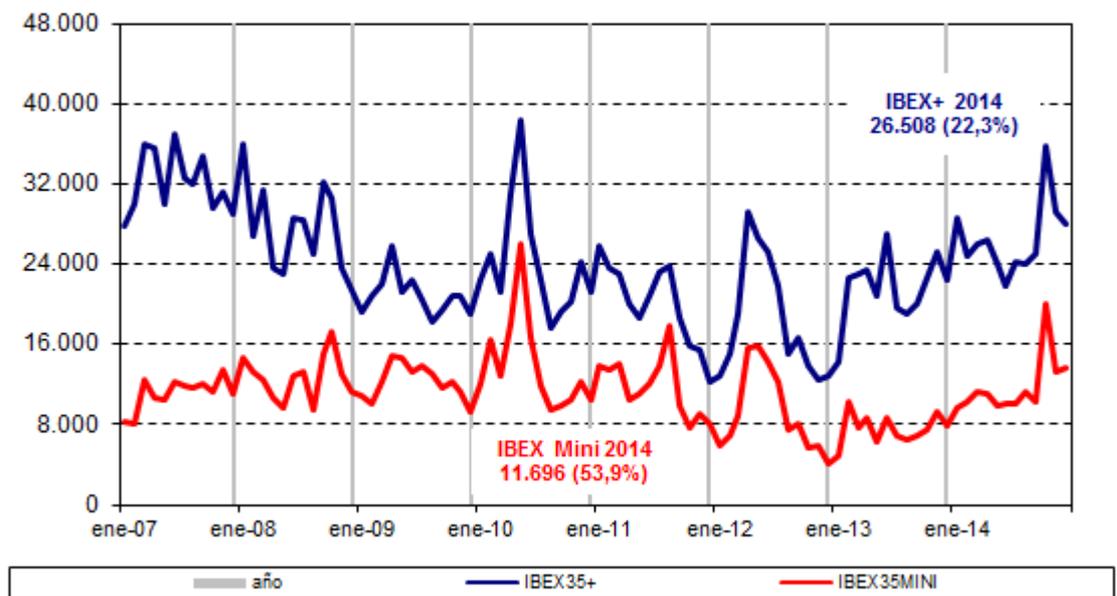
Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia

PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN FUT. S/IBEX Y FUT. S/ACCIONES (*)



(*) Volúmenes expresados en nº de contratos. Los contratos s/IBEX están homogeneizados a IBEX+ (multiplicador 10). Los mayores futuros s/acciones incluyen los subyacentes TEF, SAN, BBVA, REP, IBE y POP.

PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN FUT. S/IBEX+ E IBEXMINI (Nº CONTRATOS)

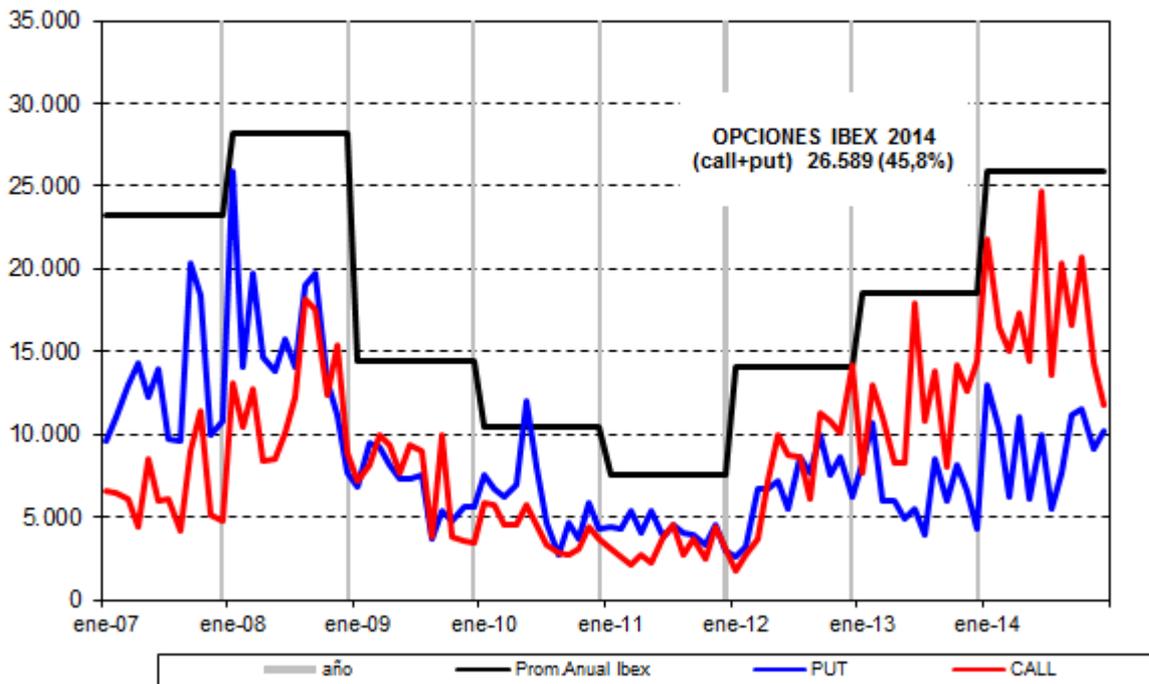


Los datos entre paréntesis corresponden a la variación respecto al mes anterior

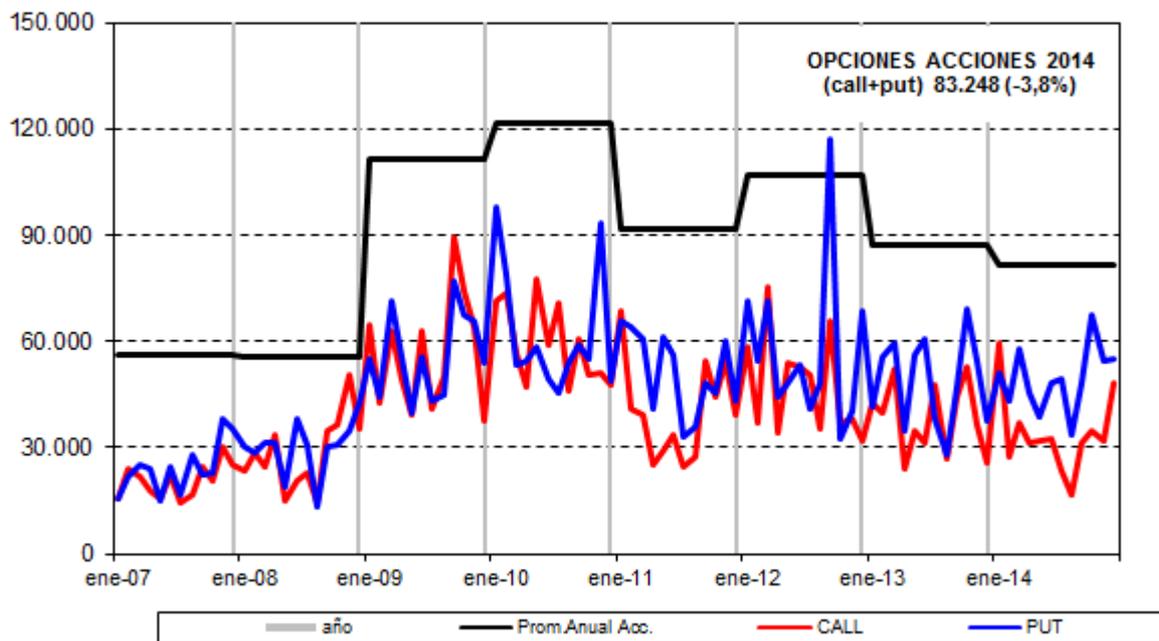
ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-14

Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia

PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN OPCIONES S/IBEX



PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN OPC. S/ACCIONES

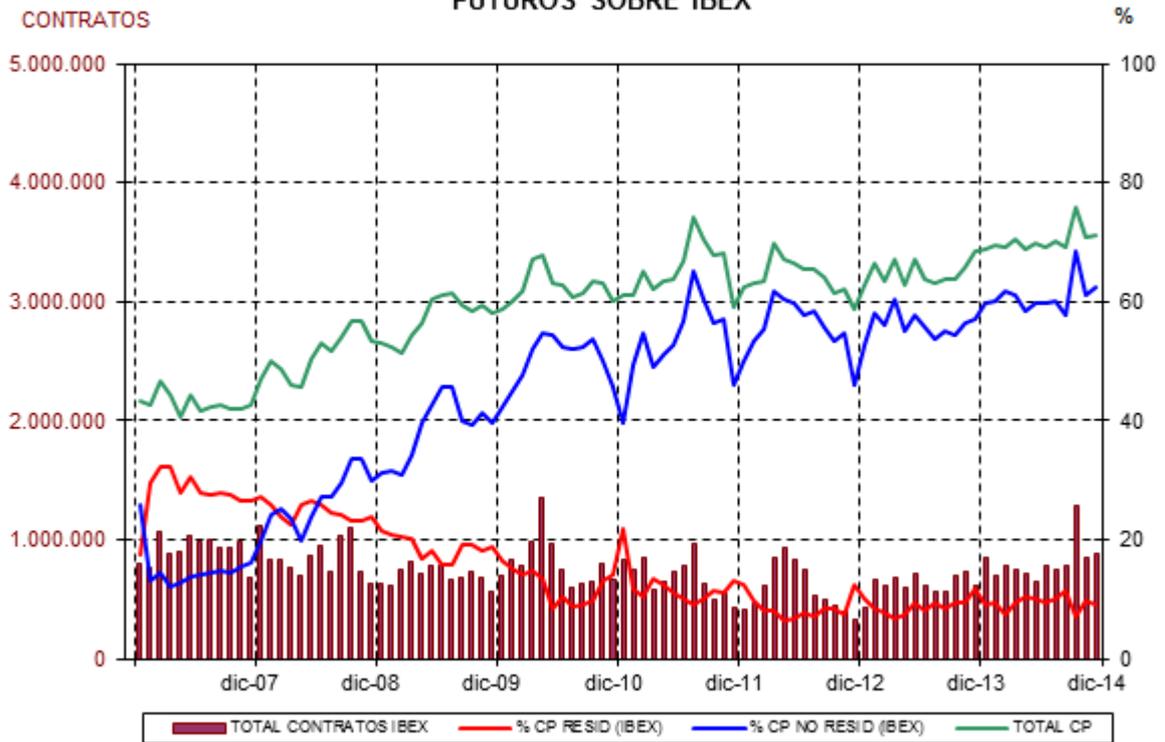


Los datos entre paréntesis corresponden a la variación respecto al mes anterior

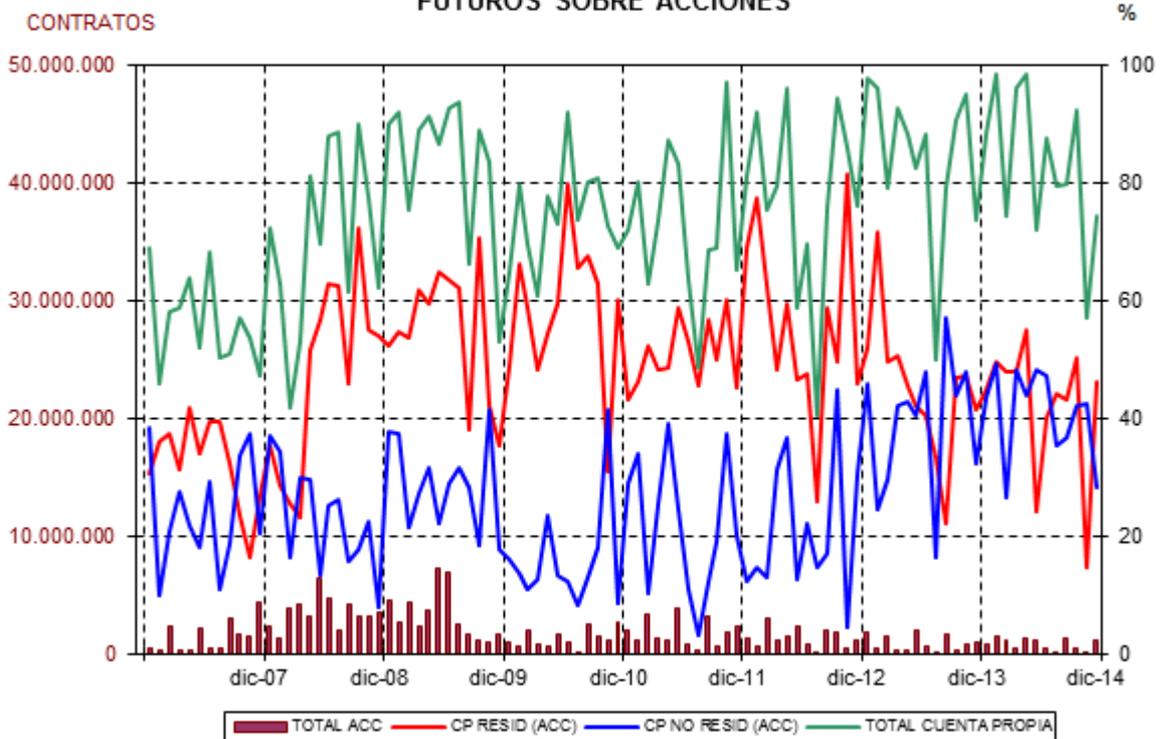
ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-14

Fuente: MEFF Exchange y elaboración propia

EVOLUCION DE LA NEGOCIACIÓN POR CUENTA PROPIA EN MEFF RV FUTUROS SOBRE IBEX

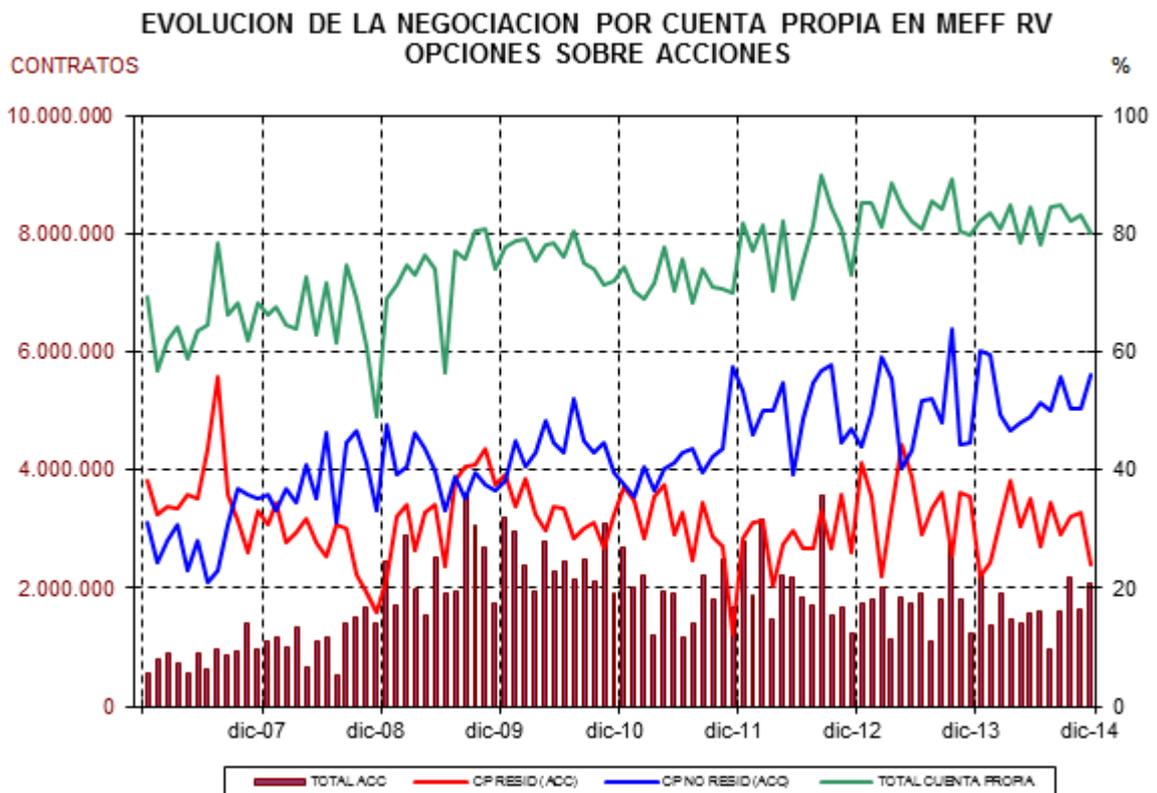
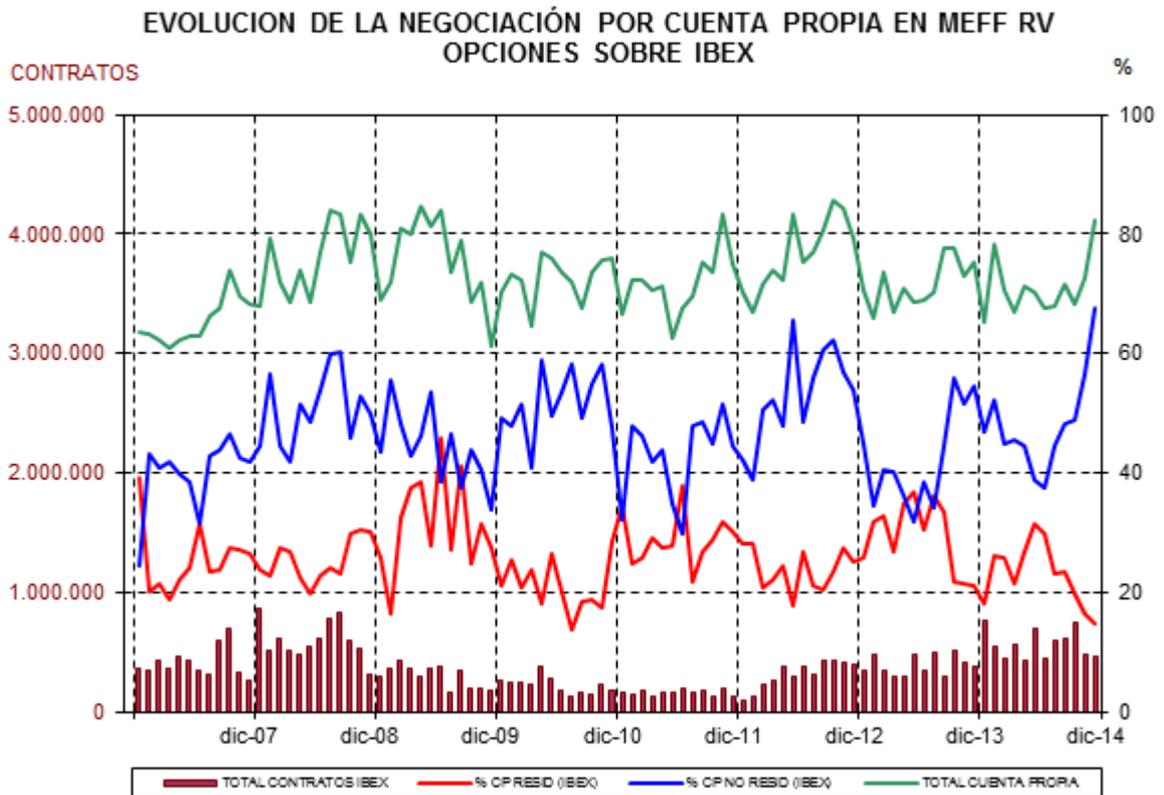


EVOLUCION DE LA NEGOCIACION POR CUENTA PROPIA EN MEFF RV FUTUROS SOBRE ACCIONES



ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-14

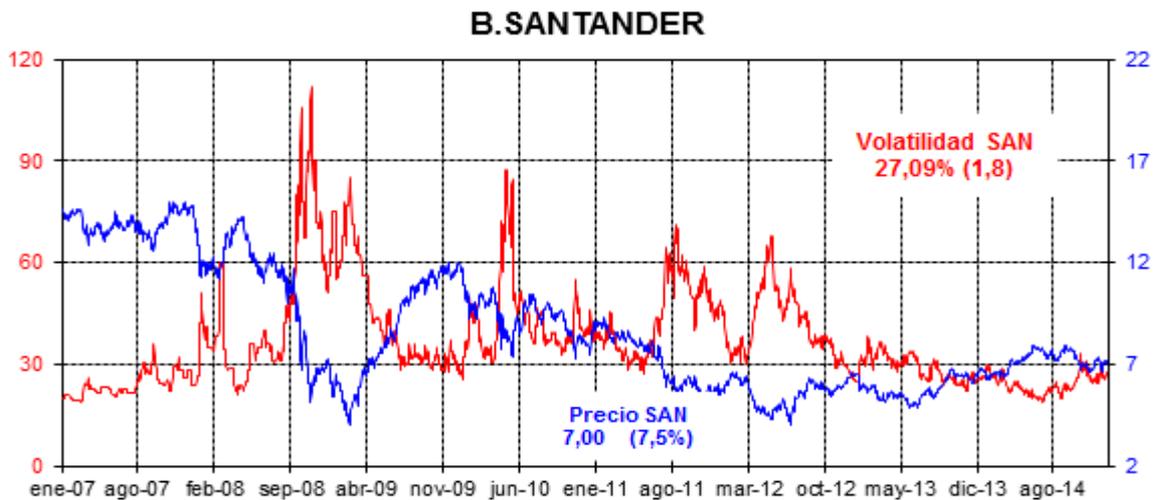
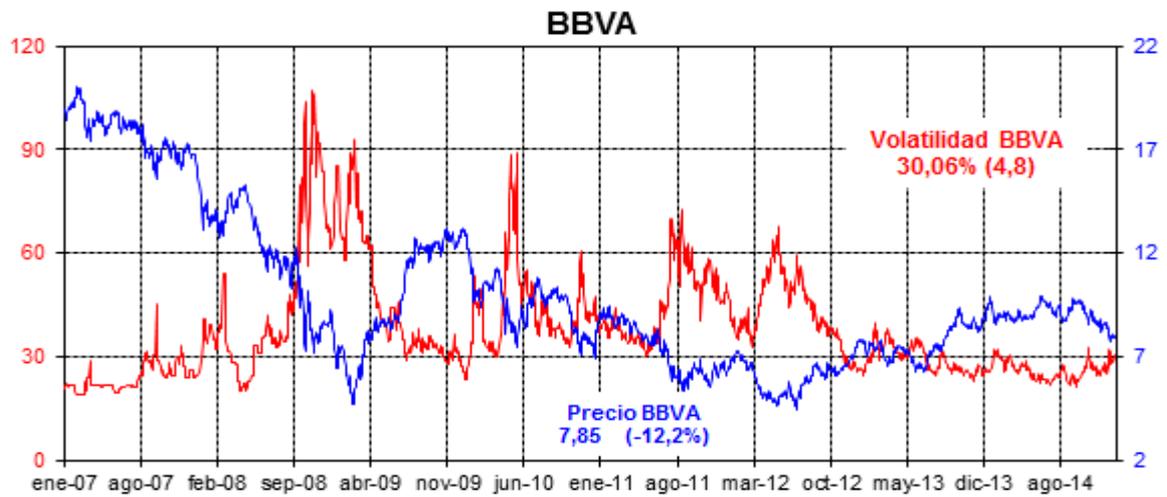
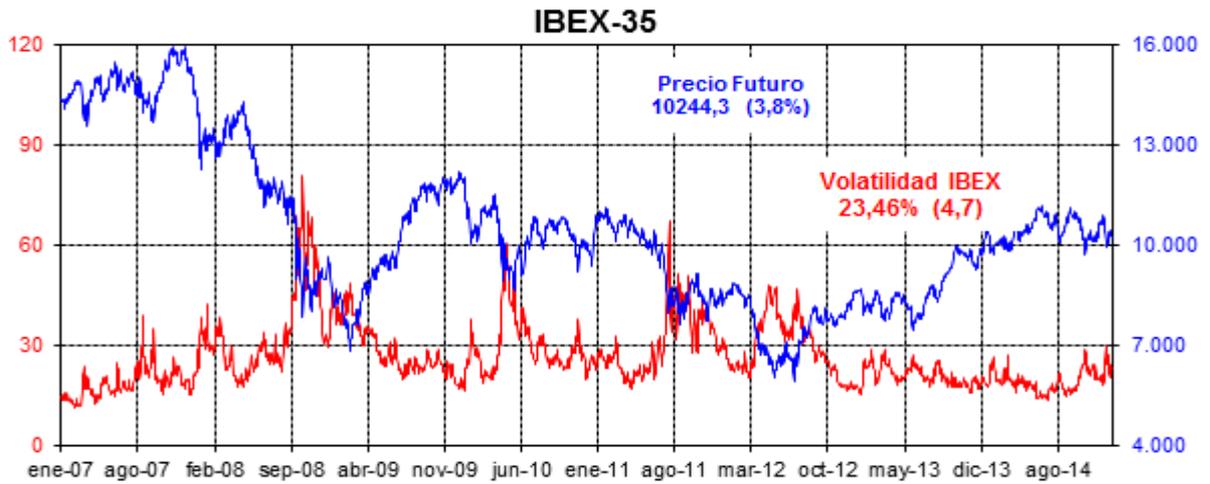
Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia



ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-14

Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia

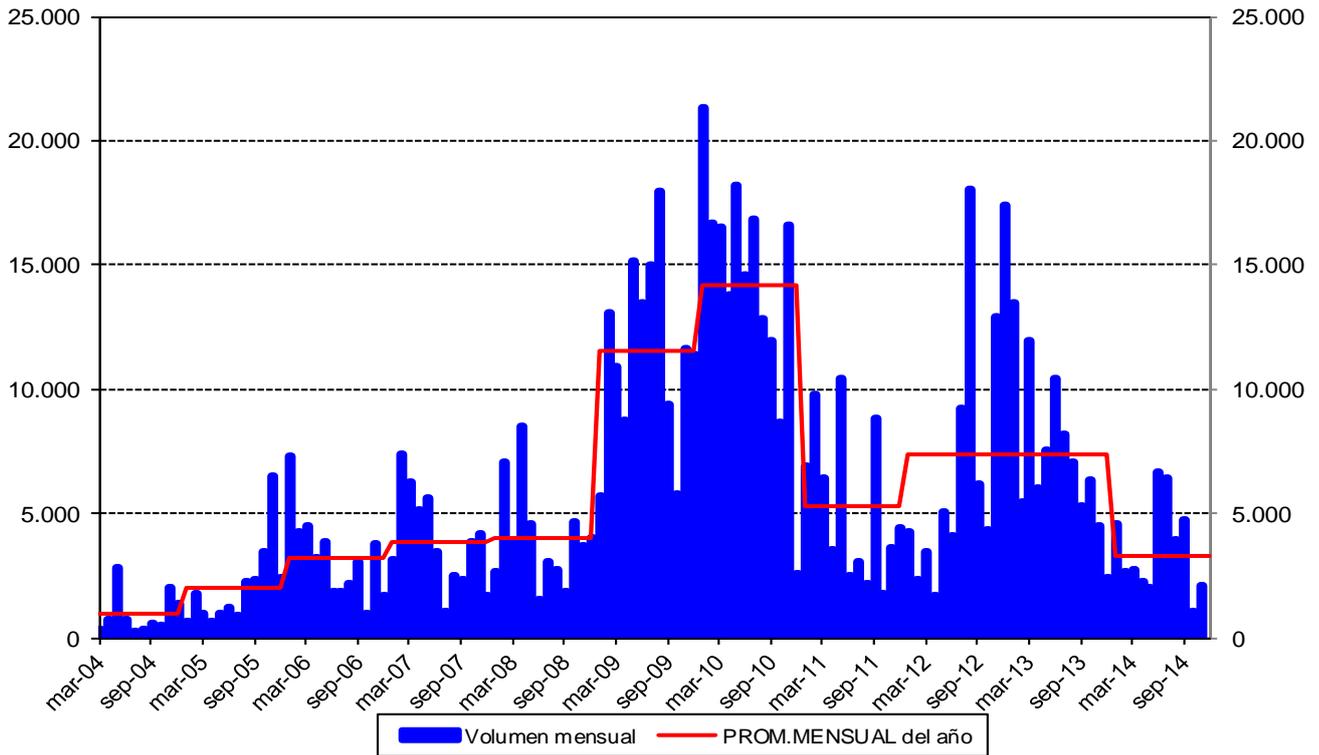
VOLATILIDAD IMPLICITA (1er.Vto.), PRECIO Y VARIACIÓN EN EL PERÍODO (31/12/14 - 31/12/13)



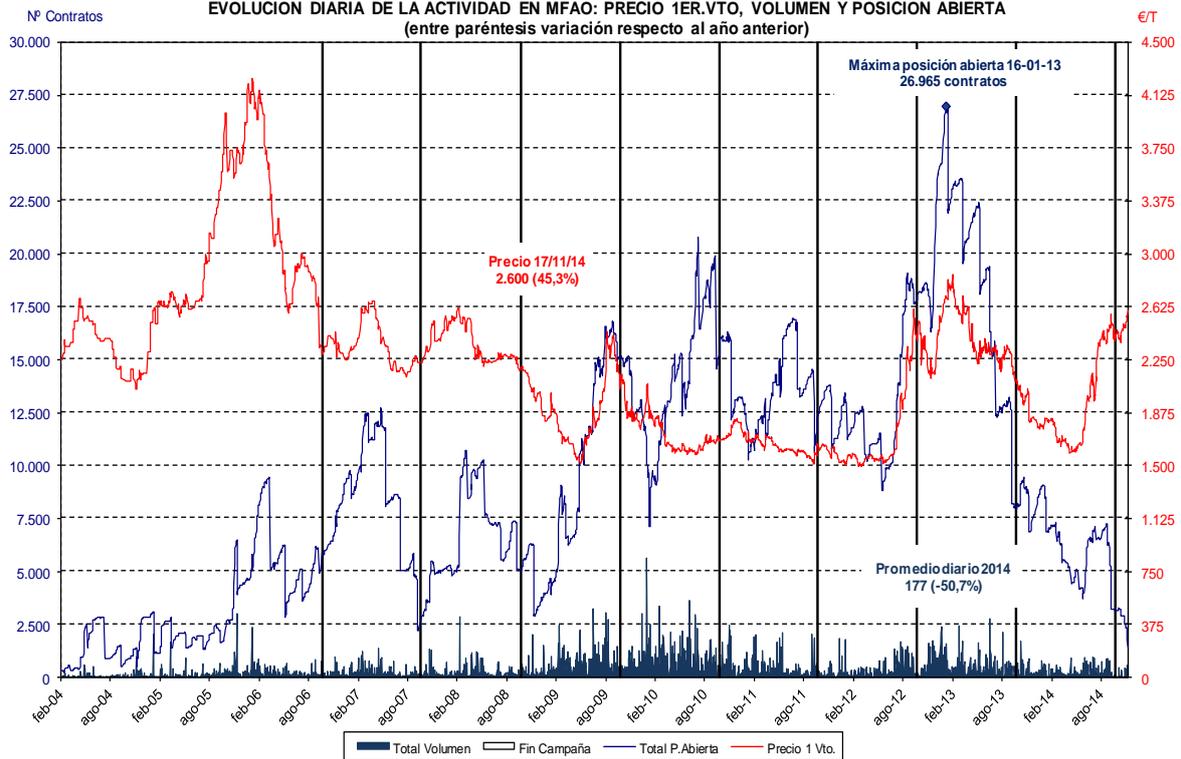
Los números incluidos en los gráficos corresponden al último dato y variación en el período

Fuente: MEFF Exchange y elaboración propia

VOLUMEN MENSUAL DE CONTRATACION EN MFAO Y PROMEDIOS ANUALES



EVOLUCION DIARIA DE LA ACTIVIDAD EN MFAO: PRECIO 1ER.VTO, VOLUMEN Y POSICION ABIERTA
(entre paréntesis variación respecto al año anterior)

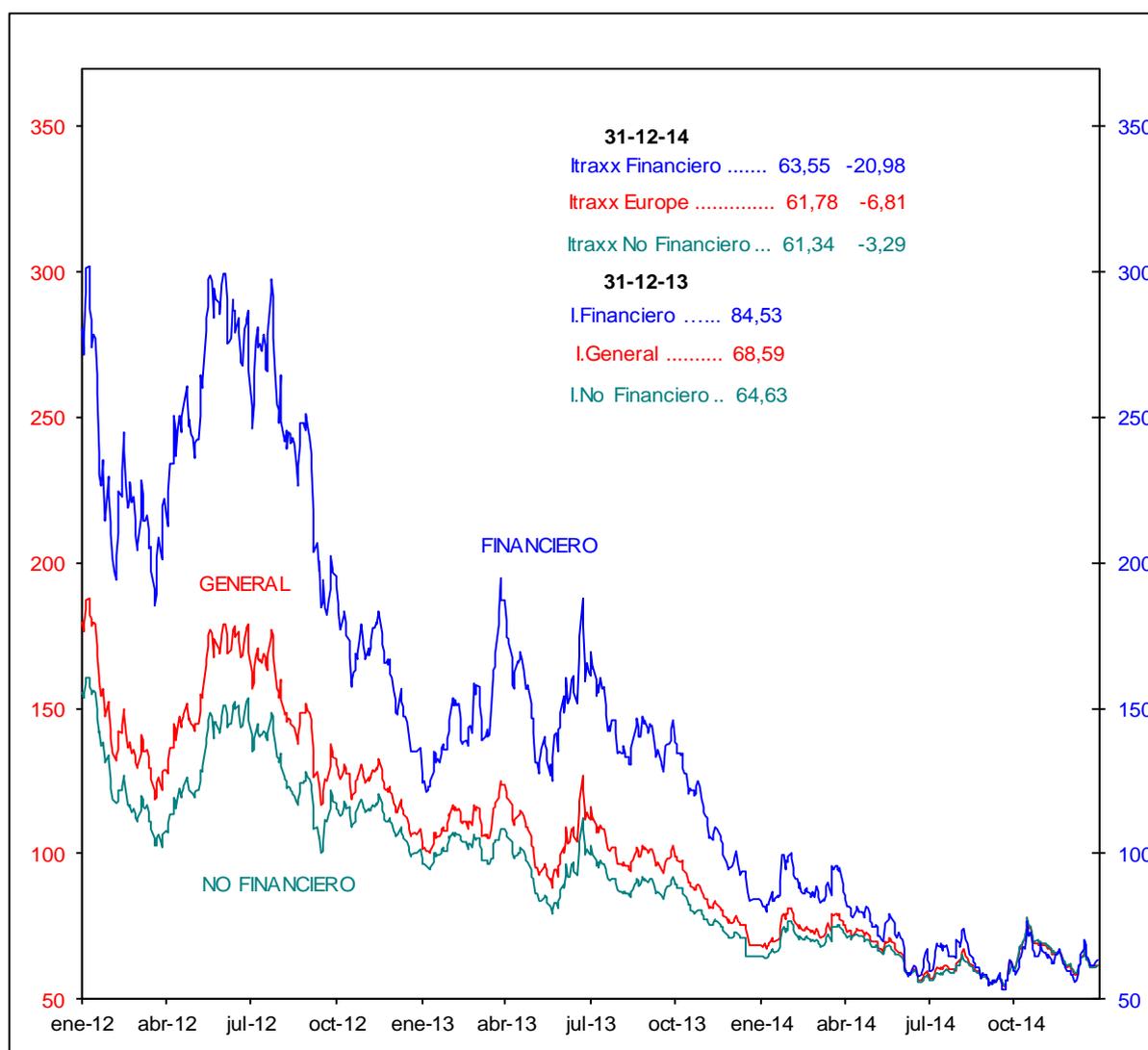


Fuente: MFAO y elaboración propia

Actividad de los Mercados de Renta Fija			
Mercado	Volumen 2014 (Mill. €)	Volumen 2013 (Mill. €)	Var. (%)
AIAF	1.162.633,10	1.288.985,67	-9,80%
- Vencimiento	449.648,29	288.089,93	56,08%
- Simultáneas	712.984,80	1.000.895,74	-28,77%
SEND	2.295,92	2.723,15	-15,69%
- SEND RF privada	1.995,77	2.575,35	-22,50%
- SEND Deuda Pública	300,15	147,80	103,08%
SENAF	108.260,11	64.080,00	68,95%
Mercado Electrónico de RF	916,14	571,04	60,43%
- Renta fija privada	916,02	563,22	62,64%
- Deuda Pública	0,11	7,82	-98,55%
MARF	1,60		
Deuda Autónoma (M. Electrón.)	9,663	43,793	-77,94%

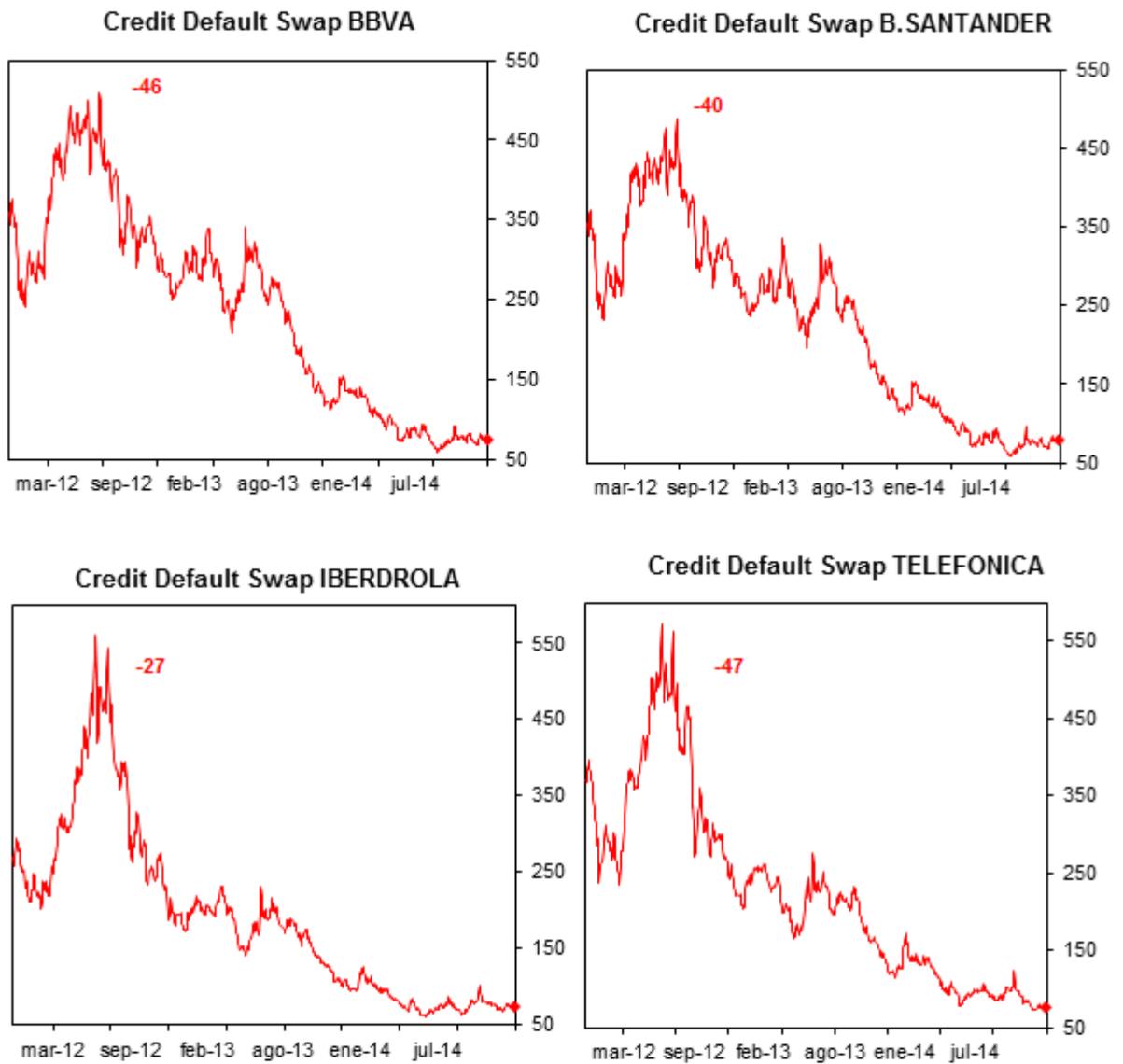
Fuente: CNMV

EVOLUCION DE LOS INDICES ITRAXX (Vencimiento 5 años)



Fuente: Reuters y elaboración propia

COTIZACIONES DE LOS CDS Y VARIACION (31/12/14-31/12/13)

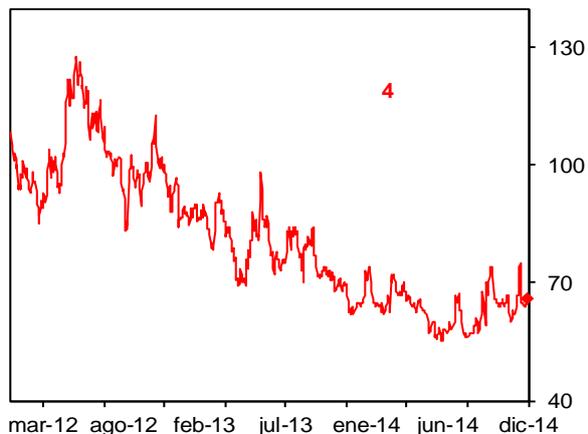


El número incluido en el gráfico corresponde a la variación en p.b. en el período

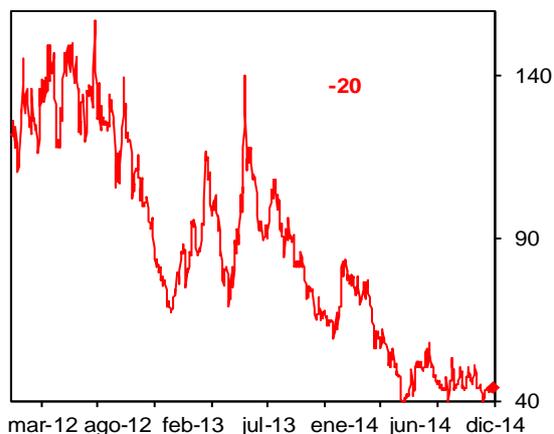
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

COTIZACIONES DE LOS CDS INTERNAC. Y VARIACION (31/12/14-31/12/13)

INDICE CDX NORTH AMERICA IG (USD)



CDS HSBC



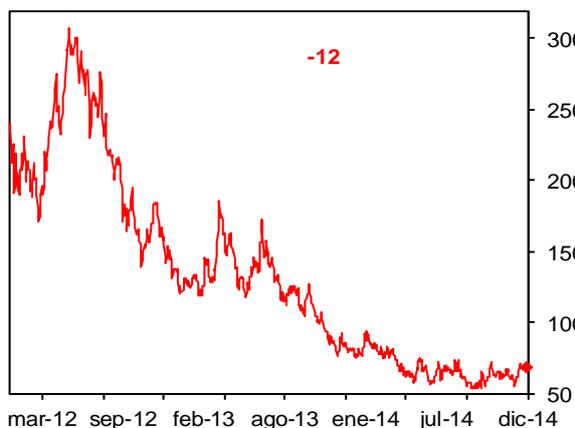
CDS INTESA SANPAOLO



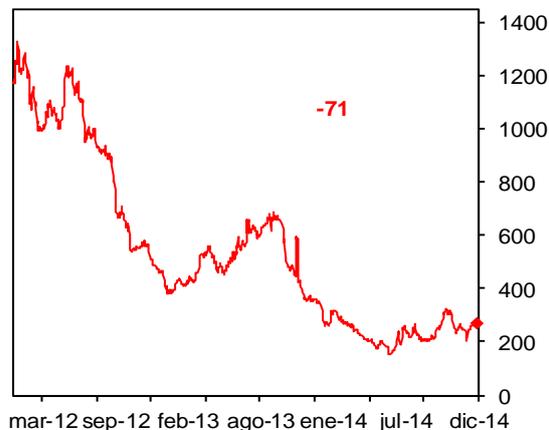
CDS DEUTSCHE BANK AG



CDS BNP PARIBAS

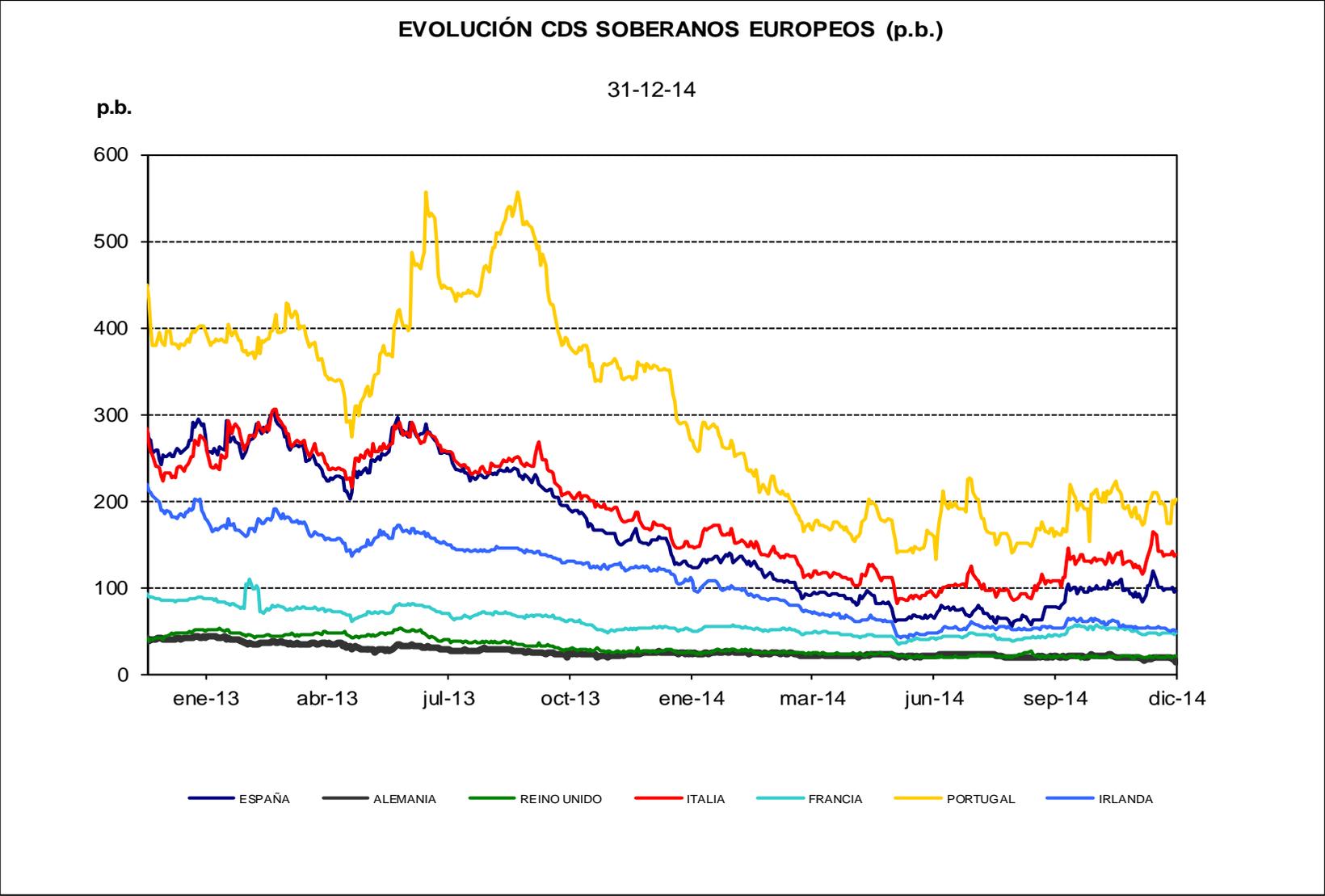


CDS BANCO COMERCIAL PORTUGUES

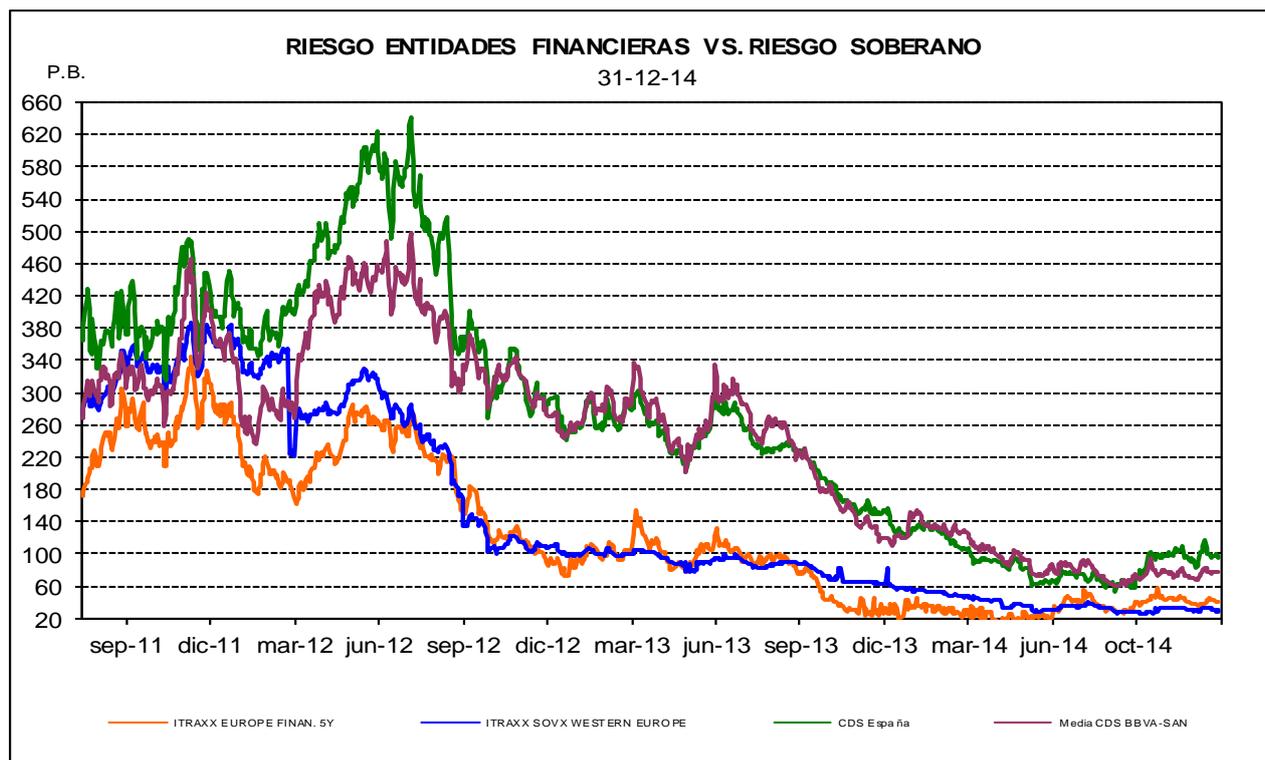


El número incluido en el gráfico corresponde a la variación en p.b. en el período

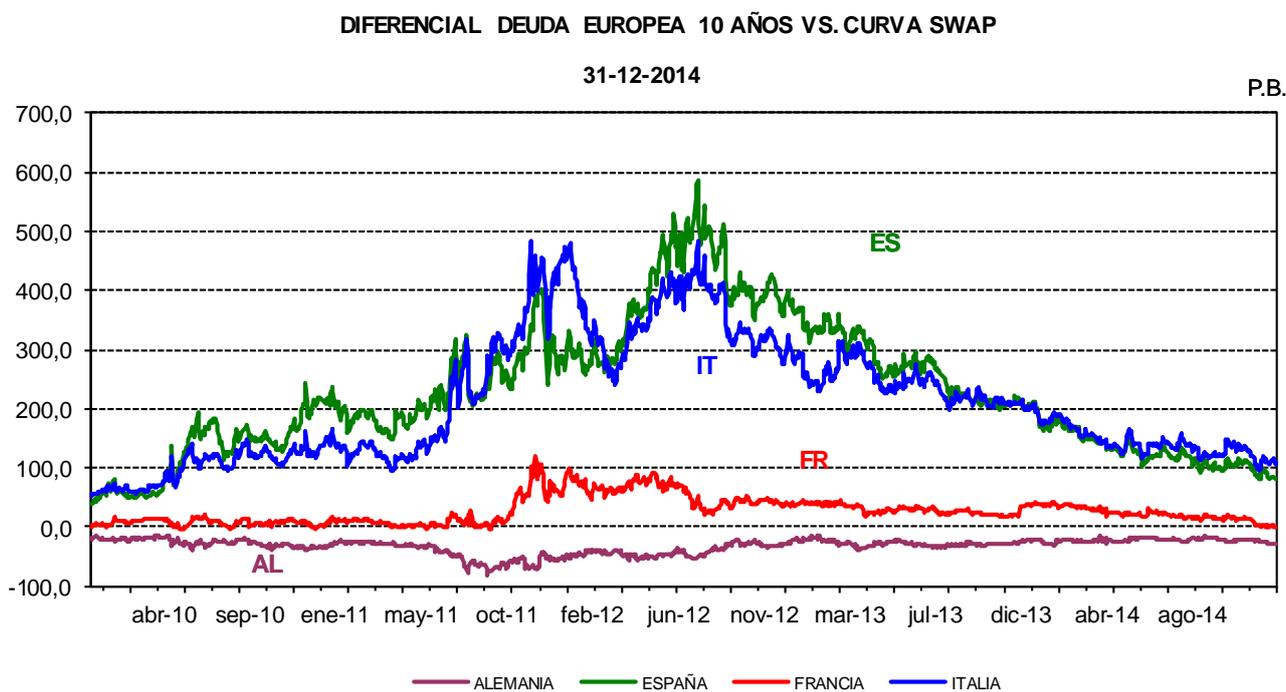
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

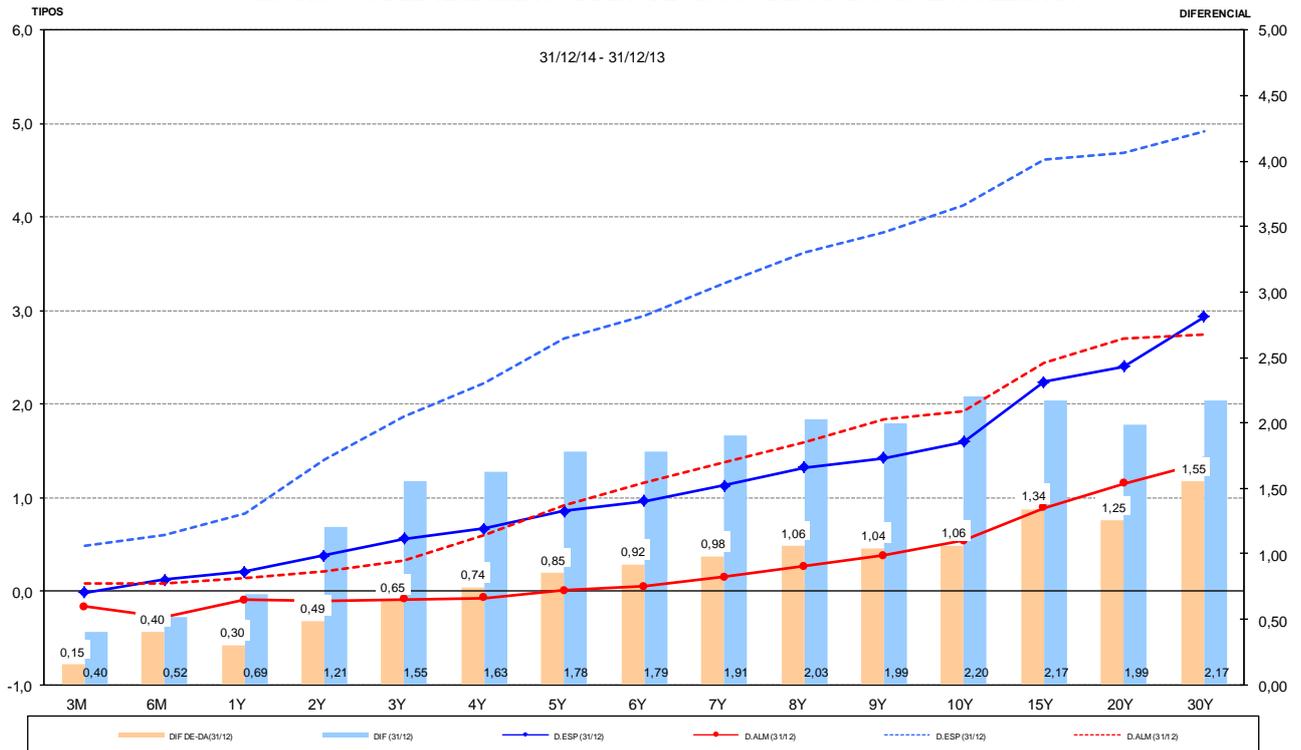


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

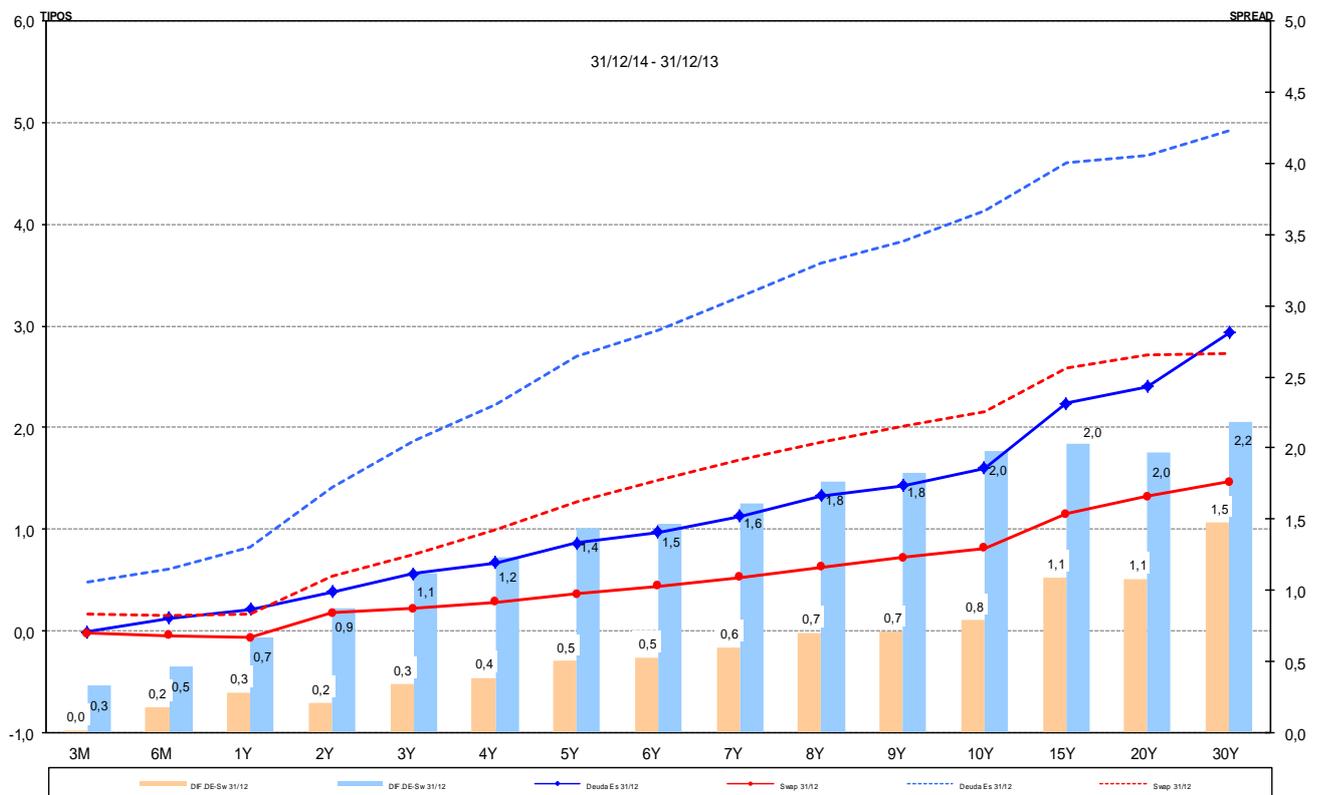


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

COMPARACION DEL RENDIMIENTO DE LAS DEUDAS PUBLICAS ESPAÑOLA Y ALEMANA

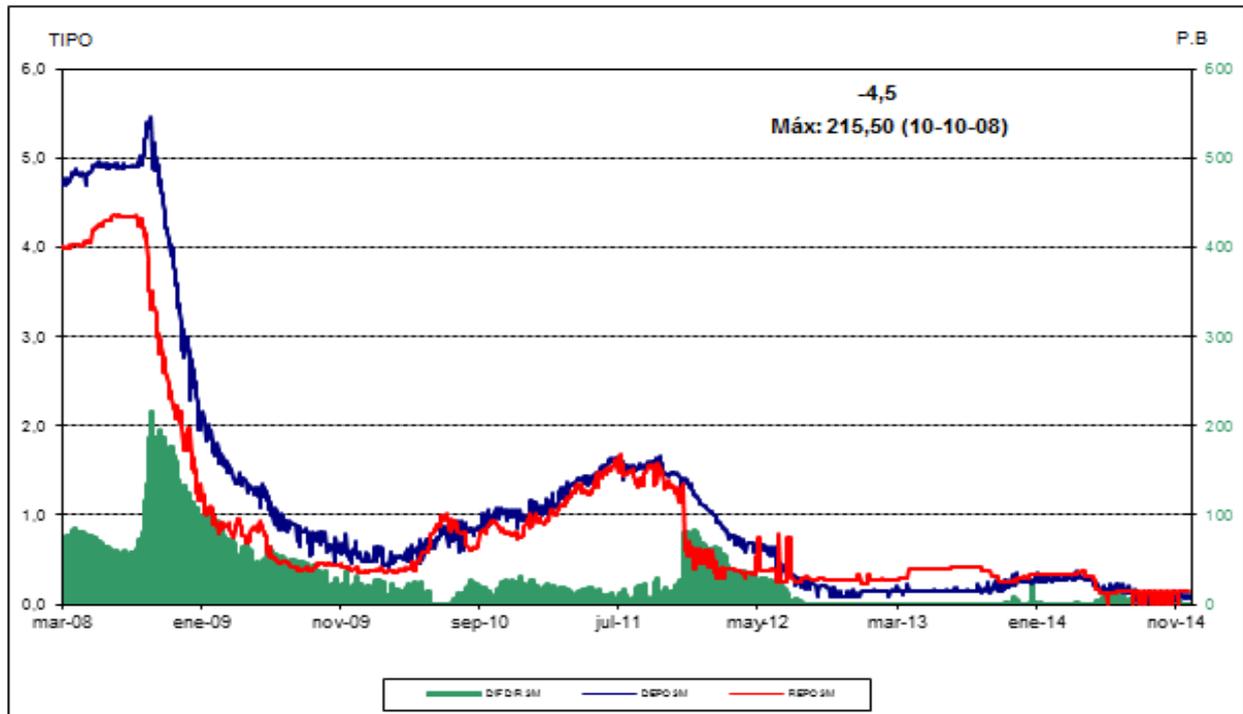


RENDIMIENTO DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA, CURVA SWAP Y DIFERENCIAL ENTRE AMBAS

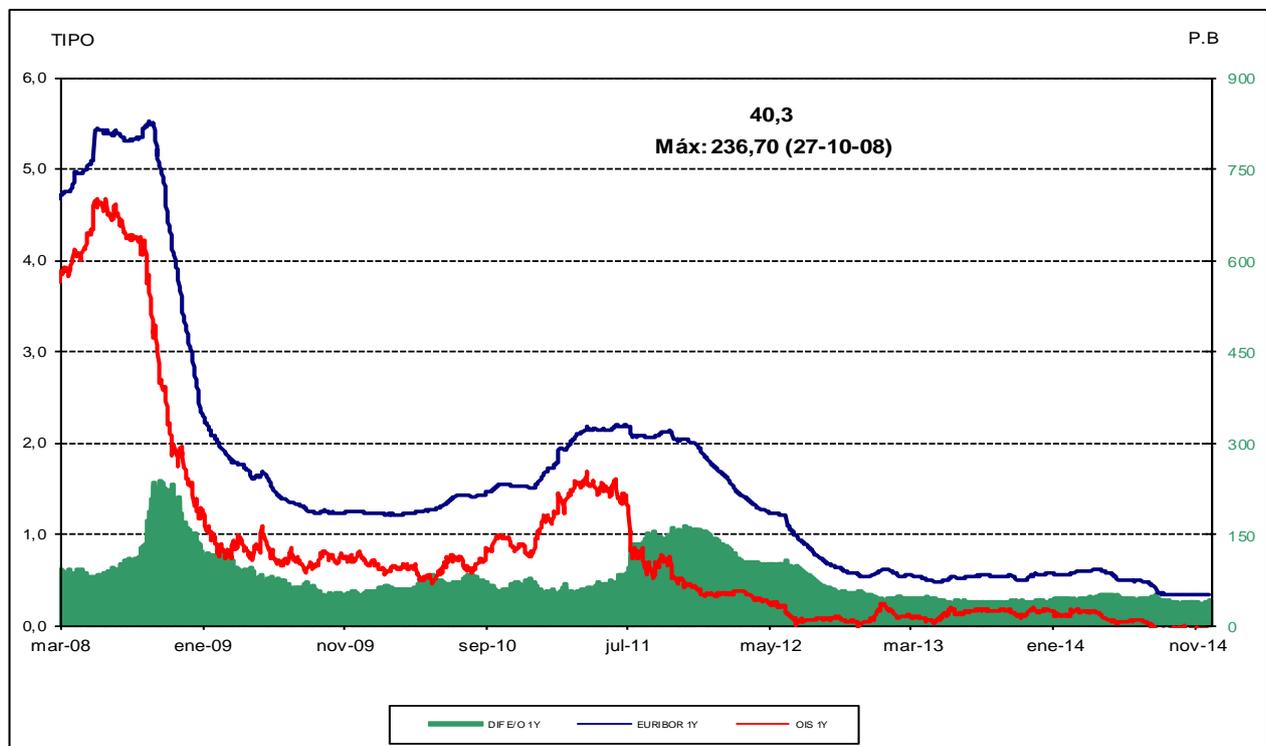


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**EVOLUCION DEL DIFERENCIAL DEPO/REPO 3 MESES
(MEDIA BID-ASK AL CIERRE)
31-12-14**

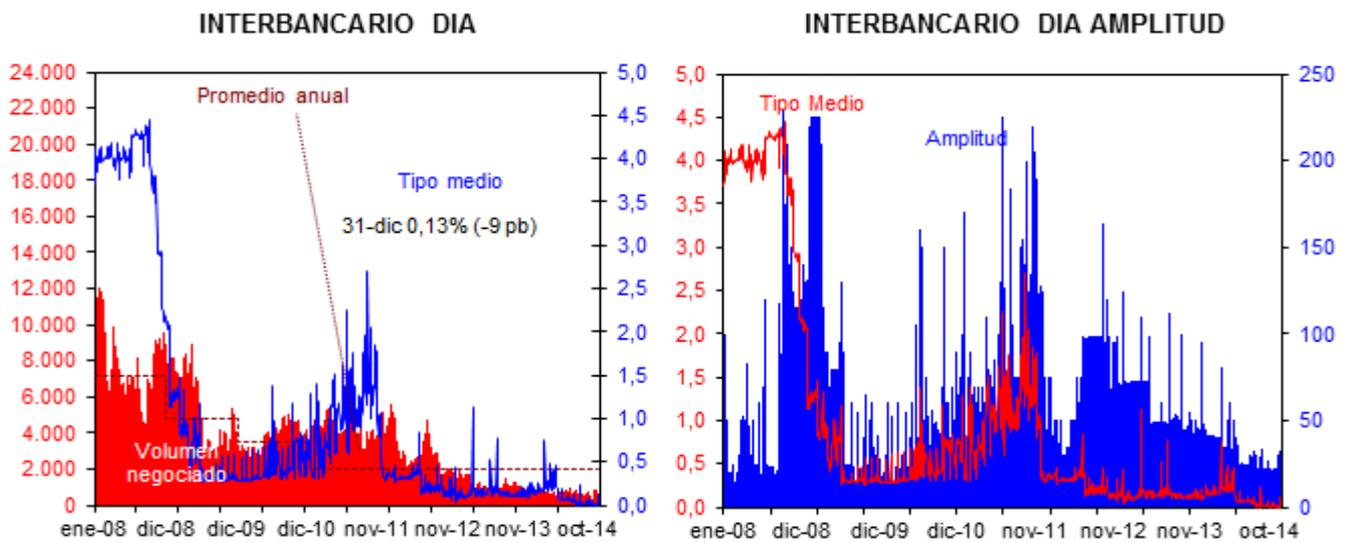


**EVOLUCION DEL DIFERENCIAL EURIBOR/OIS 12 MESES
31-12-14**

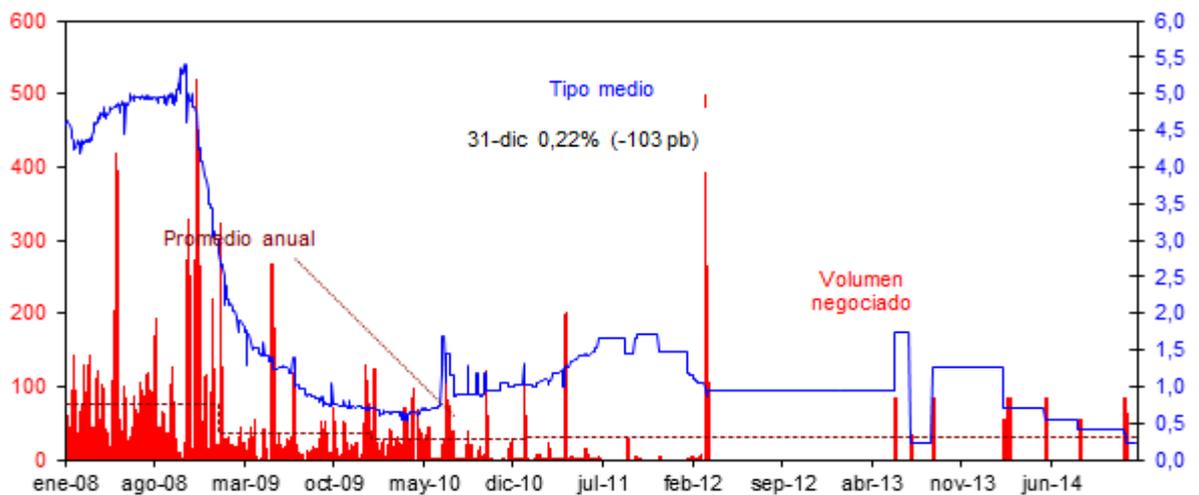


Fuente: Reuters y elaboración propia

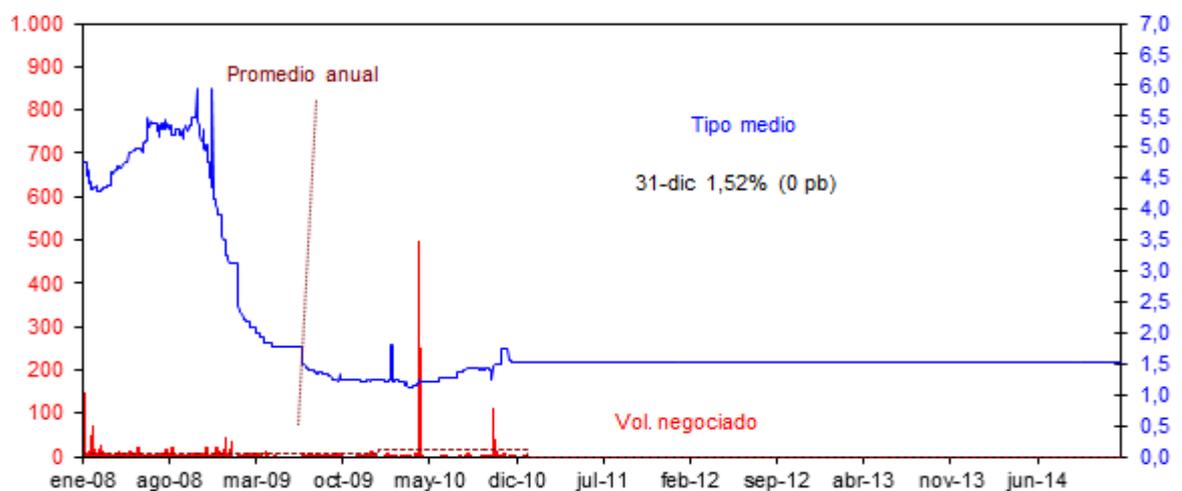
Volumen (m.móvil 5 ses.), Tipo Medio del M.Interbancario y Var.Periodo (31/12/14-31/12/13)



INTERBANCARIO 3 MESES

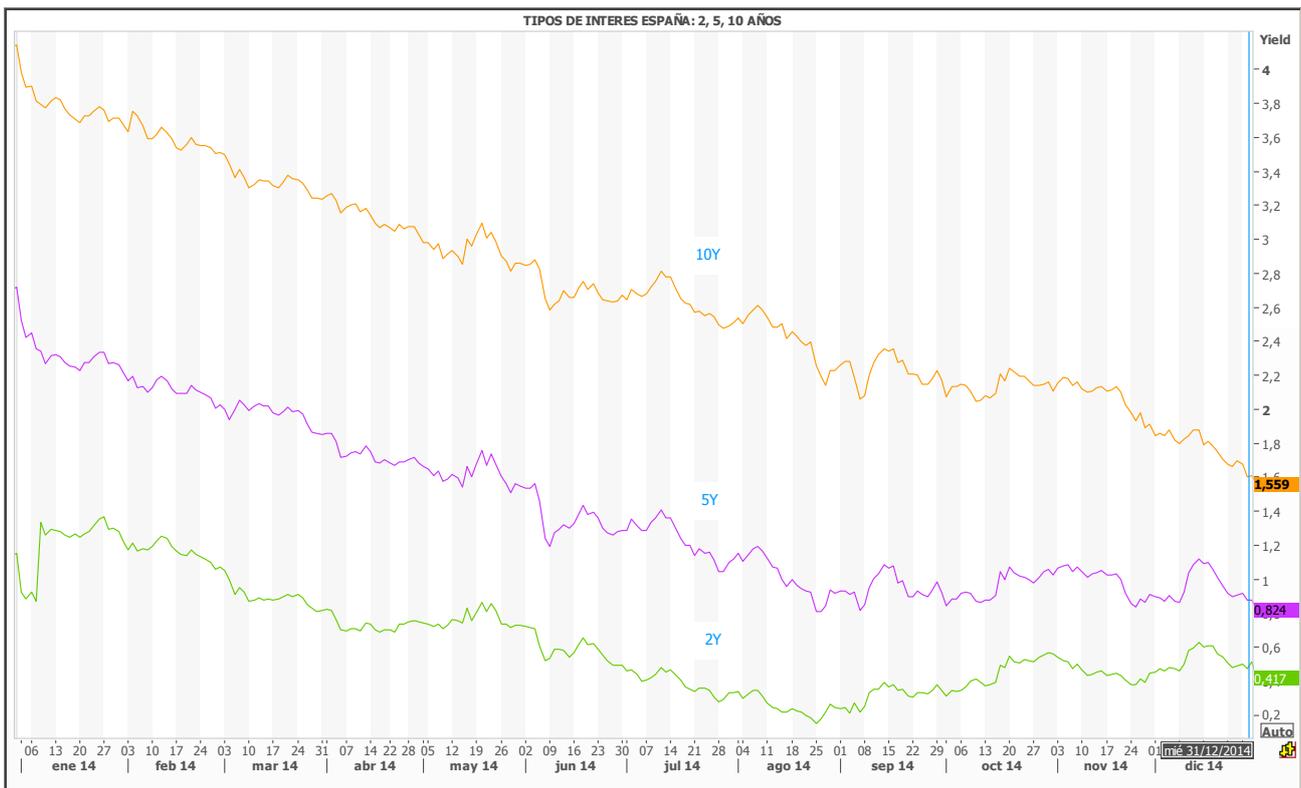


INTERBANCARIO 12 MESES



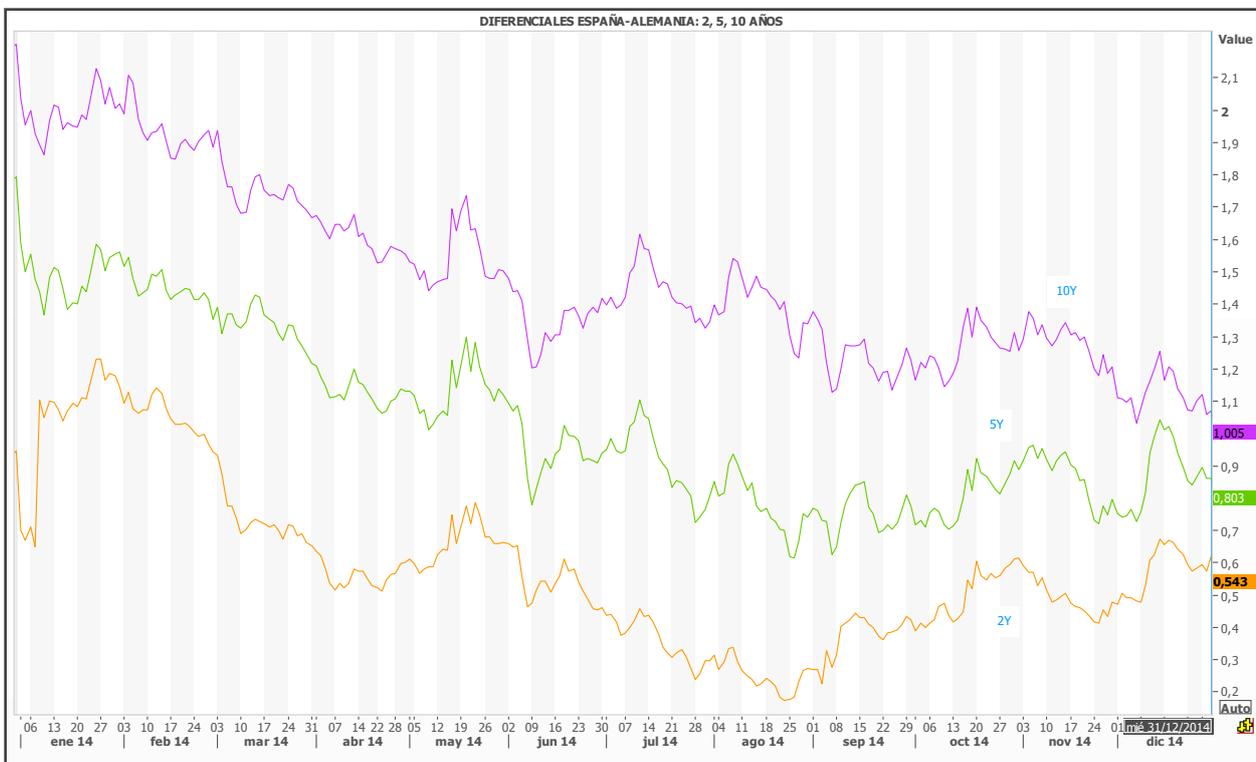
Fuente: Banco de España y elaboración propia

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE ESPAÑA A 2, 5 Y 10 AÑOS



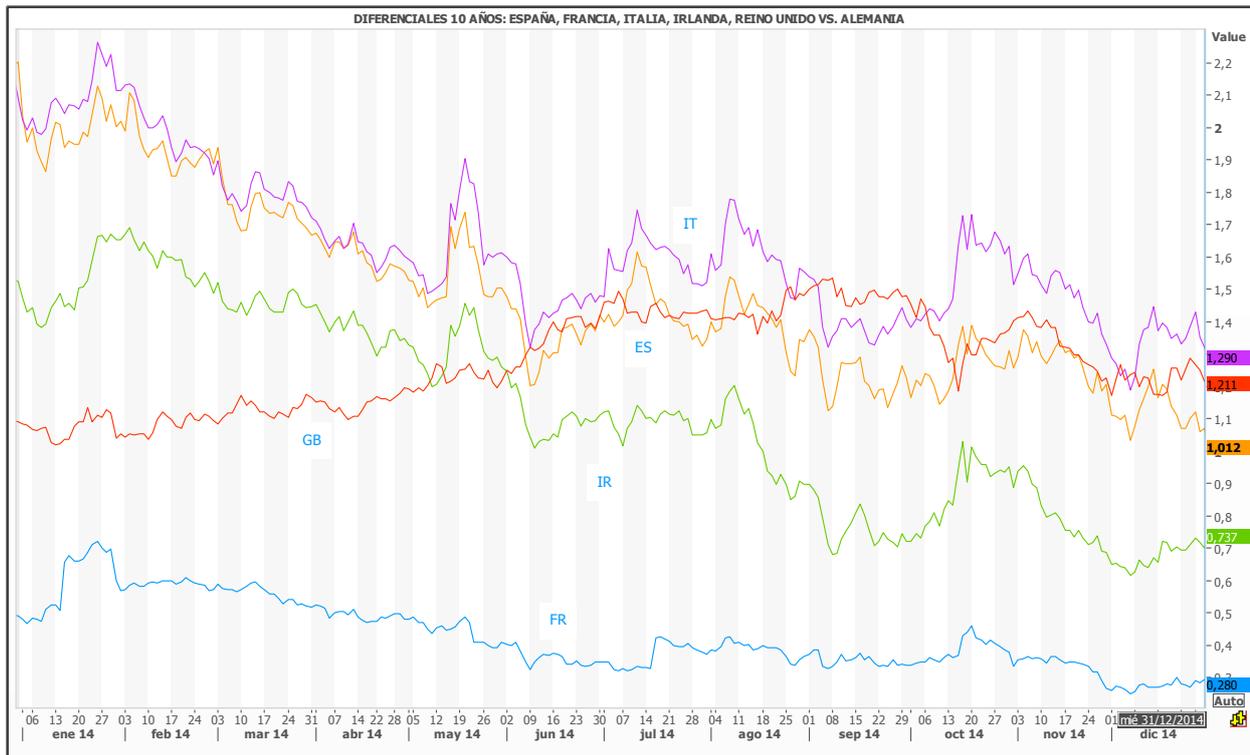
Fuente: Reuters

EVOLUCIÓN DIFERENCIALES ENTRE ESPAÑA Y ALEMANIA A 2, 5 y 10 AÑOS



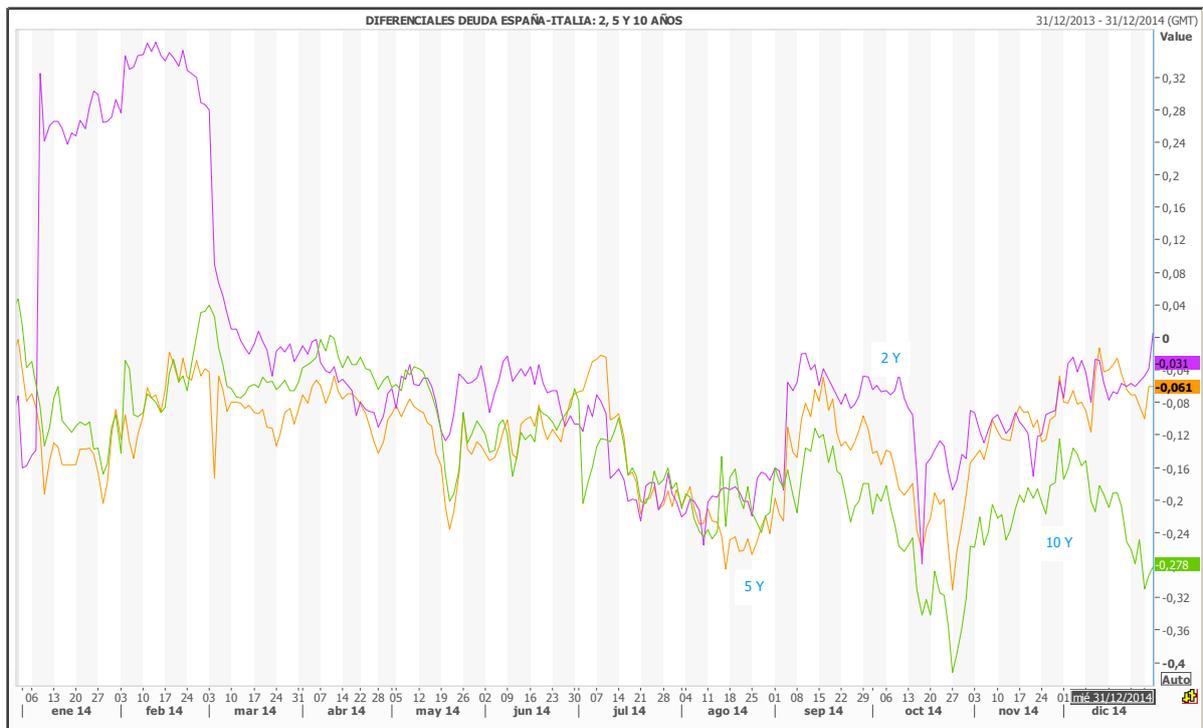
Fuente: Reuters

EVOLUCIÓN DE DIFERENCIALES ESPAÑA, FRANCIA, ITALIA, IRLANDA, REINO UNIDO VS ALEMANIA A 10 AÑOS:



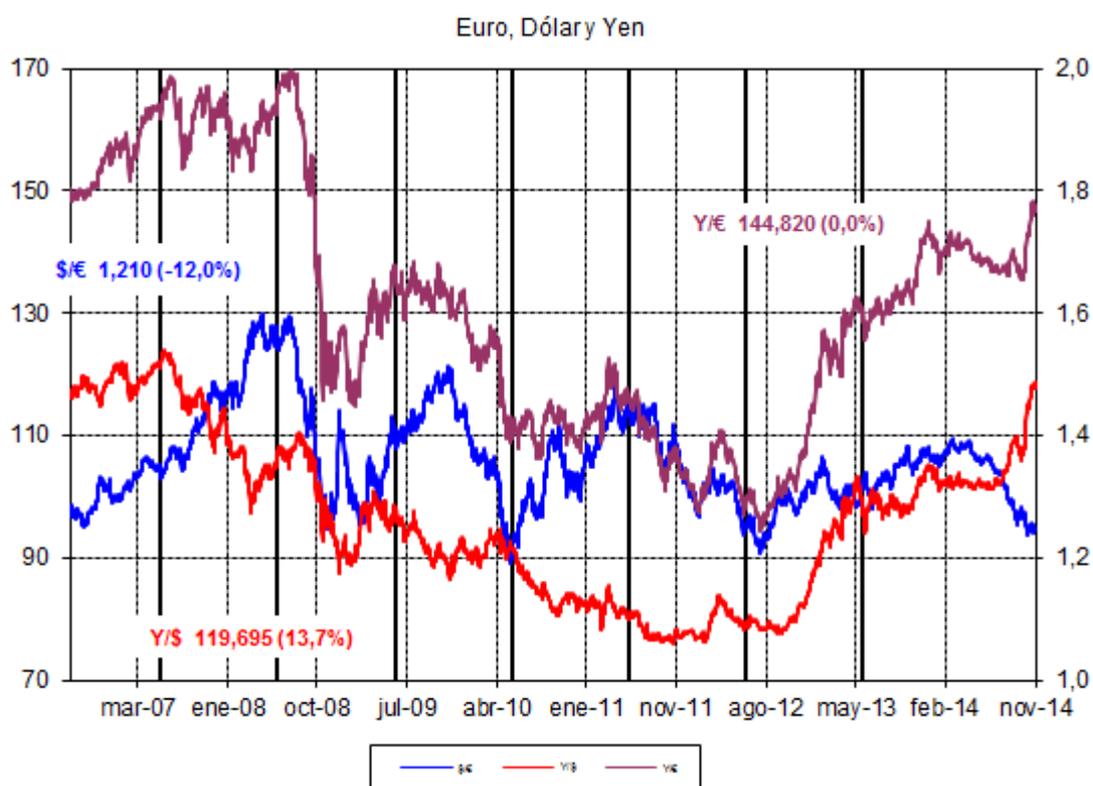
Fuente: Reuters

EVOLUCIÓN DE DIFERENCIALES ESPAÑA-ITALIA A 2, 5 y 10 AÑOS

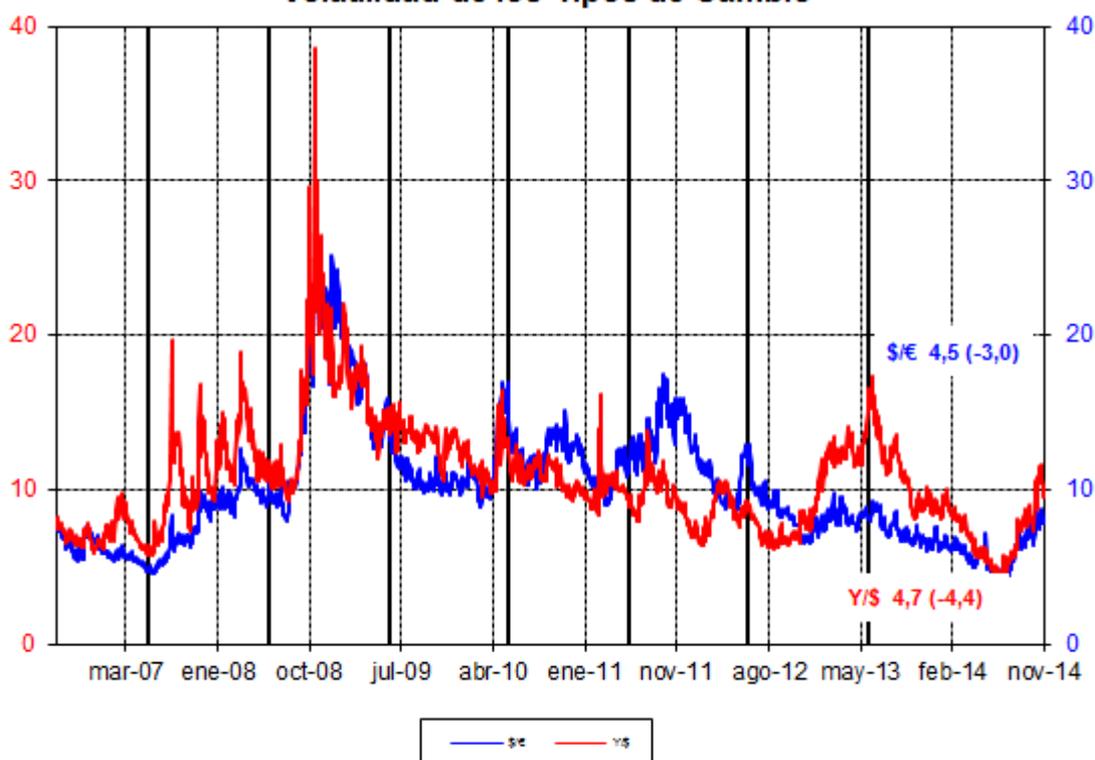


Fuente: Reuters

EVOLUCION DE TIPOS DE CAMBIO (31/12/14-31/12/13)



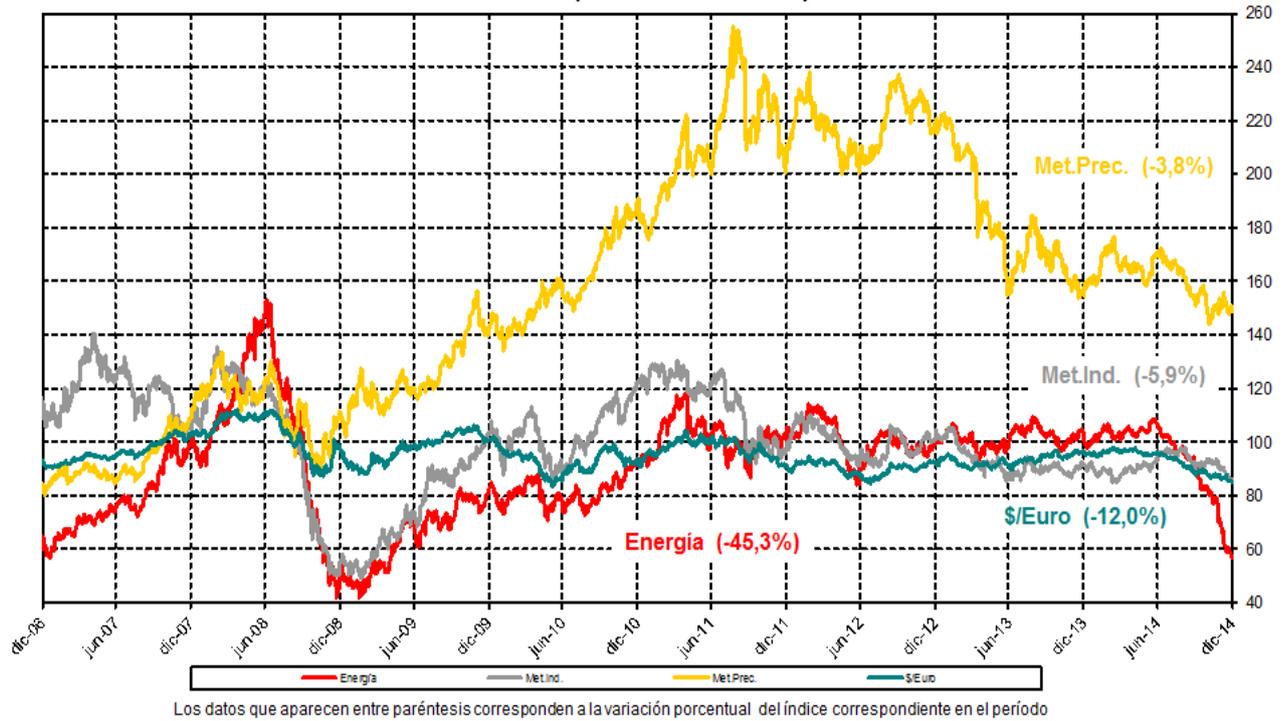
Volatilidad de los Tipos de Cambio



El número incluido entre paréntesis en el gráfico corresponde a la variación en el período

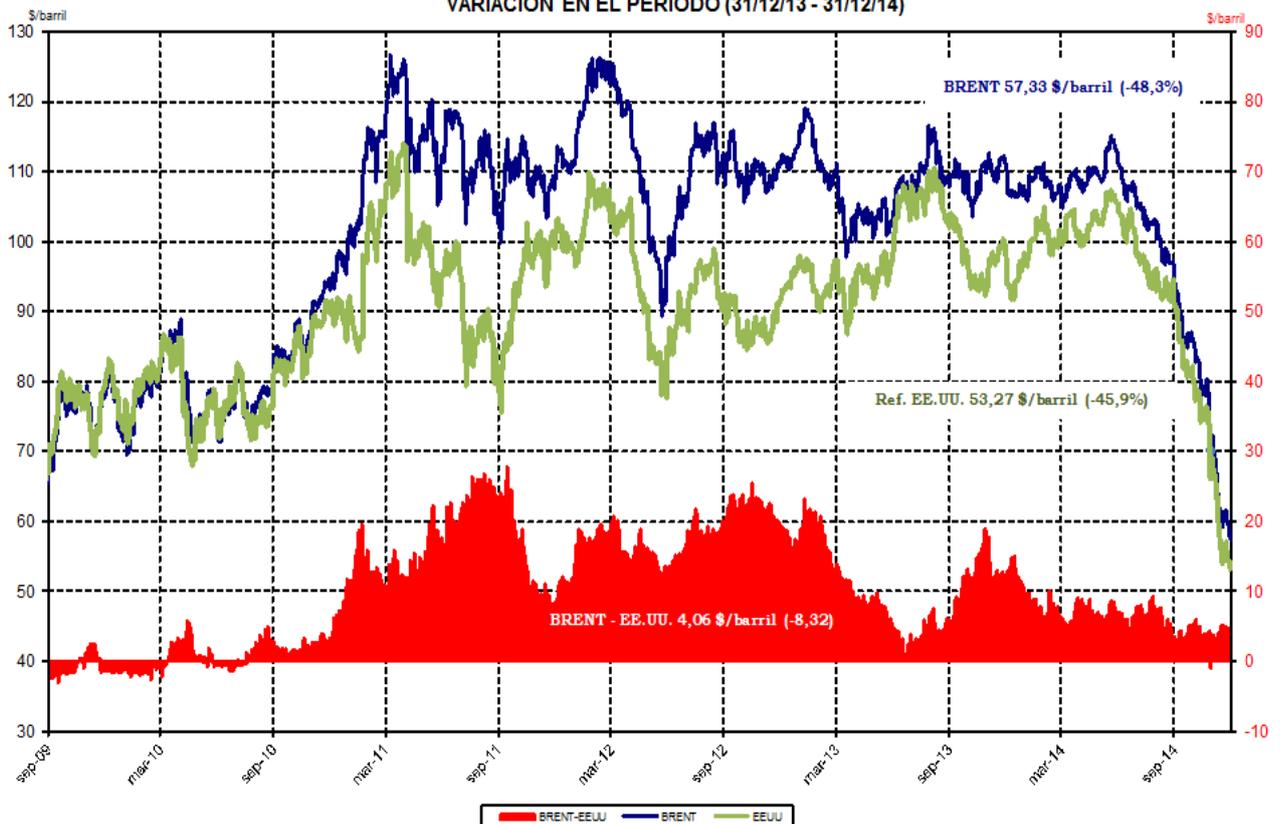
Fuente: Reuters y elaboración propia

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES DE MATERIAS PRIMAS Y DOLAR
VARIACIÓN EN EL PERIODO (31/12/13 - 31/12/14) BASE 100 = 15/09/08



Fuente: Reuters y elaboración propia

EVOLUCION DIARIA DEL PRECIO DEL BRENT Y DIFERENCIAL CON LA REFERENCIA DE EE.UU. (futuros 1er. vencimiento)
VARIACIÓN EN EL PERIODO (31/12/13 - 31/12/14)



Fuente: Reuters y elaboración propia

RESUMEN DE ACTIVIDAD EN MEFF POWER

PERIODO : 01-dic-14 a 31-dic-14

OPERACIONES REGISTRADAS Nº sesiones con actividad: 21 (100,0%)

PERIODO DE ENTREGA	CARGA BASE				CARGA PUNTA				TOTAL	ACUMULADO 2014	
	SWAP		FUTURO		SWAP		FUTURO				
	Nº Oper.	Contratos	Nº Oper.	Contratos	Nº Oper.	Contratos	Nº Oper.	Contratos	Nº Oper.	Contratos	
DIARIO	127	4.443			7	350			134	4.793	87.310
SEMANTAL	43	1.019	1	100					44	1.119	32.535
MENSUAL	20	276							20	276	13.664
TRIMESTRAL	15	113							15	113	5.562
ANUAL	26	139							26	139	455
Total general	231	5.990	1	100	7	350			239	6.440	139.526

Efectivo registrado (Mill.€) 90,02 1.451,29

Efectivo promedio (Mill.€) 4,29 5,69

MWh equivalentes 1.910.925 32.151.320

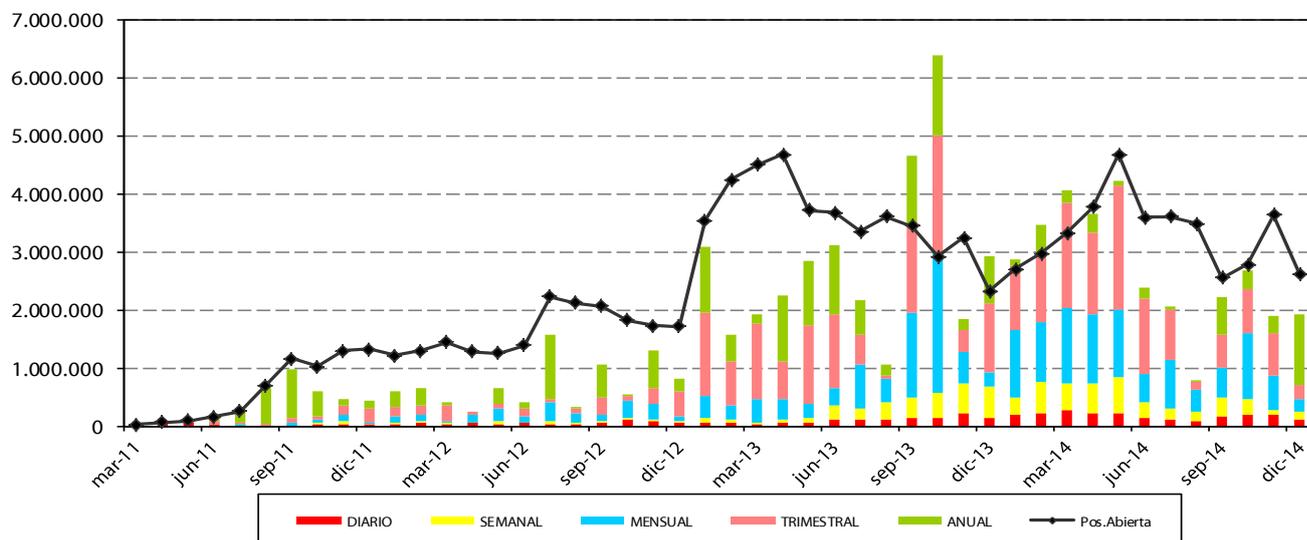
POSICION ABIERTA A 31-dic-14

PERIODO DE ENTREGA	CARGA BASE		CARGA PUNTA		TOTAL	TOTAL MWh
	SWAP	FUTURO	SWAP	FUTURO		
DIARIO	25				25	600
SEMANTAL	50				50	8.400
MENSUAL	1.015	300			1.315	947.626
TRIMESTRAL	554	40			594	1.306.694
ANUAL	40				40	350.400
Total general	1.684	340			2.024	2.613.720

Valoración a precios de cierre (Mill.€) 117,66

Garantía depositada (Mill.€) 17,37 19,26 = Promedio mensual

Volumen registrado y posición abierta a fin de mes (MWh)



Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia