

I Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	28
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	38
3.2	Los mercados de renta fija	47
4	Los agentes de los mercados	54
4.1	Vehículos de inversión	54
4.2	Prestación de servicios de inversión	65
4.3	Sociedades gestoras de IIC	74
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	76

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Medidas de intervención de la CNMV en relación con las opciones binarias y los contratos financieros por diferencias	33
Recuadro 2:	La SEC y la CNMV presidirán el Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público	45
Recuadro 3:	Estudio sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España	60

1 Resumen ejecutivo

- Los últimos datos ponen de manifiesto un contexto de desaceleración de la actividad a escala mundial que se explica en su mayor parte por las restricciones sobre los intercambios comerciales. Esta ralentización, que está siendo más intensa en algunos países europeos y regiones emergentes, ha determinado, en un entorno de bajas tasas de inflación, el giro de la política monetaria tanto en EE. UU., donde se ha traducido en dos descensos del tipo de interés oficial en el tercer trimestre del año, como en la zona del euro, en la que hace pocos meses la expectativa era de normalización monetaria, con la reactivación del programa de compras de activos y la rebaja del tipo correspondiente a la facilidad marginal de depósito. La incertidumbre no solo existe respecto del grado de ralentización económica, sino también respecto de otros factores como el resultado final del *brexit*, la acumulación de algunos desequilibrios financieros o la presencia de ciertos conflictos geopolíticos e incertidumbres políticas.
- Los mercados financieros internacionales, que comenzaron el año con avances importantes tras las turbulencias de 2018, fueron moderando sus incrementos conforme avanzaba el ejercicio debido a la intensificación de las incertidumbres existentes. Estas incertidumbres influyeron también en los volúmenes de negociación, que muestran una tendencia bajista que se ve favorecida, además, por la baja volatilidad que se observa en el mercado. En el tercer trimestre del año¹, los índices presentaron variaciones que oscilaron entre el -0,2 % del índice británico y el 4,1 % del índice italiano. El avance acumulado en el ejercicio es superior al 15 % en la mayoría de los índices y superior a las pérdidas del ejercicio anterior. Las bolsas de las economías emergentes han mostrado, en términos generales, un comportamiento similar al de las economías avanzadas, aunque la revalorización que presentan en el año es notablemente inferior.
- En los mercados internacionales de deuda los tipos a corto plazo descendieron en el tercer trimestre, en línea con el tono más expansivo de la política monetaria adoptada a ambos lados del Atlántico, aunque en EE. UU. la caída fue superior. La evolución de los tipos a largo plazo también ha sido a la baja prácticamente durante todo el año, influida no solo por las decisiones de los bancos centrales, sino también por la consideración de activo refugio de muchos de los activos que sirven como referencia para determinar estos tipos. En los 3 primeros trimestres del año las rentabilidades de los bonos de deuda pública a 10 años de las economías más relevantes han descendido entre los 78 puntos básicos (p.b.) del bono británico y los 301 p.b. del griego (127 p.b. el español), siendo sus

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, aunque se presentan algunas informaciones posteriores debido a su relevancia.

niveles muy bajos, especialmente en Europa, donde se han alcanzado nuevos mínimos históricos. En la fecha de cierre de este informe las rentabilidades de estos activos se hallaban en territorio negativo en seis países de la zona del euro (entre ellos Alemania, Francia y Holanda) y muy cerca de cero en otros dos (España y Portugal). En EE. UU. la rentabilidad del bono a 10 años se situaba en el 1,67 %, 102 p.b. menos que a finales de 2018.

- En España los últimos datos trimestrales de la Contabilidad Nacional confirman la ralentización del crecimiento del PIB (2 % en el segundo trimestre, 2,4 % de media en 2018), que se mantiene, no obstante, casi 1 punto por encima de los registros de la zona del euro. La desaceleración está originada, entre otros, por un avance relativamente discreto del consumo privado y, sobre todo, de la inversión. A pesar de la ralentización de la actividad económica, prosigue el proceso de creación de empleo (2,5 % en el segundo trimestre) y la disminución de la tasa de paro (14 % en junio) en un contexto de fuerte caída de la inflación (hasta el 0,1 % en septiembre). En lo que respecta a las cuentas públicas, en el primer semestre del año se registró un aumento del déficit respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, pero la falta de comparabilidad de algunas partidas relevantes hace que haya que esperar a la segunda mitad del año para conocer el impacto de la desaceleración de la actividad y de la falta de acuerdo para formar Gobierno en la cifra anual. Los últimos pronósticos están más cerca del 2,5 % del PIB que del 2 % estimado hace unos meses. La mayoría de los riesgos que afronta la economía española son comunes a los de otras economías europeas, destacando aquellos relacionados con las trabas al comercio², con la evolución del sector bancario y con el *brexit*, pero también existen riesgos relevantes propios, sobre todo de carácter político.
- El desarrollo del negocio bancario continúa condicionado por los tipos de interés muy reducidos, que tienden a prolongarse en el tiempo y que impiden mejoras del margen de intereses en un entorno en el que se hace necesario competir con nuevas entidades que se han consolidado en el sector, algunas de elevado carácter tecnológico. En el caso español este entorno es ligeramente más favorable por la continuidad del crecimiento, que repercute positivamente en la ratio de morosidad (5,2 % en julio), aunque el sector no está exento de riesgos, algunos de carácter legal.
- El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles, que se había mantenido en niveles bajos hasta mayo, ha experimentado una tendencia alcista desde entonces hasta superar en septiembre el umbral que separa el nivel de estrés medio del bajo. A finales del tercer trimestre el indicador se situaba en 0,28, debido al mantenimiento de un nivel elevado de estrés en segmentos como el de intermediarios financieros (bancos) y deuda, al aumento en otros segmentos menos relevantes (mercado monetario o tipos de cambio) y al incremento de la correlación del estrés entre las diferentes partes del sistema.

2 Los aranceles que puede adoptar EE. UU. sobre determinados productos de la Unión Europea podrían tener una incidencia superior en determinados países europeos, entre los que se encuentra España.

- Los mercados de renta variable nacionales, que habían presentado alzas hasta abril, se vieron sometidos con posterioridad a las mismas fuentes de incertidumbre que el resto de mercados europeos, a las que se unió el retraso en la formación de Gobierno. Esto hizo que el Ibex 35 mostrara variaciones poco relevantes desde entonces, aunque consiguió cerrar el tercer trimestre en positivo (0,5 %) debido a la recuperación de las cotizaciones experimentada en septiembre. La revalorización acumulada en el año se sitúa en el 8,3 %, muy por debajo de los registros de otros índices europeos de referencia, en un contexto que sigue dominado por niveles bajos de volatilidad y descensos en los volúmenes de negociación.
- La evolución de los mercados españoles de renta fija ha venido marcada por las últimas decisiones en materia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Los diferentes anuncios y decisiones de esta institución durante el año han hecho que los rendimientos de los activos de deuda hayan mostrado una tendencia descendente que ha sido más intensa en los plazos largos y que ha dado lugar a un aplanamiento significativo de la curva de tipos de interés. En el caso de la deuda pública, los rendimientos negativos se extienden hasta el plazo de 5 años y en el plazo de 10 años se llegaron a alcanzar registros inferiores al 0,10 % en los primeros días de septiembre. Las compañías españolas siguen aprovechando el nivel tan reducido de los tipos de interés para financiarse a través de emisiones de deuda, que han aumentado un 21 % en el año hasta los 124.600 millones de euros. De este importe, el 56 % se realizó en el exterior.
- El patrimonio de los fondos de inversión creció un 4,5 % en el primer semestre del año hasta situarse en 270.916 millones de euros y recuperar toda la pérdida de 2018 (-2,3 %). El aumento se debió enteramente a la revalorización de los activos de la cartera, puesto que los flujos de inversión entre enero y junio se saldaron con unos reembolsos netos de 76 millones de euros. El aumento de la aversión al riesgo de los partícipes, en un entorno de dudas y ralentización de la actividad, dio lugar a ventas significativas de participaciones en fondos de mayor riesgo y compras en los de menor riesgo, sobre todo en los de renta fija. El volumen de instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializado en España continuó en expansión y representa ya más del 37 % de los activos totales de las IIC comercializadas en España.
- El negocio de la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto complejo en el que, por una parte, se siguen deteriorando líneas de negocio tradicionales relacionadas con la intermediación o la emisión de valores y, por otra, se percibe una competencia creciente por parte de las entidades de crédito y también de otras entidades extranjeras. En este marco, los datos del primer semestre de este año correspondientes a la actividad de las sociedades y agencias de valores ponen de manifiesto un nuevo descenso de los beneficios (antes de impuestos) de estas entidades, que fueron los más bajos desde 2012. Este comportamiento no fue homogéneo entre ambos tipos de entidades, puesto que las agencias de valores registraron una mejora en su cuenta de resultados que no compensó el deterioro de la de las sociedades.

- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las medidas de intervención adoptadas por la CNMV consistentes en prohibir comercializar, distribuir y vender opciones binarias y en restringir la comercialización, distribución y venta de contratos por diferencias (CFD) entre clientes minoristas en España, que siguen el espíritu de las medidas adoptadas por ESMA en 2018.
 - El segundo se refiere al reciente nombramiento de la vicepresidenta de la CNMV como *co-chair* del Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público.
 - El tercero resume los resultados preliminares de un estudio que está realizando la CNMV sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España en 2017 y 2018. El análisis tiene en cuenta las vocaciones más importantes de los fondos y su orientación hacia el cliente mayorista o minorista.

2 Entorno macrofinanciero

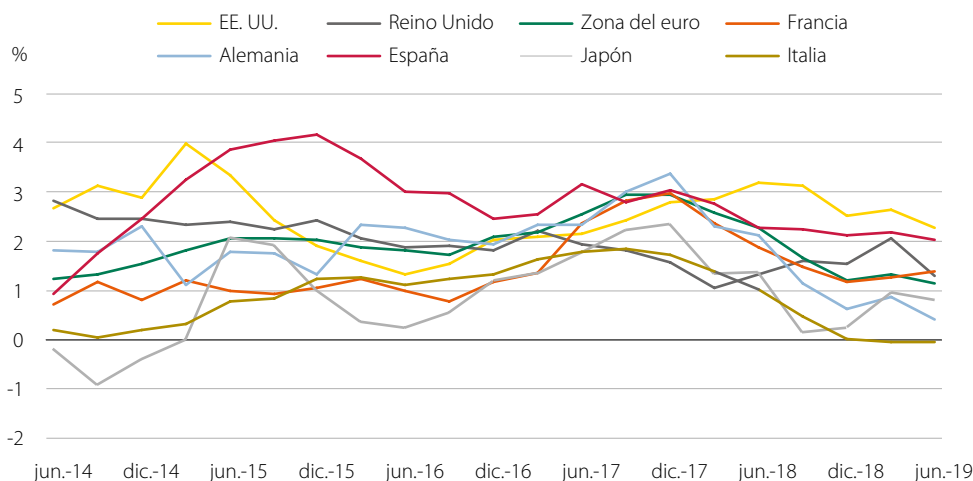
2.1 La evolución económica y financiera internacional

Los datos de crecimiento del PIB del primer semestre del año confirmaron el patrón de ralentización mundial de la actividad, que es más intenso en Europa en relación con otras economías avanzadas.

El crecimiento económico mundial del primer semestre del año confirmó la senda de desaceleración generalizada que experimentan desde hace algunos meses las economías de mayor tamaño y que en buena medida tiene su origen en las restricciones al comercio mundial. En este contexto, el crecimiento del PIB en EE. UU. siguió siendo superior al de las economías europeas, con tasas de avance interanuales del 2,7 % y el 2,3 % en el primer y segundo trimestre del año (2,9 % de media en 2018). El avance de la zona del euro fue del 1,3 % y el 1,2 % en esos mismos trimestres (1,9 % en 2018), observándose una gran heterogeneidad entre países. Las tasas más elevadas siguieron registrándose en España (2,2 % y 2,0 % en los 2 primeros trimestres) y en Francia (1,3 % y 1,4 %), mientras que el crecimiento más modesto se produjo en Alemania (0,9 % y 0,4 %) y en Italia (-0,1 % en ambos trimestres). Estas tasas suponen una desaceleración notable: las dos mayores economías de la zona del euro crecían por encima del 3 % a finales de 2017. En el caso del Reino Unido, donde el resultado del *brexit* supone una fuente de incertidumbre muy importante para la evolución económica del país, el PIB aumentó un 2,1 % en el primer trimestre y un 1,3 % en el segundo, y en Japón los avances fueron cercanos al 1 %.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

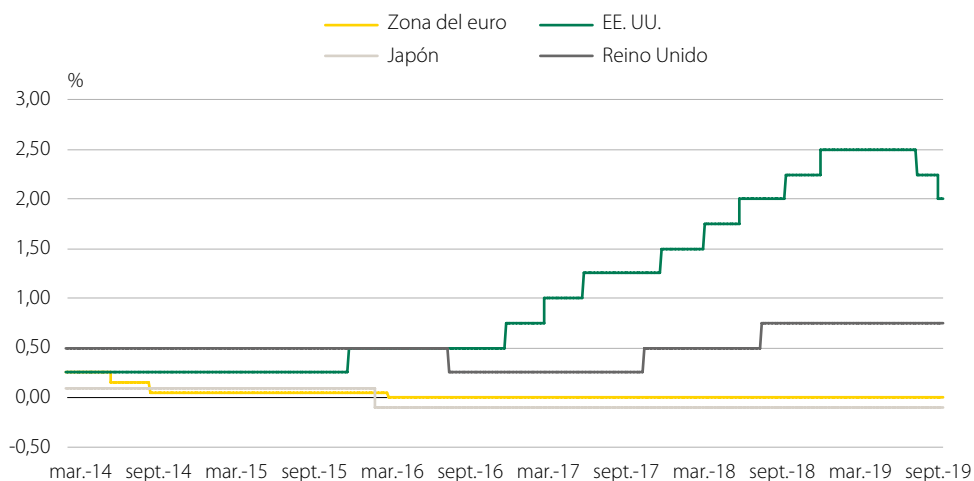
En este contexto las autoridades monetarias de las economías avanzadas, que habían comenzado el proceso de reversión del tono expansivo de la política monetaria o estaban cerca de hacerlo, han vuelto a adoptar medidas de tono expansivo. La Reserva Federal recortó los tipos de interés oficiales en 25 p.b. tanto en su reunión de julio como en la más reciente de septiembre, lo que deja el rango de tipos de interés de referencia en el 1,75 %-2,0 %. Estos recortes, los primeros en más de una década y con apenas un mes y medio de diferencia entre ambos, se explican por la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y la debilidad de la inflación³. De hecho, no se descarta una nueva rebaja en los tipos en lo que queda de año, según se desprende de la tabla de previsiones de los miembros del comité⁴, aunque estos no entrarían en terreno negativo. Por otra parte, la autoridad monetaria disminuyó en 20 p.b., hasta el 1,8 %, el tipo de interés con el que remunera el exceso de reservas para aumentar la liquidez del mercado⁵ y fomentar que el tipo al que presten las entidades no se aleje de la horquilla objetivo. En este sentido, y de forma temporal, también ha estado ejecutando operaciones de mercado abierto para mantener este rango objetivo y facilitar las operaciones de recompra. Concretamente, durante el mes de septiembre ha realizado una serie de intervenciones de muy corto plazo cuyo importe acumulado total ha ascendido a 765.000 millones de dólares en septiembre y que han tenido continuidad en octubre.

La Reserva Federal recortó los tipos de interés oficiales dos veces en el último trimestre, hasta situarlos en la horquilla del 1,75-2,0 %...

3 Según las proyecciones macroeconómicas se espera que la inflación en 2019 sea del 1,5 %, alcance el 1,9 % en 2020 y no sea hasta 2021 cuando se consiga el objetivo del 2 %.

4 En las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto de la FED (FOMC, por sus siglas en inglés), los participantes evalúan la política monetaria apropiada para el futuro estableciendo cuál prevén que será el rango en el que se encuentre el tipo de interés oficial en los próximos años. En las previsiones hechas en su última reunión de septiembre, 7 de los 18 participantes que votaron (hubo 1 abstención) consideraron que deberían bajarse los tipos hasta el rango del 1,5 %-1,75 %.

5 La Reserva Federal inyectó liquidez a los mercados de deuda con la recompra de bonos del Tesoro y otros activos de deuda, siendo esta la primera operación de este tipo tras la crisis de 2008. En septiembre finalizó la reducción del balance de la autoridad monetaria, aunque no se descarta la posibilidad de un crecimiento orgánico de este antes de lo esperado.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

... y el BCE anunció su decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b., hasta el -0,5 %, y de mantener inalterado el tipo de interés oficial y el de la facilidad de crédito.

Por su parte, el BCE anunció en septiembre su decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b., hasta el -0,5 %, mientras que mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0 % y el de la facilidad de crédito en el 0,25 % con la intención de que estos tipos permanezcan reducidos hasta que los niveles de inflación⁶ se alineen con el objetivo de la institución (niveles inferiores pero cercanos al 2 %). En relación con el programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) anunciado en marzo, el BCE modificó el cálculo del tipo de interés de estas⁷ y su plazo de vencimiento de 2 a 3 años. Aunque ya estaba prevista la reinversión de la deuda que vence del programa de compras de activos durante un periodo prolongado de tiempo, la autoridad monetaria decidió reanudar las compras netas en el marco de este programa⁸ a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir de noviembre y durante el tiempo que fuera necesario para reforzar el impacto de los bajos tipos de interés. Como última medida para estimular la economía, modificó el sistema para la remuneración de las reservas con el fin de compensar el impacto negativo en la banca de los tipos reducidos y apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito⁹. En suma, el BCE ha insistido en que mantendrá una política acomodaticia durante un periodo prolongado y en su compromiso de utilizar todos los

6 La inflación de la zona del euro durante julio y agosto de 2019 fue del 1 %, lejos del objetivo de la autoridad monetaria del BCE, que persigue una tasa de inflación por debajo pero cercana al 2 %. Las últimas proyecciones publicadas por el BCE durante las primeras semanas de septiembre apuntaban a que de media la inflación será del 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

7 En junio el BCE anunció los detalles del programa TLTRO-III, estableciendo que el tipo de interés para cada operación se fijaría en 10 p.b. por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema durante toda la vigencia de la operación. En su última reunión de septiembre, modificó este tipo de interés por lo que será de forma general el tipo medio de las OPF durante toda la vigencia de la operación y para las entidades en las que la variación neta de sus préstamos computables supere un determinado valor, el tipo de interés aplicado será inferior al anterior e incluso podrá ser el tipo de interés medio de la facilidad de depósito.

8 El BCE había puesto fin al programa de compras de deuda a finales de 2018.

9 Este sistema se basará en dos tramos para remunerar las reservas de las entidades y con ello no se aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

instrumentos a su alcance para asegurar el objetivo principal de la institución con respecto a la inflación¹⁰.

Finalmente, el Banco de Inglaterra en su reunión de septiembre también decidió mantener inalterado tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el 0,75 % desde agosto de 2018, como los importes de su programa de compras de activos y destacó que sus futuras decisiones de política monetaria estarán directamente ligadas a la evolución de las negociaciones sobre la retirada del Reino Unido de la Unión Europea. Las previsiones apuntan a una contracción del crecimiento y a un aumento de la inflación en el caso de producirse un *brex* sin acuerdo. De igual manera, los tipos de interés oficiales en Japón se mantuvieron en el -0,1 % (nivel registrado desde febrero de 2016). El banco central ha expresado su intención de mantenerlos sin variaciones durante un largo periodo de tiempo y al menos hasta la primavera de 2020, debido a la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios, así como en relación con los efectos del aumento de los impuestos al consumo previsto para octubre de este año.

Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron siendo elevadas pero tendieron a reducirse a lo largo del año, sobre todo por la disminución de los tipos en EE. UU. En esta economía los tipos a 3 meses prolongaron en el tercer trimestre la senda bajista que comenzó a principios de año con un descenso de 23 p.b., para situarse en el 2,09 % a finales de septiembre (la caída acumulada en 2019 es de 72 p.b.). En la zona del euro los tipos de interés a 3 meses también acumulan descensos en el año (11 p.b.) pero estos son mucho menos cuantiosos que en el caso de EE. UU., ya que se parte de un nivel mucho más reducido de tipos y el cambio en la política monetaria ha sido menos intenso¹¹. Además, cabe señalar que en septiembre se observó una reversión de esta tendencia bajista explicable por la decisión del BCE de no aplicar el interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez que mantienen las entidades. En el Reino Unido, los tipos a 3 meses se mantuvieron estables en el tercer trimestre y lo finalizaron en el 0,76 %, aunque acumulan un descenso de 15 p.b. en el año.

Las incertidumbres abiertas en relación con las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, así como con el grado de desaceleración de la economía mundial, el resultado final del *brex* y algunos conflictos geopolíticos han originado compras de los activos de deuda considerados como refugio con el consiguiente aumento de sus precios y descenso en sus rentabilidades. Estos descensos se han visto afianzados con los anuncios de una política monetaria más expansiva por parte del BCE y de la Reserva Federal, que dieron al traste definitivamente con las previsiones que a principios de año auguraban incrementos en el rendimiento de los activos de deuda. En este contexto, la evolución de los tipos a largo plazo ha sido bastante homogénea entre las distintas economías avanzadas, con disminuciones notables en todos los trimestres del año y aplanamientos en las curvas de tipos de interés.

Por su parte, tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de Japón decidieron no introducir cambios ni en los tipos oficiales ni en los importes de sus programas de compras.

Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las economías avanzadas se reducen por la caída más intensa de los tipos en EE. UU.

La consideración de activo refugio y el giro de la política monetaria en la zona del euro y en EE. UU. han dado lugar a descensos en las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo durante todo el año...

10 En algunos foros europeos el contexto de tipos de interés, que en años anteriores se describía como *low for long*, ha pasado a conocerse como *low for longer*, dando a entender la prolongación en el tiempo de este entorno.

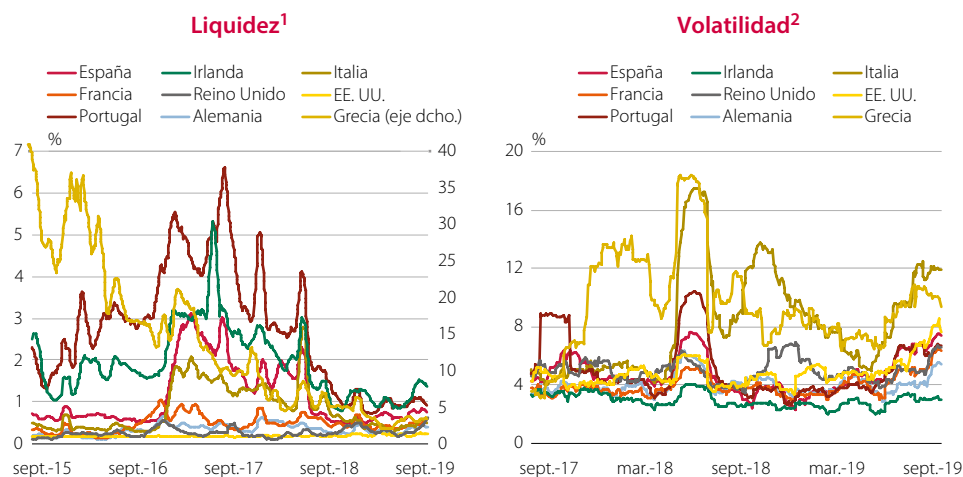
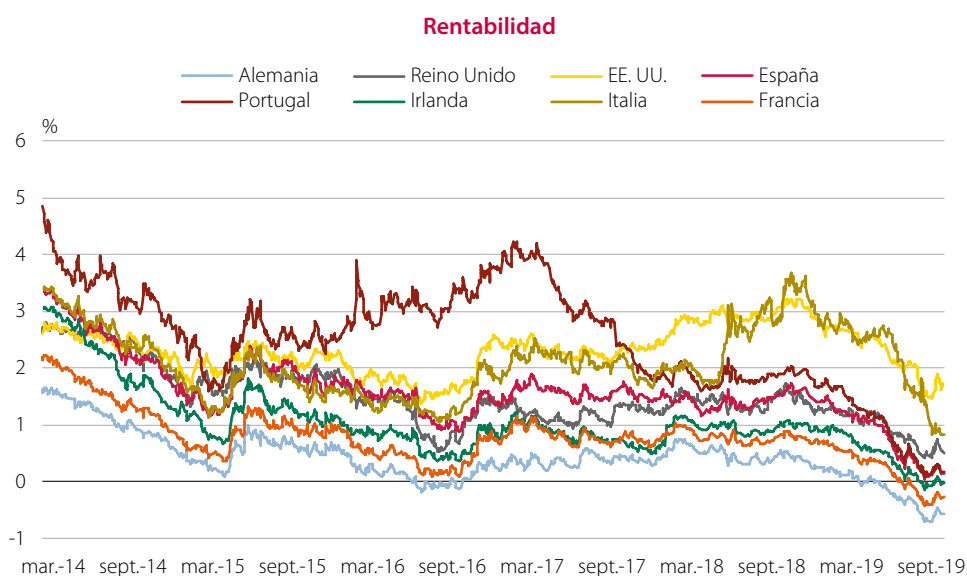
11 Además se ha observado una notable compresión de los niveles de tipos a corto plazo, de manera que en momentos puntuales la diferencia entre el tipo a 3 meses y a 12 meses ha sido de 2 p.b.

... que han oscilado entre los 78 p.b. y los 301 p.b. En el caso de las economías europeas, donde se observan nuevos mínimos históricos, las rentabilidades de la deuda pública a 10 años se sitúan en terreno negativo en muchos países.

El descenso de las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años en el tercer trimestre osciló entre los 21 p.b. del bono irlandés y los 126 p.b. del bono italiano (25 p.b. el español), lo que incrementó la caída anual hasta el rango que va entre los 78 p.b. del bono británico y los 301 p.b. del griego (127 p.b. el español). Los niveles de las rentabilidades de la deuda son muy bajos, especialmente en Europa, donde se han alcanzado nuevos mínimos históricos. A finales de septiembre se hallaban en territorio negativo la deuda pública a 10 años en Alemania, Holanda, Francia, Finlandia, Austria e Irlanda, muy cerca de cero en España y Portugal y algo por debajo del 1 % en Italia. En EE. UU. la rentabilidad del bono a 10 años finalizaba el ejercicio en el 1,67 %, 102 p.b. menos que a finales de 2018.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.

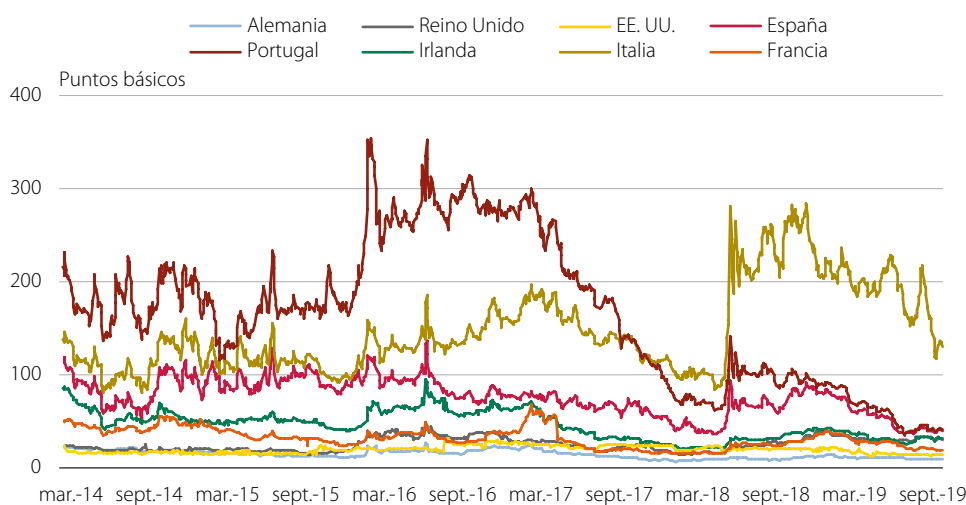
2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos de CDS a 5 años) de las economías avanzadas se mantuvieron estables a lo largo del tercer trimestre de 2019 siguiendo la tendencia que han mostrado desde principios de año, a excepción de algunos países periféricos de la zona del euro en los que se observaron disminuciones, como Grecia o Italia. Así, el CDS del bono griego registró un descenso gradual en el año de 248 p.b., hasta los 210 p.b (96 p.b. en el primer trimestre, 97 p.b. en el segundo y 56 p.b. en el tercero) y el del bono italiano, de 74 p.b. hasta 132 p.b., descenso que tuvo lugar en mayor medida durante este último trimestre. En el conjunto del ejercicio España y Portugal también registran disminuciones pero de menor cuantía; en torno a 45 p.b. en ambos casos, hasta los 40 p.b. y los 41 p.b., respectivamente.

Las primas de riesgo de crédito soberano se mantuvieron estables a lo largo del tercer trimestre, a excepción de las de Italia y Grecia, que mostraron descensos notables.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)

GRÁFICO 4



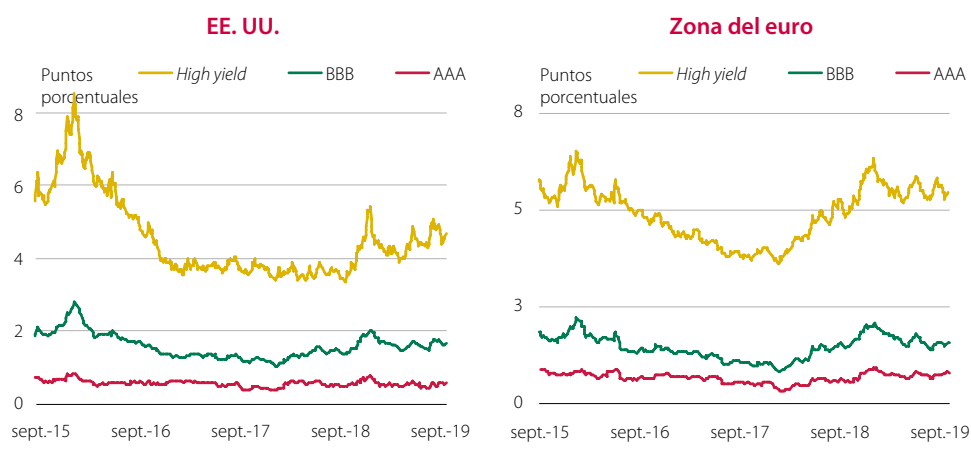
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada las primas de riesgo de crédito, que se habían tensionado en el tramo final de 2018 coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros, han mostrado una tendencia algo irregular en 2019 pero en el conjunto del ejercicio acumulan leves descensos en todos los segmentos de deuda, tanto en EE. UU. como en Europa. Estos descensos, más intensos en la deuda *high yield* —entre 64 p.b. y 74 p.b.—, serían compatibles con la prolongación de las estrategias relacionadas con la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), en un contexto marcado por la continuidad en el tiempo de los tipos de interés reducidos. Dentro de esta tendencia irregular, el comportamiento de las primas de riesgo fue ligeramente alcista en el tercer trimestre del año: en EE. UU. aumentó 24 p.b., hasta los 468 p.b., en el tramo *high yield*, mientras que en los tramos BBB y AAA aumentó 9 y 11 p.b., hasta los 168 p.b. y los 60 p.b., respectivamente. En la zona del euro, hubo ligeros descensos de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa: 2 p.b. tanto en el segmento *high yield* como en el tramo BBB, hasta los 543 p.b. y los 157 p.b., respectivamente. Los activos con mejor calidad crediticia experimentaron un leve aumento de 6 p.b., hasta los 81 p.b.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito aumentaron levemente en el tercer trimestre del año, pero en el conjunto de 2019 el balance muestra un retroceso en todos los segmentos de deuda.

Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante la segunda mitad de 2019 registraron un descenso sustancial, debido a la disminución de las emisiones del sector público.

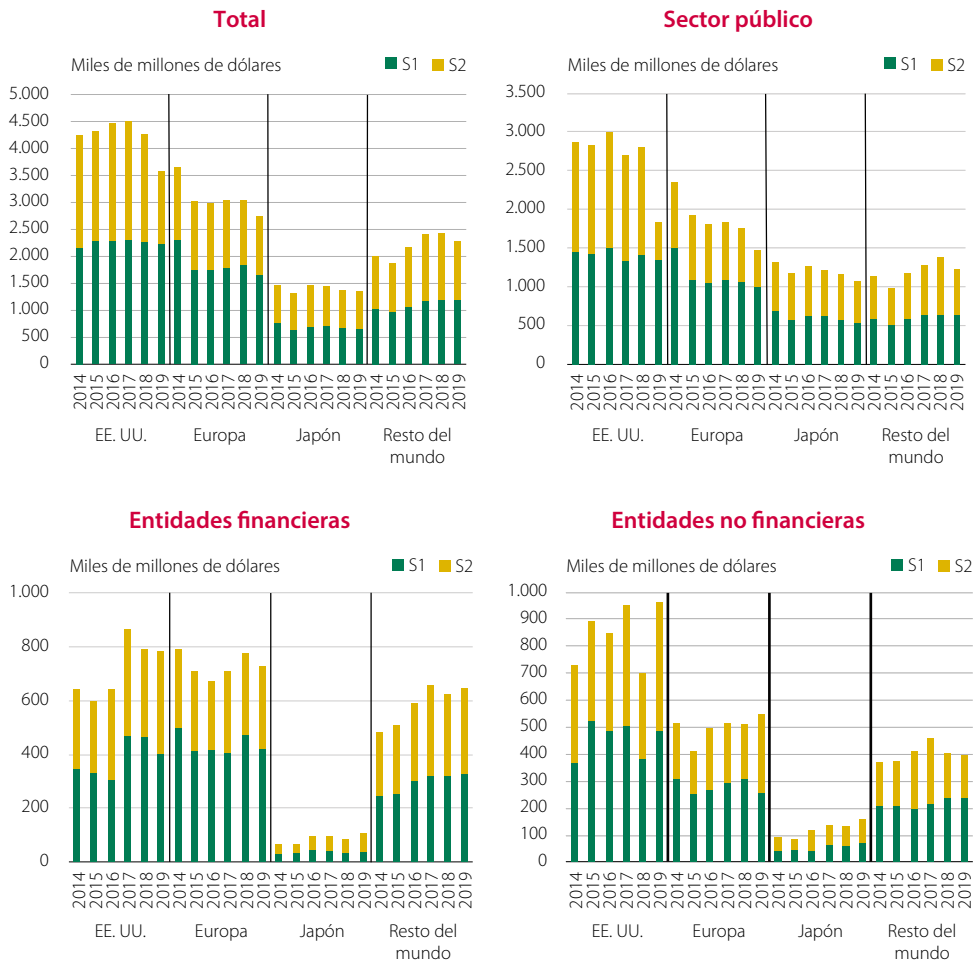
Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el tercer trimestre (datos semestralizados) registraron un descenso sustancial con respecto al segundo semestre de 2018 y se situaron en 4.177 millones de dólares (un 19 % menos que en el mismo periodo del año anterior). Esta bajada se debió a la fuerte disminución de las emisiones del sector público, que cayeron un 38,6 %. Por el contrario, en el sector privado, las emisiones aumentaron un 8,9 % en el sector financiero y un 32,8 % en el no financiero, lo que hizo que el descenso total fuera menos pronunciado. La reducción de las emisiones en todas las geografías, acompañado por un aumento de los vencimientos, provocó una caída aun mayor de las emisiones netas totales.

La reducción en el importe de las emisiones de deuda soberana se produjo en todas las regiones pero con especial incidencia en EE. UU.

La reducción en el importe de las emisiones brutas soberanas fue generalizada en todas las regiones, aunque más intensa en EE. UU., con una caída del 64,5 % con respecto al segundo semestre de 2018 (hasta un importe de 488.000 millones de dólares). Los importes emitidos en Europa y Japón también fueron inferiores a los volúmenes registrados en el segundo semestre de 2018 (217.000 millones y 61.000 millones menos, respectivamente) y dieron lugar al retroceso total ya comentado (38,6 %). En el acumulado del año el descenso es algo menor (21 %).

En cambio, las emisiones brutas del sector privado aumentaron de forma homogénea, aunque con un incremento mayor que en las efectuadas por el sector no financiero.

En relación con las emisiones de deuda efectuada por los sectores privados la tendencia fue homogénea entre subsectores, aunque con un incremento mayor de aquellas realizadas por el sector no financiero. En este último, las emisiones brutas totales pasaron de los 760.000 millones en el segundo semestre de 2018 hasta 1 billón en 2019, con un aumento originado en su mayoría en EE. UU. y Europa. En el conjunto del año estas emisiones han aumentado un 17,6 %. Por su parte el incremento de las emisiones de deuda en el ámbito corporativo financiero estuvo determinado por el repunte de las emisiones en Japón y en EE. UU. El avance fue del 8,9 % con respecto al segundo semestre de 2018 hasta situarse en 1,1 billones de dólares. El balance de emisiones anual es similar al del ejercicio previo.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2019 son hasta el 30 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En los mercados internacionales de renta variable, los índices más relevantes —que comenzaron el año con importantes avances— fueron moderando los incrementos durante el transcurso de este. Su evolución estuvo condicionada por la tensión comercial entre EE. UU. y China, emplazados a negociar a principios de octubre, las dudas sobre la ralentización de algunas economías, el resultado final del *brexit* y el renovado carácter expansivo de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico. En este contexto, los principales índices internacionales presentaron ligeras revalorizaciones en el tercer trimestre del año que, unidas a los destacados avances del primer semestre, fueron suficientes para recuperar las pérdidas del ejercicio anterior.

La revalorización de los índices bursátiles estadounidenses en el tercer trimestre fue la misma para el Dow Jones y el S&P (1,2 %), mientras que el Nasdaq cayó un leve 0,1 %. El crecimiento acumulado en el año de estos índices oscila entre el 15,4 % y el 20,6 %. Los principales índices europeos se comportaron de forma heterogénea, pues factores idiosincráticos de cada país tuvieron un papel importante en la evolución de los mercados. Así, los índices francés e italiano, Cac 40 y Mib 30, experimentaron subidas del 2,5 % y del 4,1 % respectivamente reflejando, en el caso de Italia, la buena acogida del nuevo Gobierno de coalición. Por su parte, el índice alemán Dax 30 avanzó ligeramente, un 0,2 %, evidenciando la preocupación de los mercados

Los principales índices de renta variable, que comenzaron el año con importantes avances, fueron ralentizando sus incrementos a medida que este transcurría por la presencia de varias incertidumbres...

... aunque el balance anual arroja revalorizaciones cuantiosas en la mayoría de ellos, que compensan las pérdidas de 2018.

sobre la posibilidad de recesión de la economía germana y el Ibex 35 lo hizo un 0,5 %, influido al menos en parte por la falta de acuerdo para formar Gobierno y la repetición de elecciones en noviembre. En los 3 primeros trimestres del año las bolsas europeas presentan revalorizaciones próximas al 20 % excepto en el caso español, donde el Ibex 35 acumula un aumento del 8,3 %.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento desfavorable en el tercer trimestre de 2019, aunque el balance acumulado del año es positivo.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento desfavorable en el tercer trimestre de 2019, lo que se reflejó en un descenso del 3 % del índice MSCI de renta variable emergente. Sin embargo, la tendencia acumulada en 2019 es positiva (5,5 %) —al igual que en el caso de los índices de las economías avanzadas— por las revalorizaciones de los primeros meses. Por regiones, los índices asiáticos mostraron caídas en el tercer trimestre en la mayoría de casos, a excepción del índice de Taiwán, que se revalorizó ligeramente (0,9 %). Estas caídas reflejaron tanto la incertidumbre alrededor de las negociaciones sobre los acuerdos comerciales como otros factores de inestabilidad domésticos. Así, el índice Hang Seng de Hong Kong retrocedió un 8,6 %, el SES All-S'Pore de Singapur un 6,1 % y el Shanghai Composite de China lo hizo un 2,5 %. En Latinoamérica el único índice que presentó una ligera revalorización fue el Bovespa de Brasil (3,7 %). El resto de índices mostró, en su mayoría, leves caídas durante el trimestre excepto el argentino Merval, que cayó un 30,5 % tras la celebración de elecciones primarias en el país y el desplome del peso. Entre las economías de Europa del Este, destacó el incremento del 8,6 % en el índice de Rumanía, pero otros índices relevantes registraron descensos: el índice ruso (RTS) cedió un 3,4 % y el polaco (Warsaw General Index), un 4,8 %.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

	2015	2016	2017	2018	II 19	III 19	IV 19	% s/ dic.-18
Mundo								
MSCI World	-2,7	5,3	20,1	-10,4	11,9	3,3	0,1	15,7
Zona del euro								
Eurostoxx 50	3,8	0,7	6,5	-14,3	11,7	3,6	2,8	18,9
Euronext 100	8,0	3,0	10,6	-11,2	13,7	2,8	2,6	19,9
Dax 30	9,6	6,9	12,5	-18,3	9,2	7,6	0,2	17,7
Cac 40	8,5	4,9	9,3	-11,0	13,1	3,5	2,5	20,0
Mib 30	12,7	-10,2	13,6	-16,1	16,2	-0,2	4,1	20,6
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	8,2	-0,4	0,5	8,3
Reino Unido								
FTSE 100	-4,9	14,4	7,6	-12,5	8,2	2,0	-0,2	10,1
EE. UU.								
Dow Jones	-2,2	13,4	25,1	-5,6	11,2	2,6	1,2	15,4
S&P 500	-0,7	9,5	19,4	-6,2	13,1	3,8	1,2	18,7
Nasdaq-Composite	5,7	7,5	28,2	-3,9	16,5	3,6	-0,1	20,6
Japón								
Nikkei 225	9,1	0,4	19,1	-12,1	6,0	0,3	2,3	8,7
Topix	9,9	-1,9	19,7	-17,8	6,5	-2,5	2,4	6,3

Fuente: Thomson Datastream.

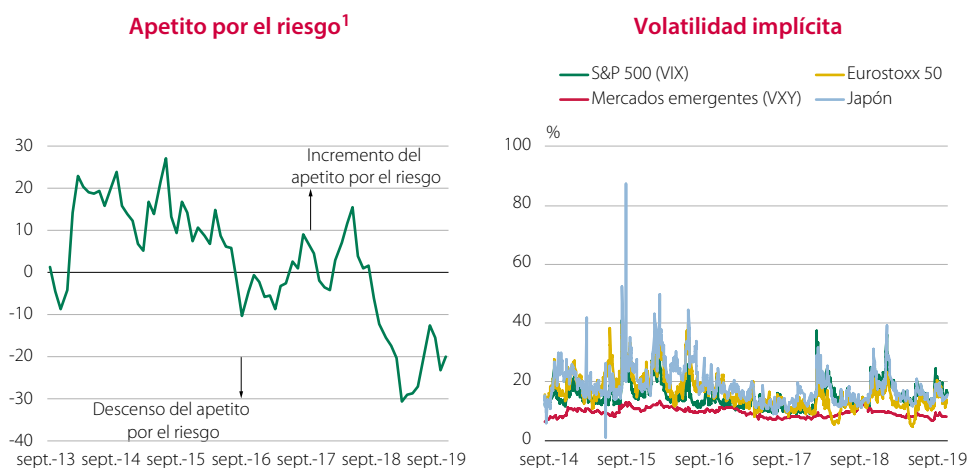
¹ En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes experimentaron un leve repunte en agosto, pero finalizaron el tercer trimestre en valores reducidos y similares a los del segundo. En general, los niveles de volatilidad implícita se situaron cerca del 15 % (véase el panel derecho del gráfico 7).

Las medidas de volatilidad implícita de la renta variable registraron un pequeño repunte en agosto, pero descendieron con posterioridad hasta valores muy bajos.

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

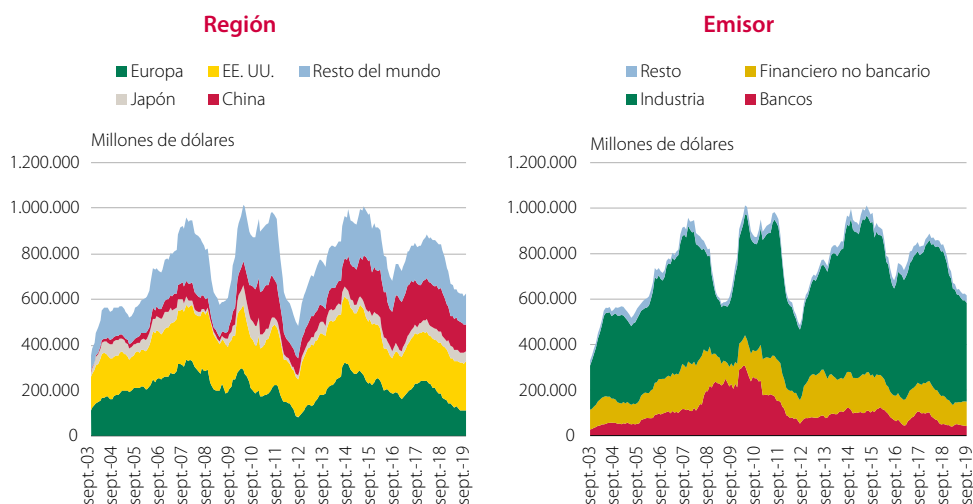


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales siguen descendiendo, prolongando una tendencia que comenzó en 2017 y que responde en parte a consideraciones relacionadas con la ralentización de la actividad económica y con la presencia de algunas incertidumbres. Así, aunque el volumen de emisiones del tercer trimestre del año (161.000 millones de dólares) fue similar al del tercer trimestre de 2018, las emisiones realizadas en los últimos 12 meses se situaron en 625.000 millones de dólares (muy por debajo de los 800.000 millones alcanzados en el mismo periodo de 2018 o de los máximos cercanos a 1 billón de dólares registrados en 2014 y 2015). Se observaron diferencias entre las regiones contempladas, con descensos notables en China y Japón (un 35,2 % y un 19,6 %, respectivamente) y, en menor medida, en Europa (-6 %), mientras que en EE. UU. y en otras regiones del mundo se registraron avances (del 34,3 % en el primero y el 15,0 % en las segundas). Por sectores, crecieron las emisiones de renta variable de las entidades financieras (no bancarias) y especialmente de las empresas de *utilities*, con un importe que superó el doble de lo emitido durante el mismo periodo del año anterior. En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en los bancos.

El volumen de emisiones de renta variable se estabilizó en el tercer trimestre del año, pero se encuadra dentro de una tendencia descendente que comenzó en 2017.



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 30 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española sigue ralentizándose (el avance del segundo trimestre fue del 2 %), pero mantiene un diferencial con la zona del euro próximo a 1 p.p.

El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2 % en el segundo trimestre de 2019, 2 décimas menos que en el primero, pero por encima de los registros de la zona del euro en el mismo periodo (1,2 %). Cabe destacar que tanto en España como en la zona del euro se ha observado una ralentización notable de la actividad en los últimos meses, motivada por la incertidumbre en torno a las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, la proximidad de la fecha del *brexit* y otros focos de tensiones internas. Con todo, la economía española mantiene un diferencial de crecimiento próximo a 1 punto porcentual (p.p.) respecto a la media europea.

La demanda nacional y el sector exterior contribuyeron de forma equivalente al crecimiento del segundo trimestre (1 p.p.) pero con tendencias opuestas, puesto que la primera reduce su aportación y el segundo la incrementa.

En el segundo trimestre, la contribución de la demanda nacional y del sector exterior al crecimiento fue similar en ambos casos (1 p.p.). Sin embargo, sus tendencias son diferentes, pues la aportación de la demanda nacional fue 9 décimas inferior a la del primer trimestre mientras que la del sector exterior fue 8 décimas superior. La evolución de los componentes de la demanda interna muestra una desaceleración notable del consumo privado (del 1,1 % al 0,6 %) y, sobre todo, de la formación bruta de capital fijo (del 4,8 % al 1 %). La variación anual del consumo público permaneció estable en el 2,2 %. Dentro de la evolución de la formación bruta de capital fijo destacó la caída de la inversión en bienes de equipo (del 8 % al -2,2 %) y el menor ritmo en el crecimiento de la construcción (del 4,2 % al 2,9 %). En cuanto al sector exterior, se produjo una leve recuperación de las exportaciones (del 0,2 % al 1 %), mientras que las importaciones intensificaron su ritmo de descenso (del -0,4 % al -0,7 %).

Por el lado de la oferta, la industria y las ramas primarias presentaron un crecimiento más débil, mientras que la construcción y los servicios avanzaron de forma notable.

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores que presentaron un comportamiento más débil fueron la industria, cuyo valor añadido apenas creció un 0,2 % en el segundo trimestre (0,5 % en 2018), y las ramas primarias, que mostraron un retroceso del 4,6 % (+5,9 % en 2018). Por el contrario, el valor añadido de los sectores de la construcción y los servicios registraron avances notables, del 5,2 % en el primer caso y del 2,8 % en el segundo, en línea con los incrementos medios observados en 2018 (5,7 % y 2,7 %, respectivamente).

% var. anual

	2015	2016	2017	2018	CE ¹	
					2019	2020
PIB	3,8	3,0	2,9	2,4	2,1	1,9
Consumo privado	2,9	2,6	3,0	1,8	1,9	1,6
Consumo público	2,0	1,0	1,0	1,9	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,9	2,4	5,9	5,3	3,6	2,9
Construcción	1,5	1,6	5,9	6,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	9,1	1,8	8,5	5,7	3,0	3,1
Exportaciones	4,3	5,4	5,6	2,2	2,3	2,9
Importaciones	5,1	2,7	6,6	3,3	2,7	3,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0
Empleo²	3,2	2,8	2,8	2,5	2,0	1,7
Tasa de paro	22,1	19,6	17,2	15,3	13,5	12,2
Índice de precios de consumo³	0,0	1,6	1,1	1,2	1,1	1,4
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,7	1,9	0,9	0,9
Saldo de las AA. PP.⁴ (% PIB)	-5,3	-4,7	-3,1	-2,5	-2,3	-2,0
Deuda pública (% PIB)	99,3	99,2	98,6	97,6	96,3	95,7
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	-79,1	-71,4	-68,6	-62,9	n.d.	n.d.

Fuente: Thomson Datastream, Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2019.

2 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2015, 2016, 2017 y 2018 por una cuantía del 0,1 %, 0,2 %, 0,04 % y 0,01 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación, que durante el primer cuatrimestre de 2019 se había incrementado desde el 1 % hasta el 1,5 %, ha mostrado una fuerte tendencia descendente desde entonces para quedar en el 0,1 % en el mes de septiembre. Esta caída tuvo su origen, sobre todo, en la evolución de la tasa energética, que pasó del 5,6 % anual en marzo al -4,5 % en agosto, aunque también se observó un comportamiento menos inflacionista de otros componentes variables del índice como los alimentos frescos. La tasa de inflación subyacente, que excluye los bienes energéticos y los alimentos frescos, ha registrado una leve tendencia alcista en el año pero se mantiene en niveles reducidos, inferiores al 1 %. Esta tendencia se origina por el pequeño aumento de la inflación de los alimentos elaborados y de los bienes industriales (no energéticos). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro, en valores negativos a finales del año anterior (-0,3 p.p. en diciembre), se ha ido incrementando durante el ejercicio (-0,6 p.p. en agosto).

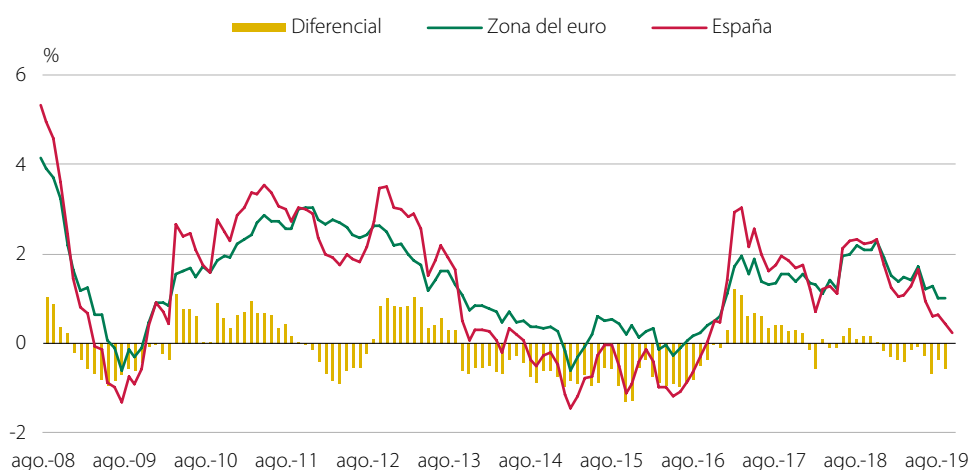
La inflación muestra un descenso notable desde mayo, que se debe, sobre todo, a la caída de la inflación energética. En septiembre la tasa anual se situaba en el 0,1 % y la tasa subyacente, en el 0,9 %.

La creación de empleo continuó, aunque a un ritmo ligeramente más moderado y dio lugar a una nueva disminución de la tasa de paro, hasta el 14,0 % en junio.

El avance de la actividad económica, aunque en desaceleración, continuó favoreciendo el dinamismo del mercado laboral. En este contexto, el proceso de creación de empleo prosiguió, si bien a un ritmo algo más moderado que en meses recientes (2,5 % en el segundo trimestre y 2,7 % en el último trimestre del año anterior). Así, el número de empleados a tiempo completo aumentó en 187.000 en el primer semestre del año y la tasa de paro descendió hasta el 14,0 % en junio (frente al 14,5 % en diciembre de 2018). Por su parte, los costes laborales unitarios se incrementaron en el primer trimestre del año hasta una tasa anual del 2,1 % (0,8 % de media en 2018), ya que el aumento de la remuneración por asalariado (1,6 %) fue acompañado de un descenso de la productividad (-0,4 %).

IPC armonizado: España frente a la zona del euro

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta septiembre en España y agosto en la zona del euro.

... y el déficit de las Administraciones públicas acumulado hasta junio se situó en el 2,10 % del PIB (0,24 p.p. menos que en el mismo periodo de 2018).

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) acumulado en el primer semestre del año se situó en el 2,10 % del PIB¹², algo por encima de la cifra de 2018 (1,86 % del PIB). Los datos no son totalmente comparables puesto que los incrementos en la remuneración de asalariados y de las pensiones de este ejercicio no tienen su equivalencia en los primeros meses de 2018, cuando computaron tras la aprobación de los Presupuestos en julio. Por tanto, es previsible que esta diferencia se vaya diluyendo en lo que resta del año. Así parece apuntarlo el importe del déficit del Estado acumulado hasta julio, que se situó en el 1,11 % del PIB, 0,35 p.p. menos que en 2018. El desglose por Administraciones muestra que el aumento del déficit fue generalizado en la primera mitad de año. Así, creció tanto el déficit de la Administración central (del 0,78 % al 0,92 %) como el de los fondos de la seguridad social (del 0,49 % al 0,54 %) y algo menos el de las comunidades autónomas (del 0,60 % al 0,63 %). Los últimos pronósticos¹³ apuntan a un déficit del 2,4 % del PIB para el conjunto del año. Por su parte, el dato avanzado para el segundo trimestre indica que el nivel de deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo se situó en el 98,9 % del PIB, el mismo nivel que en el primer trimestre y 1,3 p.p. más que a finales de 2018.

12 Excluye el importe de la ayuda financiera.

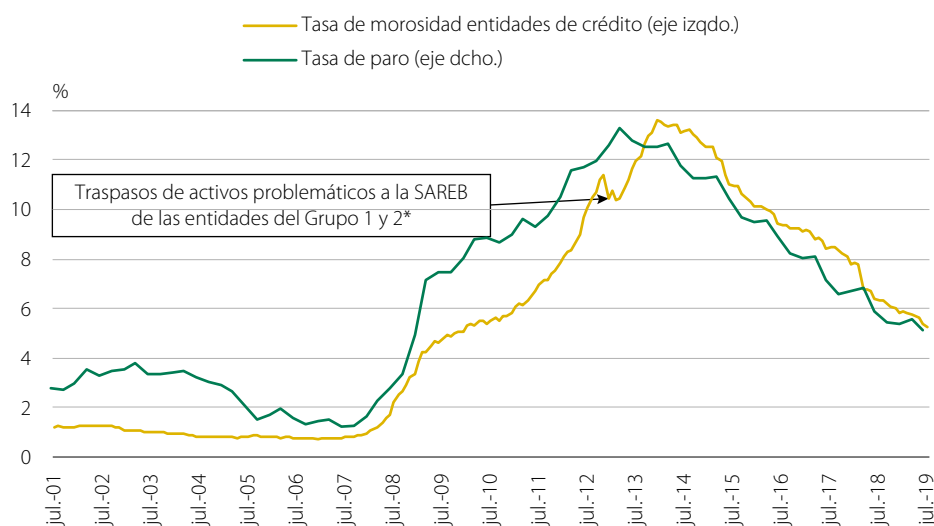
13 Banco de España.

El sector bancario continúa operando en un contexto de tipos de interés muy reducidos que se va a alargar más tiempo del previsto hace unos meses y que sigue impidiendo mejoras relevantes en el margen de intereses. Este sector se enfrenta a un entorno competitivo complicado caracterizado por la entrada de nuevos jugadores que lideran la revolución tecnológica y a otro tipo de incertidumbres de carácter legal, como la relacionada con la próxima sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre las hipotecas referenciadas al IRPH. Del lado positivo sigue jugando el comportamiento del mercado laboral, que ha permitido continuar reduciendo la tasa de morosidad del sector hasta el 5,2 % en julio (5,8 % a finales de 2018). Además, los bancos españoles mantienen una ratio de eficiencia mejor que la de la media en la Unión Europea en el primer trimestre de 2019: el cociente entre los costes y los ingresos se situó en el 51,6 % en España frente al 66,3 % de media que se registró en la Unión.

El sector bancario debe afrontar un periodo más largo de tipos de interés muy bajos, en un contexto fuertemente competitivo en el que entran en juego grandes compañías punteras en tecnología.

Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro¹

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos de morosidad hasta julio y tasa de paro hasta junio.

¹ Sobre la población activa.

* Los traspos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2, en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

En este contexto, el beneficio agregado de las entidades de crédito españolas se situó en 5.326 millones de euros en la primera mitad del año, un 20 % menos que en el mismo periodo del año anterior (6.657 millones de euros). El margen de intereses se mantuvo estable, lastrado por los bajos tipos de interés, mientras que el resultado de explotación disminuyó, entre otros, por la caída de los beneficios netos procedentes de operaciones en moneda extranjera y por el aumento significativo de las dotaciones netas. El incremento de las pérdidas por actividades realizadas al margen de la actividad de explotación también influyó en el descenso del beneficio total del sector.

Así, el beneficio agregado de las entidades de crédito se situó en 5.325 millones de euros en el primer semestre, un 20 % menos que en 2018.

La financiación bancaria otorgada tanto a las empresas como a los hogares creció en los primeros meses del año, con más intensidad en las compañías.

La financiación bancaria agregada otorgada a las empresas y los hogares residentes mostró un crecimiento interanual del 1,2 % en el mes de julio, debido principalmente al aumento de la financiación concedida a las sociedades no financieras (1,9 %), que tuvo lugar fundamentalmente a través de valores representativos de deuda. Por su parte, la financiación a los hogares siguió incrementándose a tasas relativamente similares a las observadas en meses previos (0,3 % en julio), evolución que se explica, sobre todo, por el crecimiento del crédito al consumo (4,6 %). En la zona del euro el crédito a las empresas crecía a tasas del 3,5 % anual en agosto y a los hogares lo hacía al 3,2 %.

El tamaño del sector bancario se incrementó un 1,6 % entre diciembre y julio, hasta los 2,62 billones de euros.

El tamaño del sector bancario se incrementó un 1,6 % entre diciembre y julio, hasta los 2,62 billones de activos (2,57 billones a finales de 2018), sobre todo por el incremento en los créditos concedidos al sector exterior y en el valor razonable de derivados que no forman parte de coberturas contables. Por su parte, las principales fuentes de financiación —los depósitos y la deuda— también mostraron ligeros aumentos (del 0,3 % y el 2,5 %, respectivamente), mientras que el patrimonio neto se redujo un -1 %, hasta los 325.000 millones de euros.

La tasa de ahorro de los hogares aumentó en el primer trimestre (hasta el 7,2 % de su RBD), al tiempo que su ratio de endeudamiento experimentaba un leve descenso y su riqueza neta se incrementaba.

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares indican que la tasa de ahorro siguió aumentando en el segundo trimestre del año hasta situarse en el 7,2 % de su renta bruta disponible (RBD) (a principios de 2018 había marcado un mínimo del 5,5 %). Por su parte, la ratio de endeudamiento experimentó un leve descenso en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 96,1 % de la RBD (97,1 % a finales de 2018 y 100,4 % a finales de 2017) y la riqueza de los hogares aumentó en el mismo periodo de tiempo debido tanto a la revalorización de los activos financieros como de los inmobiliarios.

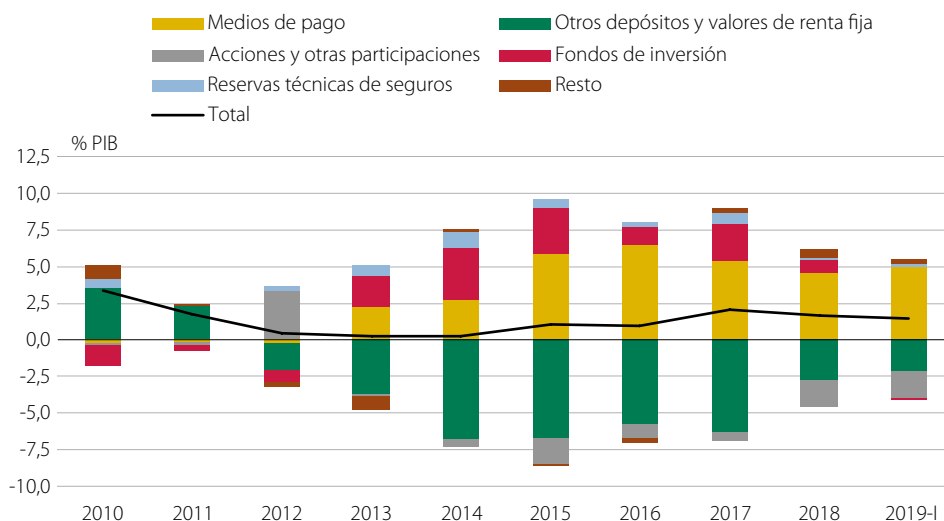
Las inversiones financieras de los hogares se situaron en el 1,5 % del PIB en el primer trimestre de 2019. Destacó la inversión en los activos más líquidos y las desinversiones en valores de renta fija, en depósitos a plazo y en acciones.

Las inversiones financieras netas de los hogares se situaron en el 1,5 % del PIB en el primer trimestre del año¹⁴ (1,6 % en 2018 y 2,1 % en 2017). El patrón de inversión fue similar al observado en los últimos ejercicios. Así, se produjo una desinversión considerable en valores de renta fija y depósitos a plazo (2,1 % del PIB) —productos poco atractivos en un entorno de tipos de interés muy reducidos— y también en acciones y otras participaciones (1,8 % del PIB), en línea con las turbulencias de los mercados de acciones de finales de 2018. Por el contrario, la inversión en los activos más líquidos fue significativa (5 % del PIB), patrón que se mantiene desde 2015. Sí que es diferencial del último periodo considerado la disminución de las suscripciones netas de los partícipes en fondos de inversión a raíz de la incertidumbre presente en los mercados financieros desde hace unos meses. Entre 2013 y 2017 los hogares invirtieron una media anual del 2,5 % del PIB en fondos de inversión, un porcentaje que se redujo hasta el 0,9 % en 2018 y que parece seguir en descenso en lo que va de 2019, aunque no sea de forma generalizada entre las diferentes categorías. Así, aunque las suscripciones netas en fondos acumuladas en el primer semestre del año son poco relevantes (-76 millones de euros), se producen como consecuencia de inversiones significativas en fondos de renta fija (5.466 millones) y fondos de renta variable mixta (2.597 millones) y de reembolsos netos relevantes en fondos de renta variable euro (-2.604 millones), retorno absoluto (-2.552 millones) y renta fija mixta (-2.175 millones).

14 Datos acumulados de cuatro trimestres, hasta el primero de 2019.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras*. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Medidas de intervención de la CNMV en relación con las opciones binarias y los contratos financieros por diferencias

RECUADRO 1

La CNMV aprobó el 29 de junio de 2019 diversas medidas de intervención en relación con opciones binarias (OB) y contratos financieros por diferencias (CFD) consistentes en la prohibición de la comercialización, distribución y venta de OB y en restricciones a la comercialización, distribución y venta de CFD entre clientes minoristas en España. Esta resolución es de aplicación a todas las entidades que comercialicen estos productos en España —con independencia de su país de origen— y entró en vigor el 2 de julio de 2019 para las OB y el 1 de agosto de 2019 para los CFD.

Debido a su naturaleza sofisticada y a la dificultad que entraña la comprensión de los riesgos de estos productos, su comercialización entre clientes minoristas ha sido una preocupación constante de la CNMV y de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés). De hecho, diversos estudios realizados por la CNMV y por otros organismos supervisores de valores han puesto de manifiesto que, en la gran mayoría de los casos, los clientes que han operado con este tipo de productos han perdido el dinero invertido.

Conviene recordar que las medidas adoptadas en España dan continuidad a las diversas medidas temporales acordadas por ESMA desde un año antes (el 22 de mayo de 2018), que afectaban a los clientes minoristas de la Unión Europea y que se renovaron en tres ocasiones. La autoridad europea comunicó en su día que esperaba que las autoridades nacionales competentes (ANC) —entre ellas la CNMV— adoptaran medidas similares que tuvieran efecto tras el vencimiento de las temporales. Por ello, se consideró conveniente aprobar una resolución que permitiese su implementación en España de forma indefinida, sujeta a revisión si se modificasen las circunstancias de mercado o si se reconsiderasen de modo general a nivel europeo.

Las medidas adoptadas por la CNMV, que son de aplicación a la prestación de servicios en España (incluida la libre prestación sin sucursal), son exactamente las siguientes:

- Prohibición de la comercialización, distribución o venta de OB a inversores minoristas.
- Establecimiento de limitaciones y requisitos en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD a inversores minoristas: i) límites de apalancamiento en el momento de apertura de una posición que oscilan entre 30:1 (para los cambios entre las principales divisas) y 2:1 (para criptomonedas), en función de la volatilidad del activo subyacente; ii) una obligación de cierre de posiciones por cuenta del cliente en caso de consumo de garantías, con establecimiento del porcentaje a partir del cual los proveedores están obligados a cerrar una o más posiciones de CFD abiertas (50 % de la garantía mínima requerida); iii) un mecanismo de protección de saldos negativos por cuenta del cliente. Se establece un límite general garantizado a las pérdidas de los clientes minoristas; iv) una restricción de los incentivos que los proveedores ofrecen a los clientes por operar con CFD; y v) advertencias estandarizadas sobre el riesgo, incluido el porcentaje de pérdidas en las cuentas de inversores minoristas del proveedor de CFD.

Además, se mantiene la exigencia de recabar la expresión manuscrita de reconocimiento de la especial complejidad de los CFD por parte de los clientes —tal como prevé la Circular 1/2018— y se extiende dicha exigencia a las entidades que operen bajo la libre prestación de servicios en España. Por otra parte, la CNMV considera una buena práctica que las entidades cuenten con procedimientos adecuados para solicitar garantías adicionales a los clientes antes de que se alcance el umbral de cierre de posiciones, de forma que estén informados y puedan aportar dichas garantías o, en su caso, cerrar la posición, antes de alcanzar dicho umbral.

La decisión tomada por la CNMV se basa principalmente en las siguientes razones:

- Las OB y los CFD son instrumentos financieros que se caracterizan por su complejidad y alto riesgo, así como por su elevada volatilidad a corto plazo. En el caso de los CFD se trata además de instrumentos con apalancamiento en los que el inversor puede incurrir en pérdidas superiores al importe inicialmente desembolsado.
- Con frecuencia las condiciones de negociación de los CFD y las OB no son suficientemente transparentes, lo que perjudica la capacidad de los inversores minoristas de comprender adecuadamente los términos de los productos y de evaluar su rendimiento esperado de y los riesgos asumidos.
- Los CFD y las OB son productos que generalmente se ofrecen a los inversores minoristas a través de plataformas de negociación electrónica, sin la provisión de servicios de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de cartera.

- El apalancamiento es el factor que más contribuye a que gran parte de los clientes minoristas desconozcan el elevado riesgo al que se encuentran expuestos cuando invierten en CFD. Ello es así porque aumenta la probabilidad de que el inversor no disponga de garantías suficientes para mantener sus posiciones abiertas ante fluctuaciones en los precios de los subyacentes, por lo que con frecuencia se produce el cierre automático de sus posiciones y pérdidas que exceden los importes inicialmente desembolsados por los clientes en concepto de garantía.
- Asimismo, el apalancamiento también dificulta la comprensión por parte del inversor del impacto en el rendimiento previsible de las comisiones y de los diferenciales que soporta, ya que estos suelen aplicarse sobre el importe nominal de la operación y no sobre las garantías entregadas por el cliente.

2.3 Perspectivas

Las previsiones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en julio confirmaron la ralentización del crecimiento mundial con un pronóstico del 3,2 % y el 3,5 % para este año y el que viene (3,6 % en 2018 y 3,8 % en 2017), debido a la intensificación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y su repercusión en el comercio mundial. De hecho, en los primeros días de octubre la institución señaló que la economía mundial ha entrado en una fase de desaceleración sincronizada debido a la guerra comercial, cuyo impacto total podría ser cercano a los 700.000 millones de dólares en 2020 (un 0,8 % del PIB mundial). De acuerdo con las estimaciones de la institución el 90 % del PIB mundial estaría ralentizándose. Este organismo espera que el PIB de EE. UU. avance un 2,6 % este año (3 décimas más que en su predicción de abril) —impulsado por el estímulo fiscal— y un 1,9 % el año próximo, mientras que el pronóstico para la zona del euro se ha mantenido en el 1,3 % para este año y se ha revisado ligeramente al alza para 2020, hasta el 1,6 % (1 décima más). La mejora del pronóstico para la zona del euro el año que viene se basa en la recuperación de las economías que se han comportado peor este año: Alemania e Italia. Finalmente, se espera que el conjunto de países emergentes experimente un crecimiento del 4,1 % en 2019 y un 4,7 % en 2020, 3 y 1 décimas menos que lo previsto en abril, observándose una desaceleración generalizada en las economías emergentes de todas las áreas geográficas, más intensa en Latinoamérica, Oriente Medio y el norte de África.

Los riesgos a la baja respecto al escenario de crecimiento económico se han intensificado a lo largo del año debido a los altibajos de la tensión comercial entre EE. UU. y otras economías¹⁵ y a la posibilidad de que el alargamiento en el tiempo de un entorno de tipos de interés muy reducidos acabe generando comportamientos inversores poco deseables y dé lugar a determinadas vulnerabilidades financieras. También persisten

El FMI prevé un crecimiento de la economía mundial del 3,2 % en 2019 y del 3,5 % en 2020, por debajo de los registros de los 2 últimos años.

Los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial se han intensificado y están relacionados con las tensiones comerciales, la prolongación de los tipos de interés muy bajos y el resultado del brexit.

15 En los primeros días de octubre se conoció la decisión de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que aceptó la posibilidad de que EE. UU. imponga aranceles a la Unión Europea como reacción a las subvenciones otorgadas por varios Estados miembros —entre ellos España— a Airbus en el pasado. Este hecho supone una fuente de incertidumbre adicional sobre la evolución económica de los países afectados.

ciertas incertidumbres relevantes en torno al resultado final del *brexit*, a la presencia de diversas tensiones geopolíticas y al proceso de adaptación al cambio climático. La materialización de algunos de los riesgos comentados o la interacción de varios de ellos podrían desencadenar aumentos en las primas de riesgo de crédito, que actualmente están muy comprimidas en el caso de algunos activos, y ajustes en los precios de los instrumentos de renta fija y variable internacionales.

Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2015	2016	2017	2018	FMI ¹	
					2019	2020
Mundial	3,4	3,4	3,8	3,6	3,2 (-0,1)	3,5 (-0,1)
EE. UU.	2,9	1,6	2,4	2,9	2,6 (0,3)	1,9 (0,0)
Zona del euro	2,0	1,9	2,7	1,9	1,3 (0,0)	1,6 (0,1)
Alemania	1,5	2,1	2,8	1,6	0,7 (-0,1)	1,7 (0,3)
Francia	1,0	1,0	2,4	1,7	1,3 (0,0)	1,4 (0,0)
Italia	0,8	1,2	1,8	0,7	0,1 (0,0)	0,8 (-0,1)
España	3,8	3,0	2,9	2,4	2,3 (0,2)	1,9 (0,0)
Reino Unido	2,4	1,9	1,9	1,4	1,3 (0,1)	1,4 (0,0)
Japón	1,3	0,6	1,9	0,8	0,9 (-0,1)	0,4 (-0,1)
Emergentes	4,3	4,6	4,8	4,5	4,1 (-0,3)	4,7 (-0,1)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en julio de 2019 respecto a abril de 2019).

Las últimas previsiones rebajan los pronósticos de crecimiento para la economía española hasta el 2 %, por la ralentización de la demanda interna, el deterioro de algunos mercados de exportación y la incertidumbre política.

Según la previsión publicada en julio por el FMI, la economía española crecerá un 2,3 % este año y un 1,9 % en 2020. Algo menos favorables resultan otros pronósticos más recientes como los del Banco de España, que en septiembre rebajaba su previsión de crecimiento para este año hasta el 2,0 % y hasta el 1,7 % la del próximo ejercicio (4 y 2 décimas menos respectivamente), como consecuencia de la pérdida de vigor de la demanda interna y de los mercados de exportación de España, en un contexto de aumento de la incertidumbre global. La economía española continúa afrontando riesgos relevantes, algunos más novedosos y relacionados con la posibilidad de que EE. UU. imponga aranceles a determinados productos españoles y otros anteriores, que tienen que ver con la necesidad de reducir el elevado —aunque en descenso— nivel de desempleo y de intensificar el proceso de consolidación fiscal. En esta última materia las previsiones más recientes¹⁶ sitúan el déficit público en el 2,4 % del PIB en 2019 (0,4 p.p. por encima de las proyecciones del Plan presupuestario publicado por el Gobierno en 2019). El grado de solidez del sistema bancario, que, como en otras economías europeas, afronta los retos derivados de operar en un entorno de tipos de interés muy bajos y de competencia creciente, también es objeto de atención. Todos estos riesgos se enmarcan en un contexto de incertidumbre política que se deriva de la falta de acuerdo en el proceso de formación de Gobierno, con la consiguiente convocatoria de nuevas elecciones.

16 Banco de España.

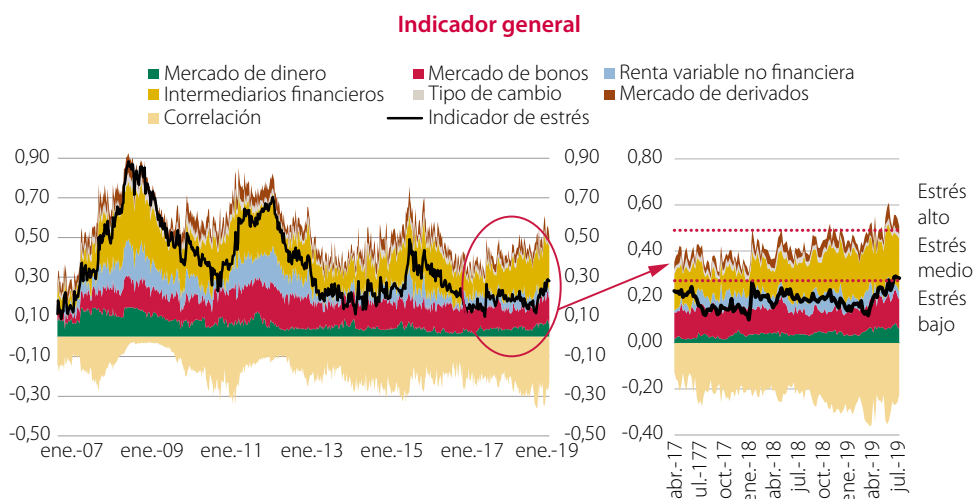
3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles¹⁷ ha mostrado una tendencia bastante estable hasta mayo, registrando niveles de estrés que se consideran bajos a pesar de que dos de los segmentos más importantes (bancos y deuda) mostraban valores elevados. La escasa correlación entre los movimientos de los diferentes componentes del indicador explicaba este comportamiento. Desde mayo el indicador ha pasado de unos valores cercanos a 0,10 a otros superiores a 0,28 a partir de principios de septiembre, con lo que sobrepasa el umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio. Este incremento se explica tanto por el leve aumento del nivel de estrés de otros segmentos con menor peso en el índice —por ejemplo, el de mercados monetarios o el de derivados— como por el aumento de la correlación entre ellos. Por tanto, se mantiene un nivel elevado de estrés en sectores que ya lo mostraban, como el bancario, por las bajas cotizaciones, y el de deuda, por el deterioro de la liquidez y de la volatilidad, y se percibe un incremento en otros sectores en un contexto en que los mercados afrontan varias fuentes de incertidumbre. La evolución de la correlación entre los diferentes componentes del sistema financiero será clave en las próximas semanas para determinar mayores aumentos del nivel de estrés total.

El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles superó el umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio a principios de septiembre. Este aumento se explica por el crecimiento más generalizado del estrés en la mayoría de los componentes en el contexto actual de incertidumbres. A finales de septiembre su valor era de 0,29.

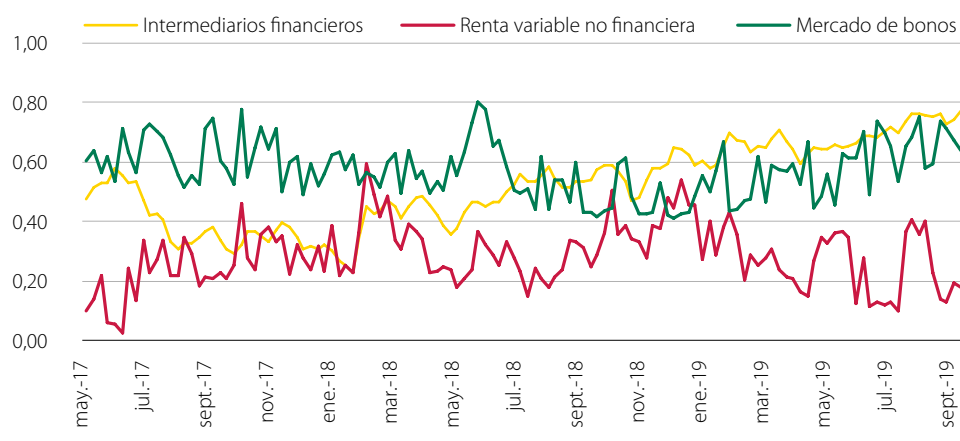
Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



17 Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016) «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable presentaron alzas destacadas en el primer trimestre, que se detuvieron conforme avanzaba el año y se intensificaban las fuentes de incertidumbre económica y política a nivel global.

Los mercados de renta variable nacionales mostraron un comportamiento alcista hasta abril, que se interrumpió conforme se recrudecía el enfrentamiento comercial entre EE. UU. y China, a la vez que se intensificaban otras fuentes de incertidumbre como la desaceleración de la actividad en la zona del euro y las dudas sobre el resultado final del *brexit*. Así, finalizaron el tercer trimestre con ligeras alzas tras la recuperación de las cotizaciones experimentada en septiembre —cuando el índice Ibex 35 tuvo su mejor comportamiento desde el mes de enero— gracias a las nuevas medidas de estímulos monetarios adoptadas por la autoridad monetaria europea¹⁸ y a la nueva rebaja de tipos de la Reserva Federal. Así el Ibex 35, que se había revalorizado un 8,2 % en el primer trimestre del año, registró descensos del 0,4 % en el segundo para volver a avanzar un 0,5 % en el tercero, lo que dejó la revalorización acumulada en el año en el 8,3 %¹⁹. Este registro, que es sensiblemente inferior al de otros índices de referencia europeos²⁰, puede haberse visto también afectado por factores de carácter interno relacionados con el retraso en la formación de Gobierno²¹ aunque al menos una parte significativa del diferencial se debe a la composición del índice español, con mayor peso de sectores que se han comportado relativamente peor, como son el bancario o el inmobiliario. El ligero avance de las

18 El BCE rebajó los tipos de la facilidad marginal de depósito 10 p.b., hasta el -0,50 %, y anunció que en noviembre retomará las compras netas de deuda por un importe de 20.000 millones de euros mensuales, además de extender el plazo de las operaciones de financiación a la banca (el tercer TLTRO) de 2 a 3 años. Por su parte, la Reserva Federal rebajó 25 p.b. sus tipos de interés en la segunda mitad de septiembre —el segundo recorte en el año—, hasta situarlos en el rango del 1,75 %-2 %.

19 El 2 de octubre el rebrote de las dudas sobre la ralentización de la actividad a escala mundial dio lugar a pérdidas significativas en las bolsas, de entre un 2 % y un 3 % de su valor en un solo día (el Ibex 35 perdió un 2,8 %).

20 Los principales índices bursátiles europeos presentaron registros positivos tanto en el tercer trimestre como en el acumulado anual: Eurostoxx 50 (2,6 % y 18,9 %, respectivamente), Dax 30 (0,2 % y 17,7 %, respectivamente), destacando las revalorizaciones del francés Cac 40 (2,5 % y 20 %, respectivamente) y el italiano Mib 30 (4,1 % y 20,6 %, respectivamente).

21 A finales de septiembre, el Rey firmó la disolución de las Cortes y la convocatoria de nuevas elecciones para el próximo 10 de noviembre.

cotizaciones se produjo en un contexto de descenso de la negociación y un levísimo deterioro de la liquidez en el mercado.

Como se observa en el cuadro 4, esta evolución no fue homogénea entre sectores ni tampoco atendiendo al tamaño de las compañías cotizadas. Respecto a este último factor, cabe destacar el comportamiento dispar observado durante todo el año entre las empresas de tamaño más reducido del mercado, que acumulan una revalorización del 6,5 % en el ejercicio, y las empresas de tamaño medio, que han perdido un 2,5 % de su valor. En el primer caso, se trata de compañías más ligadas a la evolución de la actividad económica doméstica, que es más dinámica que la de la zona del euro, mientras que en el segundo hay más empresas con mayor presencia y actividad exportadora en los mercados europeos, que se ven condicionadas por el descenso de la actividad económica y el comercio con la región.

En relación con la evolución sectorial, las revalorizaciones más elevadas se observa en el sector de bienes de consumo, con avances superiores al 20 % en el año; entre las que destaca la revalorización de Inditex gracias a su capacidad de adaptación al nuevo entorno competitivo de los mercados y la digitalización de la compañía. También son notables los avances en las cotizaciones de las compañías farmacéuticas y de biotecnología, favorecidas porque su demanda está menos ligada a la evolución del ciclo económico. Además, es remarcable la evolución positiva de los sectores de construcción e ingeniería, con avances cercanos al 30 % y 20 %, respectivamente, así como de las compañías del sector eléctrico y del gas, que se benefician del entorno de tipos de interés reducidos, del dinamismo de la demanda interna de la economía española y del carácter estable de sus ingresos. Por el contrario, son reseñables las caídas de las cotizaciones en las empresas inmobiliarias por el temor de los inversores a un cambio de ciclo en el sector inmobiliario (-9,8 %), las compañías del sector de metales y minerales (-4,1 %) y los bancos (-7 %). La evolución de estos últimos se ve condicionada por el mantenimiento de unos tipos de interés reducidos —con perspectivas de extensión por un periodo prolongado— que no beneficia sus resultados, en un contexto de desaceleración económica, así como por la presencia de otras incertidumbres²².

La evolución de las cotizaciones no fue generalizada entre sectores ni compañías, observándose revalorizaciones significativas en las empresas de bienes de consumo, del sector de la construcción y en las eléctricas...

... y caídas en las inmobiliarias y en los bancos, estos últimos afectados por el nivel tan bajo de los tipos de interés y por otras fuentes de incertidumbre.

22 Permanecen, por ejemplo, riesgos de carácter legal como el relacionado con la sentencia del TJUE sobre el IRPH.

Índices	2016	2017	2018	III 18 ¹	IV 18 ¹	I 19 ¹	II 19 ¹	III 19 ¹	dic.-18	% s/
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	-2,4	-9,0	8,2	-0,4	0,5	8,3	
Madrid	-2,2	7,6	-15,0	-2,5	-9,3	8,0	-0,6	-0,3	7,0	
Ibex Medium Cap	-6,6	4,0	-13,7	0,8	-14,8	4,7	-1,5	-5,5	-2,5	
Ibex Small Cap	8,9	31,4	-7,5	-5,6	-16,4	9,4	-1,3	-1,3	6,5	
FTSE Latibex All-Share	71,0	9,0	10,3	11,4	1,8	14,0	0,9	-6,2	7,9	
FTSE Latibex Top	67,8	7,3	14,8	12,9	4,5	11,7	1,1	-5,8	6,3	
Sectores²										
Servicios financieros e inmobiliarios	-1,6	10,5	-27,1	-5,1	-12,6	2,7	-3,0	-6,3	-6,6	
Banca	-1,8	10,6	-29,0	-5,3	-12,9	2,7	-3,1	-6,5	-7,0	
Seguros	15,5	0,1	-12,8	2,3	-13,8	2,9	3,9	-6,0	0,5	
Inmobiliarias y otros	-2,3	17,6	-26,1	-10,9	-15,0	-2,9	-6,7	-0,5	-9,8	
Petróleo y energía	0,8	3,9	6,1	-1,4	0,9	9,6	2,3	5,4	18,2	
Petróleo	32,6	9,9	-4,5	2,4	-18,0	8,4	-9,7	4,0	1,8	
Electricidad y gas	-4,3	2,0	8,9	-2,5	7,6	9,9	5,6	5,7	22,7	
Mat. básicos, industria y construcción	2,0	2,6	-8,6	2,7	-11,5	18,2	-0,6	2,1	20,0	
Construcción	-7,9	9,9	-3,4	4,5	-6,5	18,7	-1,3	10,1	28,9	
Fabricación y montaje de bienes de equipo	7,8	-19,3	-10,4	-5,2	-6,8	19,9	-1,0	-12,0	4,5	
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	48,8	14,2	-25,3	7,5	-27,2	7,5	0,8	-11,6	-4,1	
Ingeniería y otros	9,9	-9,9	-21,3	-1,4	-23,9	14,4	5,0	-2,2	17,5	
Tecnología y telecomunicaciones	-9,0	7,5	-5,5	4,8	-8,8	9,0	-1,4	-2,5	4,8	
Telecomunicaciones y otros	-14,2	-5,1	-8,2	-5,3	6,1	3,7	-0,5	-0,5	2,6	
Electrónica y software	7,9	36,6	-0,1	17,4	-23,7	17,3	-2,6	-5,8	7,6	
Bienes de consumo	0,2	-2,1	-16,7	-6,5	-13,5	14,3	0,9	5,0	21,1	
Textil, vestido y calzado	2,6	-10,4	-23,1	-10,8	-14,4	17,2	1,0	7,4	27,0	
Alimentación y bebidas	-5,4	5,2	-8,4	1,4	-14,4	12,2	-9,7	-3,4	-2,2	
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	14,6	-6,4	-0,8	-10,3	11,6	5,0	3,4	21,2	
Servicios de consumo	-8,0	23,3	-19,7	-4,9	-11,1	2,0	-1,4	-3,9	-3,3	
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	-34,7	-9,9	-27,2	2,7	4,3	-2,6	4,4	
Transporte y distribución	-15,7	32,3	-11,5	-2,7	-7,5	0,3	-0,5	-2,5	-2,6	

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

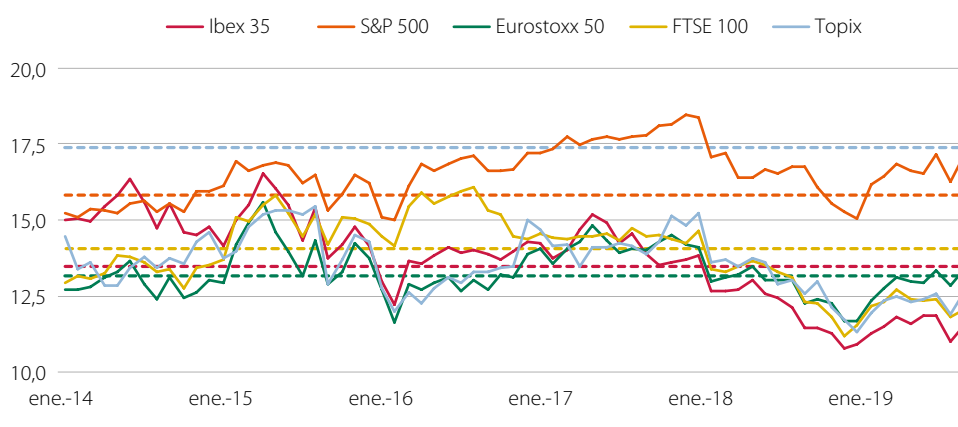
Tras unos meses de aumento, la ratio PER del Ibex 35 se situó en 11,5 veces en septiembre, por encima de los valores de cierre de 2018 y bastante por debajo de su media histórica (13,5).

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 mostró una tendencia creciente en la primera mitad del año, que tuvo su origen en la revalorización de las acciones al inicio del periodo y posteriormente en la ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los meses próximos. En el tercer trimestre esta tendencia se invirtió ligeramente y dejó el valor de esta ratio en 11,5 veces, todavía por encima de la registrada al cierre de 2018 (10,8) y bastante inferior a su media histórica (13,5). Como se observa en el gráfico 13, la tendencia de la ratio PER del índice español es algo distinta a las de los índices más relevantes a nivel global, que aumentaron ligeramente favorecidas por los mayores avances en sus cotizaciones. La ratio española es inferior a la de otros índices y su distancia respecto de la

media del indicador es elevada. Una ratio PER tan por debajo de su media solo se observa en el índice asiático Topix y en el británico FTSE, que se ha visto afectado por caídas significativas de las cotizaciones en el contexto del *brexit*.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

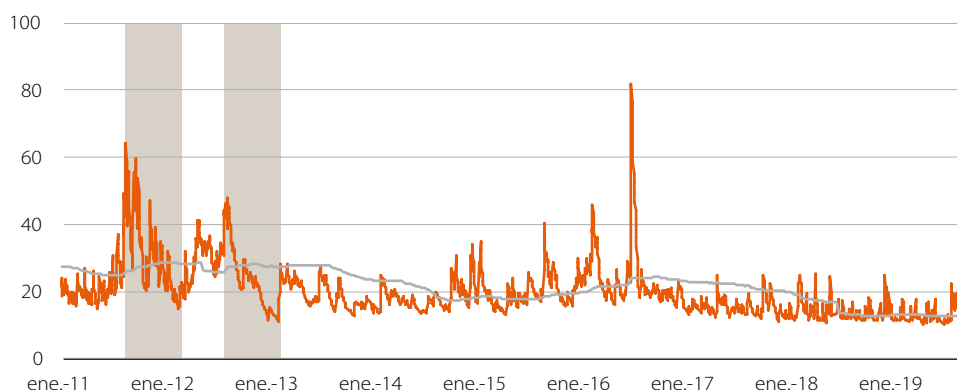
1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del Ibex 35 se ha movido en niveles reducidos (inferiores al 15 %) durante la mayor parte del ejercicio, experimentando únicamente un leve repunte hasta alcanzar valores en torno al 20 % en el mes de agosto, como consecuencia de la intensificación de algunas incertidumbres de carácter internacional. Al cierre del tercer trimestre, la volatilidad de Ibex 35 cayó hasta valores cercanos al 10 %, un poco por debajo del valor medio del periodo (12,2 %) y del promedio del ejercicio 2018 (15,1 %). El comportamiento de la volatilidad del mercado español ha sido similar al de otros índices de referencia, siendo el repunte de estos últimos ligeramente superior al del índice español (por encima del 20 % en el caso del Eurostoxx 50 y del Dow Jones). A pesar de este pequeño rebrote, los diferentes indicadores de volatilidad oscilan en rangos reducidos desde un punto de vista histórico desde hace varios trimestres.

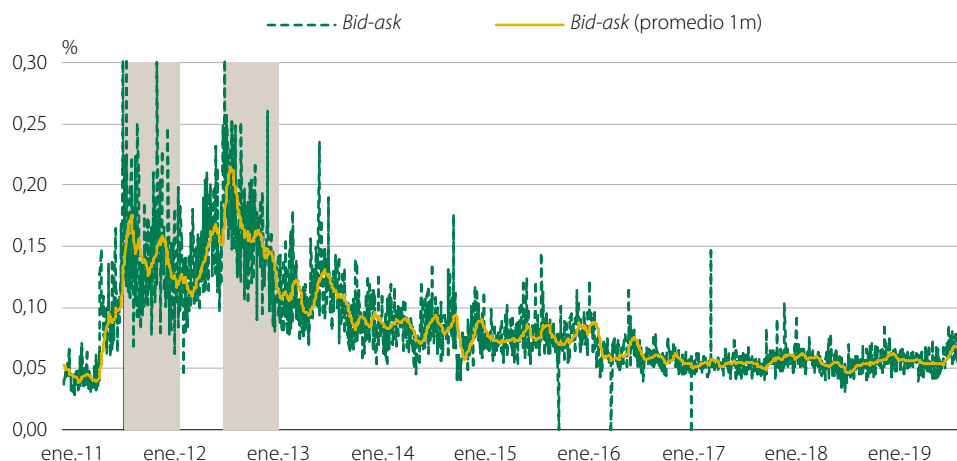
La volatilidad del mercado se mantuvo en niveles reducidos, aunque la intensificación de algunas incertidumbres en agosto elevó transitoriamente su valor de modo moderado, hasta acercarse al 20 %.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. En azul se muestra la volatilidad condicionada y en rojo, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibx 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades.

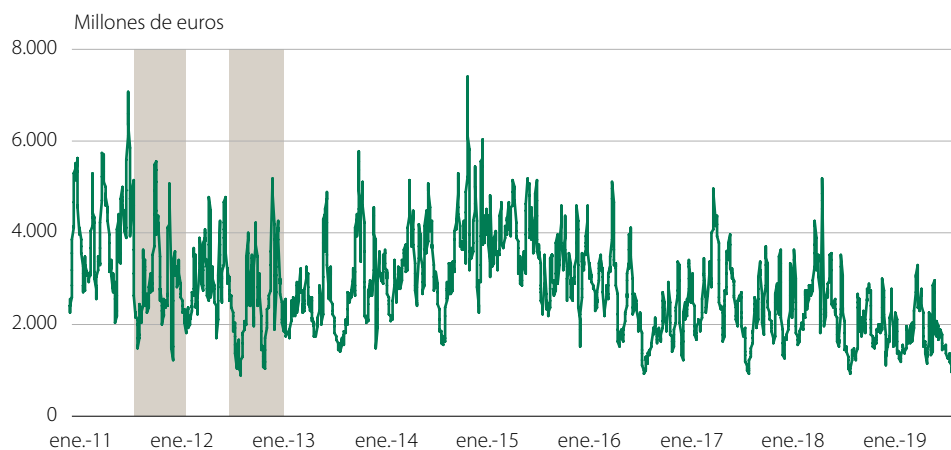
Las condiciones de liquidez experimentaron un leve deterioro en agosto, pero permanecen en niveles satisfactorios.

Las condiciones de liquidez del Ibx 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron estables en el primer semestre del año, pero tendieron a deteriorarse ligeramente en agosto, coincidiendo con el leve repunte de la volatilidad en el mercado y el descenso de los volúmenes negociados. Así, el diferencial de compra-venta se situó muy cerca de 0,070 % a final de dicho mes, por encima del rango en el que se había movido durante casi todo el año (0,053 %-0,058 %) y de su promedio (0,058 %), pero aún muy por debajo de la media histórica del indicador (0,091 %).

La negociación de valores españoles retrocede un 6,5 % en el tercer trimestre del año en términos interanuales y un 15,9 % en el acumulado del ejercicio, lo que consolida una tendencia bajista en la contratación.

La contratación de renta variable española superó los 181.000 millones en el tercer trimestre del año, un 6,5 % menos que en el mismo periodo del anterior. Se consolida así una tendencia de caída de volúmenes de negociación, que también se produce en otras plazas europeas²³, y en la que determinadas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia encuentran menos incentivos debido al entorno de baja volatilidad. En el acumulado del ejercicio la negociación de estos valores se situó en 597.000 millones de euros, un 15,9 % menos que en 2018. La contratación media diaria del mercado continuo en el tercer trimestre alcanzó 1.522 millones de euros (-15,4 % en variación interanual), por debajo de los registros de los trimestres previos (1.696 millones en el primero y 2.094 en el segundo).

23 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta agosto disminuyó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 24,3 % en Euronext, un 34,2 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 27,4 % en Deutsche Borse.



Fuente: CNMV. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

¹ Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Del importe total negociado de valores españoles en el año, 334.518 millones correspondieron al mercado regulado español y el resto, a otros centros de negociación y mercados competidores. El importe negociado en BME en los tres primeros trimestres del año cae un 25,4 % interanual, situándose su cuota de mercado en el 55,2 %, muy cerca de su mínimo histórico del 55,1 % del primer trimestre (casi 5 puntos porcentuales menos que al cierre de 2018). De este modo, a pesar de los altibajos que se han producido a lo largo del ejercicio, su tendencia continúa siendo a la baja (su cuota de mercado fue del 62,6 % en 2018, el 68,2 % en 2017 y el 72,7 % en 2016). Por su parte, el importe negociado en otros centros competidores (262.240 millones) apenas varió (un 0,3 % más), de manera que, a pesar del descenso de la contratación de activos de renta variable, los centros de negociación y mercados competidores de BME han sido capaces de mantener sus volúmenes negociados a costa de erosionar la cuota de mercado de este último. A pesar de ello, la distribución de la negociación no fue homogénea entre los competidores, presentando descensos en Chi-X y Turquoise, que se compensaron con avances en BATS y el resto de competidores, que casi doblan su volumen negociado (véase cuadro 5).

La negociación de valores españoles cayó en la mayoría de los centros de negociación, pero fue más intensa en BME, por lo que su cuota de mercado disminuyó hasta situarse en valores cercanos al 55 %.

A pesar de que uno de los objetivos de la regulación MiFID II era desplazar parte de la negociación no sometida a reglas de mercado que se produce a centros de contratación donde sí estuviera sujeta a estas, se observa de forma más o menos generalizada en Europa un incremento de la negociación que se realiza a través de los internalizadores sistemáticos tras la entrada en vigor de dicha normativa. Esta modalidad de negociación, que no está sujeta a reglas de mercado, se ha incrementado en el caso español y, según las estimaciones preliminares, se situaría por encima del 15 % de la negociación total en 2019, desde los valores algo inferiores al 5 % que alcanzaba a principios de 2018.

En paralelo se observa un aumento notable de la negociación que se produce a través de internalizadores sistemáticos, una modalidad de negociación que no está sometida a reglas de mercado.

Millones de euros

	2015	2016	2017	2018	I 19	II 19	III 19
Total	1.161.482,8	877.413,8	932.771,9	930.616,1	193.634,8	221.735,7	181.393,0
Admitida en SIBE	1.161.222,9	877.402,7	932.763,1	930.607,1	193.633,8	221.732,4	181.391,6
BME	925.978,7	634.908,8	633.385,7	579.810,4	106.068,5	128.897,2	99.552,2
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	22.921,2	21.392,1	20.312,6
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.833,4	9.520,5	8.587,9	6.730,5
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	45.011,1	48.830,8	42.557,4
Otros ²	13.566,2	29.182,9	61.346,5	29.552,2	10.112,5	14.024,5	12.238,9
Corros	246,1	7,9	8,1	8,2	0,9	3,2	1,4
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	0,0	0,6	0,2
Bilbao	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,1
Barcelona	219,1	4,6	6,3	7,4	0,9	0,5	1,1
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	0,1	0,1	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	12.417,7	6.033,0	6.908,0	3.517,1	901,5	918,9	698,0
MAB	6.441,7	5.066,2	4.987,9	4.216,3	932,6	1.018,9	710,4
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	38,8	26,0	32,8
ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	467,1	375,9	415,9
Total contratación BME	957.990,5	652.220,9	649.885,3	590.732,0	108.409,4	131.240,2	101.410,7
% RV española en BME respecto al total RV española	80,1	72,7	68,2	62,6	55,1	58,4	55,2

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.

Las emisiones de renta variable efectuadas en los 3 primeros trimestres del año alcanzaron 5.670 millones de euros, un 25,5 % menos que en 2018. Además, sigue sin producirse ninguna salida a bolsa en el ejercicio.

El importe de las emisiones de renta variable realizadas en los mercados en lo que va de año se situó en 5.670 millones de euros, un 25,5 % menos que en el mismo periodo de 2018. Este descenso se explica exclusivamente por las ampliaciones de capital liberadas (sin captación de recursos), cuyo importe fue de 1.562 millones de euros, menos de la mitad de lo emitido en 2018. El recurso a las ampliaciones bajo la modalidad de dividendo elección ha disminuido en relación con la tendencia de años anteriores. Por el contrario, el importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos fue algo superior a los 4.100 millones de euros, prácticamente la misma cifra que en 2018. Dentro de estas últimas se observó un cierto cambio de composición a favor de las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente y en detrimento de las ampliaciones con contrapartida no monetaria²⁴. Por otra parte, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa durante el trimestre, manteniéndose la atonía de los dos trimestres anteriores. Así, aunque varias empresas preparan su estreno en el mercado, parecen esperar el momento idóneo para hacerlo, a la vista de las incertidumbres presentes.

²⁴ El año pasado tuvo lugar la ampliación con contrapartida no monetaria correspondiente a la emisión de acciones de Bankia para la absorción de Banco Mare Nostrum (BMN).

	2016	2017	2018	IV 18	I 19	II 19	III 19
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	45	47	46	24	14	11	10
Ampliaciones de capital	45	45	45	24	14	11	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	2	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	91	81	26	14	13	10
Ampliaciones de capital	79	84	80	26	14	13	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	2	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	2	7	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	13.846,7	25.787,7	7.389,9	3.288,2	1.386,2	973,3	1.748,3
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	141,5	1.352,7	199,8	44,6
Sin derecho de suscripción preferente	807,6	956,2	200,1	200,1	10,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	1.910,1	0,0	0,0	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.999,7	557,3	0,0	351,6	1.682,6
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	9,9	13,0	0,0	0,7
Otras	2.390,2	6.060,2	913,9	469,4	10,5	421,9	20,4
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.898,3	3.807,3	3.939,7	323,5	347,5	140,4	1.074,9
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	299,0	347,5	140,4	1.074,9
Total ampliaciones de capital	19.745,1	29.595,0	11.329,6	3.586,7	1.733,7	1.113,7	2.823,1
Ofertas públicas de venta	506,6	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	15	13	8	2	5	2	5
Número de emisiones	21	15	12	2	5	2	6
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	3,4	20,3	3,4	74,1
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	3,4	20,3	3,4	74,1
De ellas, mediante OPS	9,7	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- 3 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 4 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- 5 Operaciones no registradas en la CNMV.

La SEC y la CNMV presidirán el Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público

RECUADRO 2

Con fecha 9 de julio de 2019, el Consejo de IOSCO nombró a la vicepresidenta de la CNMV, Ana María Martínez-Pina, *co-chair* del Monitoring Group. Sagar Teotia, *chief accountant* de la Securities Exchange Commission (SEC) de EE. UU. es el otro *co-chair* de este grupo.

El Monitoring Group, compuesto por organismos reguladores e instituciones financieras internacionales, se constituyó a raíz de las reformas diseñadas en 2003 por la Federación Internacional de Auditores (IFAC¹, por sus siglas en inglés), de cara a

establecer un mecanismo que tuviera en cuenta, en mayor medida, el interés público en la emisión de normas internacionales de auditoría y ética. Los miembros del Monitoring Group son: el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CBSB), la Comisión Europea (CE), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés), el Fórum Internacional de Reguladores de Auditores Independientes (IFIAR, por sus siglas en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y el Banco Mundial (WB, por sus siglas en inglés).

Para cumplir con los objetivos del Monitoring Group, en 2005 se constituyó el Consejo de Supervisión del Interés Público (PIOB, por sus siglas en inglés), organismo independiente, con sede en Madrid, responsable de supervisar que las normas internacionales de auditoría y ética tienen en cuenta el interés público, teniendo en cuenta la opinión de las distintas partes interesadas.

Por tanto, la arquitectura supervisora del proceso de elaboración de las normas internacionales que afectan a los auditores se estructura en tres niveles: el Monitoring Group, el PIOB y los Consejos de Elaboración de Normas (SSB, por sus siglas en inglés).

Las principales responsabilidades encomendadas al Monitoring Group son las siguientes:

- Velar por el establecimiento de normas internacionales de auditoría, ética y educación de elevada calidad.
- Realizar un seguimiento de la implementación y efectividad de las reformas de la IFAC y, en este sentido, evaluar la efectividad de dichas reformas y de otros aspectos de la actividad de la IFAC relacionados con el interés público.
- Nombrar a los miembros del PIOB, a través de su Comité de Nombramientos.
- Realizar un seguimiento de la ejecución del mandato del PIOB.
- Asesorar al PIOB sobre aspectos relativos a la supervisión del interés público y relacionados con el desarrollo regulatorio, legal y político.
- Compartir puntos de vista y discutir cuestiones relacionadas con la calidad de las auditorías y con el desarrollo regulatorio y de los mercados que tengan un impacto en la auditoría.

El PIOB ejerce una supervisión directa de los procesos de elaboración de las normas internacionales de auditoría y ética, velando por el cumplimiento del interés público y por una amplia aceptación por las partes interesadas, a fin de mantener la credibilidad técnica de los SSB.

Por su parte, estos SSB son el International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), el International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA) y el International Accounting Education Standards Board (IAESB). Estos tres consejos están apoyados y asesorados por sus respectivos grupos consultivos (*consultative advisory groups*).

El nombramiento de la vicepresidenta de la CNMV se produce en un momento clave, en pleno proceso de reforma para mejorar la supervisión y gobernanza de los SSB vinculados a la emisión de normas internacionales de auditoría y ética. El objetivo de este proceso de reforma es establecer una estructura de gobierno más independiente, sostenible y efectiva; ampliar la experiencia profesional y diversidad de los miembros de los SSB; reducir la influencia de la profesión auditora en la elaboración de las normas de auditoría y ética; y reforzar la consideración del interés público en el proceso de emisión de estas normas, al objeto de fomentar el desarrollo de normas de alta calidad y que respondan de manera oportuna a los cambios en el entorno.

El Monitoring Group puso en marcha en noviembre de 2017 una consulta pública en la que establecía distintas opciones para mejorar la estructura de gobierno y la supervisión del proceso de emisión de las normas de auditoría y de ética, por la que recibió 179 respuestas. De acuerdo con el resumen de respuestas publicado por el Monitoring Group en mayo de 2018, existe un amplio apoyo entre las distintas partes interesadas para acometer la reforma, a fin de aumentar la responsabilidad y la transparencia en el proceso de elaboración de las normas de auditoría y ética y pasar a una representación de múltiples partes interesadas en los SSB y a un modelo de financiación sostenible más independiente de la profesión auditora.

No obstante, las respuestas mostraban diversos puntos de vista con respecto a cómo llevar a cabo las reformas de la manera más efectiva y eficiente y sobre si la reforma debe llevarse a cabo por etapas o no. El Monitoring Group, bajo la coordinación de los *co-chairs* recientemente nombrados, tiene como objetivo dar un impulso a esta reforma.

1 El IFAC se constituyó en 1977 para fortalecer la profesión de auditoría a nivel mundial en aras del interés público y mediante el desarrollo de normas internacionales de elevada calidad en el ámbito de la auditoría, la ética, la educación y la contabilidad del sector público.

3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los mercados de renta fija se enmarca en un contexto caracterizado por la interrupción y posterior reversión del giro de la política monetaria del BCE esperado en 2019 y las primeras medidas de endurecimiento de esta. Así, los pronósticos relacionados con el momento de la primera subida de tipos de interés en 2019 cesaron tras pasar a una situación caracterizada por una desaceleración intensa de la actividad económica, acompañada de tasas de inflación muy por debajo del objetivo de la autoridad monetaria. Esto hizo que el BCE empezara el año retrasando el momento del primer aumento de tipos, en marzo anunciara un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III), en junio no descartara nuevos descensos de los tipos y, finalmente, en septiembre concretara algunas medidas expansivas, entre las que destacó la rebaja de la facilidad marginal de depósito (hasta el -0,5 %) y la reanudación del programa de compras de deuda (por un importe mensual de 20.000 millones de euros²⁵).

La reorientación de la política monetaria del BCE para imprimirle un renovado carácter expansivo, como consecuencia del entorno de desaceleración del crecimiento y de bajas tasas de inflación, ha marcado la evolución de los mercados de renta fija en los últimos meses...

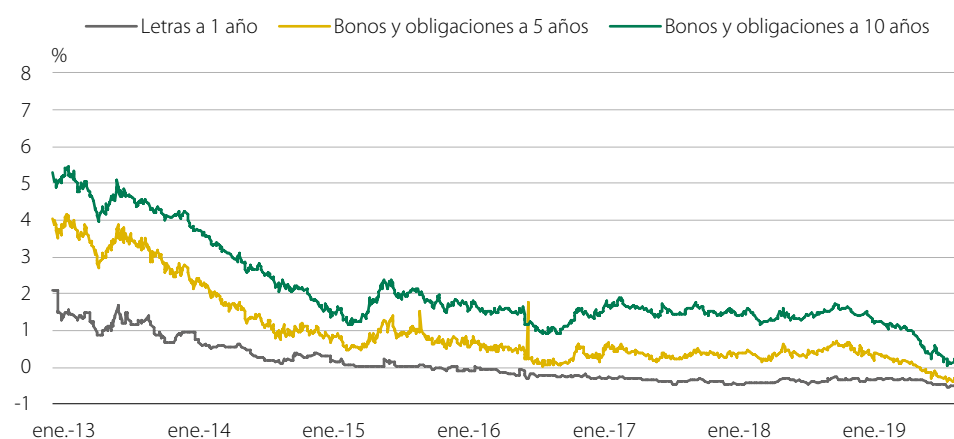
25 Desde el 1 de noviembre.

... y ha originado nuevos mínimos históricos en toda la curva de tipos de interés y descensos de las primas de riesgo de los emisores españoles.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo, que habían aumentado levemente en el primer trimestre del año, volvieron a caer en los meses posteriores hasta alcanzar nuevos mínimos históricos en sus plazos más largos. En el caso de la deuda a largo plazo, las rentabilidades disminuyeron con mayor intensidad (la del bono de deuda a largo plazo llegó a estar por debajo del 0,10 % a principios de septiembre) y dieron lugar a un aplanamiento considerable de la curva de tipos de interés y a nuevos mínimos históricos en toda la curva. La prima de riesgo del sector público y de los subsectores privados de la economía ha mostrado una tendencia descendente en el año, que se ha acentuado en los últimos meses al beneficiarse también de las nuevas medidas de la política monetaria expansiva del BCE.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo, que había aumentado levemente en el primer trimestre del año, cayó en los dos siguientes, en consonancia con los mensajes y las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo, que habían repuntado ligeramente en los primeros meses del ejercicio, mantuvieron en los siguientes una tendencia descendente que se fue consolidando conforme se conocían más detalles del giro de la política monetaria del BCE. En este contexto, se observaron descensos en los rendimientos de los diferentes plazos de las Letras del Tesoro, que fueron algo mayores en los plazos más largos. Así, por ejemplo, el rendimiento de las Letras a 12 meses se situaba en septiembre en -0,49 % en promedio, 16 p.b. menos que en diciembre de 2018. El rendimiento de las Letras a 3 y 6 meses alcanzaba el -0,54 % y el -0,53 % respectivamente, 4 p.b. y 12 p.b. menos que a finales del año pasado. Todos estos tipos se situaron en torno al nuevo rendimiento mínimo anual del -0,50 %, el tipo de la facilidad marginal de depósitos. Cabe señalar que en la segunda mitad de septiembre se ha observado un cierto aumento de los tipos a corto plazo, que estaría relacionado con una particularidad del régimen de aplicación del tipo de la facilidad de depósitos del BCE (conocido como *two-tier system*). Bajo esta especificidad la cuantía de recursos afectados por este tipo negativo es menor y, en la práctica, puede acabar propiciando un incremento de los tipos a corto plazo. Por otro lado, todas las subastas de Letras del mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos, que ahora se han extendido a los títulos con plazos de 3 y 5 años.

Los descensos también afectaron a la deuda corporativa.

En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la evolución de los tipos fue relativamente parecida a la de la deuda pública, aunque para algunos plazos la subida de los rendimientos del primer trimestre continuó en el segundo. El descenso de los

rendimientos en el tercer trimestre fue de 5 p.b. para los pagarés a 3 meses (hasta el 0,15 %) y de 39 p.b. para los pagarés a 6 meses (hasta el 0,17 %), concentrándose las mayores rebajas en el plazo de 12 meses (63 p.b., hasta el 0,43 %).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-18	sep.-19	jun.-19	sep.-19
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,47	-0,62	-0,50	-0,50	-0,40	-0,47	-0,54
6 meses	-0,34	-0,45	-0,41	-0,41	-0,36	-0,38	-0,53
12 meses	-0,25	-0,42	-0,33	-0,33	-0,32	-0,38	-0,49
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,18	0,39	0,24	0,24	0,25	0,21	0,16
6 meses	0,20	0,26	0,19	0,19	0,41	0,58	0,17
12 meses	0,15	0,19	0,07	0,07	0,65	1,06	0,43

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de la deuda a medio y largo plazo han descendido prácticamente durante todo el año: primero alentados por las expectativas sobre un giro más acomodaticio de la política monetaria del BCE y, posteriormente, por la confirmación de este, en un entorno de ralentización del crecimiento económico y de presencia de diversas incertidumbres económicas y políticas. Este contexto de tipos bajos ha hecho que los tipos negativos de la deuda pública se hayan extendido al plazo de 5 años y que en el plazo de 10 años se hayan alcanzado mínimos históricos muy cercanos a cero a finales de agosto. Al cierre del tercer trimestre²⁶, los tipos de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaban en el -0,44 %, el -0,27 % y el 0,20 %, lo que supone entre 13 y 20 p.b. menos que al cierre del trimestre anterior y entre 40 y 123 p.b. menos que en diciembre de 2018. El retroceso de los tipos está siendo más intenso en los plazos más largos y, por tanto, está dando lugar a un aplanamiento sustancial de la pendiente de la curva de tipos. Esto sugiere que los inversores están descontando un escenario de tipos bajos durante un periodo de tiempo prolongado y anticipando un deterioro de la situación económica en la zona del euro en los próximos trimestres.

Los tipos a largo plazo han caído incluso más que los de corto, lo que ha dado lugar a nuevos mínimos históricos y a un aplanamiento significativo de la curva de tipos.

Los rendimientos de la renta fija privada también han presentado descensos significativos en el año, de modo que en el plazo de 3 años la media del rendimiento de una muestra representativa de bonos corporativos se colocaba en terreno negativo a finales del tercer trimestre. Los descensos acumulados en el ejercicio oscilan entre los 45 p.b. de los bonos a 5 años y los 89 p.b. de los bonos a 10 años. En septiembre, estos rendimientos se situaban en el -0,10 %, el 0,10 % y el 0,63 % para los plazos de 3, 5 y 10 años, respectivamente.

En la renta fija privada los rendimientos negativos se extendieron hasta el plazo de 3 años.

26 Media mensual de septiembre.

%							
	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-18	mar.-19	jun.-19	sep.-19
Renta fija pública							
3 años	0,04	-0,09	-0,04	-0,04	-0,14	-0,31	-0,44
5 años	0,35	0,31	0,44	0,44	0,24	-0,10	-0,27
10 años	1,44	1,46	1,43	1,43	1,14	0,50	0,20
Renta fija privada							
3 años	0,69	0,44	0,67	0,67	0,44	0,19	-0,10
5 años	1,43	0,41	0,55	0,55	0,56	0,34	0,10
10 años	2,14	1,16	1,52	1,52	1,32	1,05	0,63

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

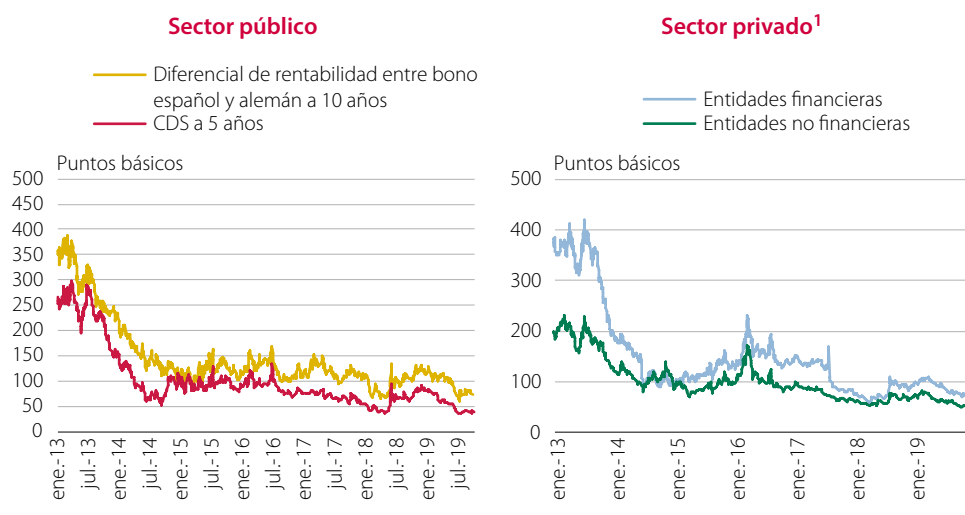
1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano y las de los sectores privados de la economía mostraron una tendencia descendente.

La prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del año en valores superiores a los 100 p.b. y después empezó a descender beneficiada por los anuncios efectuados por la autoridad monetaria, así como por el mejor comportamiento relativo de la economía española. La prima de riesgo, evaluada a través del diferencial de rentabilidad entre el bono español y el alemán a 10 años, alcanzó un mínimo de 60 p.b. en julio y cerró el tercer trimestre en 72 p.b., por debajo de los 118 p.b. en los que acabó 2018 (véase gráfico 18). Por su parte, las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía (medidas a través de promedios de CDS de una muestra de entidades) han seguido una trayectoria descendente prácticamente durante todo el año. En el caso de las entidades financieras, cuyo margen de intereses se ve presionado a la baja por los tipos de interés reducidos —que, por otra parte, evitan deterioros de la morosidad—, la prima de riesgo ha pasado desde 108 p.b. a finales 2018 hasta 78 p.b. al cierre de septiembre. En las sociedades no financieras el descenso acumulado en el año ha sido similar, hasta alcanzar un promedio de 49 p.b.

En 2019 continuó la expansión de las admisiones a negociación en el MARF y de la negociación de deuda en los dos sistemas organizados de contratación (CAPI y CIMD) que fueron autorizados en 2018.

En relación con la actividad registrada en centros de negociación españoles en 2019, cabe señalar la expansión de las admisiones a cotización en el MARF y de la negociación en los dos sistemas organizados de contratación (SOC, u OTF por sus siglas en inglés) que la CNMV autorizó a principios de 2018 (CAPI y CIMD). En el caso del MARF, concebido para facilitar la financiación de las empresas de menor tamaño, las admisiones a cotización entre enero y septiembre se situaron en 7.390 millones de euros, un 68 % más que en el mismo periodo de 2018. El 91,3 % de estas admisiones correspondió a pagarés. En el caso de CAPI y CIMD, centros en los que se negocian instrumentos previamente emitidos en otros mercados, se registró un volumen de contratación en los 9 primeros meses del año de 385.588 millones de euros, el 80 % de la cual correspondió a deuda nacional, mayoritariamente soberana. Más del 72 % de dicha negociación se efectuó en CIMD.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que disminuyó de forma notable durante el segundo semestre de 2018 y los primeros meses de 2019, aumentó ligeramente desde el mes de junio. El descenso de la correlación en los meses previos estuvo en buena medida originado por el incremento de los precios de los activos de deuda en momentos de caídas generalizadas de las cotizaciones bursátiles o de algunos de sus sectores. En estos últimos meses parece existir algo más de sincronía entre los movimientos de los precios de la renta fija y de la renta variable, aunque el indicador de correlación general presenta un nivel pequeño en relación con su media histórica (0,23 frente a 0,38), pues se detectan niveles de correlación negativos entre los precios de la deuda pública a largo plazo y varios sectores de la bolsa²⁷. En general, unos valores pequeños de correlación son compatibles con procesos de discriminación entre los diferentes tipos de activos disponibles por parte de los inversores.

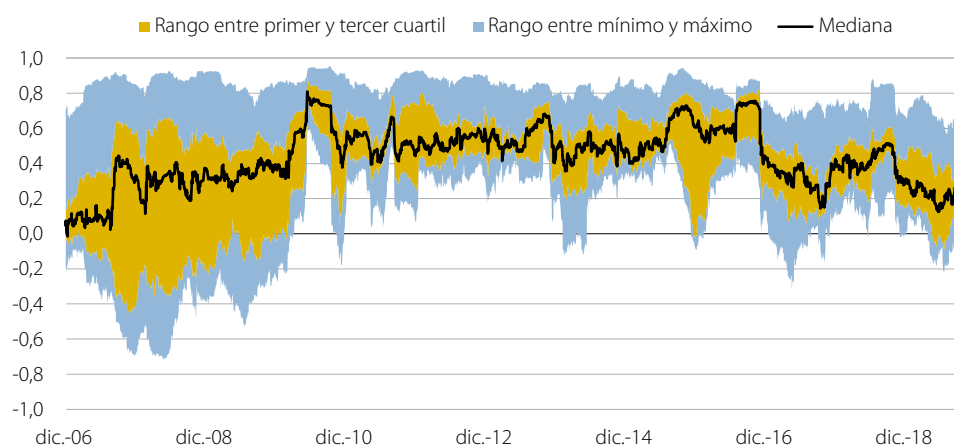
La correlación entre los precios de los activos ha aumentado ligeramente desde junio, pero se mantiene en niveles bajos desde un punto de vista histórico.

Las emisiones brutas de renta fija efectuadas por los emisores españoles en los 3 primeros trimestres del año se situaron en 124.600 millones de euros, casi un 21 % más que en el mismo periodo de 2018, puesto que las sociedades han aprovechado las buenas condiciones del mercado para financiarse o, en algún caso, refinanciarse a un coste más competitivo. De este importe, un 44 % se registró en la CNMV y un 56 % fue emitido en el exterior²⁸. Tanto las emisiones registradas en la CNMV como aquellas efectuadas en otros mercados mostraron avances respecto a las cifras de 2018, pero estos fueron de naturaleza diferente. En el primer caso, el incremento se explica en buena parte por el elevado importe de las emisiones de un único emisor (SAREB, Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), mientras que en el segundo se trata de un aumento más generalizado entre entidades.

Las emisiones de deuda de los emisores españoles realizadas entre enero y septiembre aumentaron casi un 21 %, hasta los 124.600 millones de euros...

27 Sobre todo con el sector financiero y con el no financiero (descontando las empresas de *utilities*).

28 Las emisiones en el exterior incluyen datos hasta agosto.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría ocasionar una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistémico.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años de Banco Popular.

... de las cuales el 44 % fueron registradas en la CNMV...

Como se observa en el cuadro 9, el importe total acumulado de las emisiones registrado en la CNMV se situó en 55.131 millones de euros (un 26,8 % más que en 2018). Las emisiones de bonos simples superaron los 17.500 millones de euros (casi un tercio del total), más del doble de la cifra registrada el año previo debido a las emisiones de la SAREB comentadas anteriormente²⁹. Las emisiones de cédulas hipotecarias registraron un aumento del 30 %, hasta los 15.425 millones de euros, pero su nivel sigue siendo pequeño y su expansión se ve limitada por la tendencia descendente del saldo de la cartera de créditos hipotecarios. Asimismo, destacó una emisión de cédulas de internacionalización del BBVA por un importe de 1.500 millones de euros. Por otro lado, el volumen emitido de pagarés se mantuvo estable (10.627 millones de euros), mientras que las titulaciones y las participaciones preferentes experimentaron retrocesos (del 11,5 % y el 61,5 %, hasta los 9.060 y los 1.500 millones de euros, respectivamente).

... y el resto en el exterior. Las compañías españolas aprovechan los tipos de interés tan bajos y el apetito del mercado para incrementar sus emisiones a largo plazo en detrimento de los pagarés.

Por su parte, las emisiones de deuda en el exterior alcanzaron los 69.481 millones de euros hasta agosto, un 15,2 % más que en el mismo periodo del año anterior. Este incremento se basó en la expansión de las emisiones de bonos y obligaciones, que pasó de 27.000 millones en 2018 a 38.000 millones en 2019. Las emisiones de pagarés, al igual que sucedió con las registradas en la CNMV, tuvieron un comportamiento más discreto y retrocedieron un 5,3 % (hasta los 31.500 millones de euros) respecto a las del año previo. También cabe señalar el ligero avance de las emisiones de deuda de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, casi un 2 %, hasta los 67.000 millones.

²⁹ El importe de tres emisiones de la SAREB realizadas en el primer trimestre ascendió a 10.200 millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

Registradas en la CNMV	2015	2016	2017	2018	2019		
					I	II	III
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	136.607	139.028	109.487	101.296	20.850	14.325	19.956
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	2.745	5.930	6.750
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.100	40.170	30.006	35.836	13.620	2.365	1.533
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	18.145	1.270	2.881	4.909
Pagarés de empresa ¹	27.310	22.960	17.911	15.089	2.215	3.149	5.264
De titulización	2.420	1.880	1.800	240	0	0	0
Resto de pagarés	24.890	21.080	16.111	14.849	2.215	3.149	5.264
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	981	0	0	0	1.500
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.000	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	5.452	4.279	6.505	4.923	350	0	459
Emisiones aseguradas	0	421	0	0	0	0	0
					2019		
En el exterior por emisores españoles	2015	2016	2017	2018	I	II	III²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	66.347	58.587	84.760	89.358	27.940	26.299	15.241
A largo plazo	33.362	31.655	61.095	38.425	16.750	13.589	7.629
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	1.051	0	0
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	1.750	5	0
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.852	34.175	13.949	13.584	7.629
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	32.984	26.932	23.665	50.933	11.190	12.710	7.612
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.665	50.933	11.190	12.710	7.612
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2019		
	2015	2016	2017	2018	I	II	III²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	55.286	56.674	66.790	91.446	28.165	23.416	15.473
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.742	43.234	14.779	14.957	9.594
Sociedades no financieras	40.411	45.247	47.585	48.212	13.386	8.459	5.878

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

2 Datos hasta agosto.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión creció un 4,5 % en el primer semestre del año, hasta los 270.916 millones de euros, debido a la revalorización de sus activos...

... pues las suscripciones netas, que habían sido muy negativas a finales de 2018, fueron recuperándose en 2019 aunque el balance acumulado entre enero y junio arrojó reembolsos netos de 76 millones de euros.

A finales de junio de 2019 el patrimonio de los fondos de inversión ascendía a 270.916 millones de euros, un 4,5 % más que al cierre de 2018 (véase cuadro 11). De esta forma los fondos han recuperado el patrimonio perdido durante 2018 (-2,3 %) debido al buen comportamiento de los mercados en este periodo, que ha contribuido a generar rendimientos netos positivos en todas las categorías de inversión —en mayor medida en las de renta variable—. Estos rendimientos positivos compensaron los reembolsos netos (76 millones de euros) registrados en el primer semestre de 2019.

Tras varios años de importantes suscripciones netas, se observó un cambio de tendencia a finales de 2018, coincidiendo con un periodo de fuertes turbulencias en los mercados financieros. En este contexto se registró una salida neta de recursos de 3.941,6 millones de euros, que continuó durante el primer trimestre de 2019, aunque con un volumen más moderado (402,3 millones). La tendencia se revirtió tímidamente en el segundo trimestre de 2019, en el que se contabilizaron suscripciones netas por 326,2 millones de euros, aunque estas no lograron compensar las salidas del primer trimestre.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	856,1	-3.941,6	-402,3	326,2
Rta. fija ¹	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	-887,2	-762,9	2.996,7	2.469,2
Rta. fija mixta ²	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	-295,7	-1.948,2	-543,8	-1.631,4
Rta. vble. mixta ³	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	634,5	-67,4	-27,3	2.623,8
Rta. vble. euro ⁴	-538,0	2.549,7	1.848,7	-124,6	-111,6	-1.331,1	-1.272,8
Rta. vble. internacional ⁵	-32,5	4.514,0	3.864,1	961,8	450,3	-183,5	-38,9
Gar. rta. fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-168,1	53,7	98,3	24,2
Gar. rta. vble. ⁶	5.465,9	-309,5	-667,2	-245,6	215,0	-28,5	-4,7
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	1.836,9	-139,1	182,9	93,2
De gestión pasiva ⁷	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-77,2	10,0	-270,6	-680,3
Retorno absoluto ⁷	943,5	4.287,3	-1.899,6	-794,1	-1.641,4	-1.295,4	-1.256,1

Fuente: CNMV. Datos estimados.

1 Incluye: Renta fija euro, renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).

2 Incluye: Renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.

3 Incluye: Renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva. Desde II-2019 incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El aumento de la aversión al riesgo de algunos inversores en los primeros meses del año tras las turbulencias del final de 2018 hizo que una parte de ellos optara por reembolsar sus participaciones en aquellas categorías de fondos más arriesgadas, a pesar de que sus rendimientos fueron altos, y por desplazar su inversión hacia otras categorías de inversión de menor riesgo. Así, los fondos de renta variable euro fueron los que mayor volumen de reembolsos experimentaron en el semestre (2.604 millones de euros) —con una rentabilidad del 8,2 % en el primer trimestre y el 0,8 % en el segundo—, seguidos de los de retorno absoluto (2.551 millones de euros). Por su parte, los fondos de renta fija atrajeron suscripciones por importe de 5.466 millones de euros en el semestre.

Ninguna categoría de fondos de inversión registró rentabilidades negativas en los dos primeros trimestres del año. El buen comportamiento de los mercados bursátiles en el primer trimestre de 2019 generó rendimientos importantes en los fondos de renta variable, que en el caso de los fondos de renta variable internacional fueron del 11,86 % y en los de renta variable euro del 8,21 %. En el segundo trimestre de 2019 la rentabilidad de los fondos de estas vocaciones fue positiva, pero mucho más reducida. También destaca la rentabilidad positiva, aunque a su vez reducida, de los fondos de renta fija, que fue del 0,75 % en el primer trimestre y del 0,47 % en el segundo. Las caídas de los tipos de interés a largo plazo contribuyeron a generar plusvalías en aquellas inversiones de los fondos en activos de renta fija a largo plazo.

Durante el primer semestre de 2019 el número de fondos ofertados por las sociedades gestoras se mantuvo casi constante, con un leve aumento neto de 12 fondos. Por categorías, el mayor incremento se produjo en la categoría de renta variable internacional, con 17 fondos más que en diciembre de 2018. Los fondos de gestión pasiva redujeron su número en 11, seguidos de los de rentabilidad absoluta, con 9 menos. Respecto a los de gestión pasiva, cabe señalar que la Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora ha desdoblado la categoría de gestión pasiva en dos: fondos que replican un índice y fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado. Las gestoras disponen de un periodo transitorio de un año para adaptar su vocación a las nuevas categorías, por lo que en el cuadro 11 se incluyen en la vocación de gestión pasiva tanto los fondos que siguen identificándose como tales como aquellos que ya se han adaptado a las nuevas categorías.

En su conjunto el número de partícipes de los fondos de inversión ha aumentado en 132.000 partícipes en el primer semestre del año, hasta alcanzar 11,35 millones (un 1,2 % más que al cierre de 2018). Por categorías, la evolución del número de partícipes se corresponde con la tendencia registrada de suscripciones y reembolsos, con un aumento de más de medio millón de partícipes en los fondos de renta fija, hasta situarse prácticamente en 3,3 millones al finalizar el semestre y un descenso de 267.000 partícipes en los de renta variable euro, hasta una cifra de 564.000 al final del semestre.

Según los datos provisionales del cierre del mes de agosto, el patrimonio de los fondos de inversión apenas habría variado —con una variación del 0,1 % respecto a junio—, situándose en 271.067 millones de euros.

El aumento de la aversión al riesgo de los partícipes hizo que los reembolsos se concentraran en las categorías de fondos más arriesgadas, desplazando la inversión hacia otras de menor riesgo.

Ninguna categoría de fondos mostró rentabilidad negativa en los dos primeros trimestres del año, siendo más elevada en el primero, en consonancia con la revalorización de las bolsas.

El número de fondos ofertados registró pocos cambios en el semestre, con un leve aumento de 12 instituciones. El mayor incremento se produjo en las categorías de renta variable.

Por su parte, el número de partícipes aumentó en 132.000, hasta los 11,35 millones, a mediados de año.

Según los datos preliminares de agosto, el patrimonio de los fondos de inversión habría permanecido estable en 271.000 millones de euros.

Principales magnitudes de los fondos de inversión^{1,2}

CUADRO 11

Número	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.719	1.725	1.704	1.737
Renta fija ³	306	290	279	280	279	274	283
Renta fija mixta ⁴	148	155	168	166	168	166	173
Renta variable mixta ⁵	168	176	184	179	184	188	191
Renta variable euro	112	111	113	111	113	113	114
Renta variable internacional	201	211	236	229	236	240	253
Garantizado renta fija	122	79	67	67	67	66	66
Garantizado renta variable ⁶	198	188	163	167	163	161	164
Fondos globales	203	225	242	238	242	238	240
De gestión pasiva ⁷	220	202	172	181	172	160	161
Retorno absoluto	106	104	99	99	99	96	90
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,0	259.095,0	268.364,0	270.916,0
Renta fija ³	74.226,4	70.563,9	66.889,3	67.936,3	66.889,3	70.391,3	73.202,8
Renta fija mixta ⁴	40.065,6	43.407,0	40.471,0	43.640,9	40.471,0	40.980,6	39.643,5
Renta variable mixta ⁵	16.310,6	22.386,7	23.256,0	24.782,7	23.256,0	24.465,0	27.350,1
Renta variable euro	8.665,9	12.203,2	12.177,7	13.985,1	12.177,7	11.844,7	10.676,8
Renta variable internacional	17.678,8	24.064,6	24.404,9	27.648,1	24.404,9	27.088,3	27.262,4
Garantizado renta fija	8.679,8	5.456,7	4.887,4	4.779,7	4.887,4	5.065,6	5.197,8
Garantizado renta variable ⁶	15.475,7	15.417,5	14.556,0	14.294,3	14.556,0	14.724,9	14.938,2
Fondos globales	20.916,8	35.511,5	42.137,2	44.676,3	42.137,2	44.221,3	44.669,4
De gestión pasiva ⁷	23.601,6	19.477,8	16.138,6	16.580,5	16.138,6	16.396,7	15.983,2
Retorno absoluto	12.215,2	16.705,9	14.172,5	16.307,1	14.172,5	13.181,5	11.988,8
Participes							
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.332.911	11.217.569	11.211.400	11.350.779
Renta fija ³	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.726.028	2.709.547	2.737.450	3.279.530
Renta fija mixta ⁴	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.245.007	1.188.157	1.168.810	1.124.303
Renta variable mixta ⁵	448.491	584.408	624.290	623.901	624.290	620.258	695.823
Renta variable euro	395.697	710.928	831.115	833.260	831.115	820.890	564.406
Renta variable internacional	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.237.176	2.225.366	2.226.793	2.301.171
Garantizado renta fija	307.771	190.075	165.913	166.125	165.913	162.551	164.034
Garantizado renta variable ⁶	552.445	527.533	494.660	499.529	494.660	493.318	491.969
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.444.064	1.501.730	1.535.831	1.553.357
De gestión pasiva ⁷	746.233	638.966	543.192	552.612	543.192	525.194	503.369
Retorno absoluto	565.325	858.170	930.641	1.002.252	930.641	917.346	669.857
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos de inversión	0,98	2,42	-4,89	0,02	-4,13	3,85	0,83
Renta fija ³	0,52	-0,13	-1,44	-0,09	-0,42	0,75	0,47
Renta fija mixta ⁴	0,27	1,10	-4,27	-0,10	-2,85	2,65	0,75
Renta variable mixta ⁵	1,19	3,23	-6,45	0,43	-5,83	5,32	1,03
Renta variable euro	2,61	11,16	-13,01	-1,29	-11,94	8,21	0,82
Renta variable internacional	4,15	8,75	-12,34	0,88	-13,06	11,86	0,79
Garantizado renta fija	-0,03	0,72	0,09	-0,75	1,14	1,51	2,12
Garantizado renta variable ⁶	0,19	1,61	-1,33	-0,86	0,34	1,38	1,42
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	0,49	-5,27	4,62	0,82
De gestión pasiva ⁷	1,16	2,13	-3,16	-0,15	-2,74	3,37	1,66
Retorno absoluto	0,38	1,44	-4,81	-0,23	-3,14	2,26	0,54

Fuente: CNMV.

- 1 Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación).
- 2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.
- 3 Hasta I-2019 incluye: Renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye: FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.
- 4 Incluye: Renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 5 Incluye: Renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva. Desde II-2019 incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replica un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- 8 Rentabilidad anual para 2016, 2017 y 2018. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron de forma sustancial entre los años 2010 y 2014. Desde entonces, el peso de los activos con liquidez reducida³⁰ se ha mantenido estable en niveles moderados, oscilando entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada de los fondos. Durante la primera mitad de 2019 ha continuado la misma tónica, representando estos activos menos líquidos el 7 % de los activos de renta fija privada. El volumen total de activos considerados de liquidez reducida se redujo desde 3.493 millones en diciembre de 2018 a 3.168 en junio de 2019. El peso de estos activos respecto al patrimonio total de los fondos de inversión se ha reducido ligeramente, desde el 1,35 % al 1,17 %.

El volumen de activos de menor liquidez dentro de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguió disminuyendo en el primer semestre del año, hasta situarse en el 1,2 % de su patrimonio total.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/ total de la cartera		
	dic.-18	mar.-19	jun.-19	dic.-18	mar.-19	jun.-19
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	169	102	72	14	8	5
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.579	1.289	1.484	6	5	6
Renta fija no financiera	790	944	918	4	5	5
Titulizaciones	955	877	694	90	86	83
Titulización AAA	101	74	19	100	100	100
Resto de titulizaciones	853	804	675	89	85	83
Total	3.493	3.212	3.168	7	7	7
% sobre patrimonio FI	1,35	1,20	1,17	-	-	-

Fuente: CNMV.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En 2019 continuó disminuyendo el número de SICAV registradas en la CNMV a causa de varios procesos de liquidación, fusión y transformación de entidades. En consecuencia, el número de sociedades se redujo en 86, hasta situarse en 2.627 en agosto y el número de sus accionistas disminuyó en 14.126. El volumen de los reembolsos netos (recompra de acciones) en el mismo periodo ascendió a 788 millones de euros, debido principalmente a las bajas registradas en el periodo.

En 2019 disminuyó el número de SICAV, como consecuencia de varios procesos de liquidación, fusión y transformación de entidades...

A pesar de las reducciones de patrimonio originadas por las bajas y los reembolsos derivados en gran parte de estas, el patrimonio del conjunto de las SICAV aumentó moderadamente en el primer semestre de 2019 hasta situarse en 29.105 millones de euros, un 4,6 % superior al del cierre de 2018. El aumento del patrimonio se explica, al igual que en el caso de los fondos de inversión, por el buen comportamiento de los mercados en la primera mitad del año, que generó rendimientos netos de 2.076 millones de euros, lo que representa el 7,5 % del patrimonio al finalizar 2018.

... a pesar de lo cual su patrimonio aumentó por la revalorización de sus activos.

30 A los efectos de este análisis se considera como activo líquido aquel que tiene un vencimiento inferior a 1 año o dispone de cotizaciones en firme ofrecidas por diferentes contribuidores.

IIC de inversión libre

La inversión libre mantiene un peso muy pequeño en la industria de la inversión colectiva (apenas un 1 %)...

... aunque su patrimonio agregado aumentó un 7 % en la primera mitad del año, debido tanto a las suscripciones netas de estos activos...

... como al rendimiento de la cartera.

El número de instituciones y partícipes de las IIC de inversión libre mostró un crecimiento notable en la primera mitad del año.

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa apenas un 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

El patrimonio agregado de estas instituciones creció un 7 % en el primer semestre de 2019, hasta situarse a finales de junio en 2.920 millones de euros: 2.412,8 millones de euros en IIC de inversión libre y 508 millones en IIC de IIC de inversión libre. Ambas categorías atrajeron suscripciones netas moderadas durante la primera mitad del año: 72,8 millones de euros en el caso de las primeras y 29,7 millones en el de las segundas.

La evolución de la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue más alta en el primer trimestre del año y cayó en el siguiente. En particular, las IIC de inversión libre obtuvieron una rentabilidad del 5,56 % en el primer trimestre de 2019 y del -2,52 % en el segundo, mientras que las IIC de IIC de inversión libre registraron un 1,86 % y un -0,61 % respectivamente.

El número de IIC de inversión libre creció en 5 durante el primer semestre de 2019 y pasó de 49 instituciones al cierre de 2018 a 54 a finales de junio de este año, mientras que el número de IIC de IIC de inversión libre no varió, manteniéndose en 7 entidades. Por su parte, el número total de partícipes de estas instituciones aumentó de forma sustancial en las IIC de inversión libre (un 33 %, hasta situarse en 5.930 partícipes), lo que se explica en parte por el lanzamiento de nuevos vehículos. El número de partícipes de las IIC de IIC de inversión libre creció de forma más moderada: un 1,53 %, hasta situarse en 2.847 partícipes a final del semestre.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 13

	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	7	8	7	7	7	7	7
Partícipes	1.237	3.596	2.804	2.802	2.804	2.847	2.847
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	468,8	472,2	468,8	506,9	508,0
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,28	0,42	-1,06	1,86	-0,61
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	41	47	49	49	49	50	54
Partícipes	2.930	3.656	4.444	4.350	4.444	5.937	5.930
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.397,7	2.262,2	2.395,0	2.412,8
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-6,47	-0,75	-6,16	5,56	-2,52

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo, excepto en el número de entidades, que son hasta junio.

IIC inmobiliarias

Durante 2019 y de acuerdo con los últimos datos disponibles referidos a finales de agosto se constata que las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias españolas se mantienen en el estado de atonía que muestran desde hace algunos años. Los fondos de inversión inmobiliaria (FII) no consiguen recuperar el atractivo que tuvieron entre los inversores antes de la crisis, cuando alcanzaron un patrimonio de 8.586 millones de euros a mediados de 2008. En agosto de 2019 solamente quedaban inscritos 2 FII, ambos en proceso de liquidación, con un patrimonio conjunto de 309 millones de euros. Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) tampoco han logrado captar patrimonio en los 8 primeros meses de 2019. El número de estas entidades se mantuvo en 4 —una de ellas en proceso de liquidación— y su patrimonio se situaba en 760 millones de euros.

El declive de las IIC inmobiliarias coincide con el crecimiento de las SOCIMI, un vehículo de inversión inmobiliaria que ha conseguido ganar atractivo entre los inversores. Las SOCIMI son sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a los FII y las SII, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT). A finales de agosto de 2019 existía un total de 79 SOCIMI, 75 cotizadas en un segmento específico del MAB y las otras 4, en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, con una cifra de capitalización total del sector cercana a los 25.000 millones de euros.

IIC extranjeras comercializadas en España

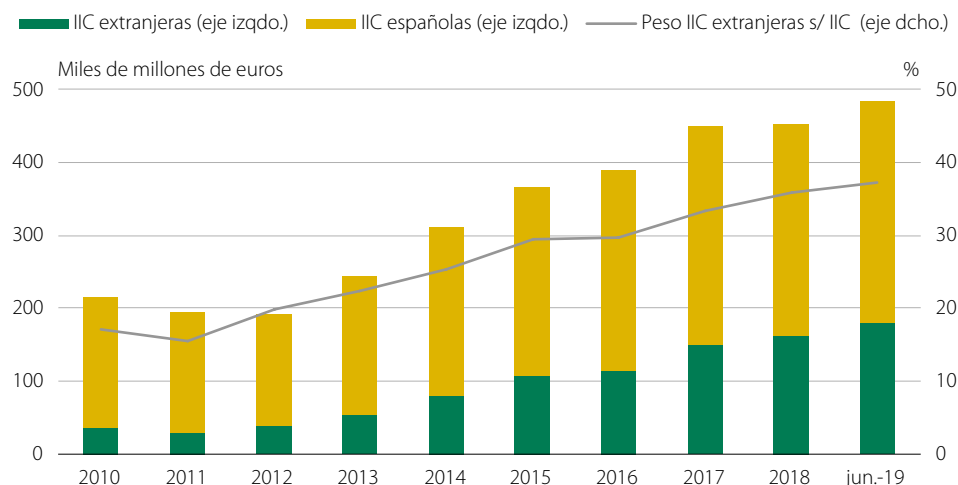
El volumen comercializado en España por las IIC extranjeras no ha dejado de aumentar durante los últimos años. De hecho, se ha multiplicado por 10 desde 2008, pasando de 18.000 millones de euros a finales de 2008 a 180.976 en junio de 2019. Durante el primer semestre de 2019 el volumen comercializado creció un 11,2 % respecto al cierre de 2018, ejercicio que cerró con un volumen total comercializado de 162.702 millones de euros³¹. Como se observa en el gráfico 20, este fuerte ritmo de crecimiento ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC haya aumentado de forma significativa en los últimos 5 años, situándose en un 37,3 % en junio de 2019.

Las IIC inmobiliarias siguen en el estado de atonía que muestran desde hace varios años. Solo quedan dos FII (en liquidación) y cuatro SII (una de ellas en liquidación).

El declive de estas instituciones coincide con la expansión de las SOCIMI, que son sociedades cotizadas en los mercados y cuyo objeto social es análogo al de las IIC inmobiliarias.

El volumen comercializado de IIC extranjeras continuó aumentando en el primer semestre del año. Su patrimonio superaba los 180.000 millones en junio, lo que supone el 37,3 % del patrimonio total comercializado en España.

31 Cabe recordar que la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV implica la obligación para todos los comercializadores de IIC extranjeras de remitir a la CNMV un mayor número de datos respecto al volumen comercializado en España. Esta nueva circular permite disponer de una información más amplia y de mayor calidad, al aclarar de forma unívoca el sujeto obligado a remitirla en cada caso. Este cambio normativo podría hacer que la información recibida con anterioridad al 31 de diciembre de 2017 no sea totalmente comparable con la recibida a partir de esa fecha.



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La industria se recupera gradualmente de las turbulencias de finales de 2018 en un entorno de rentas, ahorro y tipos de interés que favorece la inversión en FI. Sin embargo, el aumento de la aversión al riesgo de los partícipes determinará el alcance de su expansión en los próximos meses.

La industria de la inversión colectiva se ha ido recuperando progresivamente del impacto de las turbulencias en los mercados de finales de 2018, que dieron lugar tanto a una fuerte pérdida de valor de los activos de los fondos como a un aumento significativo de los reembolsos de los partícipes. En el primer semestre del año se ha producido una recuperación notable del patrimonio, que tiene que ver, sobre todo, con la revalorización de los activos y una expansión de las IIC extranjeras, que representan casi el 40 % del patrimonio total de la industria. El entorno de rentas crecientes de los hogares y el aumento incipiente de su tasa de ahorro en un contexto de tipos de interés reducidos sigue favoreciendo la inversión en estos productos. Sin embargo, la presencia de varias incertidumbres en un entorno económico más débil ha incrementado la aversión al riesgo de los inversores, que están primando nuevamente la elección de productos financieros más líquidos y de menor riesgo. Este comportamiento —que también se observa en el ámbito de los fondos de inversión, en el que se han producido fuertes reembolsos en los fondos más arriesgados y suscripciones en los más conservadores— puede continuar en los próximos meses si persisten las incertidumbres actuales.

Estudio sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España

RECUADRO 3

Recientemente se han publicado diversos estudios comparativos sobre el nivel de gastos soportados por los fondos de inversión domiciliados en diferentes jurisdicciones, a nivel europeo y mundial. Entre otros, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó, en enero de 2019, el primer informe estadístico sobre rentabilidad y costes de los productos de inversión comercializados en la Unión Europea a inversores minoristas¹. En él se analizan principalmente las instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo o UCITS (que cumplen con los requisitos de la Directiva 2009/65/CE). Se tiene intención de ampliarlo en el futuro a los fondos

alternativos, que cumplen con la Directiva 2011/61/CE, y a los productos estructurados en la medida en que se disponga de los datos necesarios sobre ellos.

ESMA menciona el acceso a datos homogéneos y comparables como un condicionante que podría limitar la interpretación de su primer estudio de rentabilidad y gastos de las UCITS. En la actualidad no existe un marco europeo unificado de recopilación de datos de UCITS, por lo que ESMA tuvo que recurrir a la base de datos comercial de Thomson Reuters Lipper, que publica los datos recibidos de las gestoras. Uno de los mayores problemas de este análisis se refiere a la dificultad de comparar las ratios de gastos soportados, pues se da el caso de que las gestoras no siguen los mismos criterios en todas las jurisdicciones en cuanto a los conceptos incorporados en su cálculo.

Teniendo en cuenta estas limitaciones, ESMA analizó los datos de rentabilidades y ratio de gastos de instituciones que cubren el 68 % del mercado europeo de UCITS, correspondiente a 14 jurisdicciones². Se distinguen 5 categorías de fondos de inversión: renta variable, renta fija, mixtos, monetarios y alternativos, referidos a 4 horizontes temporales hasta el año 2017: 1 año, 3 años, 7 años y 10 años. También distingue en cada categoría entre los fondos comercializados a inversores minoristas e institucionales. El análisis comparativo de ESMA pone de manifiesto lo siguiente:

- En las categorías de fondos de renta variable, fondos mixtos y alternativos, los gastos soportados por los fondos españoles se encuentran (siempre según los cálculos efectuados por ESMA) en línea con la media de los fondos de la Unión Europea analizados. En la categoría de fondos de renta fija, los fondos españoles soportan un nivel de gastos inferior a la media soportada por los fondos analizados (0,81 % frente a 1,04 %) y, finalmente, en la categoría de fondos monetarios, el nivel de gasto es superior a la media de la Unión (0,44 % frente a 0,21 %), aunque se debe tener en cuenta que esta categoría tiene un peso muy reducido respecto al total de las IIC en España, inferior al 3 %.

No obstante, al realizar comparaciones entre los gastos soportados por los inversores de IIC en diferentes jurisdicciones, se debería tener en cuenta que en España, como en otros países europeos, los comercializadores son retribuidos generalmente mediante la cesión por parte de las gestoras de un porcentaje relevante de su comisión de gestión, lo que determina que esta sea en general superior. En el estudio de ESMA se considera la comisión de gestión pero no —lógicamente (al no ser comisiones soportadas por el fondo)— las comisiones que paga directamente el inversor al comercializador, por lo que los países en los que el comercializador es remunerado de modo explícito por el inversor figuran en el estudio con menos gastos soportados por los inversores.

De acuerdo con la información de la que dispone la CNMV, el porcentaje medio de retrocesión de comisiones de gestión a comercializadores ascendía en 2017 al 59 % (en junio de 2019 aproximadamente al 50 %). De ajustarse en este porcentaje las comisiones de gestión soportadas, los fondos de renta

fija españoles llevarían asociado un menor coste aún más significativo que el de los del Reino Unido (0,99 %) y que sería igualmente inferior al de los fondos domiciliados en Holanda (0,60 %); en el caso de los fondos de renta variable, los españoles serían más baratos que los británicos (1,49 %), aunque seguirían ligeramente por encima de los holandeses en cuanto a costes (0,79 %). Se mencionan los casos del Reino Unido y Holanda porque en estos países el modelo de distribución se basa en el pago explícito de comisiones por parte de los inversores a los comercializadores.

- El análisis comparativo de ESMA revela también que en la mayoría de las categorías de inversión, salvo para la renta variable en algunos horizontes temporales, la rentabilidad bruta de los fondos españoles se sitúa por debajo de la media.

Tras la publicación de este informe, y dada la relevancia de la cuestión, se está abordando un análisis sobre la rentabilidad y los costes de los fondos de inversión españoles que sirva para contrastar los resultados que presenta ESMA a partir de los datos verificados y completos de los que dispone la CNMV sobre todos los fondos domiciliados en España. A este respecto, cabe señalar que la CNMV recibe de las IIC bajo su supervisión, tanto reservada como pública, que se difunde a través de su página web. Entre esta última se encuentra el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI o KID, por sus siglas en inglés), que recoge de forma actualizada la ratio de gastos soportada por la institución en el último ejercicio cerrado, calculada de acuerdo con la metodología establecida en unas directrices europeas —*CESR's Guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Document (CESR/10-674)*—. Según esta metodología, se debe incorporar en el numerador de la ratio la suma de la comisión de gestión, la comisión de depositario y todos aquellos gastos de gestión corriente soportados. No se incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción incurridos en la compra y venta de valores.

El análisis de gastos y rentabilidades se está realizando a partir, por un lado, de la ratio de gastos extraída del DFI y, por otro, de la rentabilidad anual calculada a partir de la variación de valor liquidativo de inicio y fin de año. En una primera aproximación del trabajo se han empleado datos de los dos últimos ejercicios cerrados, pero se tratará de extender y profundizar tanto en lo relativo al periodo histórico como a otros factores y grupos de IIC.

En esa primera aproximación, y para poder comparar las conclusiones con las obtenidas por ESMA, se han analizado los fondos de inversión (FI) y las SICAV armonizadas o UCITS. En diciembre de 2017, estas representaban el 77 % de los activos totales de los FI y SICAV domiciliados en España, mientras que en diciembre de 2018 su peso había aumentado al 82,6 % del total. En segundo lugar, se han reagrupado³ en las mismas categorías que distingue ESMA (renta variable, renta fija, mixtos, alternativos y monetarios) y en cada una de ellas se han separado los fondos que se dirigen a inversores minoristas de aquellos otros que se dirigen a los institucionales.

Los trabajos preliminares, al margen del ajuste antes mencionado relacionado con el modelo de distribución, muestran que la ratio de gastos, calculada por la CNMV a partir de los datos incluidos en los DFI, para los fondos españoles en 2017 es 0,15-0,40 p.p. inferior a la que calcula ESMA dependiendo de la categoría de los fondos. Los fondos españoles de renta variable y monetarios seguirían soportando unos gastos algo mayores que la media de los fondos de la Unión Europea, aunque dicha distancia sería menor (p. ej., en renta variable estos gastos se sitúan en el 1,76 % de media en la Unión y en el 1,81 % en España) y los gastos de los fondos españoles de renta fija y mixtos, que ya eran inferiores a la media de la Unión Europea según ESMA, ampliarían su diferencia, que en el caso de los fondos de renta fija es notable (1,04 % en la Unión Europea frente a 0,66 % en España). Lógicamente, de ajustarse estos porcentajes en la parte de las comisiones de gestión que las gestoras retroceden, los datos sobre costes soportados por las IIC españolas serían significativamente inferiores.

Gastos totales en 2017

CUADRO R3.1

% patrimonio , sin ajuste del modelo de distribución

	Media UE	España (ESMA)	España (CNMV)
Renta fija	1,04	0,81	0,66
Renta variable	1,76	2,15	1,81
Mixtos	1,62	1,57	1,41
Alternativos	1,66	1,74	1,34
Monetarios	0,21	0,44	0,29

Fuente: CNMV.

Al margen del análisis de la rentabilidad y los gastos de las UCITS reproduciendo el estudio de ESMA se ha obtenido la serie histórica de los gastos soportados en los últimos 10 años por los FI españoles clasificados según la Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. La serie se ha obtenido a partir de los gastos soportados por los FI, por los importes contabilizados en concepto de comisión de gestión, comisión de depositario y el resto de gastos repercutidos respecto al patrimonio medio ponderado de cada categoría. Esta ratio no se corresponde exactamente con la de gastos corrientes, incluida en el DFI, pero resulta una aproximación bastante ajustada⁴.

Como se observa en el cuadro R3.2, se ha observado una tendencia decreciente de la ratio de gastos totales soportados por los FI en los últimos 10 años, de forma más acusada desde 2012 y 2013, cuando los gastos alcanzaron niveles máximos en la mayoría de vocaciones. En 2018, las ratios de gastos de todas las categorías, excepto la de monetarios, registraron su nivel más bajo de todo el periodo y oscilaron entre el 0,35 % del patrimonio (monetarios) y el 1,75 % (renta variable euro). El descenso de los gastos desde sus máximos ha oscilado entre el 18 % en la categoría de renta fija mixta euro y el 61 % en la de garantizados de rendimiento variable.

Gastos totales sobre patrimonio

CUADRO R3.2

%										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Monetario	0,61	0,59	0,63	0,66	0,61	0,60	0,45	0,31	0,29	0,35
Renta fija euro	0,75	0,76	0,76	0,80	0,81	0,84	0,75	0,68	0,61	0,53
Renta fija internacional	1,09	1,23	1,13	1,41	1,15	1,15	1,06	0,96	0,98	0,9
Renta fija mixta euro	1,36	1,36	1,38	1,34	1,39	1,37	1,32	1,31	1,21	1,14
Renta fija mixta internacional	1,34	1,32	1,23	1,25	1,19	1,24	1,22	1,16	1,13	0,97
Renta variable mixta euro	1,96	1,94	1,97	2,01	2,08	1,91	1,96	1,84	1,75	1,66
Renta variable mixta internacional	1,61	1,68	1,63	1,65	1,57	1,53	1,52	1,53	1,45	1,35
Renta variable euro	2,04	2,12	2,16	2,26	2,36	2,03	2,00	2,00	2,00	1,75
Renta variable internacional	2,20	2,26	2,15	2,23	2,32	2,17	2,03	2,01	2,01	1,65
IIC de gestión pasiva	0,99	0,88	0,97	1,03	0,89	0,82	0,76	0,66	0,61	0,55
Garantizado de rendimiento fijo	0,71	0,73	0,83	0,92	1,00	1,01	0,94	0,77	0,56	0,45
Garantizado de rendimiento variable	1,46	1,31	1,34	1,33	1,38	1,32	1,16	0,78	0,65	0,57
De garantía parcial	1,54	1,38	1,47	1,48	1,53	1,32	1,10	0,80	0,70	0,65
Retorno absoluto	1,29	1,22	1,23	1,33	1,29	1,24	1,13	1,09	1,02	0,90
Global	1,13	1,30	1,31	1,42	1,56	1,40	1,27	1,40	1,24	1,16

Fuente: CNMV.

- 1 Este análisis se realizó en virtud de la petición de la Comisión Europea, dirigida a ESMA y al resto de autoridades supervisoras europeas (ESAS), para analizar la rentabilidad y los costes de los diferentes productos de inversión dirigidos a inversores minoristas y emitir informes periódicos con las conclusiones.
- 2 Por orden de mayor a menor tamaño de mercado: Luxemburgo, Reino Unido, Irlanda, Francia, Suecia, Alemania, Italia, España, Finlandia, Dinamarca, Austria, Bélgica, Holanda y Portugal.
- 3 En el periodo analizado, los FI y las SICAV se clasificaban en 14 vocaciones, según la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. La Circular 1/2019, de 28 marzo de 2019, modificó la Circular 1/2009 ampliando el número de vocaciones existentes.
- 4 La ratio de gastos corrientes incluida en el DFI no incorpora la comisión de gestión sobre resultados y sí una estimación de los gastos indirectos soportados por la inversión en otras IIC, mientras que la ratio del cuadro R3.2 sí incluye la comisión de gestión sobre patrimonio y no incorpora los gastos indirectos.

4.2 Prestación de servicios de inversión

La prestación de servicios de inversión en España pueden llevarla a cabo entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera.

La prestación de servicios de inversión la pueden llevar a cabo en España dos grandes tipos de entidades: las de crédito y las sociedades y agencias de valores. Las primeras son las principales proveedoras de servicios de inversión y concentran la mayor parte de los ingresos que genera esta actividad. Esta tendencia se ha acentuado en los últimos años por el hecho de que varias entidades bancarias han absorbido a sus sociedades y agencias de valores. En consecuencia, el grado de

concentración de los bancos en la prestación de servicios de inversión se ha ido incrementando. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Este epígrafe presenta la evolución de la actividad y la situación económica y financiera de las entidades cuya supervisión —en relación con la vertiente prudencial y el cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las SGC³² y las EAF³³. También ofrece información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito que están autorizadas para ello y sobre las que la CNMV realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes. Este informe incluye por primera vez datos sobre este último grupo de entidades con la información que recibe la CNMV para realizar dicha labor de supervisión y que tiene carácter anual. Por tanto, solo aparecerá en uno de los dos informes de este tipo que se publican al año. Al final del epígrafe, y también de forma novedosa, se introduce un análisis específico relacionado con la actividad de prestación de servicios de inversión con un enfoque que va más allá de la forma jurídica de la entidad, que es el habitual, y que tiene en consideración el modelo de negocio de las entidades.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 113 a finales de 2018, 9 menos que en 2017. Este descenso, que se prolonga desde hace varios años³⁴, se enmarca en el proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. Por su parte, el número de sucursales en España de entidades de crédito extranjeras se mantuvo en 56, 53 de entidades radicadas en la Unión Europea y 3 de entidades extracomunitarias. El descenso del número de entidades de crédito junto con la absorción por parte de algunas de ellas de sus sociedades y agencias de valores ha dado lugar a un incremento significativo del grado de concentración de este sector, sobre todo en comparación con las sociedades y agencias de valores. Como se observa en el gráfico 21, las 10 entidades de crédito de mayor tamaño obtenían el 57 % de los ingresos totales en 2012, frente al 70 % en 2018, mientras que en el caso de las sociedades y agencias de valores se observa lo contrario (50 % en 2012 y 41 % en 2018).

La CNMV las supervisa a todas ellas en relación con su vertiente prudencial y con el cumplimiento de las normas de conducta, excepto en el caso de las entidades de crédito, sobre las que no se realiza una supervisión prudencial.

El número de entidades de crédito nacionales registradas a finales de 2018 ascendía a 113, 9 menos que en 2017, mientras que el número de sucursales de entidades de crédito extranjeras se mantuvo en 56, la mayoría de países comunitarios.

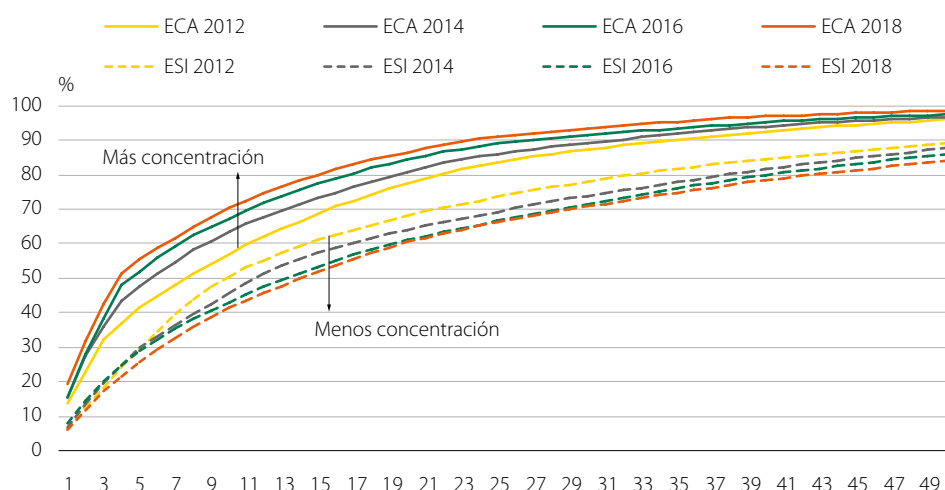
32 En la fecha de cierre de este informe solo una SGC estaba registrada en la CNMV. Debido a su menor relevancia en relación con el resto de entidades, no se le dedica un subepígrafe específico.

33 La información que recibe la CNMV de las EAF tiene carácter anual y se presenta en el informe correspondiente al primer trimestre de cada año.

34 En 2011 había un total de 192 entidades registradas.

Concentración del sector: % de ingresos acumulados en función del número de entidades¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Entidades en el eje X ordenadas de mayor a menor volumen de ingresos por prestación de servicios.

Los ingresos que percibieron las entidades de crédito por la prestación de servicios financieros en 2018 se situaron en 4.531 millones de euros, una cifra similar a la de 2017, aunque con una recomposición entre los ingresos de intermediación (a la baja) y el resto de los ingresos (al alza).

De acuerdo con la información recibida por la CNMV, los ingresos percibidos por las entidades de crédito por la prestación de servicios de inversión se situaron en 4.531 millones de euros en 2018, un poco por debajo de la cifra de 2017 (-0,6 %). El desglose por tipo de servicio de inversión revela que los ingresos relacionados con la intermediación (recepción y transmisión de órdenes y colocación de productos financieros) fueron los más relevantes, con 2.440 millones de euros, aunque un 7 % inferiores a los del año previo (véase gráfico 22). Este tipo de ingresos ha perdido importancia relativa en relación con otros servicios de inversión, ya que en 2011 concentraban el 73 % de los ingresos totales mientras que en 2018 este porcentaje caía hasta el 54 %. Por el contrario, aumentaron los ingresos percibidos por el resto de servicios de inversión: un 15,1 % los de asesoramiento (13 % del total), un 6,5 % los de gestión de carteras (9 % del total) y un 3 % los de administración y custodia (15 % del total). Dentro del ámbito de los ingresos que perciben estas entidades cabe señalar el hecho de que una parte sustancial de estos se debe a incentivos percibidos por la prestación de un determinado servicio de inversión. Estos incentivos fueron de 2.466 millones en 2018, lo que supone un 54 % de los ingresos totales. La importancia relativa de estos ingresos ha oscilado entre el 51 % y el 63 % durante los últimos años y es significativamente superior a la que muestran en las ESI (13 % de media entre 2011 y 2018), lo que pone de manifiesto las diferencias en los modelos de negocio de ambos tipos de entidades.

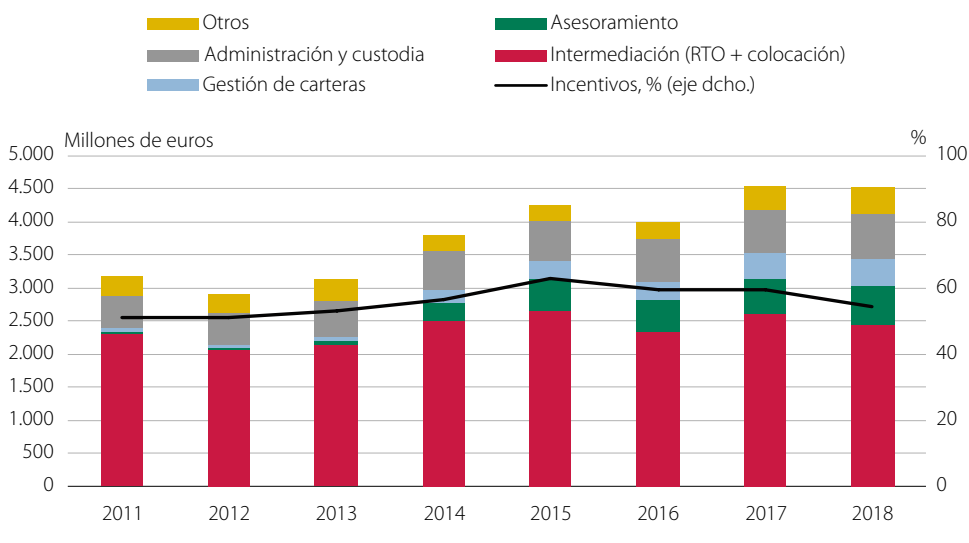
El número de clientes minoristas de estas entidades, que representan más del 99 % del total, era de 11,651 millones a finales de 2018.

Los clientes de las entidades de crédito (EE. CC.) son en su mayoría minoristas (más del 99 %). A finales de 2018 su número era de 11,651 millones, algo menos que en 2017 (11,905 millones). La mayor parte de ellos se relaciona con las entidades de crédito por servicios de administración y custodia y de intermediación. Por su parte, el número de clientes profesionales era algo superior a 24.000 y el de contrapartes elegibles³⁵, a 12.000.

35 Son aquellos clientes que tienen el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera y, en consecuencia, el nivel de protección que MiFID les otorga es menor. Básicamente son entidades autorizadas

Ingresos percibidos por las EE. CC. por la prestación de servicios de inversión

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

Sociedades y agencias de valores

Los beneficios agregados de las sociedades y agencias de valores (SAV) siguieron descendiendo durante el primer semestre de 2019, prolongando la tendencia a la baja iniciada en 2015. Estos beneficios (en términos anualizados) fueron un 57,6 % inferiores a los de 2018, ejercicio en el que el retroceso también había sido significativo (-33,6 %). Esta contracción de los beneficios se debió exclusivamente a la evolución de las sociedades de valores (SV) puesto que las agencias de valores (AV) registraron un aumento de estos (aunque su cuantía es pequeña). Esta evolución dispar ha hecho que las AV, que tradicionalmente han tenido un peso poco significativo en la actividad del total de las SAV, hayan aumentado su peso relativo en el sector, contribuyendo al 26,1 % de los resultados generados por todas las SAV durante 2019.

Estas caídas encadenadas y a un ritmo creciente han provocado que el nivel de los resultados de las SAV en 2019 (49,4 millones de euros en términos anualizados) sea inferior a una décima parte del importe registrado en 2008 (526,4 millones de euros). Una parte de esta caída se explica por las bajas registradas en los últimos años de entidades pertenecientes a grupos bancarios, en los que la prestación de los servicios de inversión ha pasado a realizarla directamente la propia entidad de crédito. Por otro lado, la entrada en vigor de la normativa MiFID (I y II) ha dado lugar a una tendencia generalizada en Europa de deslocalización de los volúmenes de negociación de valores desde los mercados nacionales hacia otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de contratación extranjeros. Esta tendencia ha ido acompañada de una disminución importante de las comisiones percibidas por las SAV por el servicio de *tramitación y ejecución de órdenes*, por lo que es razonable pensar que, además de producirse una tendencia a la baja en los

Los beneficios agregados de las sociedades y agencias de valores descendieron en el primer semestre de 2019, prolongando la tendencia que comenzó en 2015, debido al peor comportamiento de las sociedades.

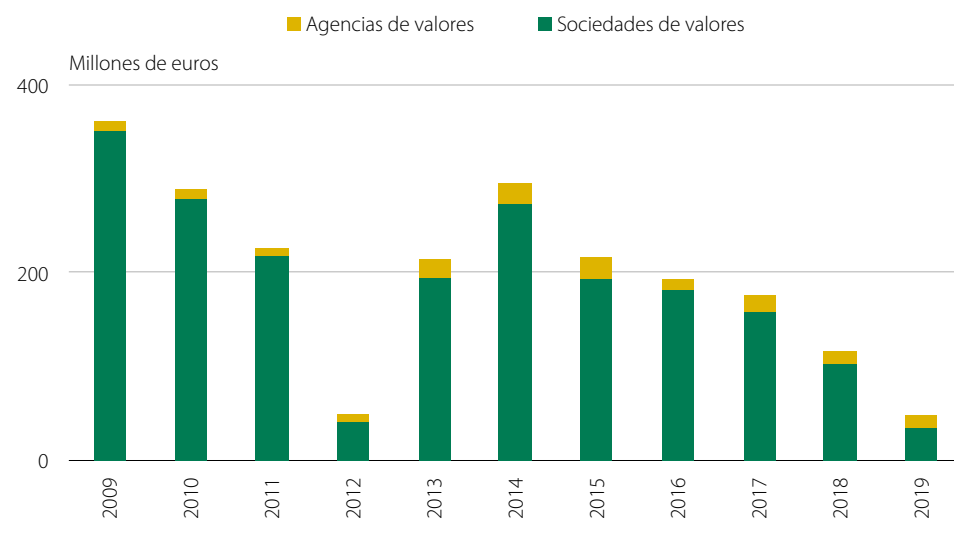
La tendencia a la baja de los beneficios de estas entidades se explica tanto por algunas bajas producidas de entidades de gran tamaño como por el retroceso de los ingresos de algunas líneas de negocio.

para operar en los mercados financieros (empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros y bancos centrales, entre otros), así como los gobiernos.

volúmenes totales de negociación y una cierta presión bajista sobre los corretajes aplicados en un entorno de mayor competencia, el acceso a dichos mercados y plataformas exteriores se puede estar realizando en gran medida a través de intermediarios extranjeros.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos^{1, 2}

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAF y las sociedades gestoras de cartera.

2 Datos de 2019 anualizados a partir de los resultados del primer semestre.

En los 6 primeros meses del año, el número de SV se mantuvo en 39, mientras que el de AV aumentó en 3, hasta las 55. Cabe destacar el aumento de intermediarios financieros radicados en países de la Unión Europea que prestan servicios de inversión en España, sobre todo del Reino Unido.

En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio de 2019 había un total de 39 SV, el mismo número que al cierre de 2018, y 55 AV, 3 más que al cierre de 2018. El número de entidades que prestan servicios de inversión en otros países de la Unión Europea, tanto a través de sucursales (7 entidades) como acogidos a la libertad de prestación de servicios que otorga el pasaporte comunitario (48 entidades) se ha mantenido constante en 2019. También lo ha hecho el número de entidades con sucursales abiertas en terceros países (6 entidades) y ha aumentado en 1 entidad las que prestan servicios en terceros países sin sucursal (5 entidades). La estabilidad en el número de entidades españolas que prestan servicios de inversión en el extranjero contrasta con el incremento del número de intermediarios radicados en países de la Unión Europea que prestan servicios de inversión en España: 3.050 entidades a 30 de junio de 2019 frente a 2.938 al cierre de 2018. El *brexit* ha jugado un papel relevante en este aumento, pues del número total de entidades, alrededor de un 70 % (2.234) se encuentra radicado en el Reino Unido, seguido de Malta, con 211 entidades.

El beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades de valores cayó un 73 % en el primer semestre del año. El descenso de los gastos de explotación no fue suficiente para compensar el retroceso de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes...

Un análisis más detallado de la cuenta de resultados de las SV (véase cuadro 14) revela que el beneficio agregado antes de impuestos de estas entidades cayó un 73 % en el primer trimestre del año. La disminución de los gastos de explotación (9 %) no fue suficiente para compensar el retroceso de su principal fuente de ingresos: las comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Estas comisiones disminuyeron un 13,4 % debido, sobre todo, a la caída de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes (-29 %, hasta los 66 millones de euros) y, en menor medida, de aquellos procedentes de la gestión de carteras (-21 %, hasta los

6,2 millones). También disminuyeron las comisiones derivadas de la comercialización de IIC, pero menos que en 2018 (-3,2 %). Entre los avances destacó el de las comisiones por depósito y anotación de valores (un 4,6 %, hasta los 23 millones) y el de las comisiones por asesoramiento en materia de inversiones, cuyo importe se multiplicó por 2,2, hasta los 7,6 millones de euros. El aumento de estas últimas puede haberse visto influido por la entrada en vigor de la directiva MiFID II, cuya regulación respecto de la percepción de incentivos de terceros fomenta una mayor prestación del servicio de asesoramiento.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 14

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-18	jun.-19	% var.	jun.-18	jun.-19	% var.
1. Margen de intereses	46.031	12.446	-73,0	1.076	609	-43,4
2. Comisiones netas	151.557	118.404	-21,9	57.371	58.008	1,1
2.1. Comisiones percibidas	213.150	184.559	-13,4	67.210	66.889	-0,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	92.739	65.962	-28,9	10.415	11.788	13,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.029	2.153	6,1	849	208	-75,5
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.937	22.946	4,6	424	421	-0,7
2.1.4. Gestión de carteras	7.765	6.163	-20,6	6.803	6.462	-5,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.352	7.599	223,1	4.273	6.738	57,7
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	211	16	-92,4	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	28.185	27.276	-3,2	30.795	29.171	-5,3
2.1.9. Otras	57.933	52.444	-9,5	13.650	12.102	-11,3
2.2. Comisiones satisfechas	61.593	66.155	7,4	9.839	8.881	-9,7
3. Resultado de inversiones financieras	14.705	17.277	17,5	-86	738	-
4. Diferencias de cambio netas	1.707	-79	-	-7	25	-
5. Otros productos y cargas de explotación	12.202	15.570	27,6	-768	266	-
MARGEN BRUTO	226.202	163.618	-27,7	57.586	59.646	3,6
6. Gastos de explotación	159.251	144.913	-9,0	51.512	52.294	1,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	3.543	2.239	-36,8	723	309	-57,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	385	248	-35,6	-29	-28	3,4
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	63.023	16.219	-74,3	5.380	7.071	31,4
9. Otras ganancias y pérdidas	215	1.038	382,8	472	343	-27,3
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	63.238	17.257	-72,7	5.852	7.414	26,7
10. Impuesto sobre beneficios	2.552	-922	-	1.044	1.010	-3,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	60.686	18.179	-70,0	4.808	6.404	33,2
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	60.686	18.179	-70,0	4.808	6.404	33,2

Fuente: CNMV.

... ni de otras partidas como el margen de intereses.

En cambio, los beneficios agregados de las agencias aumentaron (un 26,7 %, hasta los 7,4 millones), aunque su importe es mucho más reducido que el de las sociedades.

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de ambos tipos de entidades evolucionó en línea con sus beneficios: a la baja para las SV y al alza para las AV.

El número de entidades en pérdidas se redujo en el primer semestre del año, aunque su volumen aumentó.

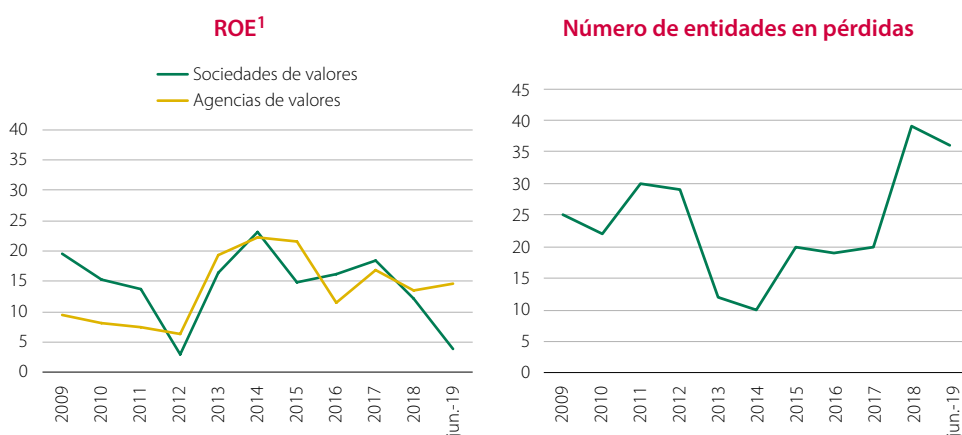
El margen de intereses mostró un fuerte descenso (un 73 %, hasta los 12,4 millones), que se justifica por la evolución negativa de 2 entidades (estas explican el 80 % del retroceso) en un contexto de tipos de interés reducidos que impide un comportamiento más favorable de esta partida.

En el caso de las AV, con importes mucho menores, las partidas de la cuenta de resultados mostraron un comportamiento más favorable, con un avance de los beneficios agregados antes de impuestos del 26,7 %, hasta los 7,4 millones de euros. Las comisiones percibidas por estas entidades se situaron a un nivel parecido al de 2018 (-0,5 %), pues los incrementos de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (13,2 %) y de asesoramiento (57,7 %) se vieron compensados por las caídas de las comisiones por comercialización de IIC (-5,3 %), por gestión de carteras (-5 %) y por otro tipo de comisiones (-11,3 %). También repercutió de forma positiva en la cuenta de resultados el descenso de las comisiones pagadas (9,7 %, hasta los 8,9 millones de euros). En suma, el margen bruto creció un 3,6 %, lo que unido al aumento moderado de los gastos de explotación (1,5 %) permitió el avance de los beneficios ya comentado.

La evolución de la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) de las SV estuvo en línea con la de sus resultados y, por tanto, disminuyó, igual que lo hizo en 2018, situándose en el 3,9 % a mediados de año (12,2 % al cierre de 2018). Por el contrario, la rentabilidad de las AV se incrementó en el mismo periodo, al pasar desde el 13,5 % a finales de 2018 hasta el 14,6 % a 30 de junio de 2019.

Tras el importante aumento de las entidades en pérdidas que se produjo en 2018, en el primer semestre de 2019 se observa una interrupción de esta tendencia, pues el número de AV en pérdidas disminuyó de 21 a 18. El número de SV en pérdidas se mantuvo estable en 18. A pesar del descenso total del número de SAV en esta situación, el valor agregado de las pérdidas acumuladas durante el primer semestre de 2019 aumentó en relación con el mismo periodo del ejercicio anterior, situándose en 26,2 millones de euros, frente a los 22,9 millones del primer semestre de 2018.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

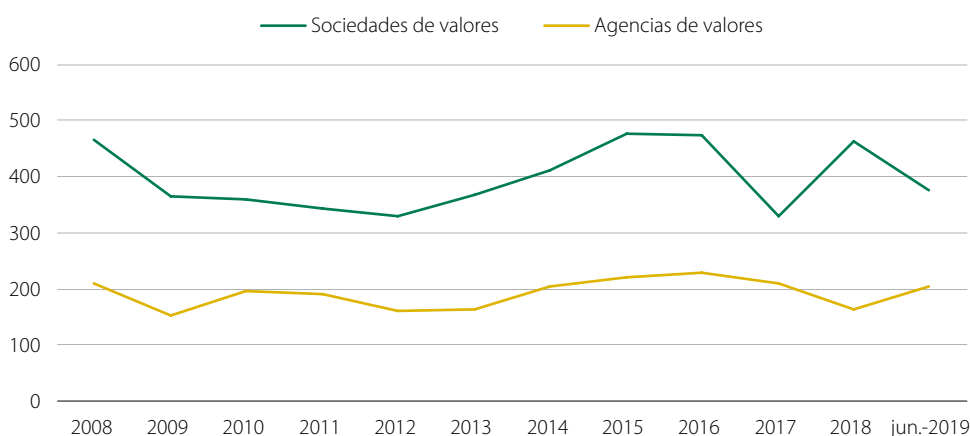
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Las condiciones de solvencia del sector, medidas como el exceso de recursos propios computables respecto a los exigibles, experimentaron un descenso moderado durante el primer semestre de 2019. De esta forma, para todas las entidades obligadas a remitir estados de solvencia³⁶ el margen de solvencia pasó de 4,29 en diciembre de 2018 a 3,58 en junio de 2019 (3,4 en junio de 2018). Por tipo de entidad, se observa que las SV explican la caída, pues su margen de solvencia pasó de 4,64 a 3,75, mientras que el de las AV experimentó un ligero aumento, de 1,64 a 2,03 (véase gráfico 23).

Las condiciones de solvencia del sector —evaluadas según el exceso de recursos propios respecto a los exigibles— registraron un descenso moderado entre enero y junio.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

La prestación de servicios de inversión bajo un enfoque alternativo

La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC³⁷, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde una perspectiva legal) se clasifica atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, empresa de servicio de inversión o sociedad gestora de IIC (SGIIC). Sin embargo, una concepción menos formalista y más sustantiva, que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con los bancos comerciales, sugiere delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión es realizada por bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte corresponde a entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes —es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales— y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

Más allá del análisis tradicional que tiene en cuenta las entidades que prestan servicios de inversión desde un punto de vista legal, se puede abordar otro alternativo que tenga en cuenta el modelo de negocio de estas entidades y su vinculación con los bancos comerciales.

36 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados.

37 De hecho, la actividad de estas entidades se recoge de forma específica en el epígrafe 4.3.

Para ello se pueden identificar aquellas entidades con forma jurídica de banco pero con una proporción de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión muy elevada...

... así como aquellas entidades (SV, AV y SGIIC) que pertenecen a un grupo bancario comercial.

Los resultados preliminares revelan que el 70 % del negocio (ingresos) del sector corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos.

El negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto complejo, derivado del deterioro de algunas líneas de negocio y del aumento de la competencia en el sector.

Con el fin de identificar las entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión se ha tomado como referencia el cociente entre los ingresos percibidos por la prestación de servicios de inversión y el total de ingresos de la entidad, identificándose como banco especializado en servicios de inversión a aquel cuyo cociente sea superior al 65 %³⁸. Se estima que el importe de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión en España de estas entidades, descontando el volumen de comisiones que estas retroceden a terceros, fue algo inferior a los 400 millones de euros en 2018³⁹.

Por otra parte, dentro del conjunto de entidades no bancarias —SV, AV y SGIIC— se ha identificado a aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, se encuadrarían en el ámbito de la prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. En el caso de las SV y AV estas entidades son poco relevantes, puesto que en los últimos años muchas entidades de crédito han ido absorbiendo las que les pertenecen, tal y como se expuso anteriormente. En 2018, por ejemplo, Bankinter y Banco Santander absorbieron las SV de sus grupos financieros. En 2018 las comisiones de las ESI que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial representaban menos del 20 % de las comisiones totales de las ESI. En cambio, en el ámbito de las SGIIC, la relevancia de las entidades vinculadas con bancos comerciales es mucho mayor, pues concentran más de la mitad del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

En suma, se estima que aproximadamente el 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC), evaluado a través de los ingresos por comisiones, corresponde a bancos comerciales tradicionales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto correspondería a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial. Como se observa en el gráfico 26, este porcentaje se ha mantenido bastante estable durante los últimos años.

Perspectivas

El negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto cada vez más complejo en el que, por una parte, se observa una erosión de líneas de negocio importantes, derivada del desplazamiento de la negociación hacia plataformas exteriores y del descenso de las emisiones de acciones y, por otra, un aumento de la competencia en el sector, ejercido sobre todo por las entidades de crédito nacionales pero también por el creciente número de entidades extranjeras que operan en España. Estas últimas han mostrado una cierta expansión como consecuencia del *brex*it, que también incidirá en la evolución de este negocio en los próximos meses. Por el momento, las entidades de crédito mantienen una posición

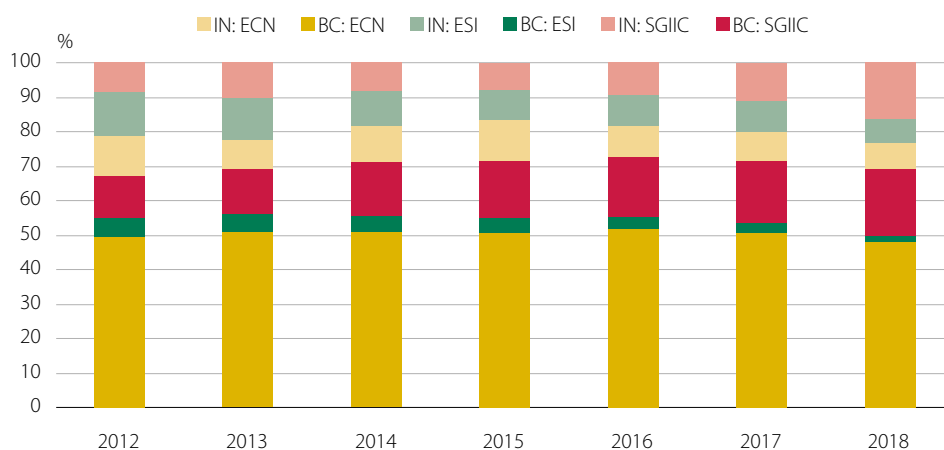
38 Las entidades más relevantes por su volumen de comisiones en los últimos años son Allfunds, Cecabank, Andbank, Banco Inversis y Banco Mediolanum.

39 Casi un 14 % de las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito por la prestación de servicios (descontando los incentivos).

preponderante en la mayoría de los servicios de inversión, mientras que las sociedades y agencias de valores están cambiando su modelo de negocio dando mayor importancia a servicios de inversión que en el pasado eran menos relevantes y reduciendo sus gastos de explotación.

% de comisiones percibidas¹ por tipo de entidad en función de su modelo de negocio²

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

1 Comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión (descontando retrocesiones).

2 BC: Entidad relacionada con la banca comercial. IN: Entidad independiente.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

Las SGIIC finalizaron el primer semestre del año recuperando el patrimonio de IIC que habían perdido en 2018 (véase gráfico 27), que superó de nuevo los 300.000 millones de euros. A pesar de ello, los ingresos por comisiones de gestión de IIC disminuyeron entre enero y junio y pasaron de 2.649 millones de euros en 2018 a 2.547 en 2019 (en términos anualizados), un descenso que se explica por la disminución del porcentaje medio de comisión de gestión cobrada por las SGIIC a las IIC gestionadas. Este porcentaje, que pasó del 0,91 % del patrimonio gestionado en 2018 al 0,84 % en 2019, habría disminuido por el aumento del patrimonio de aquellas vocaciones de riesgo menor, que habitualmente tienen asociadas unas comisiones más bajas.

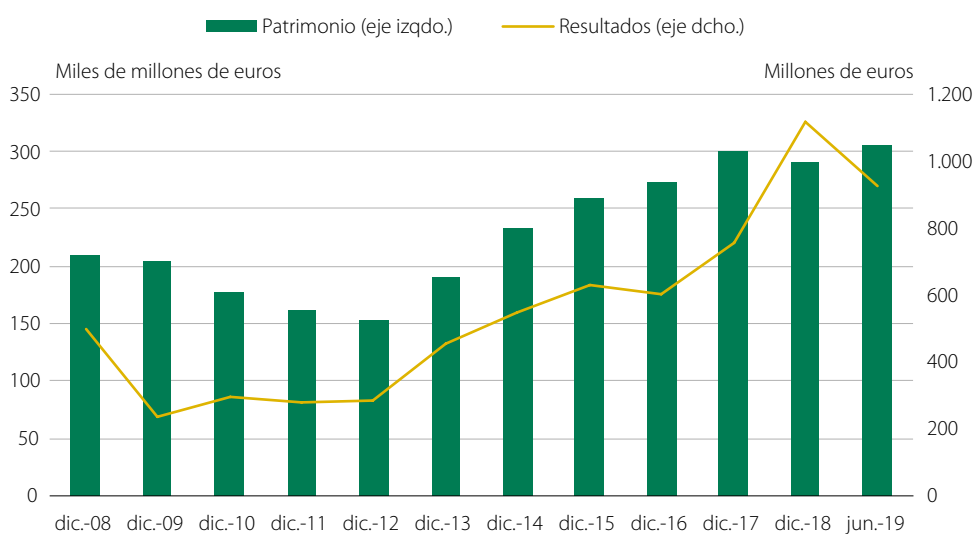
Las SGIIC recuperaron los 300.000 millones de patrimonio bajo gestión en el primer semestre del año, aunque sus ingresos por comisiones de gestión retrocedieron por la mayor relevancia de los fondos de menor riesgo.

La principal fuente de ingresos de las SGIIC son las comisiones de gestión de las IIC, que representan el 89 % del total de comisiones que perciben. Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC ha disminuido a lo largo de los últimos años y de forma más acusada en 2018, coincidiendo con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores. El porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de las IIC en 2012 al 50 % en junio de 2019.

Estas comisiones siguieron representando cerca del 90 % de los ingresos totales de estas entidades. Además, se observa una importante reducción en los últimos años del porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores, una tendencia que se ha visto acentuada tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos¹

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

¹ Resultados de 2019 anualizados.

La gestión de carteras y de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIC.

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para estas entidades. La cifra de comisiones obtenidas por gestión de carteras durante el primer semestre de 2019 (91 millones de euros) no varió sustancialmente respecto a la cifra de 2018, mientras que las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo aumentaron de forma notable (un 9 %), aunque su cifra sigue siendo poco significativa en valor absoluto (24,9 millones en el semestre) y en términos relativos respecto al total de comisiones percibidas por las SGIC (1,7 %).

Sus beneficios se redujeron en consonancia con la disminución de los ingresos por comisiones de gestión de IIC y el número de entidades en pérdidas se mantuvo en 26.

Los beneficios agregados de estas entidades se redujeron en el primer semestre del año, en línea con el descenso de los ingresos por comisiones de gestión y, en consecuencia, se registró una caída de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) que, no obstante, permanece en un nivel elevado (88 %). Por su parte, el número de entidades en pérdidas se mantuvo en 26 a mediados de año, reduciéndose el volumen de pérdidas totales en un 21 %, hasta los 9,8 millones de euros.

El número de gestoras de IIC siguió en ascenso en el primer semestre del año, hasta un total de 121.

Los datos del registro de la CNMV indican que continúa la expansión en el número de SGIC, aunque se ha moderado su crecimiento, cerrándose el primer semestre de 2019 con 121 entidades, 2 más que a finales de 2018.

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
jun.-19 ²	303.614	2.547	0,84	50,06

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Las entidades de capital riesgo (ECR) experimentaron un gran dinamismo en los ocho primeros meses del año, con un importante crecimiento del número de vehículos, con lo que continúa la tendencia ascendente del año anterior. Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abrió la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 86 vehículos de nueva tipología: a finales de agosto de este año había 9 fondos de capital riesgo pyme, 14 fondos de capital riesgo europeos, 2 fondos de emprendimiento social europeo, 18 sociedades de capital riesgo pyme y 43 entidades de inversión colectiva cerrada (19 fondos y 24 sociedades). De entre todos estos vehículos, cabe mencionar el aumento importante de los últimos, de carácter cerrado, que se ha multiplicado casi por 3 desde el cierre de 2017, al pasar de 15 a 43 entidades.

En relación con los vehículos *tradicionales*, se han producido en lo que va de año 21 altas y 3 bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de agosto había 199, mientras que en el caso de las sociedades de capital riesgo se produjeron 18 altas y 4 bajas, que situó el número de estas instituciones en 135. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de ECR a 31 de agosto (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 377⁴⁰, frente a las 338 de finales de 2018. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 43 vehículos de tipo cerrado, así como 100 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo), como consecuencia de las 8 altas y 2 bajas producidas entre enero y agosto.

En los 8 primeros meses del año continuó la expansión del sector, con un aumento de 39 ECR, de 12 entidades de tipo cerrado y de 6 SGEIC...

... hasta un total de 377, 43 y 100 entidades de cada tipo respectivamente.

40 Esta cifra incluye también a entidades de reciente creación como los fondos de capital riesgo pyme, los fondos de capital riesgo europeos y las sociedades de capital riesgo pyme.

	Situación a		Situación a	
	31/12/2018	Altas	Bajas	30/08/2019
Entidades				
Fondos de capital riesgo	181	21	3	199
Fondos de capital riesgo pyme	10	2	3	9
Fondos de capital riesgo europeos	8	6	0	14
Fondo de emprendimiento social europeo	1	1	0	2
Sociedades de capital riesgo	121	18	4	135
Sociedades de capital riesgo pyme	17	1	0	18
Total entidades de capital riesgo	338	49	10	377
Fondos de inversión colectiva cerrados	12	7	0	19
Sociedades de inversión colectiva cerradas	19	6	1	24
Total entidades de inversión colectiva cerradas	31	13	1	43
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	94	8	2	100

Fuente: CNMV.

1 Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

En 2018 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 17,5 %, hasta los 10.495 millones de euros (el 65 % de fondos y el 35 % de sociedades).

A lo largo de 2018 el patrimonio de las ECR se incrementó un 17,5 %, hasta alcanzar los 10.495 millones de euros. El avance se repartió de forma muy uniforme entre los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 17,6 % hasta los 6.778 millones de euros, y las sociedades, cuyo patrimonio creció un 17,3 % hasta los 3.718 millones.

En los FCR aumentó la inversión por parte de las Administraciones públicas y de las empresas no financieras.

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, en este caso los fondos pyme y los europeos—, se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores a lo largo de 2018 a favor de las personas físicas. No obstante, los inversores con mayor tenencia de participaciones continuaron siendo las entidades extranjeras, con 1.138 millones de euros, seguidos de las Administraciones públicas, con 989,6 millones. El tercer puesto pasaron a ocuparlo las personas físicas, que incrementaron su inversión un 57,7 %, hasta alcanzar los 855 millones de euros. A pesar de este aumento, las personas físicas siguen teniendo una participación minoritaria en el patrimonio de los fondos de capital riesgo: un 12,6 % frente a un 87,4 % de las personas jurídicas. Por último, las entidades de crédito y compañías de seguros disminuyeron su inversión en 2018 y su peso siguió siendo poco relevante.

En las SCR, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes.

En las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen también las SCR pyme—, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 58,7 % en el capital del total de las de las SCR. Las personas físicas multiplicaron su inversión por dos durante 2018, hasta alcanzar los 447 millones de euros, pero su participación en el capital de las SCR, al igual que en los fondos, siguió siendo minoritaria: un 14 % frente al 86 % de las personas jurídicas.

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2017 ¹	2018 ²	2017 ³	2018 ³
Personas físicas				
Residentes	521,45	813,26	141,18	399,51
No residentes	20,72	41,81	4,83	47,57
Personas jurídicas				
Bancos	180,94	174,82	171,36	136,35
Cajas de ahorros	38,53	35,18	11,94	13,88
Fondos de pensiones	551,70	588,07	20,73	20,18
Compañías de seguros	449,66	437,11	84,42	87,20
Sociedades y agencias de valores	3,48	7,34	0,12	0,06
Instituciones de inversión colectiva	432,72	431,79	6,91	5,46
Entidades de capital riesgo nacionales	255,57	289,58	28,87	29,81
Entidades de capital riesgo extranjeras	301,31	338,26	0,00	161,61
Administraciones públicas	860,15	989,64	389,13	412,98
Fondos soberanos	7,10	12,47	4,78	6,08
Otras empresas financieras	343,22	414,36	1.022,69	1.030,57
Empresas no financieras	582,69	757,05	901,53	1.149,79
Entidades extranjeras	907,58	1.138,30	94,24	62,41
Otros	306,95	306,64	287,76	154,12
TOTAL	5.763,77	6.777,93	3.170,49	3.717,58

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme y FCRE.

2 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

3 Incluye SCR pyme.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2019 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) confirman la consolidación de la tendencia expansiva del sector iniciada a mediados de 2016. El sector de capital riesgo siguió mostrando un gran dinamismo, con cifras récord de captación de recursos nuevos en el primer semestre, que alcanzaron los 4.060 millones de euros, un 33 % más que en la primera mitad de 2018, y un total de 328 operaciones. De estas, los *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros) captaron el 72 % del volumen total (9 operaciones).

Por lo que se refiere al tipo de inversores, los fondos internacionales han sido los inversores mayoritarios en la primera mitad de año, siendo responsables del 82 % del volumen total invertido. Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque (*venture capital*) duplicaron el volumen captado respecto al primer semestre de 2018, aunque la cifra alcanzada (357,7 millones de euros) sigue representando un peso moderado en el total del capital riesgo en España.

Los datos facilitados por ASCRI correspondientes al primer semestre del año apuntan a que el sector sigue mostrando una gran actividad y registrando cifras récord de captación de recursos.

Los fondos internacionales fueron responsables del 82 % del volumen total invertido en el primer semestre de 2019.

