

# 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	27
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	36
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	50
4.1	Vehículos de inversión	50
4.2	Empresas de servicios de inversión	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	65

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Medidas de intervención de productos CFD y opciones binarias	31
Recuadro 2:	La práctica del <i>closet indexing</i> y medidas para el refuerzo de la transparencia sobre el tipo de gestión realizada	57
Recuadro 3:	Encuesta de Competencias Financieras	62



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional ha estado marcado recientemente por el incremento de las tensiones relacionadas con una posible guerra comercial y por la incertidumbre observada en algunas economías avanzadas (Italia) y emergentes (Turquía o Argentina). Por el momento, el avance de la actividad sigue siendo más elevado en Estados Unidos, mientras que en Europa se observa una cierta desaceleración. En este contexto, la Reserva Federal ha decidido incrementar tres veces este año los tipos de interés —no se descarta una cuarta a finales de año—, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) está en la fase de reducir el volumen del programa de compras de activos y ha indicado que los tipos de interés permanecerán en los niveles presentes al menos hasta el verano de 2019. Las consecuencias que puedan derivarse del incremento de las tensiones comerciales, la posibilidad de que el *brexit* se acabe produciendo de una manera más dura ante la falta de acuerdo, la inestabilidad aún presente en varias economías y la repercusión del giro de la política monetaria en las economías avanzadas son los factores de riesgo más importantes para este escenario económico internacional.
- Los mercados financieros internacionales de renta variable<sup>1</sup>, que habían experimentado pérdidas notables en el primer trimestre del año como consecuencia de la volatilidad mostrada por las bolsas estadounidenses en febrero, se han enfrentado después a los temores a una guerra comercial. Estos temores no parecen haber afectado de forma sustancial a los índices estadounidenses, que presentan los avances más cuantiosos en el año, pues las ganancias del segundo y tercer trimestre compensaron ampliamente las primeras pérdidas. La revalorización de estos índices se ha situado entre el 7% y el 16,6%, sostenida por los buenos datos de actividad. En Europa, por el contrario, aunque en los trimestres centrales del año los índices experimentaron avances generalizados, en la mayoría de los casos no fueron suficientes para compensar los retrocesos del primer trimestre, y a las incertidumbres relacionadas con la posible guerra comercial se unieron otras (Italia, *brexit*, Turquía, etc.). En los mercados de acciones emergentes destaca el fuerte retroceso en el año del índice chino Shanghai Composite (-14,7%).
- En los mercados internacionales de deuda también se observan dos periodos relativamente diferenciados en el año. Así, en los primeros meses las rentabilidades a largo plazo presentaban aumentos en las economías avanzadas más importantes ante la perspectiva de que el giro de la política monetaria fuera

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones específicas como, por ejemplo, la previsiones de crecimiento del PIB del FMI, publicadas a principios de octubre.

más rápido e intenso, mientras que en algunas economías de la periferia de Europa —España entre ellas— las rentabilidades mostraban descensos motivados por las mejoras recibidas en sus calificaciones crediticias. Esta situación se invirtió en mayo, cuando la incertidumbre política en Italia dio lugar a un aumento significativo de su prima de riesgo y un leve contagio a otros países europeos como España o Portugal. En este contexto, los bonos de las economías europeas percibidas como más sólidas volvieron a convertirse en activo refugio y sus rentabilidades descendieron. Como consecuencia de esta situación, se han producido incrementos sustanciales de los tipos de interés a largo plazo en el conjunto de 2018 en Estados Unidos, el Reino Unido e Italia, mientras que en Alemania y Francia han experimentado pocos cambios, y en España y Portugal se han reducido ligeramente.

- El entorno macroeconómico nacional siguió siendo favorable en el primer semestre de 2018, aunque se observó una ligera desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo. Así, el PIB aumentó un 2,5% en el segundo trimestre, 3 décimas menos que en el trimestre anterior y 6 por debajo de la media de 2017. Con todo, la economía española mantiene un diferencial con la zona del euro de alrededor de medio punto porcentual. Por su parte, la inflación se ha incrementado en los meses centrales del año hasta tasas superiores al 2% por el repunte de la tasa energética. Las previsiones de las principales instituciones indican que la desaceleración del crecimiento continuará al menos hasta 2020, existiendo varios riesgos a la baja, algunos de los cuales —los temores a una guerra comercial, la inestabilidad política en Italia, las consecuencias del encarecimiento del petróleo o la exposición a determinadas economías emergentes— son comunes a otras economías europeas.
- La evolución del sector bancario sigue determinada por elementos de distinto signo. El entorno de tipos de interés reducido impide mejoras en el margen de intereses y, por tanto, aumentos sustanciales de la rentabilidad. Sin embargo, el buen estado de la economía continúa permitiendo disminuciones en la ratio de morosidad del sector. Recientemente, algunas entidades han experimentado descensos en sus cotizaciones como consecuencia de las incertidumbres presentes en Italia y en algunas economías emergentes a las que tienen elevada exposición y, en menor medida, a las dudas que se generaron en torno a la posibilidad —más tarde descartada— de la creación de un impuesto específico sobre la actividad de las entidades bancarias. De cara al futuro, la mejora de la ratio de eficiencia de los bancos españoles y el previsible giro de la política monetaria del BCE son elementos positivos para estas entidades.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés —que había repuntado en febrero hasta un nivel de 0,27 (muy cerca de la zona delimitada como estrés medio)— descendió en las semanas posteriores hasta valores mínimos anuales de 0,15. En los meses centrales del año el episodio de incertidumbre política en Italia y los temores a una guerra comercial provocaron un leve aumento en el indicador, pero este se mantiene en niveles compatibles con un estrés reducido<sup>2</sup>. Por segmentos, los niveles de estrés más elevado se

---

2 El último dato, con información hasta el 28 de septiembre, es de 0,18.

observan en el de bonos y en el de intermediarios financieros (fundamentalmente bancos).

- El mercado de renta variable nacional —cuyas cotizaciones habían experimentado retrocesos destacables en los primeros meses— detuvo los descensos a mediados de año para volver a caer en el tercer trimestre. El mercado español se ha visto afectado de forma significativa por algunas de las incertidumbres comentadas anteriormente debido a la elevada exposición de algunas compañías que tienen activos de deuda italiana o intereses en países emergentes con dificultades. Todo lo anterior, teniendo en cuenta el marco de leve desaceleración de la actividad, ha motivado que el Ibex 35 haya descendido un 6,5% en lo que va de año, un registro peor que el de la mayoría de índices europeos de referencia. La volatilidad del mercado ha repuntado en momentos puntuales pero, en general, se ha mantenido en niveles muy reducidos y la liquidez también ha permanecido en niveles satisfactorios. Los volúmenes de contratación acumulados en 2018 presentan un leve ascenso (1,4%), con un mantenimiento de la disminución de la negociación en el mercado español (-6,4%) y el avance en las plataformas exteriores (18%) —que ya concentran cerca del 40% de la contratación total de los valores españoles
- Los mercados de renta fija nacionales, al igual que los europeos, han estado condicionados por diversas circunstancias económicas y políticas. Entre ellas, destacan las divergencias en los tonos de las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico y la incertidumbre relacionada con las finanzas públicas italianas, que en mayo dio lugar a un cierto contagio sobre la prima de riesgo de la deuda española. En el plano doméstico, la mejora del *rating* del bono soberano en los primeros compases del ejercicio también influyó de forma notable en las rentabilidades de los tramos largos de la curva de tipos. En el conjunto de 2018 los tipos de interés a corto plazo han mostrado aumentos muy leves y se mantienen muy cerca de mínimos históricos. En los plazos largos, la mejora de la calificación crediticia dio lugar a un descenso sustancial de las rentabilidades en los primeros meses de 2018 y después, con el aumento de las incertidumbres, se observaron alzas que no anularon totalmente los primeros descensos. La prima de riesgo mostró en mayo un máximo anual de 134 puntos básicos (p.b.) por las incertidumbres en Italia pero posteriormente se ha mantenido —con ciertos altibajos— en valores muy cercanos a los 100 p.b.
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles aumentó un 3,2% en el primer semestre del año, hasta situarse en 273.774 millones de euros, una cifra cercana a la existente justo antes del inicio de la crisis financiera. Este incremento se debió fundamentalmente a las suscripciones netas de los partícipes, que sobrepasaron los 10.000 millones de euros y que mostraron una preferencia clara por las categorías de fondos de mayor riesgo, sobre todo por los fondos globales. En este contexto, las sociedades gestoras de IIC experimentaron un incremento de sus beneficios del 36,5%, hasta los 491 millones de euros, como consecuencia del aumento de las comisiones (netas) percibidas. La expansión del sector no se está produciendo de forma homogénea entre las entidades, pues el número de sociedades en pérdidas se incrementó en 4 en el primer semestre del año hasta un total de 23.

- El negocio de las sociedades y agencias de valores, que había mejorado levemente en 2017, volvió a experimentar en el primer semestre de 2018 una contracción como consecuencia de la disminución de las comisiones más importantes de estas entidades (tramitación y ejecución de órdenes, gestión de cartera y comercialización de IIC). En particular, el beneficio agregado antes de impuestos cayó un 34,4% entre enero y junio, hasta los 138,2 millones de euros (en términos anualizados). El descenso de los beneficios repercutió negativamente en la rentabilidad de estas entidades, que pasó del 18,4% al 11,8%, y en el número de entidades en pérdidas, que aumentó de 20 a 34. Las condiciones de solvencia se mantienen, eso sí, en niveles satisfactorios en términos relativos.
- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
  - El primero de ellos describe las medidas de intervención adoptadas en los meses centrales del año por ESMA en relación con la comercialización a inversores minoristas de CFD y opciones binarias. La CNMV se muestra de acuerdo con estas medidas que, además, son coherentes con el contenido de la nueva Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.
  - El segundo aborda la práctica conocida como *closet indexing*, por la cual algunos fondos de inversión se presentan como fondos de gestión activa y establecen comisiones propias de esta actividad, a pesar de que su gestión es muy cercana al seguimiento de un índice. En este sentido, tras las recomendaciones de ESMA y las mejores prácticas de otros países, la CNMV ha considerado necesario que mejore la información aportada a los inversores.
  - El último recuadro detalla las características de la Encuesta de Competencias Financieras realizada dentro del marco del Plan de Educación Financiera junto con el Banco de España y da cuenta de algunos de sus resultados. Una de las aportaciones de esta encuesta radica en la posibilidad de identificar colectivos concretos de la población sobre los cuales orientar las prioridades del próximo Plan de Educación Financiera.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

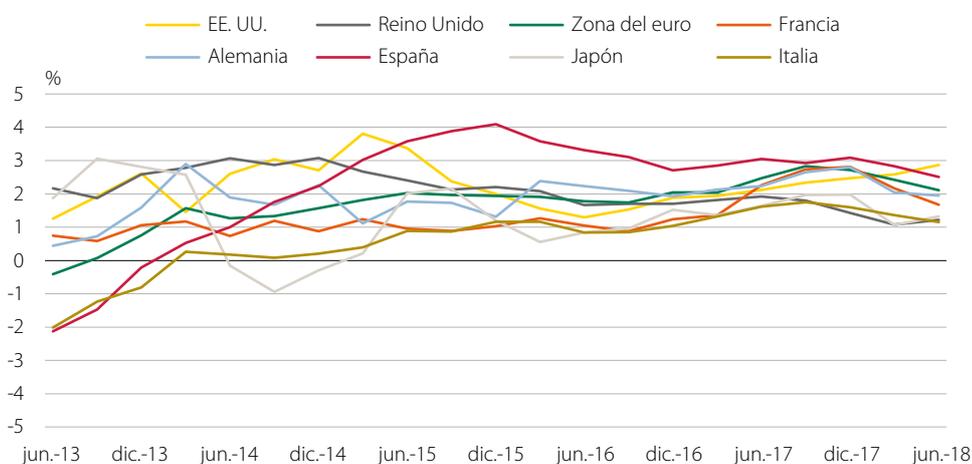
*En el primer semestre del año, el crecimiento económico siguió siendo elevado en EE. UU., mientras que en Europa se observó una ligera desaceleración.*

El crecimiento económico mundial mostró un patrón algo heterogéneo en el primer semestre del año, pues el PIB de Estados Unidos siguió creciendo a tasas muy elevadas (0,5% y 1% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente), mientras que en Europa se observó una cierta desaceleración. En el conjunto de las economías europeas, destacó el mayor dinamismo de la actividad en España y Alemania, con aumentos del 0,6% y el 0,5% respectivamente en el segundo trimestre (0,6% y 0,4% en el trimestre anterior), mientras que en Francia el avance fue menos sólido y se situó en el 0,2% en los dos primeros trimestres, registros notablemente inferiores a los observados en 2017 (0,7% de media). En Italia, el PIB también mostró una

variación del 0,2% en el segundo trimestre. Por su parte, en el Reino Unido y en Japón las tasas de crecimiento del segundo trimestre fueron mejores que las del primero, al pasar del 0,1% al 0,4% en el primer caso y del -0,2% al 0,7% en el segundo.

### PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



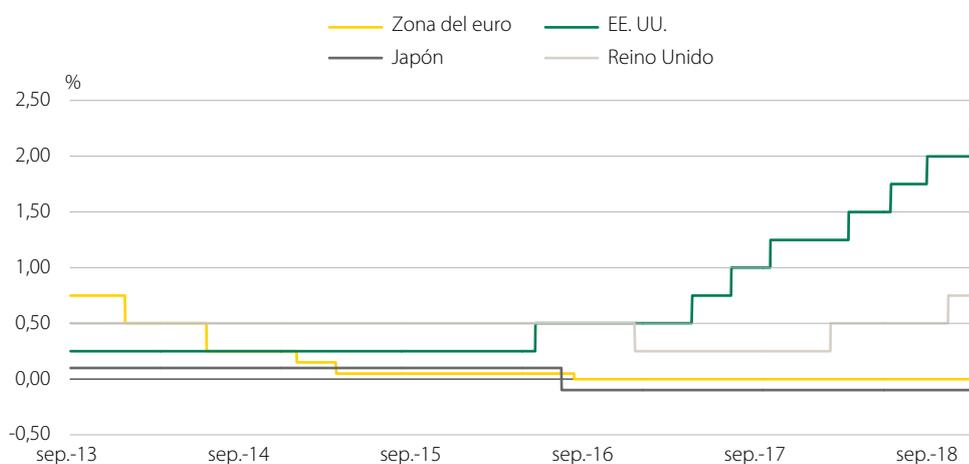
Fuente: Thomson Datastream.

En su reunión de septiembre, el BCE decidió mantener el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25%, respectivamente, y reiteró su expectativa de que estos permanezcan inalterados hasta el verano de 2019. Asimismo, se anticipó el fin del programa de compras de activos a partir de diciembre de este año, programa que tendrá un volumen mensual de 15.000 millones de euros en el último trimestre del ejercicio. No obstante, se remarcó que sus decisiones estarán sujetas a la evolución de los datos de inflación. Por su parte, la Reserva Federal —que había realizado dos subidas de tipos en marzo y junio— volvió a incrementar los tipos en su reunión de septiembre. Según las previsiones publicadas por la institución estadounidense, es probable que este año se produzca un aumento adicional en el tipo de interés, que actualmente se sitúa en la horquilla del 2%-2,25%.

*El BCE terminará su programa de compras en diciembre, pero no espera cambios en el tipo oficial hasta verano de 2019. Por el contrario, la Reserva Federal ha realizado tres subidas de tipos este año y puede que decida alguna más en el último trimestre...*

### Tipos de interés oficiales a corto plazo

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 28 de septiembre.

*... mientras que el Banco de Inglaterra subió el tipo de interés oficial al 0,75% en agosto.*

El Banco de Inglaterra, que en agosto subió el tipo de interés oficial del 0,5% al 0,75%, decidió en su reunión de septiembre mantener inalterados tanto los tipos de interés como el volumen de su programa de compras de activos. La tasa de inflación ha continuado descendiendo paulatinamente y en julio se situó en el 2,5%.

*Los tipos de interés a corto plazo tuvieron una evolución heterogénea en las economías avanzadas. Así, mientras que en EE. UU. los tipos registraron incrementos sustanciales, en la zona del euro apenas mostraron cambios.*

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante 2018 ha mostrado una gran heterogeneidad entre las distintas economías avanzadas, estando determinada por las decisiones de política monetaria mencionadas en párrafos anteriores. Así, en Estados Unidos los tipos a 3 y 12 meses han mostrado incrementos sustanciales y se han situado en el 2,40% y el 2,92% respectivamente a mediados de septiembre (70 p.b. y 81 p.b. más que a finales de 2017). El aumento de los tipos a corto plazo ha sido menos pronunciado en el Reino Unido, donde la rentabilidad ha crecido cerca de 30 p.b. en ambos plazos, hasta el 0,80% para el tipo a 3 meses y el 1,06% para el tipo a 12 meses. En la zona del euro las dos referencias se han mantenido inalteradas en el -0,32% (a 3 meses) y -0,16% (a 12 meses), en línea con la expectativa de que el BCE no suba los tipos de interés hasta pasado el verano de 2019.

*En el primer cuatrimestre, los tipos a largo plazo aumentaron en la mayoría de las economías avanzadas, a excepción de los países periféricos de la zona del euro, que obtuvieron mejoras en sus ratings...*

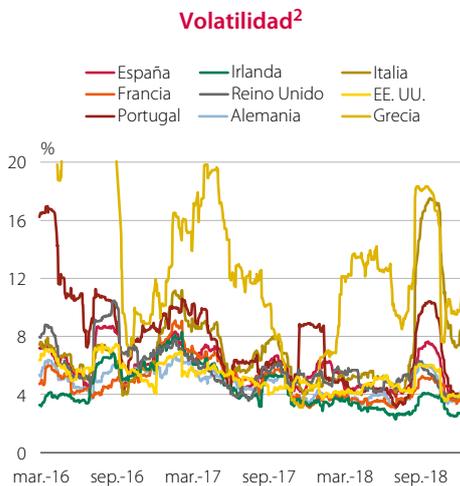
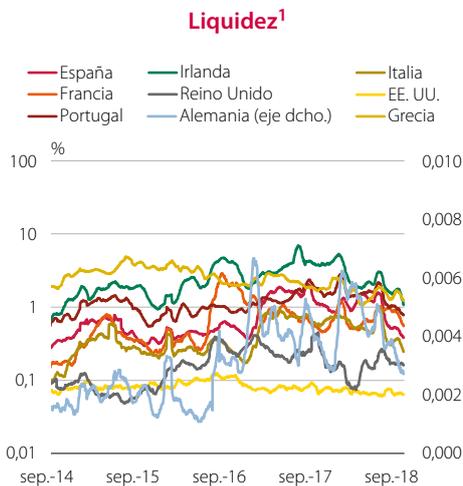
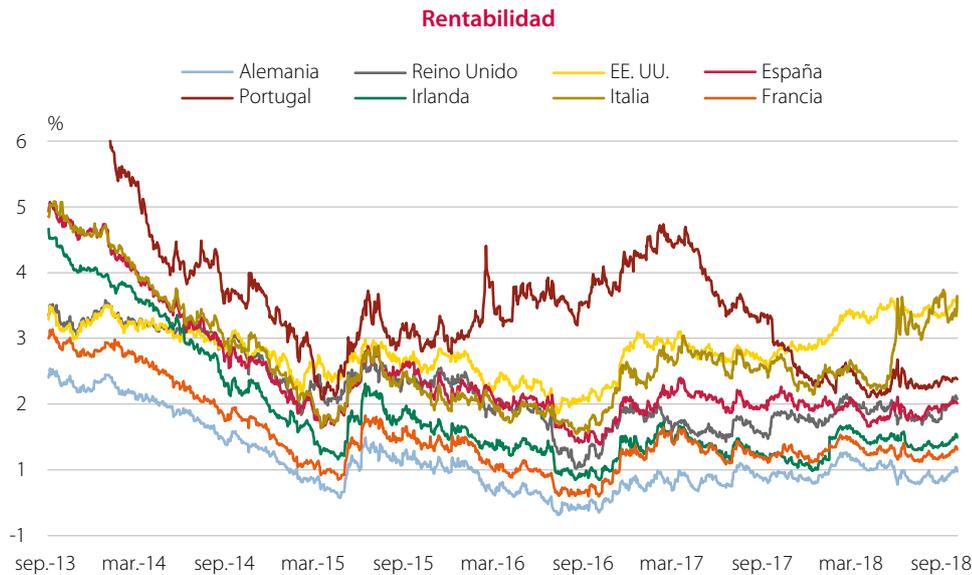
La evolución de los tipos a largo plazo también ha sido heterogénea entre las distintas economías avanzadas durante 2018. Entre enero y abril la mayoría de los países registraron aumentos en la rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años debido a una mejora en las perspectivas macroeconómicas y una revisión al alza de las expectativas de inflación, en particular en Estados Unidos. Los países periféricos de la zona del euro fueron la excepción a esta subida generalizada de rentabilidades a causa de sus mejoras en las calificaciones crediticias otorgadas por diferentes agencias de *rating*.

*... sin embargo, la rentabilidad de la deuda pública en esas economías aumentó en los meses centrales del año a raíz de la incertidumbre política generada en Italia.*

A partir de mayo, sin embargo, este patrón se invirtió y los bonos soberanos de los países periféricos registraron aumentos a raíz de la incertidumbre política generada en Italia. El incremento de mayor magnitud se produjo en ese país (136 p.b. entre mayo y septiembre) y se contagió parcialmente a Portugal y España, donde se observaron aumentos de 22 p.b. y 23 p.b., respectivamente. En cambio, los tipos de la deuda pública de otros países de la zona del euro que habitualmente actúan como activos refugio disminuyeron en ese mismo periodo (-9 p.b. en Alemania y -12 p.b. en Holanda).

*En lo que va de año, en Italia, EE. UU. y el Reino Unido se observan aumentos notables en las rentabilidades de la deuda a largo plazo, mientras que en Alemania y Francia apenas varían.*

De este modo, el aumento más sustancial en lo que va de año se ha producido en Italia, donde la rentabilidad de la deuda pública a 10 años ha alcanzado el 3,14%, 115 p.b. más que a finales de 2017. En línea con este aumento de rentabilidad, la volatilidad del bono soberano italiano se ha situado en niveles elevados en los últimos meses, llegando a superar el 17% en junio y julio (véase gráfico 3). Las rentabilidades también han registrado incrementos notables en Estados Unidos y el Reino Unido: 65 p.b. en el primer país, hasta el 3,06%, y 39 p.b. en el segundo, hasta el 1,57%. Por su parte, los tipos de interés de los bonos soberanos en Francia y Alemania, que a finales de septiembre se situaron en el 0,81% y el 0,47% respectivamente, han mostrado un balance neutral y apenas han experimentado cambios durante 2018. Finalmente, se han observado descensos de 6 p.b. tanto en España como en Portugal, hasta el 1,51% y el 1,88%, respectivamente.



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 28 de septiembre.

- 1 Promedio de un mes del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán, se representa el promedio de un mes del diferencial de compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

Las primas de riesgo de crédito soberano de la mayoría de las economías avanzadas (evaluadas mediante los CDS a 5 años de los instrumentos de deuda pública) se mantuvieron estables durante 2018, con la excepción de Italia con un aumento de 127 p.b. En el primer cuatrimestre se observaron descensos generalizados —en especial en los países periféricos de la zona del euro— como consecuencia de las mejoras en las calificaciones crediticias mencionadas previamente (-18 p.b. en España, -28 p.b. en Italia y -31 p.b. en Portugal), si bien en los meses centrales del año la prima de riesgo de estas economías aumentó ante la incertidumbre política generada en Italia (156 p.b. en ese país, 29 p.b. en España y 26 p.b. en Portugal). El resto de economías también registró aumentos entre mayo y septiembre aunque más contenidos, salvo Alemania (0 p.b.) y Estados Unidos (-3 p.b.).

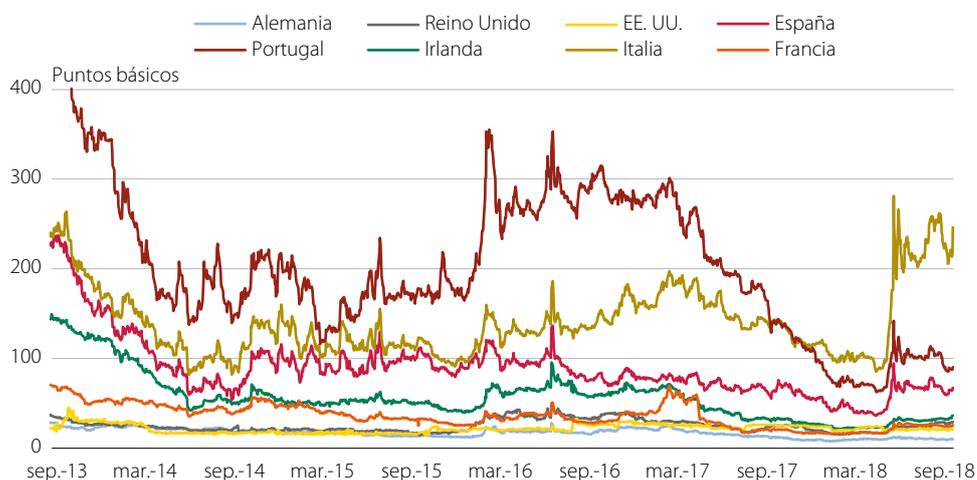
*Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron en general en el primer cuatrimestre y aumentaron durante los meses centrales del año ante la incertidumbre política generada en Italia...*

... de manera que el balance acumulado en el año muestra pocas variaciones en la mayoría de los países (a excepción de Italia, con un aumento de 127 p.b.).

A finales de septiembre la prima de riesgo del bono soberano italiano se situaba en 246 p.b. (118 a finales de 2017), mientras que en el resto de países se observaron variaciones mucho menos cuantiosas. En concreto, la prima de riesgo del CDS de la deuda pública española aumentó 10 p.b. (hasta los 67 p.b.), la de la francesa subió 9 p.b. (hasta los 26 p.b.) y la del bono soberano alemán se mantuvo sin cambios en 10 p.b.

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

GRÁFICO 4



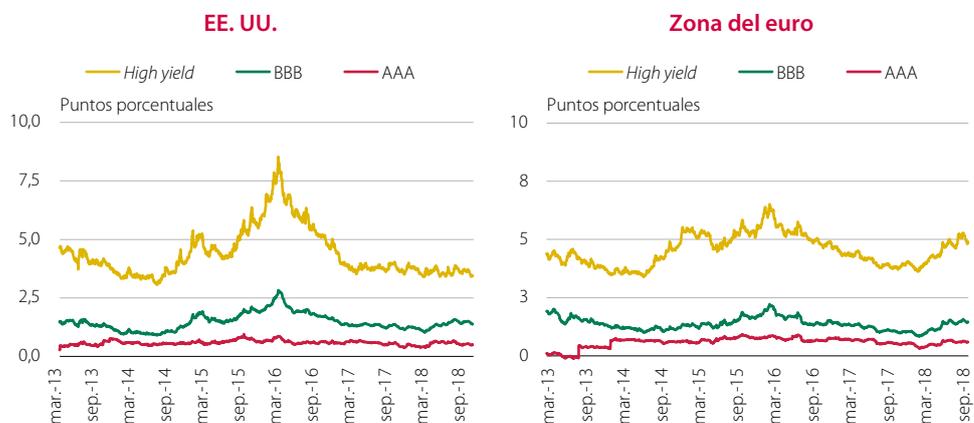
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 28 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada los bonos con consideración de grado de inversión tuvieron un comportamiento similar en EE. UU. y Europa a lo largo de 2018...

En los mercados de renta fija privada los bonos con consideración de grado de inversión en Estados Unidos y Europa tuvieron un comportamiento similar a lo largo de 2018. En la primera economía los bonos corporativos clasificados en el tramo AAA registraron un aumento de 7 p.b. y a finales de septiembre alcanzaron una prima de riesgo de 50 p.b., mientras que los bonos con un *rating* BBB experimentaron una subida de 18 p.b. y su *spread* se situó en 137 p.b. En Europa la prima de riesgo aumentó 5 p.b. (hasta los 60 p.b.) en el caso de los bonos con mejor calificación crediticia y 41 p.b. (hasta los 147 p.b.) para los instrumentos de deuda clasificados en el tramo BBB.

### Primas de riesgo de la deuda privada. Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 28 de septiembre.

<sup>1</sup> En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

La evolución del *spread* de los bonos *high yield*, sin embargo, divergió entre ambas economías. En Europa se registró un aumento de 101 p.b. (hasta los 491 p.b.) debido a la intensificación de riesgos políticos, a la proximidad del fin del programa de compras realizado por el BCE y al aumento de las emisiones en ese tramo crediticio. Por el contrario, en Estados Unidos se registró un descenso de 30 p.b. (hasta los 344 p.b.) ya que, a pesar de que la preocupación en torno a un agravamiento de las tensiones comerciales provocó una desinversión de los segmentos con más riesgo, la escasa oferta de bonos *high yield* mantuvo el *spread* ajustado en ese tramo.

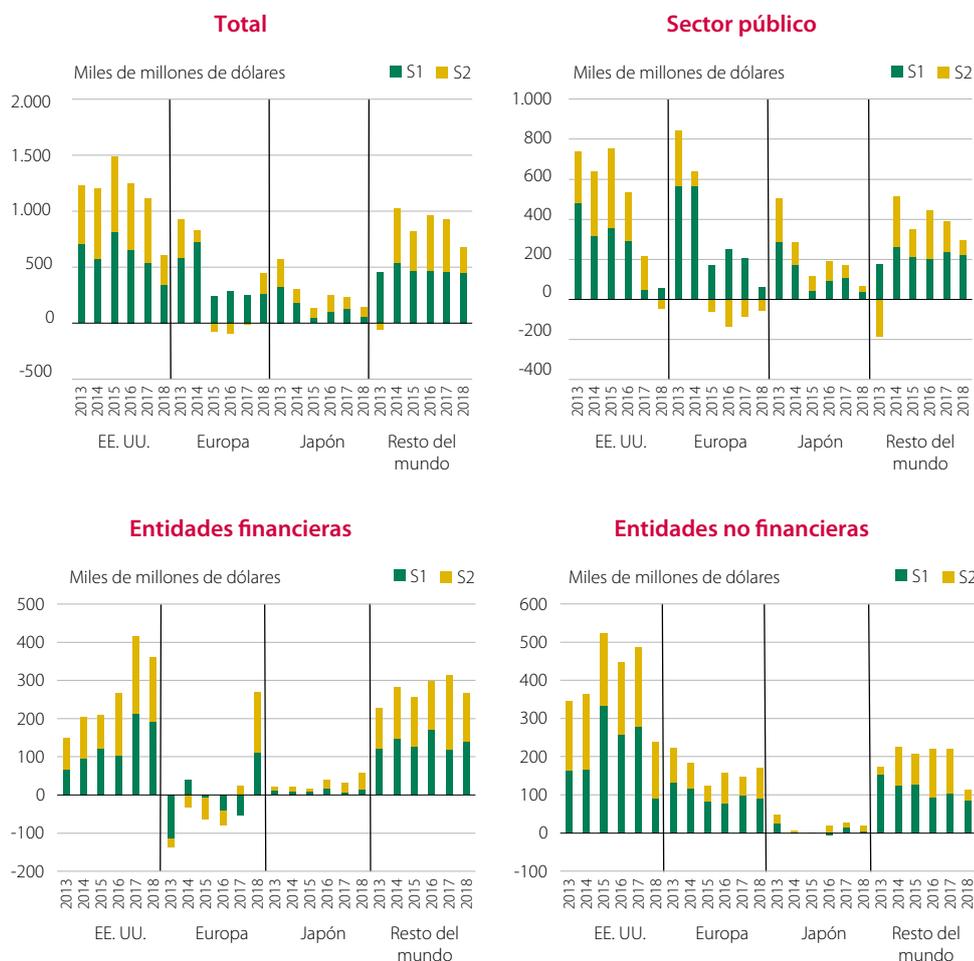
... mientras que la evolución del *spread* de los bonos *high yield* divergió entre ambas economías, con importantes aumentos en Europa y ligeros descensos en EE. UU.

El volumen de emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales se situó en 1,88 billones de dólares en lo que va de año (637.000 millones menos que en el mismo periodo de 2017). Por sector, los grupos en los que se produjeron mayores reducciones fueron las emisiones netas soberanas (-526.000 millones) y las de las corporaciones no financieras (-336.000 millones). Por región, Estados Unidos fue la economía donde se registró la mayor caída en emisiones netas (-510.000 millones).

En lo que va de año, el volumen de emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales se situó en 1,88 billones de dólares (637.000 millones menos que en 2017).

### Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 28 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

La reducción en el importe de las emisiones netas soberanas se produjo principalmente a causa del descenso de las emisiones brutas en todas las regiones, en particular, en

Las emisiones netas soberanas se redujeron a causa del descenso de las emisiones brutas, sobre todo en EE. UU....

Estados Unidos. El volumen neto emitido en esta última economía fue de 8.000 millones de dólares, 207.000 millones menos que en 2017. Los importes emitidos en el transcurso del año en Europa y Japón también fueron sensiblemente inferiores a los volúmenes registrados en 2017 (117.000 millones y 107.000 millones menos, respectivamente).

*... en cambio, las emisiones totales del sector financiero aumentaron 225.000 millones, hasta los 956.000 millones.*

Las emisiones netas totales del sector financiero entre enero y septiembre alcanzaron un importe de 956.000 millones de dólares, 225.000 millones más que en el mismo periodo del año anterior. Este aumento vino motivado por el incremento de emisiones netas en Europa, que volvieron a ser positivas por primera vez desde 2014 (269.000 millones) debido al mayor volumen de emisiones brutas y, sobre todo, a la reducción de los vencimientos. En Japón las emisiones netas se situaron en 60.000 millones, 27.000 millones más que en el mismo periodo de 2017, mientras que en Estados Unidos el importe neto emitido descendió un 13,2%, hasta los 360.000 millones.

*Las emisiones del sector no financiero se redujeron un 38%, con caídas en todas las regiones a excepción de Europa.*

Finalmente, las emisiones del sector no financiero se redujeron un 38%, hasta los 546.000 millones de dólares. La caída más importante se produjo en Estados Unidos, donde el importe neto pasó de los 488.000 millones en 2017 hasta los 239.000 millones en el año en curso. Este cambio negativo se debe, sobre todo, a la reducción de las emisiones en un contexto de aumentos de los tipos de interés y de condiciones de financiación menos atractivas para los emisores de valores de renta fija. Por su parte, los importes netos en Europa aumentaron 26.000 millones, hasta los 172.000 millones, mientras que en Japón cayeron 7.000 millones, hasta los 21.000 millones.

*Los principales índices de renta variable registraron pérdidas de forma generalizada en el primer trimestre del año...*

Los principales índices de renta variable registraron pérdidas de forma generalizada en el primer trimestre del año, debido tanto a los temores a una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos —motivados por la publicación de datos de su mercado laboral— como al anuncio de medidas proteccionistas por parte de la Administración estadounidense que pudiesen derivar en una guerra comercial.

*... y tuvieron una evolución más heterogénea durante los meses centrales del ejercicio.*

Durante los meses centrales del año la evolución de los índices bursátiles fue más heterogénea en términos regionales. Así, en Estados Unidos las bolsas mostraron avances importantes a pesar del aumento de la retórica proteccionista por parte del gobierno del país, que a mediados de septiembre comunicó medidas adicionales para imponer aranceles a las importaciones chinas por valor de 200.000 millones de dólares. Por el contrario, en la zona del euro, donde se observó más dispersión, el índice de la bolsa italiana Mib 30 sufrió las caídas más importantes a causa de la incertidumbre política generada tras las elecciones de marzo y acentuada en septiembre tras la publicación de unos objetivos de déficit muy superiores a las expectativas del mercado.

*En el total del año en curso, los índices se han revalorizado en EE. UU., mientras que los principales índices europeos, a excepción del francés Cac 40, han registrado pérdidas.*

Entre enero y septiembre, los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq se han revalorizado considerablemente (un 7%, 9% y 16,6%, respectivamente), mientras que los principales índices europeos —a excepción del francés Cac 40 que ha avanzado un 3,4%— han registrado pérdidas. Los retrocesos más importantes se han producido en el Ibex 35 (-6,5%), en el índice alemán Dax 30 (-5,2%) y en el italiano Mib 30 (-5,2%). El índice español se ha visto afectado, sobre todo, por las preocupaciones en torno a la incertidumbre originada en Italia y por la exposición de algunas empresas españolas a economías emergentes vulnerables como Turquía y Argentina (véase epígrafe 3.1 para un detalle mayor). El índice alemán, por su parte, ha reflejado la escalada de tensión en las relaciones comerciales a nivel global, que

podría afectar a sus industrias exportadoras. Finalmente, el índice británico FTSE 100 ha retrocedido un 2,3% en el conjunto del año, en un contexto de incertidumbre ante la posibilidad de que se produzca un *brexit* sin acuerdo con la Unión Europea.

Tras el episodio de repunte de la volatilidad observado en febrero, las medidas de volatilidad implícita de los principales índices bursátiles volvieron a situarse en niveles muy reducidos en las semanas posteriores y han permanecido así durante los meses centrales del año. Al cierre del tercer trimestre, las volatilidades se situaban por debajo del 15%.

Los índices bursátiles de los países emergentes tuvieron, en general, una evolución negativa durante la primera mitad del año, coincidiendo con una apreciación del dólar originada por la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y con la escalada de tensiones en las relaciones comerciales mencionada anteriormente. En los meses de verano el comportamiento de las bolsas emergentes fue más heterogéneo, lo que dejó un balance desigual entre regiones en el acumulado del año.

*Tras el episodio de repunte de la volatilidad observado en febrero, las medidas de volatilidad implícita de los principales índices bursátiles volvieron a niveles reducidos.*

*Los índices bursátiles de países emergentes tuvieron, en general, una evolución negativa durante la primera mitad del año. En el acumulado del ejercicio el comportamiento fue más heterogéneo.*

## Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 1

%

	2014	2015	2016	2017	IV-17	I-18	II-18	III-18	dic-17
<b>Mundo</b>									
MSCI World	2,9	-2,7	5,3	20,1	5,1	-1,7	1,1	4,5	3,8
<b>Zona del euro</b>									
Eurostoxx 50	1,2	3,8	0,7	6,5	-2,5	-4,1	1,0	0,1	-3,0
Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	-0,4	-2,0	3,3	1,5	2,7
Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	0,7	-6,4	1,7	-0,5	-5,2
Cac 40	-0,5	8,5	4,9	9,3	-0,3	-2,7	3,0	3,2	3,4
Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	-3,7	2,6	-3,5	-4,2	-5,2
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-3,3	-4,4	0,2	-2,4	-6,5
<b>Reino Unido</b>									
FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	4,3	-8,2	8,2	-1,7	-2,3
<b>Estados Unidos</b>									
Dow Jones	7,5	-2,2	13,4	25,1	10,3	-2,5	0,7	9,0	7,0
S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	6,1	-1,2	2,9	7,2	9,0
Nasdaq-Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	6,3	2,3	6,3	7,1	16,6
<b>Japón</b>									
Nikkei 225	7,1	9,1	0,4	19,1	11,8	-5,8	4,0	8,1	6,0
Topix	8,1	9,9	-1,9	19,7	8,5	-5,6	0,9	5,0	0,0

Fuente: Thomson Datastream.

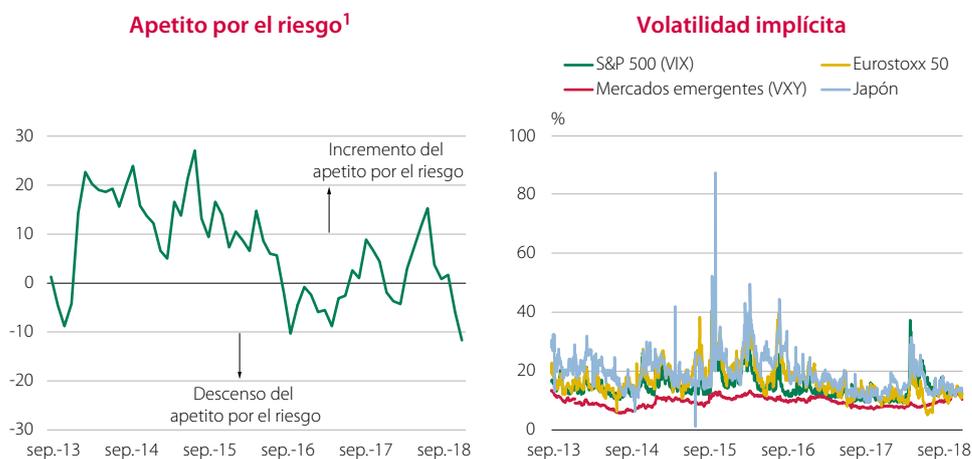
Destacan por su relevancia los retrocesos del índice chino Shanghai Composite (-14,7%) y del turco BIST 30 (-12,8%). Este último reflejó las preocupaciones en torno al elevado endeudamiento en moneda extranjera de las corporaciones turcas y a la fuerte depreciación experimentada por la lira en los últimos meses, que se agudizó tras la imposición de sanciones por parte de Estados Unidos y ante las dudas de que el gobierno turco pudiese estar interfiriendo en las decisiones de política

*Destacan, por su relevancia, los retrocesos de las bolsas china y turca, mientras que el índice argentino Merval registró una variación positiva, a pesar de las vulnerabilidades presentes en esa economía.*

monetaria. En Argentina, donde algunos desequilibrios macroeconómicos causaron la depreciación del peso argentino y acabaron propiciando la petición por parte del gobierno de ayuda financiera al FMI, el índice Merval sufrió notables caídas en el segundo trimestre. Sin embargo, los avances posteriores permitieron que la bolsa argentina registrase una variación positiva entre enero y septiembre.

### Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

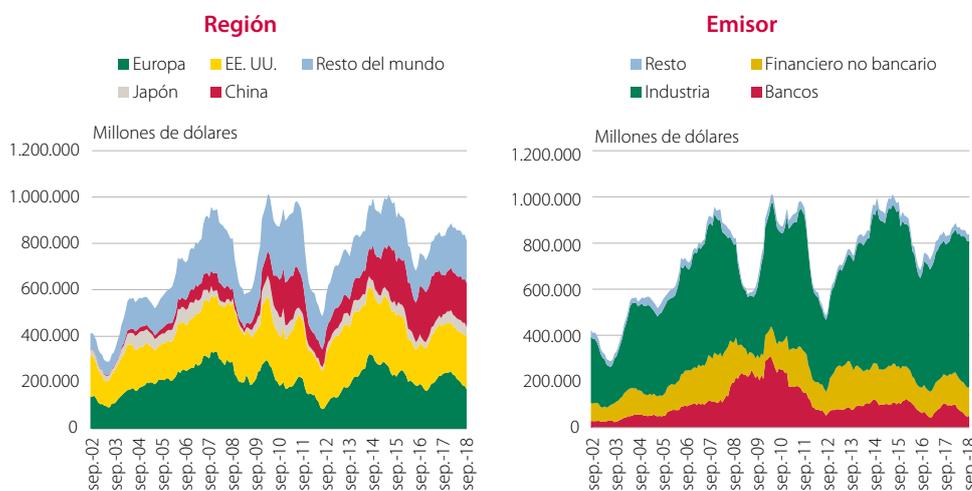


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

### Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 30 de septiembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

*El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los últimos 12 meses se situó en 812.000 millones de dólares, un dato similar al registrado en 2017.*

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable se situó en 812.000 millones de dólares en los últimos 12 meses, un dato similar al registrado en 2017 (833.000 millones). Por regiones, el importe de las emisiones en Europa descendió un 28,6%, hasta los 170.000 millones de dólares, coincidiendo con el retroceso generalizado de sus principales índices bursátiles. Por el contrario, las emisiones aumentaron un 7,8% en Estados Unidos, hasta los 228.000 millones, y un 12% en China, a pesar de las sustanciales pérdidas observadas en las bolsas de la economía asiática. Por sectores, tan

solo crecieron las emisiones de renta variable de las empresas industriales, que acumularon un importe de 615.000 millones de dólares en los últimos 12 meses, un 6,5% más que en 2017. Los bancos emitieron 49.000 millones y las empresas de *utilities* 30.000 millones, un 49,3% y un 11,2% menos que el año anterior, respectivamente.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2,5% en el segundo trimestre de 2018, 3 décimas menos que en el primer semestre, pero por encima de los registros de la zona del euro en el mismo periodo (2,1%). Cabe destacar que tanto en España como en la zona del euro se ha observado una leve ralentización de la actividad en los últimos meses, motivada por el encarecimiento del petróleo, las dudas sobre el alcance de las restricciones al comercio mundial y otras fuentes de incertidumbre. Con todo, la economía española mantiene un diferencial de crecimiento de 4 décimas respecto a la media europea.

*El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2,5% en el segundo trimestre, 0,4 p.p. más que la zona del euro.*

En el segundo trimestre la contribución de la demanda nacional al crecimiento fue de 3,3 puntos porcentuales (p.p.), 2 décimas más que en el primero. Por el contrario, la demanda exterior presentó una aportación de -0,8 puntos, 5 décimas inferior a la del trimestre previo. La evolución de los componentes de la demanda interna muestra una desaceleración del consumo, tanto público (pasó del 2,4% al 1,9%) como del privado (del 3,1% al 2,3%), y una significativa aceleración de la formación bruta de capital fijo (del 3,9% al 7,7%). Dentro de esta última destaca tanto la intensificación del crecimiento de la inversión en bienes de equipo (del 1,9% al 11,1%) como en construcción (del 5,7% al 7,0%). En cuanto al sector exterior, se produjo una desaceleración del crecimiento de las exportaciones (del 3,4% al 2,3%) mientras que las importaciones crecieron con más vigor (del 4,7% al 5,2%), impulsadas por el dinamismo de la inversión.

*La demanda nacional aportó 3,3 p.p. al crecimiento del PIB, mientras que el sector exterior tuvo una contribución negativa (-0,8 p.p.).*

Desde el punto de vista de la oferta, las variaciones anuales más destacables se produjeron en las ramas primarias (3,2%) y en el sector de la construcción (7,2%), 4,1 p.p. y 1 p.p. por encima del crecimiento medio registrado en 2017, respectivamente. Los sectores industriales y de servicios, por el contrario, moderaron sus avances hasta el 2,5% y el 2,3% (4,4% y 2,5%, respectivamente, de crecimiento medio en 2017).

*Por el lado de la oferta, las ramas primarias y la construcción crecieron de forma notable, mientras que se moderaron los avances en los sectores industriales y de servicios.*

La tasa de inflación, que durante el primer cuatrimestre de 2018 había permanecido en niveles cercanos al 1%, aumentó de forma notable en mayo y desde entonces ha oscilado en torno al 2% (2,2% en agosto). Este incremento tiene su origen en la evolución de los precios energéticos, que aumentaron como resultado del alza del precio del petróleo y de la depreciación del euro frente al dólar. De hecho, la tasa de inflación subyacente, que excluye los bienes energéticos y los alimentos frescos, se mantuvo estable y en agosto se situó en el 0,8%, el mismo dato que el registrado en el cierre de 2017. El diferencial de inflación con la zona del euro, que a principios de año era negativo (-0,6 p.p. en enero), ha vuelto a tomar valores positivos y se ha mantenido en niveles reducidos durante el año (0,2 p.p. en agosto).

*La inflación aumentó en el segundo cuatrimestre, hasta el 2,2% en agosto, debido al incremento de los precios energéticos. La tasa subyacente, por el contrario, se mantuvo estable (0,8%).*

La solidez del crecimiento económico, aunque en leve 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 2,9% en el último trimestre del año anterior). Así, el

*La creación de empleo continuó, aunque a un ritmo ligeramente más moderado, lo que permitió la disminución de la tasa de paro hasta el 15,3% en junio...*

número de empleados a tiempo completo aumentó en 229.000 en el primer semestre y la tasa de paro descendió hasta el 15,3% en junio (frente al 16,6% en diciembre de 2017). Por su parte, los costes laborales unitarios se mantuvieron estables en el primer trimestre del año, ya que el incremento de la remuneración por asalariado (0,4%) se vio prácticamente compensado por el aumento de la productividad (0,3%).

### España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

	2014	2015	2016	2017	CE <sup>1</sup>	
					2018	2019
<b>PIB</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>
Consumo privado	1,5	3,0	2,8	2,5	2,3	1,9
Consumo público	-0,3	2,0	1,0	1,9	1,9	1,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,7	2,9	4,8	4,6	3,9
Construcción	4,2	3,6	1,1	4,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	6,0	11,8	5,3	6,0	5,0	4,3
Exportaciones	4,3	4,2	5,2	5,2	5,0	4,7
Importaciones	6,6	5,4	2,9	5,6	4,7	4,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,4	0,7	0,3	0,2	0,2
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>24,4</b>	<b>22,1</b>	<b>19,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>13,8</b>
<b>Índice de precios de consumo<sup>3</sup></b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
<b>Saldo de las AA. PP. (% PIB)<sup>4</sup></b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,9</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>100,4</b>	<b>99,3</b>	<b>99,0</b>	<b>98,1</b>	<b>97,6</b>	<b>95,9</b>
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	<b>-90,6</b>	<b>-79,0</b>	<b>-70,6</b>	<b>-66,7</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2018.

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

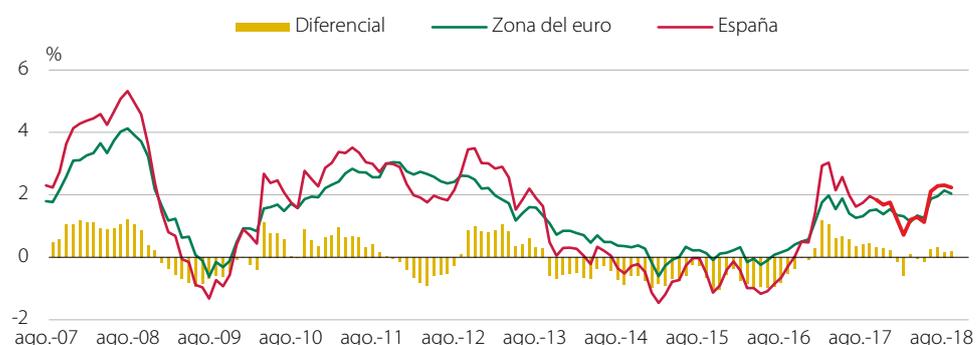
3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2014, 2015, 2016 y 2017 por una cuantía del 0,1%, 0,1%, 0,2% y 0,04% del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

### IPC armonizado: España frente a la zona del euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El déficit de las Administraciones públicas acumulado en el primer semestre del año se situó en el 1,87% del PIB, excluida la ayuda financiera (2,31% en el mismo periodo de 2017). El aumento de los recursos, mayor que el de los empleos, permitió esta disminución (-0,44 p.p.). El desglose por Administraciones muestra que el descenso fue generalizado. Así, disminuyó tanto el déficit de la Administración central (del 1,07% al 0,82%) como el de las comunidades autónomas (del 0,73% al 0,59%). El déficit de los fondos de la seguridad social se redujo algo menos (del 0,51% al 0,46%). Por su parte, el dato avanzado para el primer trimestre del año indica que el nivel de deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo se situó en el 98,8% del PIB.

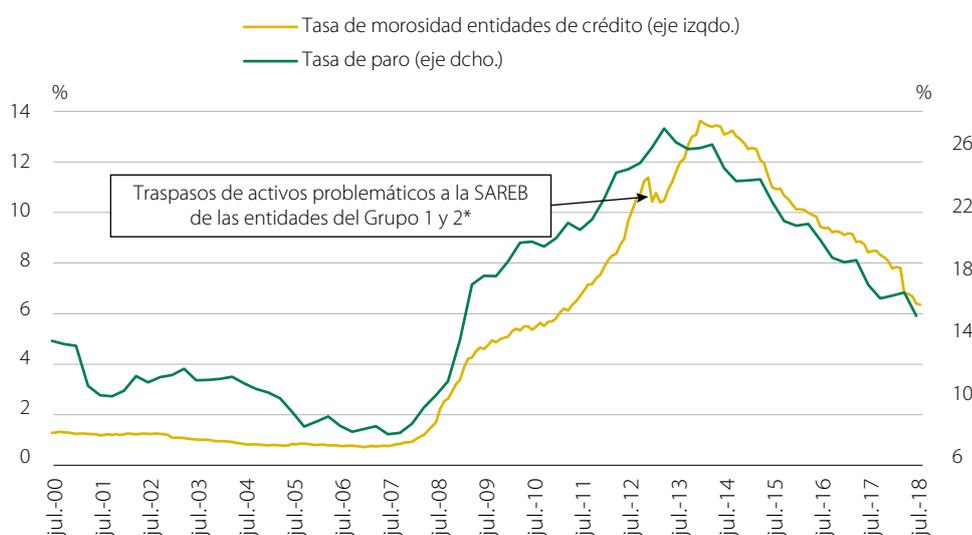
... y el déficit de las Administraciones públicas acumulado hasta junio se situó en el 1,87% del PIB (0,44 p.p. menos que en el mismo periodo de 2017).

El sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de empresas *fintech*. No obstante, el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral han permitido que la tasa de morosidad haya seguido cayendo durante la primera mitad del año hasta situarse en el 6,4% en julio (7,8% a finales de 2017). Además, los bancos españoles mostraron una ratio de eficiencia mejor que la de la media en la zona del euro en el primer trimestre de 2018: el cociente entre los costes y los ingresos se situó en el 51,6% en España frente al 64,8% que se registró en la zona del euro de media.

El sector bancario continúa operando en un entorno que dificulta la mejora del margen de intereses, si bien el dinamismo de la economía sigue jugando a favor de estas entidades.

### Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta junio.

<sup>1</sup> 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 6.653 millones de euros en la primera mitad del año. Este resultado contrasta con las pérdidas de 6.170 millones de euros registradas en el mismo semestre de 2017, momento en el que se produjo la resolución del Banco Popular. Descontando las pérdidas de esta última entidad —que se estiman en 12.000 millones de euros— el beneficio habría aumentado en torno a un 14% en el periodo más reciente. Tanto

Así, el beneficio agregado de las entidades de crédito se situó en 6.653 millones de euros en el primer semestre.

el margen de intereses como el margen bruto se mantuvieron estables, mientras que la partida relacionada con el deterioro de activos mostró un comportamiento favorable y siguió disminuyendo hasta situarse en 698 millones en el segundo trimestre, su importe mínimo desde 2005.

*La financiación bancaria otorgada a las empresas mostró un leve retroceso, mientras que la concedida a los hogares creció por primera vez desde 2010.*

La financiación bancaria agregada otorgada a las empresas y hogares residentes experimentó un retroceso interanual del 0,2% en el mes de agosto, debido principalmente al descenso de la financiación concedida a las sociedades no financieras (-0,5%), que estuvo condicionada por la caída de los préstamos. No obstante, la financiación a los hogares creció por primera vez desde 2010 (0,3% en agosto), una evolución que se puede explicar tanto por la menor disminución de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda como por el aumento del crédito al consumo. En la zona del euro el crédito a las empresas aumentó un 3% en julio (1,9% en diciembre de 2017) y el crédito a los hogares un 3,3% (3,2% en diciembre de 2017).

*El tamaño del sector bancario se redujo un 1,8% entre enero y julio, hasta los 2,61 billones de euros, hasta los 2,61 billones de euros.*

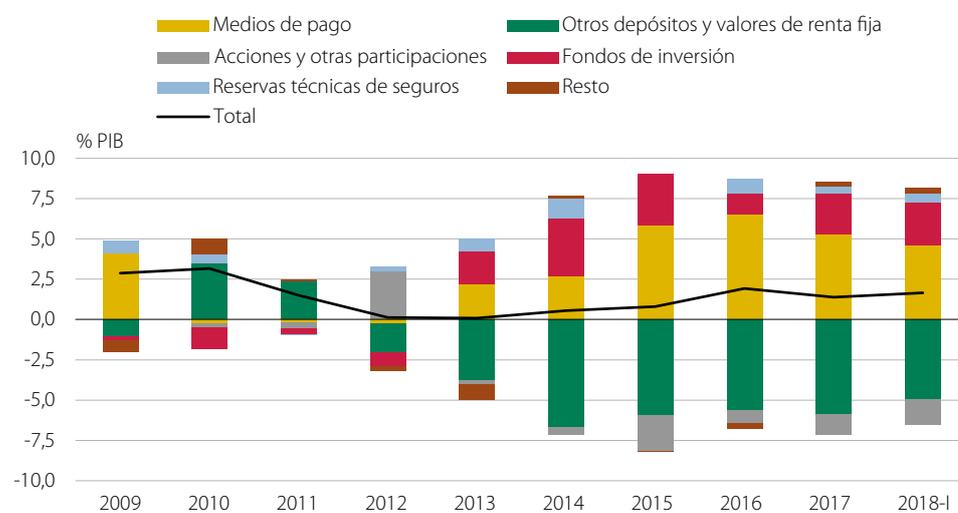
El tamaño del sector bancario se redujo un 1,8% entre enero y julio, hasta los 2,61 billones de euros (2,65 billones a finales de 2017), ya que el aumento de los activos en el sector exterior no fue suficiente para compensar la caída del saldo de crédito otorgado al sector privado residente. Por su parte, las principales fuentes de financiación—los depósitos y la deuda— mostraron ligeros descensos (del 1,2% y el 2,2%, respectivamente), mientras que el patrimonio neto se redujo un 6,1%, hasta los 339.000 millones de euros.

*La tasa de ahorro de los hogares siguió disminuyendo en el primer semestre (hasta el 4,7%), al tiempo que su ratio de endeudamiento experimentaba un leve descenso. Su riqueza neta aumentó por la revalorización de los activos inmobiliarios.*

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares indican que la tasa de ahorro disminuyó en el primer semestre y se situó en el 4,7% de su renta bruta disponible (RBD) en junio (5,5% en diciembre de 2017). Por su parte, la ratio de endeudamiento experimentó un leve descenso en la primera mitad del año, desde el 99,8% de la RBD a finales de 2017 hasta el 99,3% en junio de este año, mientras que la ratio de carga financiera se redujo escasamente una décima (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%). La riqueza de los hogares continuó aumentando debido a la revalorización de sus activos inmobiliarios.

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

Las inversiones financieras netas de los hogares se situaron en el 1,7% del PIB en el primer trimestre del año<sup>3</sup> (1,4% en 2017). El patrón de inversión fue muy similar al observado en los últimos ejercicios. Así, destacó la considerable desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo (-5% del PIB) —productos poco atractivos en un entorno de tipos de interés muy reducidos—, así como la importante inversión en activos más líquidos (4,6%) y en fondos de inversión (2,6%). Los datos más recientes de inversión en estos últimos activos muestran que los participantes están realizando suscripciones netas sustanciales en fondos con vocaciones más arriesgadas: 12.800 millones en fondos globales, 12.500 millones en fondos de renta variable (incluidos los mixtos) y 2.100 millones en fondos de retorno absoluto<sup>4</sup>. Asimismo, se han registrado reembolsos netos en fondos de gestión pasiva (casi 5.000 millones).

*Las inversiones financieras se situaron en el 1,7% del PIB. Destacaron las desinversiones en valores de renta fija y en depósitos a plazo y las inversiones en activos más líquidos y en fondos de inversión, sobre todo en las categorías más arriesgadas.*

### Medidas de intervención de productos CFD y opciones binarias

RECUADRO 1

Por lo que respecta a la protección del inversor, la comercialización de productos financieros complejos a inversores minoristas es una de las principales fuentes de preocupación para los reguladores y supervisores en materia de valores, debido a los riesgos inherentes a estos productos y a la posibilidad de que no sean apropiados para ese tipo de clientes. Esta preocupación hizo que a finales de mayo la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) aprobara —haciendo uso por primera vez de los poderes de intervención que contempla el Reglamento MiFIR (del paquete MiFID II)— un conjunto de medidas de intervención de productos relacionadas con la provisión de contratos por diferencias (CFD) y opciones binarias a inversores minoristas. Las nuevas medidas sobre CFD aseguraban por primera vez como novedad que los inversores no perderían más dinero del invertido, limitaban el nivel de apalancamiento y los incentivos ofrecidos para operar, y facilitaban advertencias comprensibles sobre el riesgo para los inversores.

Las medidas, publicadas en el *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* el 1 de junio, fueron de aplicación desde el 2 de julio de 2018 para las opciones binarias y desde el 1 de agosto de 2018 para los CFD<sup>1</sup>. Estas medidas consistían en:

- i) **Opciones binarias:** Se prohíbe la comercialización, distribución y venta de opciones binarias a inversores minoristas.
- ii) **Contratos por diferencias:**
  - Límites al apalancamiento en el momento de la apertura de una posición de un cliente minorista. Este límite es de 30:1 para los cambios entre divisas principales; 20:1 para los cambios entre divisas no principales, el oro y los índices principales; 10:1 para las materias primas distintas del oro y los índices bursátiles no principales; 5:1 para los valores de renta variable individuales y otros valores tomados como referencia; y 2:1 para criptomonedas.

3 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2018.

4 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta junio de 2018. Para un mayor detalle, véase el epígrafe 4.1.

- Una obligación de cierre de posiciones por cuenta del cliente en caso de consumo de garantías. De esta forma, se unifica el porcentaje de garantía (50% de la garantía mínima requerida) que obliga a los proveedores a cerrar uno o más CFD de clientes minoristas.
- Un mecanismo de protección de saldos negativos por cuenta del cliente. Esta medida supone un límite general garantizado a las pérdidas de los clientes minoristas.
- Una restricción a los incentivos que se ofrecen por operar con CFD.
- Una advertencia estandarizada sobre el riesgo, incluido el porcentaje de pérdidas en las cuentas de inversores minoristas de un proveedor de CFD.

Estas medidas fueron adoptadas teniendo en cuenta la naturaleza transfronteriza de la comercialización de opciones binarias y CFD, así como la conveniencia de establecer un enfoque armonizado a nivel europeo, y son aplicables a quienes comercializan, distribuyen y venden estos productos a inversores minoristas en la Unión Europea. La vigencia inicial de las medidas era de tres meses, tras los cuales ESMA decidió una renovación por otros tres meses adicionales.

La CNMV comparte y apoya las medidas adoptadas por ESMA y considera que el poder de intervención de productos es una herramienta adecuada para proteger a los inversores. Adicionalmente, su ejercicio por parte de ESMA garantiza que los clientes minoristas de la Unión Europea cuentan con un nivel de protección común y evita prácticas de arbitraje regulatorio.

Es relevante señalar que dentro del Plan de actividades de la CNMV para 2018 ya se incluía como objetivo la aprobación de medidas restrictivas en relación con la operativa con opciones binarias y CFD coherentes con lo que se decidiera al nivel de ESMA y una revisión horizontal del cumplimiento tanto de las restricciones que pudiera aprobar ESMA como las de la CNMV. El seguimiento horizontal también incluía la revisión del cumplimiento de la Circular sobre advertencias en el supuesto de que esta estuviera en vigor en el momento de realizar dicho seguimiento.

La Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros entró en vigor el 27 de junio, antes que las medidas adoptadas por ESMA, por lo que es conveniente aclarar la interacción entre ambas disposiciones, que fundamentalmente afecta a los CFD. Al ser los CFD instrumentos financieros especialmente complejos, las entidades que los comercializan deben realizar las advertencias previstas en la norma segunda de la citada circular desde el 27 de junio (fecha de su entrada en vigor). Sin embargo, la CNMV ha considerado que desde el 1 de agosto (fecha de entrada en vigor de las medidas de intervención adoptadas por ESMA en relación con los CFD) debe realizarse la advertencia prevista por ESMA con respecto a los CFD. Sin embargo, se mantiene la exigencia de recabar la firma del cliente minorista junto con su expresión manuscrita, que debe acompañar el texto de la advertencia incluido en las medidas de ESMA.

En todo caso, la CNMV ha considerado aceptable que las entidades hayan utilizado las advertencias previstas en la decisión de ESMA sobre CFD en lugar de aquellas exigidas por la CNMV desde el 27 de junio, aunque dicha decisión entrara en vigor en una fecha posterior.

Los casos de comercialización inadecuada de determinados instrumentos financieros ocurridos en nuestro mercado —y en otros europeos— han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión por parte de los clientes minoristas de la naturaleza y los riesgos asociados a los instrumentos financieros cuando adoptan una decisión de inversión. En este contexto, las medidas de intervención de ESMA, la nueva regulación de la CNMV y las posibles medidas restrictivas que pueda adoptar la CNMV en el futuro para dar continuidad a las adoptadas por ESMA forman parte de los esfuerzos orientados hacia el refuerzo de la protección del inversor minorista. Estos deben complementarse con una evaluación periódica de las medidas para contrastar su grado de eficacia y, en caso necesario, revisarlas de forma conveniente.

1 Estas medidas fueron aprobadas por la Junta de Supervisores de ESMA el pasado 22 de mayo de 2018 haciendo uso, por primera vez tras la entrada en vigor el pasado día 3 de enero, de los poderes de intervención de productos recogidos en el artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.

## 2.3 Perspectivas

Las previsiones publicadas por el FMI en octubre rebajan el crecimiento mundial esperado para este año y el que viene hasta el 3,7% (2 décimas menos que las tasas pronosticadas en julio) debido a la materialización de algunas fuentes de riesgo, entre las que destacan las restricciones al comercio mundial. Esta institución espera que el PIB de Estados Unidos avance un 2,9% este año (la misma tasa de julio, pues los efectos negativos derivados de los límites al comercio se ven compensados por la rebaja fiscal) y un 2,5% el año próximo, mientras que el crecimiento de la zona del euro se ha revisado a la baja para 2018 hasta el 2,0% (2 décimas menos) y se ha mantenido para 2019 en el 1,9%. Esta revisión ha sido bastante generalizada entre todos los países europeos. Finalmente, se espera que el conjunto de países emergentes experimente un crecimiento económico del 4,7% tanto en 2018 como en 2019, 2 y 4 décimas menos que lo previsto en julio, observándose una desaceleración generalizada del crecimiento en las economías emergentes de todas las áreas geográficas, más intensa en Latinoamérica y en Europa del Este.

Los riesgos a la baja sobre el escenario de crecimiento económico previsto se han acentuado y en algunos casos han empezado a materializarse. Este es el caso, como se ha comentado anteriormente, de las decisiones que se han adoptado acerca de los intercambios comerciales y de la incertidumbre que aún existe en torno a su evolución. En este sentido, el FMI ha indicado que evitar reacciones proteccionistas y encontrar soluciones cooperativas entre países que incentiven el crecimiento del comercio de bienes y servicios es esencial para preservar y extender la expansión económica global. Por otra parte, mientras continúa el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, un endurecimiento más significativo o rápido de lo previsto de las condiciones financieras podría afectar negativamente a algunas economías emergentes, en especial a aquellas que están sujetas a desequilibrios

*El FMI prevé un crecimiento de la economía mundial del 3,7% tanto en 2018 como en 2019.*

*Los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial se han intensificado y están relacionados con la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas y con un endurecimiento de las condiciones financieras, que puede afectar con intensidad a algunas economías emergentes.*

económicos e incertidumbres políticas o que ya han sufrido presiones en su tipo de cambio y en sus flujos de capitales recientemente (Argentina y Turquía).

## Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2014	2015	2016	2017	FMI <sup>1</sup>	
					2018	2019
Mundial	3,6	3,4	3,2	3,7	3,7 (-0,2)	3,7 (-0,2)
EE. UU.	2,6	2,9	1,5	2,2	2,9 (0,0)	2,5 (-0,2)
Zona del euro	1,3	2,1	1,8	2,4	2,0 (-0,2)	1,9 (0,0)
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,5	1,9 (-0,3)	1,9 (-0,2)
Francia	0,9	1,1	1,1	2,3	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,1)
Italia	0,1	1,0	0,9	1,5	1,2 (0,0)	1,0 (0,0)
España	1,4	3,4	3,3	3,0	2,7 (-0,1)	2,2 (0,0)
Reino Unido	3,1	2,3	1,8	1,7	1,4 (0,0)	1,5 (0,0)
Japón	0,4	1,4	1,0	1,7	1,1 (0,1)	0,9 (0,0)
Emergentes	4,7	4,3	4,4	4,7	4,7 (-0,2)	4,7 (-0,4)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en octubre de 2018 respecto a julio de 2018).

*En Europa, los principales riesgos se centran en la debilidad del sector bancario, la incertidumbre política en Italia y la posibilidad de que se produzca un brexit sin acuerdo.*

En Europa el sector bancario sigue enfrentándose a unas circunstancias que dificultan la obtención de mayores rentabilidades, como los tipos de interés muy reducidos, el exceso de capacidad y la proporción de activos no productivos en algunos países. Además, el aumento de la incertidumbre en Italia y la posibilidad de que se produzca un *brexit* sin acuerdo con la Unión Europea podrían generar episodios de volatilidad en los mercados financieros europeos.

*La materialización de algunos de esos riesgos podría desencadenar ajustes significativos en el precio de los activos financieros en los mercados internacionales.*

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.

*El Banco de España rebaja la previsión de crecimiento para este año hasta el 2,6% por el encarecimiento del petróleo y otros elementos de incertidumbre.*

Según la previsión publicada en octubre por el FMI, la economía española crecerá un 2,7% este año (1 décima menos que en su previsión anterior de julio) y un 2,2% en 2019. En la misma línea, el Banco de España ha rebajado la previsión de este año hasta el 2,6% y hasta el 2,2% el que viene (1 y 2 décimas menos respectivamente), como consecuencia del encarecimiento del petróleo, de la desaceleración de algunas economías emergentes y de otros factores de incertidumbre. Los principales retos nacionales para la economía española continúan estando relacionados con la tasa de paro —que, a pesar de la mejoría observada en los últimos ejercicios, se sitúa en el 15,3%— y con el proceso de consolidación fiscal. En referencia con este último punto, las previsiones más recientes<sup>5</sup> sitúan el déficit público en el 2,8% del PIB en 2018 y el 2,5% en 2019 (0,6 p.p. y 1,2 p.p. por encima de las proyecciones del Plan

5 Banco de España.

Presupuestario publicado por el Gobierno en 2018). Las principales fuentes de riesgo de carácter político para la economía están vinculadas con la dificultad de llevar a cabo proyectos legislativos en un escenario de elevada fragmentación política y con la prolongación de las tensiones en Cataluña.

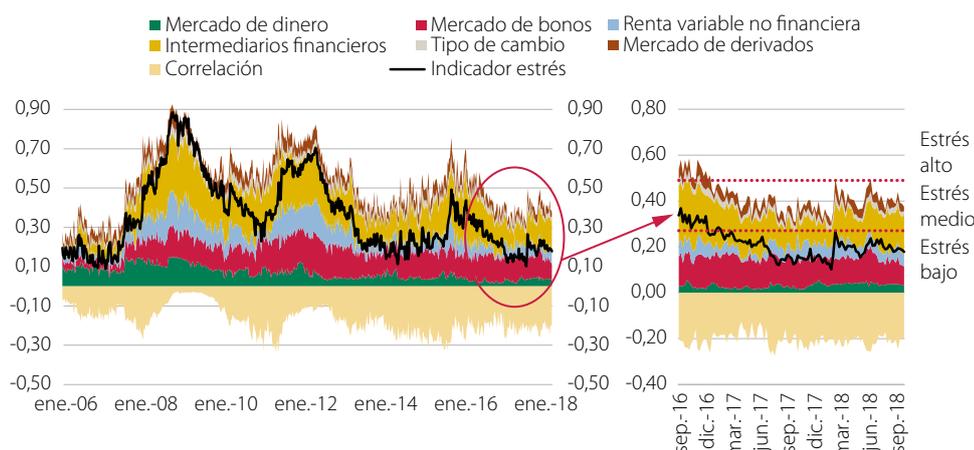
### 3 La evolución de los mercados nacionales

En los mercados financieros españoles el indicador de estrés del sistema, que había repuntado en febrero hasta un nivel de 0,27 (muy cerca de la zona delimitada como estrés medio), descendió en las semanas posteriores hasta valores mínimos anuales de 0,15<sup>6</sup>. En los meses centrales del año el episodio de incertidumbre política en Italia, así como los temores a una guerra comercial, provocaron un leve aumento en el indicador pero este se mantiene en niveles compatibles con un estrés reducido<sup>7</sup>. Por segmentos, los niveles de estrés más elevados se observan en el de bonos y en el de intermediarios financieros, en el primer caso a consecuencia del descenso de la liquidez y el repunte de la prima de riesgo en mayo, mientras que en el segundo se debió a la caída de las cotizaciones y al aumento de las primas de riesgo de crédito producidas por la exposición a las diferentes fuentes de incertidumbre (deuda italiana, países emergentes, etc.).

*El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha experimentado leves repuntes en el año pero se mantiene en niveles compatibles con un estrés bajo.*

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

6 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de estabilidad financiera*, así como 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 más 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*, 14 (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](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

7 El último dato, con información hasta el 28 de septiembre, es de 0,18.

*A pesar de ello se perciben algunos riesgos para los mercados financieros, en especial, en el segmento de deuda.*

*Varios elementos de incertidumbre, de naturaleza muy diversa (económica y política) y también de distinto origen geográfico provocan caídas de precios en la renta variable española durante casi todo el año.*

*El Ibex 35, que cayó un 2,4% en el tercer trimestre, acumula unas pérdidas del 6,5% en 2018, un comportamiento relativo peor que el de otros índices europeos de referencia.*

*En un entorno de volatilidad en los tipos de cambio, los índices de valores latinoamericanos consiguen revalorizarse en el año.*

Los riesgos más relevantes que se siguen observando para los mercados financieros son los riesgos de liquidez y de mercado, sobre todo en los mercados de deuda, y también el riesgo de contagio entre activos, mercados e inversores.

### 3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, cuyas cotizaciones habían experimentado retrocesos destacables en los primeros meses, detuvieron los descensos a mediados de año para volver a caer en el tercer trimestre. Como consecuencia de estos movimientos, el principal índice de referencia del mercado español alcanzaba en septiembre valores mínimos desde diciembre de 2016. La caída de las cotizaciones tuvo su origen en la extensión de los temores a una escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos, la Unión Europea y China<sup>8</sup>, a lo que se unieron los problemas de las economías turca y argentina y la preocupación por que se produzca un contagio a otras economías emergentes como México y Brasil —donde las compañías españolas tienen importantes intereses económicos—. En el plano europeo, las incertidumbres políticas en Italia, que se habían atenuado en los meses centrales del año, volvieron a acrecentarse a finales de septiembre tras la presentación de un objetivo de déficit (2,4% del PIB) muy superior al esperado por el mercado y, además, persisten las dudas en torno a cómo se llevará a cabo el *brexít*. En España, el crecimiento económico y algunos indicadores de coyuntura comenzaron a dar las primeras señales de ralentización.

El Ibex 35, que había retrocedido un 4,4% en el primer trimestre del año y apenas había variado en el segundo, volvió a disminuir un 2,4% en el tercer trimestre. En lo que va de año este índice acumula unas pérdidas del 6,5%, las mayores de entre los principales índices europeos de referencia<sup>9</sup>, en un entorno de volatilidad reducida y de leves aumentos en la contratación. En relación con el tamaño empresarial, las compañías cuyas cotizaciones se comportaron de manera más favorable en el tercer trimestre fueron las de mediana capitalización. Estas empresas mostraron leves avances tanto en dicho trimestre (0,8%) como en el conjunto del año (1,3%). Por su parte, el precio de las acciones de las compañías de pequeña capitalización, que habían mostrado avances muy elevados en el primer semestre impulsadas por el favor de los inversores institucionales y la estrechez de su oferta, retrocedió un 5,6% en el tercero, al sufrir en mayor medida la desaceleración de la actividad económica nacional. Con todo, en el acumulado del año estas empresas se han revalorizado un 10,7%.

Los índices que recogen la evolución de valores latinoamericanos que cotizan en euros presentaron avances notables en el trimestre, que compensaron parcialmente las fuertes caídas del segundo. Así, en lo que va de año, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top avanzan un 8,4% y un 9,9%, respectivamente, en un entorno de elevada volatilidad de los tipos de cambio<sup>10</sup> de las divisas latinoamericanas respecto al euro.

8 Las últimas manifestaciones en esta parcela han sido el establecimiento por parte de Estados Unidos de una batería de aranceles a China por importe de 200.000 millones de dólares.

9 Con la excepción del Cac 40 francés, que presenta un comportamiento positivo tanto en el trimestre como en el conjunto del año (del 3,2% y el 3,4%, respectivamente), los principales índices europeos presentaron registros negativos en el año: Eurostoxx 50 (0,1% trimestral y -3,0% anual), Dax 30 (-0,5% y -5,2%, respectivamente) y Mib 30 (-4,2% y -5,2%, respectivamente).

10 En lo que va de año el real brasileño se ha depreciado respecto al euro un 16,5%, mientras que el peso mexicano se ha apreciado un 7,6%.

Índices	2015	2016	2017	III-17 <sup>1</sup>	IV-17 <sup>1</sup>	I-18 <sup>1</sup>	II-18 <sup>1</sup>	III-18 <sup>1</sup>	dic-17	% s/
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-0,6	-3,3	-4,4	0,2	-2,4	-6,5	
Madrid	-7,4	-2,2	7,6	-0,4	-3,2	-3,9	-0,1	-2,5	-6,3	
Ibex Medium Cap	13,7	-6,6	4,0	-3,3	-0,2	-1,4	1,9	0,8	1,3	
Ibex Small Cap	6,4	8,9	31,4	2,8	15,1	11,1	5,6	-5,6	10,7	
FTSE Latibex All-Share	-39,2	71,0	9,0	12,4	-2,4	11,1	-12,4	11,4	8,4	
FTSE Latibex Top	-34,6	67,8	7,3	13,8	-7,2	7,5	-9,4	12,9	9,9	
<b>Sectores<sup>2</sup></b>										
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-24,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>10,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-16,5</b>	
Banca	-26,0	-1,8	10,6	3,0	-6,6	-4,5	-9,9	-5,3	-18,5	
Seguros	-5,0	15,5	0,1	-7,8	-0,6	-0,9	-0,2	2,3	1,1	
Inmobiliarias y otros	18,4	-2,3	17,6	0,0	0,8	-5,6	3,3	-10,9	-13,1	
<b>Petróleo y energía</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>12,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,1</b>	
Petróleo	-34,9	32,6	9,9	16,3	-5,4	-2,2	16,3	2,4	16,4	
Electricidad y gas	9,6	-4,3	2,0	-5,2	-0,6	-6,1	10,6	-2,5	1,2	
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	
Construcción	4,9	-7,9	9,9	-6,4	4,0	-7,3	6,7	4,5	3,3	
Fabricación y montaje de bienes de equipo	49,0	7,8	-19,3	-23,5	2,7	8,1	-6,2	-5,2	-3,8	
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-30,8	48,8	14,2	4,3	8,3	1,8	-6,2	7,5	2,6	
Ingeniería y otros	-39,6	9,9	-9,9	-6,4	4,5	-2,0	7,2	-1,4	3,5	
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-5,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>7,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	
Telecomunicaciones y otros	-12,3	-14,2	-5,1	1,6	-10,3	-0,1	-8,5	-5,3	-13,5	
Electrónica y software	22,2	7,9	36,6	5,0	7,6	-0,3	11,9	17,4	31,0	
<b>Bienes de consumo</b>	<b>30,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>12,4</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,8</b>	
Textil, vestido y calzado	33,6	2,6	-10,4	-5,1	-8,9	-12,4	15,0	-10,8	-10,1	
Alimentación y bebidas	26,4	-5,4	5,2	-1,1	0,9	3,7	1,7	1,4	7,0	
Productos farmacéuticos y biotecnología	23,5	-6,4	14,6	-4,0	-1,0	-5,6	11,5	-0,8	4,4	
<b>Servicios de consumo</b>	<b>10,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>23,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,9</b>	<b>-9,7</b>	
Ocio, turismo y hostelería	33,0	-4,7	3,4	-6,9	4,9	-0,3	-0,1	-9,9	-10,4	
Transporte y distribución	29,6	-15,7	32,3	-7,3	8,3	-3,4	1,7	-2,7	-4,3	

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.

El comportamiento de las cotizaciones fue desigual entre sectores y valores durante el tercer trimestre, observándose más retrocesos que incrementos en los precios. Las mayores depreciaciones las experimentaron las compañías relacionadas con el turismo, afectadas por las caídas de las cifras del sector este verano; la principal compañía textil (Inditex), como consecuencia de las dudas sobre la evolución de su modelo de negocio en un contexto de fuerte expansión de las compañías de comercio electrónico; así como las empresas del sector inmobiliario. Además, aunque en menor medida, también experimentaron caídas las cotizaciones de los bancos y la mayor compañía de telecomunicaciones (Telefónica), debido a su exposición a las

*Casi todos los sectores mostraron pérdidas en el tercer trimestre del año, más intensas en las empresas del turismo, las telecomunicaciones y las inmobiliarias.*

economías emergentes, especialmente a Turquía y Argentina (véase cuadro 4). Las revalorizaciones las protagonizaron la principal compañía del sector de la tecnología de viajes (Amadeus), favorecida por el interés de los inversores por las empresas tecnológicas y su inclusión en el índice europeo Eurostoxx 50, y algunas sociedades de los sectores de la construcción, las materias primas, la alimentación y los seguros.

*En lo que va de año, las cotizaciones que más caen son las de bancos, inmobiliarias y telecomunicaciones, todas ellas más de un 13%.*

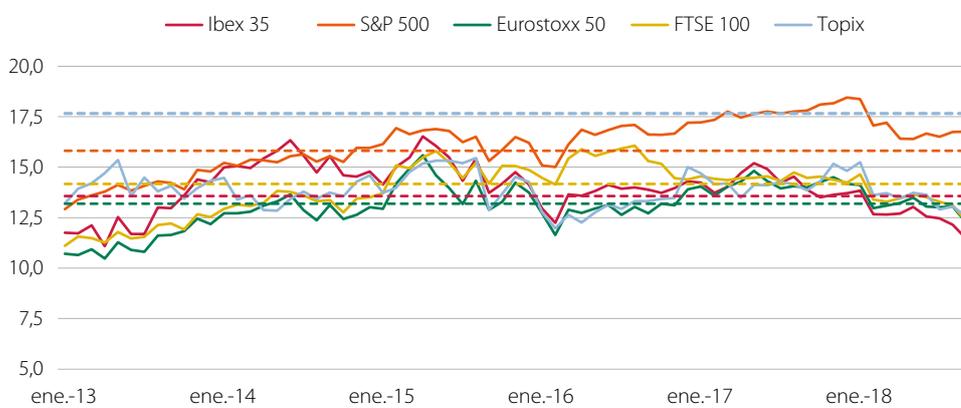
En el acumulado del año destacan las caídas de las cotizaciones en el sector de los servicios financieros e inmobiliarios (-16,5%), servicios de consumo (-9,7%) y bienes de consumo (-3,8%). Por el contrario, las ganancias se concentran en el sector de petróleo y energía (5,1%), tecnología y telecomunicaciones (3,7%) y materiales básicos, industria y construcción (3,3%).

*La caída de las cotizaciones hizo que la ratio PER del Ibex 35 cayera hasta 11,4, el nivel más bajo desde 2013 y muy por debajo de su media histórica.*

La caída de las cotizaciones en el tercer trimestre, junto con el mantenimiento del crecimiento de los beneficios empresariales esperados en los próximos meses, permitió que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 disminuyese desde 12,6 a mediados de junio hasta 11,4 en septiembre y se situase en su nivel más bajo desde 2013. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global han mostrado un comportamiento desigual durante el trimestre, con ligeras alzas para el índice estadounidense S&P 500 y descensos para el europeo Eurostoxx 50, el británico FTSE 100 y el japonés Topix. En lo que va de año, con la excepción del índice S&P 500, todas las ratios se mantienen por debajo de sus valores medios del periodo 2010-2017 —una tendencia que a finales de 2017 solo se observaba en el índice japonés Topix.

### Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

*La volatilidad del Ibex 35 experimentó leves repuntes transitorios durante el año pero a finales de septiembre se redujo nuevamente hasta valores cercanos al 10%.*

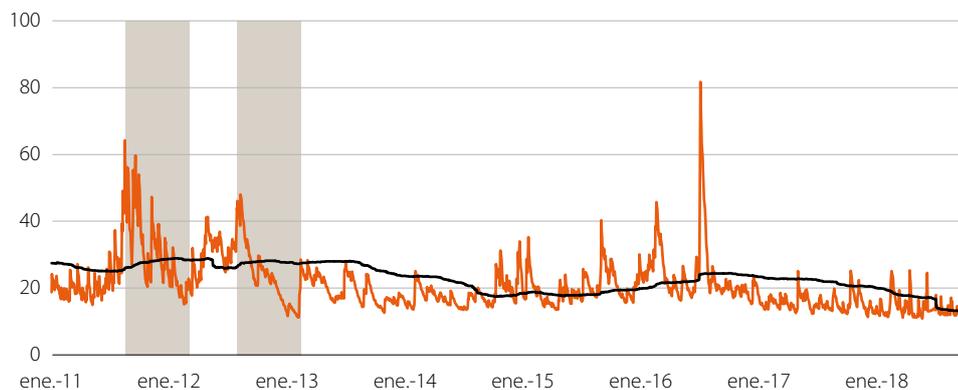
La volatilidad del Ibex 35, que experimentó ciertos repuntes de carácter temporal durante el primer semestre como consecuencia de los episodios de incertidumbre acaecidos en las bolsas estadounidenses<sup>11</sup> y después en Italia, volvió a reducirse hasta situarse cerca del 10% al cierre del tercero. Este valor es inferior a la media de los dos trimestres anteriores (13,41% y 13,78%, respectivamente) y se sitúa por debajo de la

11 El indicador de volatilidad de estos mercados (índice VIX) llegó a superar el 30% en el primer trimestre del año (véase gráfico 7).

media del ejercicio 2017, cuando alcanzó su nivel más bajo de los últimos años —inferior al 13%—. La evolución de la volatilidad del mercado español ha sido similar a la de otras plazas europeas y a la del índice europeo Eurostoxx 50 (10,2% al final del trimestre), todas ellas en zona de mínimos históricos. En el caso de los mercados estadounidenses, su volatilidad también ha descendido hasta la zona de mínimos<sup>12</sup> a finales del tercer trimestre, aunque se ha movido en un rango más amplio durante el ejercicio.

### Volatilidad histórica del Ibx 35

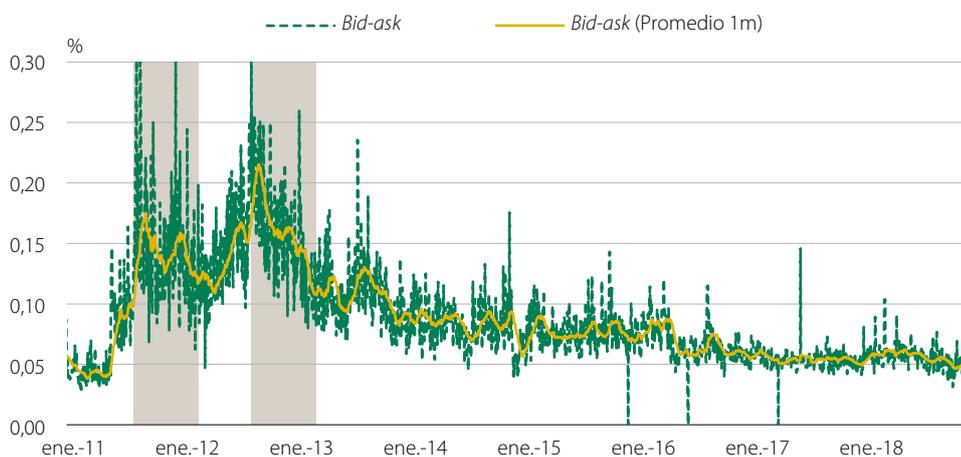
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. En negro 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 cotizadas.

### Liquidez del Ibx 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



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 cotizadas.

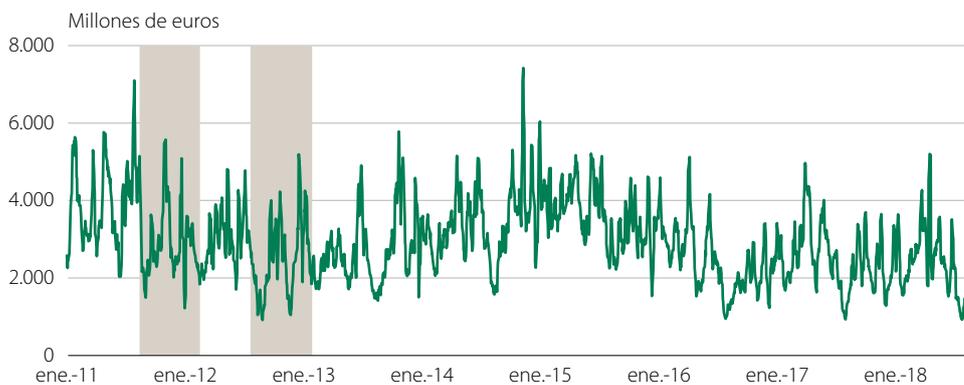
12 El indicador de volatilidad histórica del Dow Jones ha caído por debajo del 10%.

La liquidez del mercado de renta variable mejoró en el tercer trimestre del año.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —medidas por el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— mejoraron ligeramente en el tercer trimestre del año, favorecidas por el descenso de la volatilidad en el mercado. Este diferencial se situó en el 0,05% a finales del tercer trimestre, ligeramente por debajo de la media de los dos anteriores (0,06% y 0,055%, respectivamente), así como de la media del conjunto de 2017 (0,054%) y de la media histórica del indicador (0,093%).

### Contratación diaria del mercado bursátil español<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



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.

Los niveles de contratación permanecieron estables en el tercer trimestre del año, y se explica por el descenso de la negociación en BME y...

La contratación de renta variable española, que se había recuperado ligeramente en el primer semestre del año, se mantuvo estable en el tercero (0,5% respecto al tercer trimestre de 2017) como consecuencia del incremento de las incertidumbres económicas a escala global, así como al entorno de baja volatilidad —que desincentiva algunas modalidades de negociación como, por ejemplo, la algorítmica—. La evolución de la contratación se explica, como ha ocurrido en trimestres previos, por la disminución del importe negociado en BME (-7,2% anual) y el aumento de la contratación en otras plataformas diferentes del mercado de origen (14,8%), que están presentando una competencia elevada. En términos diarios, la negociación en el mercado continuo se situó en 1.798 millones de euros en el tercer trimestre, por debajo de los 2.290 y 3.017 millones de los trimestres anteriores, así como de la media acumulada en lo que va de año (2.362 millones), tal y como se aprecia en el gráfico 16.

... el aumento de la negociación de valores españoles en otras plataformas foráneas. La cuota de mercado de estas últimas alcanza ya el 40% de la negociación total.

Como consecuencia de estas tendencias, la cuota de los mercados exteriores en la contratación de valores españoles, que se había reducido en el segundo trimestre por debajo de un tercio del total contratado, volvió a crecer de modo significativo en el tercero, hasta alcanzar un nuevo máximo histórico cercano al 40% (38,6% en el primer trimestre, 32,5% en el segundo y 31,7% en el conjunto de 2017). En cuanto a la composición de la negociación de las acciones españolas en el exterior, volvió a destacar el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, que con casi 62.500 millones de euros en el tercer trimestre siguió ganando cuota de mercado y ya representa más del 80% de lo negociado en el exterior (véase cuadro 5). Turquoise también mejoró ligeramente su cuota de mercado hasta el 13,5% (de la negociación exterior), mientras que el resto de operadores siguieron perdiendo volumen de negocio y representan poco más del 6%.

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	I-18	II-18	III-18
<b>Total</b>	<b>1.002.189,0</b>	<b>1.161.482,8</b>	<b>877.413,3</b>	<b>934.377,1</b>	<b>234.555,7</b>	<b>281.299,7</b>	<b>193.976,4</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>1.002.095,9</b>	<b>1.161.222,9</b>	<b>877.402,7</b>	<b>934.368,3</b>	<b>234.554,7</b>	<b>281.296,3</b>	<b>193.974,0</b>
BME	849.934,6	925.978,7	631.107,2	634.990,9	143.131,5	189.282,3	116.051,4
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	26.830,1	28.550,0	25.272,1
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	10.900,3	11.015,5	10.543,9
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	46.765,7	44.872,1	37.214,3
Otros <sup>2</sup>	9.019,8	13.566,2	32.984,5	61.346,5	6.927,0	7.576,4	4.892,3
<b>Corros</b>	<b>92,4</b>	<b>246,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
Madrid	32,7	19,4	3,2	1,8	0,0	0,0	0,1
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	45,2	219,1	4,1	6,3	0,9	3,1	1,9
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>0,7</b>	<b>13,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	14.508,9	12.417,7	6.033,0	6.908,0	1.153,0	805,6	841,5
MAB	7.723,2	6.441,7	5.066,2	4.985,8	1.401,5	1.020,4	762,0
Latibex	373,1	258,7	156,7	130,8	43,8	33,2	31,6
ETF	9.849,4	12.633,8	6.045,2	4.464,1	981,0	957,3	456,6
Total contratación en BME	882.482,3	957.990,5	648.418,9	651.488,5	146.711,9	192.102,2	118.145,5
% RV española en BME respecto al total de RV española	84,8	80,1	71,9	68,3	61,4	67,5	60,1

Fuente: Bloomberg y CNMV.

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.

En el conjunto del año el volumen de contratación de los valores españoles se sitúa en 709.800 millones de euros, un 1,4% más que en los tres primeros trimestres de 2017. De este importe, 448.000 millones se negociaron en BME (un 6,4% menos que en 2017) y el resto, en otros mercados y plataformas (un 18% más).

*En el conjunto del año la negociación de acciones aumenta un leve 1,4%.*

En el ámbito de la negociación, de acuerdo con los requisitos de transparencia de los mercados derivados de la regulación MiFID II/MIFIR, 18 valores negociados en las bolsas españolas este año se han visto afectados por los umbrales de negociación establecidos, que obligan a suspender la aplicación de las exenciones de transparencia de esta regulación<sup>13</sup>. Así, en la operativa sobre estos valores no se han podido

*Durante este año, un total de 18 valores negociados en las bolsas españolas no se han podido acoger de forma temporal a las exenciones de transparencia por superar determinados volúmenes de negociación.*

13 El artículo 4.1 de MiFIR regula las exenciones (*waivers*) relativas a las órdenes a precios referenciados a otro mercado. Estas exenciones pueden suspenderse temporalmente, si se supera alguno de los límites de negociación establecidos (*double volumen cap*). Las comunicaciones de la CNMV sobre el régimen de transparencia se pueden consultar en [www.cnmv.es/Portal/MiFIDII\\_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx](http://www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx)

utilizar temporalmente dichas exenciones y facilitar así el proceso de formación de precios<sup>14</sup>. En España, la CNMV ha autorizado como exención el case de operaciones sobre acciones o ETF admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas y el MAB o Latibex al precio medio de la mejor posición de compra y venta vigente en un mercado de referencia. Esta exención se incluye dentro de la categorización de «Exenciones de precios referenciados», por lo que queda sujeta al mecanismo de limitación de volumen comentado anteriormente.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2015	2016	2017	IV-17	I-18	II-18	III-18
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>17</b>
Ampliaciones de capital	45	45	45	18	14	12	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	1	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>81</b>	<b>91</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>17</b>
Ampliaciones de capital	99	79	84	25	21	14	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) <sup>2</sup>	12	2	7	1	1	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>19.106,1</b>	<b>13.846,7</b>	<b>25.787,7</b>	<b>1.370,8</b>	<b>1.898,9</b>	<b>426,1</b>	<b>1.667,4</b>
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	531,6	574,7	63,0	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	0,0	807,6	956,2	100,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	8.092,3	0,0	821,8	475,2	0,0	0,0	89,0
Ampliación con contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	365,2	1.791,7	8.469,3	49,9	1.179,1	0,0	1.263,4
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	125,5	1,6	223,9	153,3
Otras	847,4	2.390,2	6.060,2	88,6	143,5	139,2	161,7
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>9.627,8</b>	<b>5.898,3</b>	<b>3.807,3</b>	<b>720,1</b>	<b>1.362,8</b>	<b>133,1</b>	<b>2.120,3</b>
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>28.733,9</b>	<b>19.745,1</b>	<b>29.595,0</b>	<b>2.090,9</b>	<b>3.261,7</b>	<b>559,2</b>	<b>3.787,8</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>8.331,6</b>	<b>506,6</b>	<b>2.944,5</b>	<b>567,3</b>	<b>645,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	16	15	13	3	1	3	3
Número de emisiones	18	21	15	4	3	3	4
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	3,0	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.

14 En la fecha de cierre de este informe (30 de septiembre), la suspensión de la utilización de las exenciones afectaba a cuatro valores.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales supusieron 3.788 millones de euros en el tercer trimestre, menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del ejercicio anterior cuando tuvo lugar la ampliación de capital del Banco Santander, que superó los 7.100 millones de euros (si se descuenta el importe emitido por este banco, las emisiones de renta variable del tercer trimestre del año habrían crecido casi un 27% respecto al mismo periodo de 2017). A su vez, el acumulado del año hasta septiembre (8.254 millones de euros) resulta un 72% inferior al importe emitido entre enero y septiembre de 2017<sup>15</sup>. En cuanto al tipo de emisión, en el tercer trimestre destacó el importe de las ampliaciones de capital bajo la modalidad de dividendo elección, que representó más de la mitad del total y casi el doble de la cuantía por este concepto en el ejercicio previo, coincidiendo con el pago habitual de dividendos al inicio del verano por parte de varias compañías de gran tamaño (véase cuadro 6). Por otro lado, a pesar de que diversas compañías inmobiliarias habían mostrado su interés en salir a cotizar en el mercado a lo largo del año, la evolución desfavorable de las cotizaciones provocó la cancelación o el retraso de estos planes. Con todo, la segunda compañía petrolera del país (CEPSA) ha mostrado su interés en volver a salir a cotizar en el mercado en el último trimestre del año, con el registro de su folleto en la CNMV el 2 de octubre.

*Las emisiones de acciones se reducen tanto en el tercer trimestre como en el conjunto del año, y varias compañías aplazan su salida a bolsa.*

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija, tanto nacionales como europeos, han estado sometidos a cierta volatilidad a lo largo del año en función de la evolución de las circunstancias económicas y políticas. Así, por un lado las políticas monetarias del BCE<sup>16</sup> y la Reserva Federal<sup>17</sup> han seguido caminos diferentes: mientras que la autoridad europea se encuentra en la fase inicial de reducir hasta su eliminación los programas de compras de activos y retrasar el aumento de los tipos de interés hasta al menos el verano de 2019, la institución estadounidense está inmersa en el proceso de subida de los tipos de interés, debido a que la economía de este país se encuentra en una fase más adelantada del ciclo. Por otro lado, las incertidumbres surgidas de nuevo en Europa —en este caso, en relación con las finanzas públicas italianas— también influyeron en los mercados de deuda y propiciaron que los inversores deshicieran posiciones en deuda periférica en beneficio de la de las grandes economías europeas. Este comportamiento incrementó la prima de riesgo de las primeras, mientras que redujo las rentabilidades de las segundas. Todo ello se produjo en un contexto de cierta desaceleración de la actividad en Europa y de revisión de las previsiones de crecimiento a la baja, que favoreció las ventas en los mercados de acciones y las compras de activos de deuda, por su consideración de activos refugio.

*Las expectativas sobre la política monetaria del BCE y algunos focos de incertidumbre (Italia, Turquía...) condicionaron la evolución de los mercados de deuda.*

En España, los tipos de interés se habían situado en mínimos históricos a finales del primer trimestre gracias al descenso de la prima de riesgo originado por la buena

*La percepción de que los tipos aumentarán en la zona del euro más pronto que tarde y la incertidumbre originada en Italia explicaron el leve aumento de las rentabilidades de la deuda a largo plazo.*

---

15 Es inferior, incluso, a los importes emitidos en cualquiera de los tres primeros trimestres de 2017 (8.723 millones, 11.067 millones y 10.090 millones).

16 El BCE confirmó a mediados de septiembre que el importe de sus compras de deuda se reducirá a la mitad a partir de octubre —hasta 15.000 millones de euros mensuales— y se extenderá hasta diciembre de este año.

17 La Reserva Federal ha subido tres veces sus tipos en 2018, la última en septiembre, hasta situarlos en el rango del 2-2,25% y es probable que realice una subida más antes de finales de año (véase epígrafe 2.1).

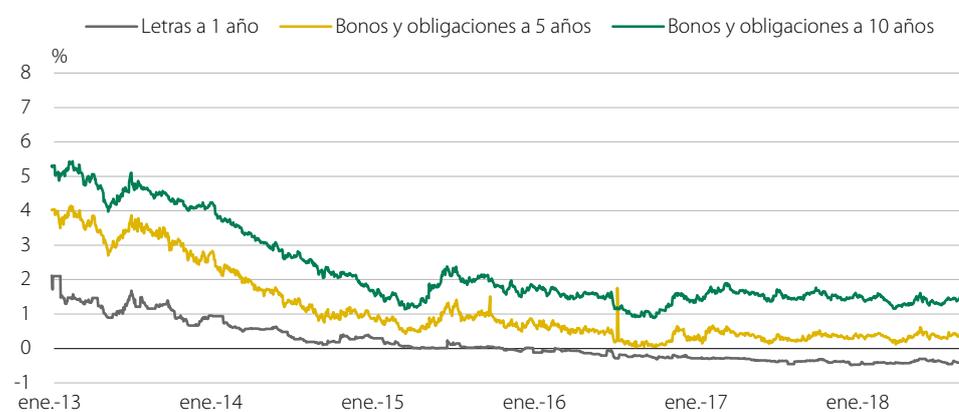
evolución de la economía española y, sobre todo, por las mejoras de la calificación crediticia del bono soberano. Sin embargo, a partir del segundo trimestre se observó un cambio de tendencia que se fue consolidando conforme avanzaba el tercero y los tipos se movieron ligeramente al alza. Varios factores influyeron en esta tendencia ligeramente alcista: en primer lugar, aumentó la expectativa de que la política monetaria acomodaticia del BCE finalizará antes de lo previsto; en segundo lugar, las incertidumbres relacionadas con las finanzas públicas italianas afectaron a otras economías periféricas —entre ellas la española—; y, finalmente, se afianzó la perspectiva de que el crecimiento de la economía comenzará a ralentizarse, lo que podría tener efectos sobre el déficit público. Así, tanto los tipos de la deuda pública española como los de la renta fija privada presentaron suaves alzas en todos los plazos de la curva, a pesar de que todos ellos siguen favorecidos por el impacto positivo del programa de compras de deuda del BCE. Por su parte, la prima de riesgo se ha mantenido relativamente estable en el tercer trimestre y se ha situado a finales de septiembre en 103 p.b.

*Las emisiones de renta fija descenden en el tercer trimestre del año, aunque se observa una propensión mayor a emitir pagarés y a emitir en el exterior.*

Esta situación de mayores incertidumbres ralentizó el ritmo de emisión de deuda de los emisores españoles en el tercer trimestre, si bien su evolución no fue homogénea entre los diferentes tipos de activos y mercados de emisión. Los importes emitidos se incrementaron en el caso de los pagarés a corto plazo, mientras que la financiación a más largo plazo experimentó un retroceso significativo. Así, parece que los emisores españoles estarían sacando partido a los reducidos costes de financiación a corto plazo y que las necesidades de financiación (y refinanciación) a largo plazo se habrían cubierto en buena medida en 2017 aprovechando el buen momento del mercado y el apoyo del programa de compras de deuda corporativa del BCE.

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

*Los tipos a corto plazo presentaron una leve tendencia al alza conforme avanzaba el año pero se mantienen muy cerca de mínimos históricos gracias al tono ultraexpansivo de la política monetaria.*

Los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo han presentado un leve sesgo alcista conforme avanzaba el año, pero aun así se mantenían a finales de septiembre próximos a los mínimos históricos del cierre del ejercicio 2017. Sus movimientos siguieron condicionados por la política ultraexpansiva de tipos que mantiene el BCE y que, en principio, se mantendrá al menos hasta bien entrado 2019<sup>18</sup>. Así, tras casi

18 Su presidente volvió a reiterar a mediados de septiembre que los tipos continuarán en el 0% al menos hasta el verano de 2019.

tres años presentando valores negativos en todos los plazos, el rendimiento en el mercado secundario de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaba a finales de septiembre en el -0,46%, el -0,41% y el -0,37%, respectivamente. Estos valores son muy parecidos a los del trimestre anterior y están en línea con el rendimiento mínimo anual establecido por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo marginal de depósito). Todas las subastas de letras siguieron resolviéndose a tipos negativos y las últimas realizadas en septiembre se adjudicaron a tipos similares a los de las precedentes. Por su parte, los tipos de la deuda privada a corto plazo mostraron suaves alzas en el tercer trimestre, que fueron algo más intensas en el plazo más largo. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión se situaba entre el 0,31% en la referencia a 3 meses y el 0,36% en la referencia a 12 meses (véase cuadro 7).

### Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 7

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,62	-0,55	-0,52	-0,46
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,45	-0,46	-0,43	-0,41
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,42	-0,42	-0,34	-0,37
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,39	0,29	0,25	0,31
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,26	0,22	0,12	0,26
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,19	0,24	0,18	0,36

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo aumentaron ligeramente en el tercer trimestre, tal y como sucedió en otras economías europeas, ante la perspectiva de que la política monetaria acomodaticia del BCE irá desapareciendo paulatinamente —incluido el programa de compras de deuda pública<sup>19</sup>— en un entorno no exento de incertidumbres. Así, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba de media en septiembre en el 0,0%, el 0,49% y el 1,51%, respectivamente (véase cuadro 8). La referencia a 3 años empezó a mostrar rendimientos positivos desde mediados de septiembre, después de 2 años en valores negativos. El rendimiento medio de la deuda a 10 años aumentó 13 p.b., hasta situarse en el 1,51% de media en septiembre.

La deuda corporativa tuvo una evolución similar, con suaves alzas que se concentraron en mayor medida en los plazos de 5 y 10 años. Hasta el plazo de 5 años, la deuda privada mostraba rendimientos positivos superiores a los de la pública, mientras que en el plazo a 10 años su rendimiento siguió presentando un diferencial negativo

*Los tipos de la deuda pública a largo plazo también aumentaron levemente. En el plazo de 3 años, el rendimiento pasó a terreno positivo a mediados de septiembre...*

*... una tendencia que también siguieron las rentabilidades de la deuda corporativa.*

19 El programa de compras de títulos de deuda pública (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés) acumulaba a finales de septiembre un volumen de compras por un importe de 2,138 billones de euros, de los que 256.543 millones correspondían a títulos españoles.

respecto a esta última, apoyado todavía en el efecto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE<sup>20</sup>, que habitualmente concentra sus compras en las emisiones con vencimientos más largos y realiza parte de ellas directamente en el mercado primario.

### Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 8

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,09	-0,07	-0,06	0,00
5 años	0,72	0,35	0,31	0,31	0,30	0,41	0,49
10 años	1,72	1,44	1,46	1,46	1,35	1,38	1,51
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	0,66	0,69	0,44	0,44	0,51	0,44	0,47
5 años	1,95	1,43	0,41	0,41	0,39	0,36	0,59
10 años	2,40	2,14	1,16	1,16	1,04	1,23	1,41

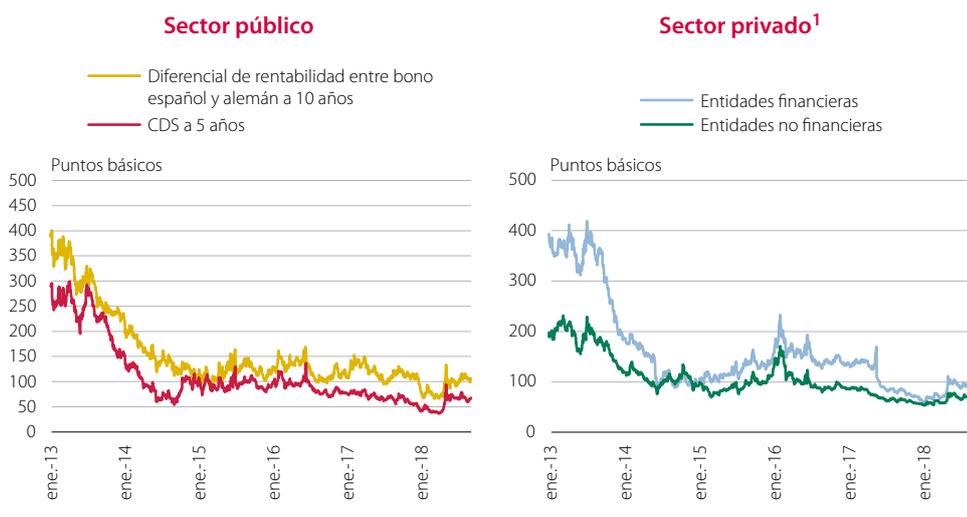
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

*La prima de riesgo soberano ha mostrado repuntes transitorios en el año por el efecto de contagio de la incertidumbre sobre las finanzas públicas italianas.*

La prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable durante el tercer trimestre, aunque ha presentado alzas transitorias sobre todo en el trimestre anterior, acusando un cierto contagio de los problemas de las finanzas públicas italianas. En este contexto, la prima de riesgo —medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se situaba en 103 p.b. a finales de septiembre, un valor muy parecido al del cierre del trimestre anterior y en un rango intermedio entre los mínimos registrados en abril (66 p.b.) y los máximos alcanzados en mayo (134 p.b.). Por otro lado, la prima de riesgo de crédito evaluada a partir del CDS del bono soberano español —mercado menos líquido que el del propio bono— siguió una tendencia similar. Así, su valor a finales del tercer trimestre era de 67 p.b., ligeramente por debajo de los 71 p.b. que mostraba el trimestre anterior.

20 El programa de compras de títulos de deuda corporativa (el denominado CSPP, por sus siglas en inglés) acumulaba a finales de septiembre un volumen de compras por un importe de 170.378 millones de euros, de las que el 18,2% se había realizado en el mercado primario.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

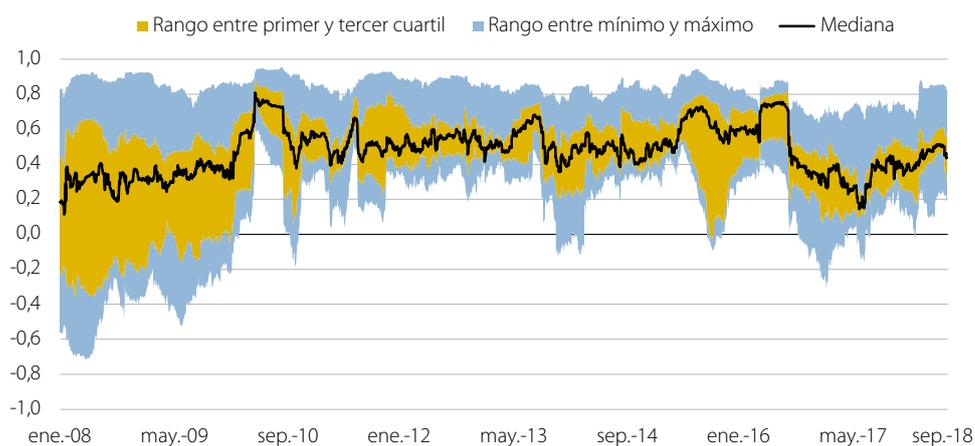
Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía presentaron ligeros descensos en el tercer trimestre, algo más intensos en el caso de las entidades financieras. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras, que había repuntado hasta los 111 p.b. a finales de mayo como consecuencia de su exposición a los activos de deuda italiana así como a algunas economías emergentes en dificultades, descendió después hasta los 90 p.b. a finales de septiembre, debido a la disminución de estas incertidumbres y al efecto positivo sobre la rentabilidad del sector que se empieza a descontar ante el giro de la política monetaria. Por su parte, la media de las primas de riesgo de las compañías no financieras descendió desde los 76 p.b. en el segundo trimestre hasta los 69 p.b. en el tercero. A pesar de que la próxima desaparición del programa de compras de deuda corporativa del BCE, junto con el previsible aumento de los tipos de interés, alimentan las expectativas de un incremento a medio plazo de sus gastos financieros, estas compañías se ven favorecidas por la buena evolución de sus negocios<sup>21</sup>.

El grado de correlación entre los diferentes activos financieros españoles de renta fija y variable creció de modo destacable durante la primera parte del año y se consolidó a lo largo del tercer trimestre en valores cercanos pero ligeramente inferiores a 0,50 — cifra similar al promedio de la última década—. Asimismo, los valores mínimos y máximos de las correlaciones, que habían aumentado ligeramente a finales del primer semestre, coincidiendo con el momento en que la inestabilidad política de Italia tuvo mayor repercusión en los mercados financieros, se moderaron levemente después.

*Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía registraron un leve repunte a mediados de año pero con posterioridad han retomado una senda descendente.*

*El grado de correlación entre los activos españoles, que había aumentado en el primer semestre, se estabilizó después en valores de 0,50.*

21 Una parte considerable de las compañías consideradas en esta media pertenecen al sector del petróleo y la energía, que desde hace meses se ven favorecidos, entre otros elementos, por el aumento del precio del petróleo.



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 sistemático.
- 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.

*Las emisiones de renta fija descendieron en el tercer trimestre...*

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre alcanzaron los 11.782 millones de euros, un 10,4% menos que las registradas en el mismo periodo del año anterior. Este bajo importe se explica por la sustitución de las emisiones de deuda en el exterior, que siguen creciendo, así como por el hecho de que los principales emisores españoles han cubierto gran parte de sus necesidades de financiación. Las grandes empresas no financieras adelantaron en el último ejercicio sus necesidades de financiación para aprovechar los reducidos costes de esta, por lo que sus necesidades para este ejercicio han disminuido. Los bancos, por su parte, también habían aprovechado para financiarse con anterioridad y más recientemente han observado cómo las condiciones del mercado se han endurecido, con rentabilidades exigidas por el mercado al alza. En términos absolutos, las mayores caídas se produjeron en las emisiones de bonos de titulización y, en menor medida, en las cédulas hipotecarias, cuya disminución se explica por la lenta expansión del crédito y las menores facilidades que ofrece el BCE para financiarse. Por el contrario, las emisiones de pagarés de empresa aumentaron su importancia relativa hasta representar algo menos de un tercio del total.

*... tanto como en el acumulado del año, debido a las menores necesidades de financiación de estas entidades y a la preferencia por emitir en el exterior.*

En el conjunto del año las emisiones de renta fija se han situado en 42.632 millones de euros, un 30,8% menos que en 2017, con descensos en todas las categorías de activos salvo en las participaciones preferentes gracias a dos emisiones de este tipo destinadas a inversores institucionales y realizadas por dos entidades financieras. Los descensos más acusados en cuantía correspondieron a los bonos simples (casi 10.000 millones de euros en lo que va de año), cuya emisión se realiza cada vez en mayor medida desde el exterior, y a las cédulas hipotecarias (4.600 millones menos), cuyo volumen de emisión está condicionado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, que sigue sin mostrar un aumento relevante. El retroceso menos cuantioso se produjo en los pagarés de empresa (1.814 millones).

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 9

	2014	2015	2016	2017	2018		
					I	II	III
<b>Registradas en la CNMV</b>							
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>130.258</b>	<b>136.607</b>	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>20.205</b>	<b>10.645</b>	<b>11.782</b>
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	5.125	1.700	5.050
Cédulas territoriales	1.853	10.400	7.250	350	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.155	39.100	40.170	30.006	4.983	1.177	1.431
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750	53	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.008	28.370	35.505	29.415	5.431	3.534	1.048
Pagarés de empresa <sup>1</sup>	33.654	27.310	22.960	17.911	3.416	3.884	3.254
De titulización	620	2.420	1.880	1.800	0	240	0
Resto de pagarés	33.034	24.890	21.080	16.111	3.416	3.644	3.254
Otras emisiones de renta fija	0	0	1.500	981	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	1.250	350	1.000
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	7.999	5.452	4.279	6.505	1.857	832	933
Emisiones aseguradas	196	0	421	0	0	0	0
					<b>2018</b>		
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>2</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>56.736</b>	<b>66.347</b>	<b>58.587</b>	<b>84.771</b>	<b>26.618</b>	<b>20.351</b>	<b>10.845</b>
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	14.136	9.359	2.600
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	1.500	0	0
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	1.250	1.000	0
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	11.386	8.359	2.600
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.455	32.984	26.932	23.646	12.482	10.992	8.245
Pagarés de empresa	21.455	32.984	26.932	23.646	12.482	10.992	8.245
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					<b>2018</b>		
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>2</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>42.170</b>	<b>55.286</b>	<b>56.674</b>	<b>65.423</b>	<b>21.746</b>	<b>18.980</b>	<b>13.900</b>
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	20.309	9.456	7.994	4.849
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.114	12.290	10.986	9.050

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 31 de agosto.

*Las emisiones de deuda en el exterior, que superaron las registradas en la CNMV en cada trimestre, se orientaron más a los activos de corto plazo.*

Como viene siendo habitual desde hace varios años, las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior no han parado de crecer, de modo que en todos los trimestres de 2018 han sido superiores a las registradas en la CNMV. En lo que va de año hasta agosto, estas emisiones superaron los 58.000 millones de euros, un 12,6% más que las registradas en el mismo periodo de 2017. Este avance se centra en las emisiones de deuda a corto plazo, que casi triplican las de 2017, mientras que las emisiones de deuda a largo plazo se redujeron un 32,8% interanual. Así, las emisiones a corto plazo representaron el 55% del total emitido en el exterior, frente al 25% que representaban en 2017. El descenso de las emisiones a largo plazo podría atribuirse en parte a la disminución de los importes de las compras de deuda corporativa por parte del BCE, puesto que la mayor de estas emisiones está dentro del rango de activos elegibles en el marco de su programa de compras de deuda corporativa. Por otro lado, las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior también crecieron en el año (un 38,4%, hasta los 54.626 millones de euros) gracias a la fuerte expansión de las emisiones de las entidades financieras, que se duplicaron.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>22</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 3,2% en el primer semestre de 2018, hasta los 274.000 millones de euros...*

A finales de junio de 2018, el patrimonio de los fondos de inversión españoles ascendía a 273.774 millones de euros, un 3,2% más que al cierre de 2017 (véase cuadro 11). De esta forma se consolida la senda expansiva iniciada en 2013 —aunque a un ritmo de crecimiento inferior al de los primeros dos años— y se sitúa el patrimonio del sector en valores muy cercanos a los del máximo alcanzado a mediados de 2007. Este aumento se debió exclusivamente a las suscripciones netas realizadas durante el semestre —especialmente en el primer trimestre—, que superaron los 10.000 millones de euros (véase cuadro 10).

*... como consecuencia de las elevadas suscripciones de los partícipes, que superaron los 10.000 millones entre enero y junio.*

Las entradas de recursos más cuantiosas se produjeron, con diferencia, en la categoría de fondos globales, que en poco más de cinco años han multiplicado su patrimonio por diez. Así, las suscripciones netas en estos fondos fueron de 7.539 millones de euros, seguidas por los de renta variable mixta, con 2.414 millones de euros, y los de renta variable internacional y euro, que experimentaron unas entradas netas de 2.343 y 2.113 millones de euros, respectivamente. Los mayores reembolsos netos correspondieron, por el contrario, a los fondos de gestión pasiva (2.528 millones), que continúan así la tendencia contractiva iniciada durante el ejercicio anterior, en contraste con la fuerte expansión de 2016. También experimentaron retiradas de recursos los fondos de renta fija (1.157 millones) y, en menor medida, los fondos garantizados tanto de renta variable como fija (582 y 431 millones de euros). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en los años precedentes,

---

22 Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son IIC de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico.

con un mayor apetito por el riesgo pero con dos diferencias notables. En primer lugar, parece que los inversores están invirtiendo en fondos con un nivel de riesgo cada vez mayor y, en segundo lugar, los fondos de gestión pasiva, que habían triplicado su patrimonio entre 2014 y 2016, experimentaron en 2017 y principios de 2018 importante reembolsos.

La rentabilidad de los fondos de inversión durante los primeros 6 meses del año fue ligeramente negativa (-0,81%), debido a la caída de las cotizaciones en los mercados de renta variable en el primer trimestre (véase cuadro 11). Este comportamiento fue relativamente generalizado entre las distintas categorías de fondos: entre enero y marzo todas las vocaciones mostraron un rendimiento negativo, a excepción de los fondos garantizados, mientras que en el segundo trimestre fue positivo en la mayoría de las categorías. En el acumulado del semestre, todas las categorías experimentaban caídas en el valor de la cartera, con la excepción de los fondos de renta variable euro (0,08%). Entre el resto cabe destacar el rendimiento negativo de los fondos de retorno absoluto (-1,49%) y de los de renta fija mixta (-1,37%).

*La rentabilidad acumulada de los fondos fue negativa (-0,8%) a causa de las pérdidas en las bolsas en el primer trimestre del año.*

## Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>23.466,6</b>	<b>13.782,4</b>	<b>21.338,4</b>	<b>3.458,6</b>	<b>5.645,1</b>	<b>8.913,1</b>	<b>2.018,9</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-5.351,4	7.613,8	-2.998,7	66,4	69,0	-1.056,0	-100,5
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	21.167,5	-3.177,6	2.501,7	242,7	712,6	726,2	-54,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	8.153,8	-3.030,2	5.509,6	810,2	1.490,3	1.868,6	545,5
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	468,9	-542,9	2.544,9	646,3	543,0	1.857,7	255,7
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.060,5	346,6	4.502,9	1.022,7	1.115,3	1.543,9	799,1
Gar. rta. fija	-6.807,4	-3.202,7	-2.890,0	-931,7	-347,8	-198,5	-232,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.599,8	5.478,4	-588,4	-454,4	-539,1	-261,6	-320,1
Fondos globales	5.805,3	3.579,9	12.984,3	1.641,8	3.638,8	4.835,2	2.703,7
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-6.264,2	5.790,0	-4.580,8	-734,2	-1.450,2	-1.146,7	-1.381,0
Retorno absoluto <sup>7</sup>	4.811,4	946,4	4.378,9	1.148,9	439,2	744,3	-196,8

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 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

Durante el primer semestre de 2018 disminuyó de forma ligera el número de fondos ofertados por las sociedades gestoras, aunque con una reducción mucho menor que la de años precedentes, especialmente entre 2012 y 2015. De esta forma, entre enero y junio de este año se dieron de baja 80 fondos, lo que unido a las 63 altas producidas

*El número de fondos se redujo durante el primer semestre del año, con una recomposición hacia las categorías de mayor riesgo.*

hizo que el número de fondos al cierre del primer semestre fuera de 1.724. Los mayores descensos se produjeron, en consonancia con los movimientos patrimoniales, en los fondos de gestión pasiva y en los garantizados de renta variable, con 15 y 13 fondos menos, respectivamente. En el lado opuesto, la tipología con un mayor aumento de su oferta correspondió a los fondos de renta variable internacional, con un aumento de 18 fondos, hasta los 229. También se incrementó el número de fondos globales y de renta fija mixta, con 11 y 6 fondos más, respectivamente.

*El significativo incremento del número de partícipes —más de 1,1 millones en 6 meses— dejó el número total de inversores en 11,4 millones.*

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión, en consonancia con el comportamiento del patrimonio, se incrementó un 11,2%, hasta situarse prácticamente en 11,4 millones al finalizar el semestre. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta variable internacional, con 321.000 partícipes más, seguidos de los fondos globales y de renta variable euro, con un aumento de 280.000 y 218.000 partícipes, respectivamente. Estas tres tipologías, cuyo nivel de riesgo se considera medio alto, como mínimo han doblado el número de partícipes en los últimos dos o tres años.

*Los datos provisionales de julio indican que la expansión de los fondos de inversión continúa, manteniéndose el dinamismo de las categorías de mayor riesgo.*

Con los datos provisionales del mes de julio de este año, parece que la tendencia expansiva prosigue. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 1%, hasta los 276.400 millones de euros. El número de partícipes, en cambio, se habría reducido en unos 40.000 para quedarse ligeramente por debajo de los 11,4 millones, mientras que el número de fondos se habría mantenido relativamente estable.

Número	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.804</b>	<b>1.805</b>	<b>1.741</b>	<b>1.795</b>	<b>1.741</b>	<b>1.748</b>	<b>1.724</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	319	306	290	294	290	284	281
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	132	148	155	158	155	154	161
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	142	168	176	177	176	177	176
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	109	112	111	113	111	106	108
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	200	201	211	210	211	224	229
Gar. rta. fija	186	122	79	90	79	76	69
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	205	198	188	190	188	186	175
Fondos globales	178	203	225	223	225	241	236
De gestión pasiva <sup>7</sup>	213	220	202	213	202	201	187
Retorno absoluto <sup>7</sup>	97	106	104	106	104	99	102
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>222.144,6</b>	<b>237.862,2</b>	<b>265.194,8</b>	<b>258.466,2</b>	<b>265.195,0</b>	<b>271.264,0</b>	<b>273.774,0</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	65.583,8	74.226,4	70.563,9	70.297,1	70.563,9	69.325,4	68.881,3
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	44.791,8	40.065,6	43.407,0	42.668,4	43.407,0	43.766,1	43.979,4
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	21.502,9	16.310,6	22.386,7	20.754,6	22.386,7	23.860,3	24.039,9
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	9.092,9	8.665,9	12.203,2	11.753,3	12.203,2	13.714,2	14.282,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	17.143,2	17.678,8	24.064,6	22.445,3	24.064,6	24.808,0	26.484,3
Gar. rta. fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	5.828,2	5.456,7	5.311,3	4.982,8
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	9.966,6	15.475,7	15.417,5	15.909,7	15.417,5	15.203,6	14.664,1
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	31.439,9	35.511,5	39.908,6	42.633,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>	17.731,1	23.601,6	19.477,8	20.972,4	19.477,8	18.097,7	16.686,8
Retorno absoluto <sup>7</sup>	11.228,1	12.215,2	16.705,9	16.371,3	16.705,9	17.269,0	17.139,7
<b>Partícipes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>7.682.947</b>	<b>8.253.611</b>	<b>10.287.454</b>	<b>10.068.296</b>	<b>10.287.454</b>	<b>11.019.934</b>	<b>11.435.155</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.660.197	2.627.547	2.711.617	2.840.000
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.154.688	1.197.523	1.239.848	1.252.577
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	612.276	448.491	584.408	552.773	584.408	618.234	615.754
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	422.469	395.697	710.928	663.541	710.928	877.146	929.169
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.790.875	1.865.367	2.071.665	2.186.454
Gar. rta. fija	423.409	307.771	190.075	205.956	190.075	184.036	175.776
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	417.843	552.445	527.533	542.772	527.533	519.396	505.574
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	985.627	1.086.937	1.236.975	1.366.657
De gestión pasiva <sup>7</sup>	554.698	746.233	638.966	673.604	638.966	601.927	554.981
Retorno absoluto <sup>7</sup>	479.182	565.325	858.170	823.971	858.170	959.090	1.008.213
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>	<b>2,42</b>	<b>0,56</b>	<b>0,33</b>	<b>-1,04</b>	<b>0,23</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	0,10	0,52	-0,13	0,05	-0,08	-0,26	-0,68
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	0,16	0,27	1,10	0,38	0,12	-0,84	-0,53
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	0,15	1,19	3,23	0,80	0,57	-1,69	0,62
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	3,44	2,61	11,16	0,55	-0,23	-1,77	1,88
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	7,84	4,15	8,75	2,09	1,27	-3,51	3,59
Gar. rta. fija	0,27	-0,03	0,72	0,29	0,30	1,02	-1,30
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1,07	0,19	1,61	0,48	0,03	0,35	-1,16
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	0,94	1,31	-1,58	0,66
De gestión pasiva <sup>7</sup>	0,53	1,16	2,13	0,50	-0,20	-0,51	0,23
Retorno absoluto <sup>7</sup>	0,12	0,38	1,44	0,43	0,23	-0,93	-0,57

Fuente: CNMV.

\* Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación).

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 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

8 Rentabilidad anual para 2015, 2016 y 2017. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

*El volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión permanece casi constante desde 2015 y representa alrededor del 1,5% del patrimonio total de estas instituciones.*

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían mejorado de forma sustancial a partir de 2011, se han mantenido estables desde hace tres años. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión en los últimos trimestres ha oscilado entre el 1,3% y el 1,5% del patrimonio total, cifras que quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando llegaron prácticamente al 9%. A finales de junio de 2018, el volumen de activos de liquidez reducida se situaba en 4.079 millones de euros, un 1,5% del patrimonio —mismo porcentaje que en los últimos 6 meses— (véase cuadro 12). En cuanto a la composición de estos activos, se han producido muy pocos cambios durante el último año y tan solo cabe mencionar el ascenso progresivo de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de las entidades financieras, que desde finales de 2016 han ido aumentando paulatinamente desde el 5,1% hasta el 7,5% (respecto a la cartera de renta fija financiera 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 de renta fija		
	dic-17	mar-18	jun-18	dic-17	mar-18	jun-18
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	22	137	163	3,5	19,0	18,3
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.929	1.978	1.972	7,0	7,1	7,2
Renta fija no financiera	925	931	974	5,2	4,8	4,9
Titulizaciones	1.058	1.014	969	93,8	92,9	94,7
Titulización AAA	84	110	108	100,0	100,0	100,0
Resto de titulizaciones	974	905	861	93,3	92,1	94,1
<b>Total</b>	<b>3.934</b>	<b>4.061</b>	<b>4.079</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>			

Fuente: CNMV.

### IIC inmobiliarias

*En conjunto, las IIC inmobiliarias han experimentado una ligera contracción en lo que va de año.*

Durante el primer semestre del año, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias han experimentado leves retrocesos.

*De los tres FII que había al cierre de 2017, uno se ha dado de baja en 2018 y los otros lo harán previsiblemente en los próximos meses...*

En el caso de los fondos de inversión inmobiliaria (FII) registrados en la CNMV, cabe destacar que de los tres fondos que había desde enero de 2015, uno se ha dado de baja, por lo que únicamente están operativos dos FII. No obstante, ambos vehículos informaron en 2011 y 2015 a la CNMV de que estaban iniciando un proceso de liquidación —igual que lo estaba el último que se ha dado de baja—. En este contexto, el patrimonio de los FII durante los 6 primeros meses de 2018 experimentó un retroceso del 14,1%, mientras que el número de partícipes se contrajo un 56,0%, hasta quedar en 483. La rentabilidad de estos fondos abandonó el terreno negativo por primera vez desde que comenzó la crisis y se situó en el 0,3% entre enero y junio, por lo que parece que la recuperación del sector inmobiliario está comenzando a tener efecto sobre estos fondos, aunque de una forma muy leve.

*... mientras que el número de SII ha permanecido en cuatro desde el tercer trimestre de 2017.*

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), por su parte, ha permanecido constante desde el tercer trimestre de 2017, por lo que a finales de junio de este

año había un total de cuatro entidades. Su patrimonio total disminuyó un 9,6%, hasta situarse en 572 millones de euros, mientras que el número de accionistas experimentó un aumento importante y pasó de 327 a 425. Este hecho tuvo su origen en la última sociedad dada de alta en 2017, que ha incrementado su número de partícipes desde 1 hasta 100 (el mínimo legal) en el plazo legal establecido.

## IIC de inversión libre

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (versión española de los *hedge funds*) experimentó un ligero avance (1,7%) durante los 5 primeros meses de 2018 y se situó a finales de mayo en 2.815 millones de euros. El número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 54, la misma cifra que a finales de 2017 aunque con una IIC de inversión libre más (47) y una IIC de IIC de inversión libre menos (7 al cierre de mayo). Estas últimas llevan retrocediendo desde el inicio de la crisis, cuando 41 entidades de este tipo llegaron a estar en activo.

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) —que representan en términos patrimoniales más del 80% del total— el patrimonio se situó en 2.345 millones de euros a finales de mayo (véase cuadro 13), un 2% más que en diciembre de 2017, como consecuencia de unas suscripciones netas durante esos 5 meses de 26,7 millones de euros y una ligera revalorización de la cartera del 0,7%. Por otra parte, el número de partícipes se incrementó un 10,5% y superó los 4.000.

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), a pesar de haber una entidad menos el patrimonio se mantuvo prácticamente constante, con un casi imperceptible descenso del 0,3%, hasta los 470,2 millones de euros. El número de partícipes, en cambio, se redujo de forma sustancial, con una disminución del 22,4%, hasta los 2.791. Por su parte, la rentabilidad de estas instituciones en el periodo de enero a mayo de este año fue prácticamente nula (-0,3%), después de unos años con valores relativamente altos.

*El sector de la inversión libre se mantuvo relativamente estable entre enero y mayo de este año en cuanto a número de entidades (54 en total).*

*En el caso de las IIC de inversión libre puras, el patrimonio avanzó un 2%, hasta superar los 2.300 millones, y el número de partícipes alcanzó los 4.000...*

*... mientras que en el segmento de IIC de IIC de inversión libre el patrimonio ha permanecido prácticamente constante, después de años de fuertes ajustes.*

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

CUADRO 13

	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	11	7	8	9	8	8	7
Partícipes	1.265	1.237	3.591	3.534	3.596	3.605	2.791
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	482,7	472,0	468,7	470,0	470,2
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,44	0,36	-0,13	-0,37	0,12
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	37	41	46	46	46	47	47
Partícipes	3.089	2.930	3.656	3.444	3.656	3.973	4.040
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.192,0	2.298,2	2.329,7	2.344,7
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	2,67	1,03	0,80	-0,91	1,59

Fuente: CNMV.

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

## IIC extranjeras comercializadas en España

*Un cambio normativo en relación con la información que se debe enviar a la CNMV sobre las IIC extranjeras hace que aún no se disponga de información sobre estas en 2018, si bien es probable que su expansión haya continuado este ejercicio.*

En relación con la información disponible de las IIC extranjeras comercializadas en España, cabe señalar el proceso de transición que está teniendo lugar en la actualidad como consecuencia de 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 Comisión Nacional del Mercado de Valores. En esta nueva circular se incrementa, por un lado, la información que deben remitir las IIC extranjeras a la CNMV y, por otro, se amplía el espectro de entidades obligadas a remitir dicha información para incorporar las IIC no armonizadas. Las nuevas exigencias de esta normativa han requerido ampliar el plazo de remisión de información para las entidades afectadas por estas modificaciones y, por ello, en la fecha de cierre de este informe no se dispone de nuevos datos referentes a IIC extranjeras comercializadas en España, correspondiendo los últimos a diciembre de 2017 (véase gráfico 20). Cabe suponer que el patrimonio de estas instituciones ha seguido creciendo en 2018, a la vista de la tendencia expansiva que muestra desde 2013 en un entorno que no ha variado sustancialmente y dado también el aumento experimentado por el patrimonio de las IIC nacionales en este periodo.

### Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

### Perspectivas

*El hecho de que las categorías de mayor riesgo sean las que estén recibiendo un volumen mayor de recursos pone de manifiesto la relevancia de que los inversores sean conscientes de los riesgos de estos activos.*

La expansión de la industria de la inversión colectiva se mantiene, debido a la escasa rentabilidad que ofrecen otras opciones más tradicionales (como los depósitos) en un entorno de rentas crecientes. La preferencia por fondos de inversión de mayor riesgo pone de manifiesto el deseo de los inversores de obtener un rendimiento superior, pero es preciso que sean conscientes de los riesgos de estos productos. En particular, deben conocer el riesgo de mercado —las pérdidas potenciales que se pueden producir por el descenso en el precio de los activos— y el riesgo de liquidez —relacionado con la posibilidad de vender un activo en un periodo de tiempo corto (en este caso, el reembolso) sin incurrir en unas pérdidas demasiado elevadas—. También es preciso que sepan distinguir los fondos que ofrecen una gestión activa y que por tanto cargan unas comisiones de gestión superiores, de los fondos cuyos gestores básicamente siguen a determinados índices y que, consecuentemente, deberían repercutir un coste menor al partícipe (véase recuadro 2).

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha venido realizando en los últimos años actuaciones e investigaciones sobre la práctica conocida como *closet indexing*, por la cual un fondo de inversión se presenta en sus documentos informativos como si fuera gestionado activamente cuando en realidad dicha gestión replica o es muy cercana a la de un índice (*benchmark*). Esta gestión requiere la dedicación de menos recursos por parte de la sociedad gestora para la selección de los activos que conforman la cartera del fondo, lo que debería redundar en la aplicación de un menor nivel de comisiones de gestión a los inversores.

Han sido varios los países europeos (entre otros, Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido) los que, tras la realización de investigaciones sobre posibles prácticas de *closet indexing*, han adoptado medidas tendentes a mejorar la transparencia de los documentos informativos aportados a los inversores.

La CNMV también ha realizado varios análisis en los que se ha detectado un número reducido de fondos que practican el *closet indexing*, por lo que se ha procedido también en estos casos a la actualización de sus documentos informativos. Conviene destacar que en el caso español es una práctica generalizada que el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) incluya el índice de referencia, aspecto que han destacado positivamente algunas asociaciones de inversores y usuarios de servicios financieros<sup>1</sup>. Sin embargo, en línea con las recomendaciones de ESMA y con las mejores prácticas de otros países, la CNMV ha considerado necesario introducir las siguientes mejoras en la información aportada a los inversores (véase la comunicación realizada el 8 de octubre de 2018):

- En el DFI, en los casos en que se incluya información de un índice de referencia, se deberá especificar si este se utiliza en términos meramente informativos o comparativos (esto es, cuando no condicione la libertad del gestor) o si, por el contrario, en mayor o menor medida la gestión se vincula a dicho índice de referencia. En este último caso, deberá aportarse información adicional sobre el grado de libertad de dicha gestión respecto al índice.
- En la información pública periódica (IPP) deberá también aportarse información del grado de discrecionalidad en la gestión realizada durante el periodo y en el caso de que en mayor o menor medida se vincule a un índice, se deberá detallar la evolución del fondo en comparación con la del *benchmark*, así como cualquier otra información adicional que la gestora considere oportuno aportar, como podría ser: *tracking error*<sup>2</sup>, total de exposición sobre el patrimonio que se mantiene en componentes del índice, *active share*<sup>3</sup>, nivel de coincidencia en el orden de las posiciones respecto a dicho *benchmark*, etc.

1 Véase el comunicado de Better Finance de 4 de junio de 2018, donde incluía la práctica del DFI de las IIC en España en el apartado de «Best-in-Class», destacando la inclusión generalizada del *benchmark* actualizado, en un lenguaje neutral y estandarizado, que además es accesible en la web de la CNMV.

2 En la gestión de carteras de inversión, el *tracking error* es una medida de la diferencia de rentabilidad entre una determinada cartera o fondo y su índice de referencia o *benchmark*. Muestra la volatilidad de la diferencia de rentabilidades.

3 El *active share* mide el grado de diferencia que hay entre la cartera del fondo y la cartera del *benchmark*.

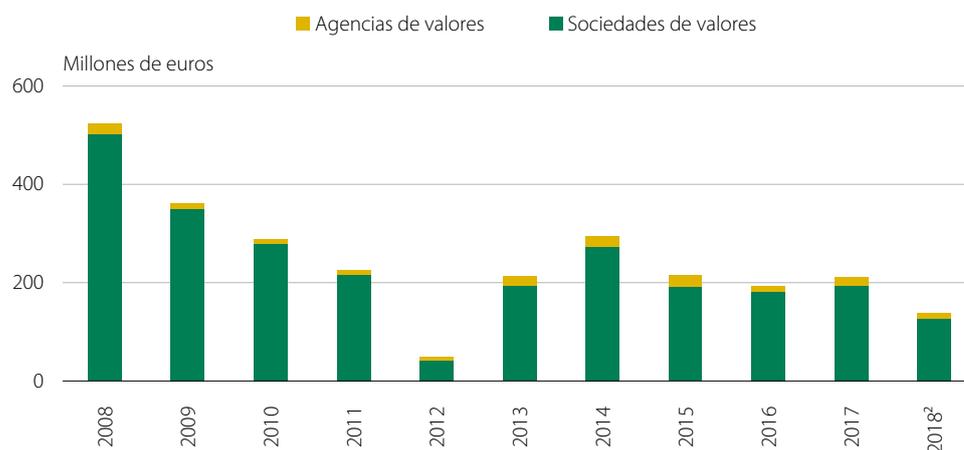
## 4.2 Empresas de servicios de inversión

Los beneficios de las ESI se contrajeron un 34,4% en el primer semestre de 2018.

Después de una ligera recuperación en 2017, los beneficios de las empresas de servicios de inversión (ESI) volvieron a descender durante los primeros 6 meses de 2018, experimentando un retroceso del 34,4% hasta los 138,2 millones de euros en términos anualizados (véase gráfico 21). Esta contracción, que fue básicamente consecuencia de la inestabilidad en los mercados financieros, se produjo tanto en las agencias como en las sociedades de valores. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 94<sup>23</sup>, frente a las 90 de finales de 2017, ya que se produjeron 6 altas —todas ellas de agencias de valores— y 2 bajas (1 agencia y 1 sociedad de valores). Del total de entidades, 48 poseían pasaporte comunitario para operar dentro de la Unión Europea bajo la modalidad de prestación de servicios (46 a finales de 2017) y 8 lo hacían mediante presencia física (sucursal), 1 más que 6 meses antes. Por otra parte, 5 entidades operaban fuera del territorio europeo, 1 con sucursal y 4 a través de la libre prestación de servicios.

### Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

2 Datos anualizados.

Los resultados antes de impuestos de las SV cayeron un 39,7% por el descenso de las comisiones percibidas por la tramitación y ejecución de órdenes y, en menor medida, de los ingresos de las inversiones financieras.

Las sociedades de valores (SV) experimentaron una contracción de su actividad durante el primer semestre de 2018 que dio lugar a una reducción del 39,7% del beneficio agregado antes de impuestos, hasta situarse en 63,2 millones de euros. A pesar de ello, este importe continúa representando más del 90% de los beneficios totales del sector (véase cuadro 14). El descenso de los beneficios tuvo su origen en la caída de las comisiones percibidas y, en menor medida, de los ingresos procedentes de las inversiones financieras, que se han ido reduciendo de forma significativa los últimos años, hasta situarse en 213,2 y 14,7 millones de euros, respectivamente. Las comisiones que más disminuyeron en términos absolutos fueron aquellas obtenidas por la tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en 92,7 millones de euros,

23 Sin tener en cuenta a las EAFI, a las que se dedica un epígrafe independiente en este informe por sus características diferentes.

un 22,8% menos en términos interanuales. Estas comisiones, a pesar de que continúan siendo con diferencia las más importantes para las SV, han ido perdiendo peso durante los últimos años hasta representar alrededor del 44% de las comisiones totales (habían llegado a alcanzar un 70% del total en 2010).

Tras varios ejercicios de incrementos también se redujeron de forma considerable las comisiones derivadas de la comercialización de IIC, con una contracción del 29,8% hasta los 28,2 millones de euros, y las comisiones derivadas de la gestión de carteras, que alcanzaron los 7,8 millones de euros (-69,7%). Por el contrario, las comisiones por depósito y anotación de valores, que habían disminuido a lo largo de 2017, recuperaron parte del terreno perdido con un crecimiento del 11,7%, hasta los 21,9 millones de euros.

*Los ingresos percibidos por otras comisiones también descendieron, excepto los de las relacionadas con el depósito y la anotación de valores.*

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-18)

CUADRO 14

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-17	jun-18	% var.	jun-17	jun-18	% var.
1. Margen de intereses	49.527	46.031	-7,1	818	1.076	31,5
2. Comisiones netas	199.702	151.557	-24,1	55.773	57.325	2,8
2.1. Comisiones percibidas	276.224	213.150	-22,8	66.788	67.164	0,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	120.062	92.739	-22,8	10.759	10.369	-3,6
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	10.789	2.029	-81,2	1.804	849	-52,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	19.632	21.937	11,7	355	424	19,4
2.1.4. Gestión de carteras	25.648	7.765	-69,7	5.797	6.803	17,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	1.670	2.352	40,8	4.483	4.273	-4,7
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	947	211	-77,7	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	40.148	28.185	-29,8	26.491	30.795	16,2
2.1.9. Otras	57.328	57.933	1,1	17.099	13.650	-20,2
2.2. Comisiones satisfechas	76.522	61.593	-19,5	11.015	9.839	-10,7
3. Resultado de inversiones financieras	20.153	14.705	-27,0	157	-40	-
4. Diferencias de cambio netas	4.109	1.707	-58,5	-358	-7	98,0
5. Otros productos y cargas de explotación	11.660	12.202	4,6	-748	-768	-2,7
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>285.151</b>	<b>226.202</b>	<b>-20,7</b>	<b>55.642</b>	<b>57.586</b>	<b>3,5</b>
6. Gastos de explotación	179.369	159.251	-11,2	48.100	51.512	7,1
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.776	3.543	-47,7	892	723	-18,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	377	385	2,1	-3	-29	-866,7
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>98.629</b>	<b>63.023</b>	<b>-36,1</b>	<b>6.653</b>	<b>5.380</b>	<b>-19,1</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	6.168	215	-96,5	-102	472	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>104.797</b>	<b>63.238</b>	<b>-39,7</b>	<b>6.551</b>	<b>5.852</b>	<b>-10,7</b>
10. Impuesto sobre beneficios	14.878	2.552	-82,8	909	1.044	14,9
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>89.919</b>	<b>60.686</b>	<b>-32,5</b>	<b>5.642</b>	<b>4.808</b>	<b>-14,8</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>89.919</b>	<b>60.686</b>	<b>-32,5</b>	<b>5.642</b>	<b>4.808</b>	<b>-14,8</b>

Fuente: CNMV.

*Las comisiones satisfechas por las SV (-19,5%) y los gastos de explotación (-11,2%) fueron las partidas con mayor impacto positivo en la cuenta de resultados.*

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, que se contrajo un 20,7% hasta los 226,2 millones de euros, la mayoría tuvieron un efecto negativo sobre este. Por su cuantía, destaca la reducción de un 7,1% del margen de intereses hasta situarse en los 46 millones y de un 27,0% del resultado de las inversiones financieras, como ya se ha mencionado. Tan solo cabe destacar como efecto positivo la disminución de las comisiones satisfechas por las SV, que ascendieron a 61,6 millones de euros después de reducirse un 19,5% en términos interanuales. Finalmente, la reducción de un 11,2% de los gastos de explotación, hasta los 159,3 millones de euros, y de un 47,7% de las amortizaciones, hasta los 3,5 millones de euros, hicieron que el resultado de explotación se situara en junio de 2018 en 63 millones de euros, un 36,1% menos que en el mismo periodo de 2017.

*Las AV experimentaron un descenso de sus beneficios del 10,7%, causado principalmente por el aumento de los gastos de explotación.*

Las agencias de valores (AV) dejaron atrás un ejercicio positivo en lo que respecta a sus resultados y volvieron a experimentar una contracción de su actividad. Sus beneficios agregados antes de impuestos descendieron un 10,7% en términos interanuales, hasta los 5,9 millones de euros en el primer semestre. A pesar de que los ingresos por comisiones netas aumentaron un 2,8% hasta los 57,3 millones de euros, el repunte de los gastos de explotación fue superior (un 7,1%, hasta los 51,5 millones de euros) y anuló todo el incremento de los ingresos. En relación con las comisiones percibidas, se observó una cierta recomposición entre los diferentes tipos de comisiones durante el primer semestre del año. Así, las comisiones procedentes de la comercialización de IIC —con diferencia las más cuantiosas— crecieron un 16,2% en relación con el periodo de enero a junio de 2017 hasta los 30,7 millones de euros, mientras que las derivadas de la gestión de carteras lo hicieron un 17,4% y volvieron de esta forma a cifras similares a las de 2014, cuando comenzaron a descender con fuerza. En cambio, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes —si bien siguen siendo las segundas en importancia— se redujeron un 3,6%, hasta los 10,4 millones de euros, y las procedentes del asesoramiento en materia de inversión bajaron un 4,7% para situarse en 4,3 millones.

*En línea con la disminución de los beneficios, la rentabilidad del conjunto de las ESI se redujo entre diciembre de 2017 y junio de 2018.*

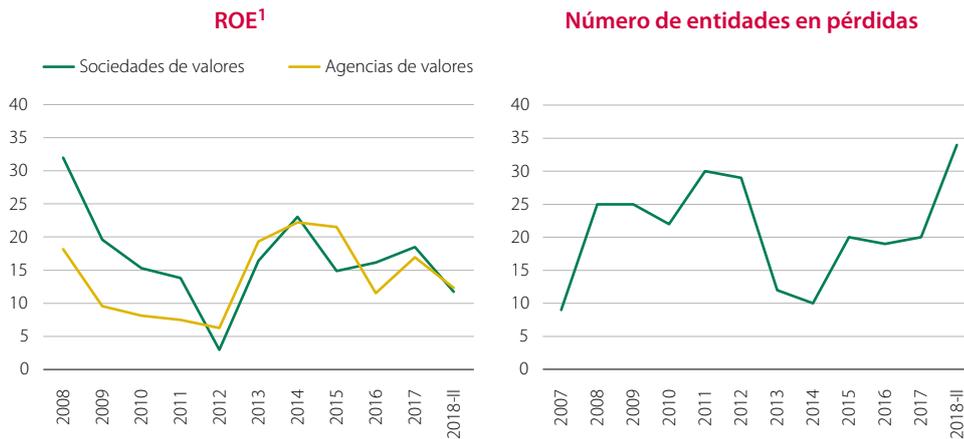
La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las ESI, de acuerdo con el comportamiento negativo de los resultados, experimentó un descenso entre finales de 2017 y mediados de 2018, ya que pasó del 18,4% al 11,8%. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 22, la reducción fue muy similar tanto en las sociedades de valores como en las agencias.

*El número de entidades en pérdidas era de 34 a mediados de año, 14 más que a finales de 2017, aunque con un importe total menor que en el primer semestre del ejercicio anterior.*

En línea con el retroceso experimentado por el sector, el número de entidades en pérdidas se incrementó durante el primer semestre del año hasta quedar en 34, después de que en 2017 se cerrara el ejercicio con 20. En concreto había 14 sociedades de valores en pérdidas, el doble que al cierre de 2017, y 20 agencias de valores, 7 más que en diciembre del año anterior (véase panel derecho del gráfico 22). No obstante, el valor total de las pérdidas acumulado durante los dos primeros trimestres se redujo en relación con el mismo periodo del ejercicio anterior y se situó en 22,9 millones de euros (26 millones entre enero y junio de 2017).

## ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

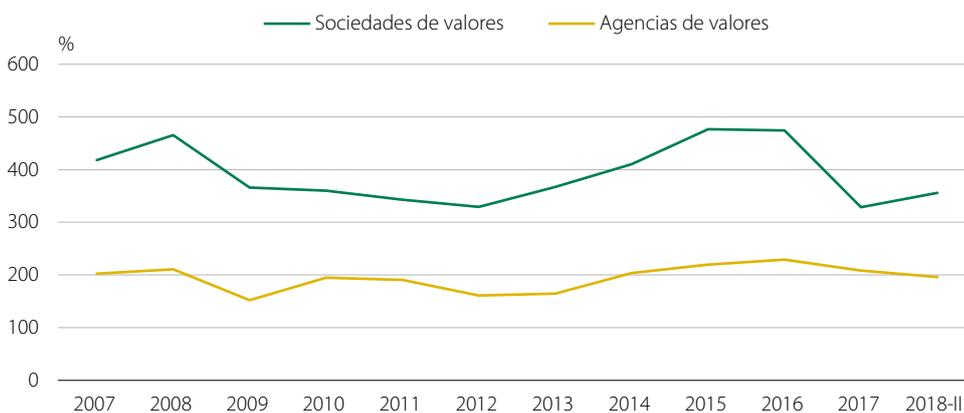
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Las condiciones de solvencia del sector —medidas como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles— continuaron siendo holgadas en términos relativos durante el primer semestre de 2018. De esta forma, para todas las entidades obligadas a remitir estados de solvencia<sup>24</sup>, el margen de solvencia pasó de 3,2 en diciembre de 2017 a 3,4 en junio de este año. Por tipo de entidad, las sociedades de valores observaron un incremento desde 3,3 hasta 3,6, mientras que las agencias de valores experimentaron una ligera reducción de 1 décima hasta 2,0 (véase gráfico 23).

*Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.*

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

24 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. Como consecuencia de esta normativa, 12 de las 83 empresas de servicios de inversión estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

## Perspectivas

*Las ESI siguen desarrollando su actividad en un entorno complejo, caracterizado por la fragmentación de los mercados y la competencia de los bancos, que hace necesario un cierto cambio en su modelo de negocio.*

Las empresas de servicios de inversión continúan desarrollando su negocio en un entorno complicado debido al desplazamiento de la negociación de la renta variable hacia plataformas exteriores en un entorno de baja volatilidad que reduce aún más la contratación, al aumento de las emisiones de activos de deuda en otras jurisdicciones y a la competencia que ejercen las entidades de crédito en la prestación de algunos servicios que tradicionalmente llevaban a cabo las ESI. Es por ello que muchas de ellas están inmersas en cambios del modelo de negocio que modifiquen la composición de sus ingresos por comisiones —intentando reducir la elevada dependencia que tradicionalmente ha habido de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes— y al mismo tiempo aumenten su eficiencia mediante la disminución de los gastos de explotación.

### Encuesta de Competencias Financieras

RECUADRO 3

Varios estudios internacionales han mostrado que en muchos países la población no está familiarizada con conceptos básicos relacionados con la inflación, el tipo de interés compuesto o la diversificación del riesgo. Dada la creciente complejidad de los productos financieros, esta falta de conocimientos puede dificultar la elección de los vehículos de ahorro, seguro o deuda más apropiados para cada individuo.

Con este telón de fondo, el Banco de España y la CNMV han colaborado, dentro del marco del Plan de Educación Financiera, en la realización de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF), que mide el conocimiento y la comprensión de conceptos financieros de la población española de entre 18 y 79 años, así como la tenencia y el uso de distintos vehículos de ahorro, deuda y aseguramiento.

Esta encuesta, incluida en el Plan Estadístico Nacional, presenta características relevantes que permiten una descripción rigurosa y comprensiva de los conocimientos financieros de la población adulta en España y de su relación con el sistema financiero. La muestra es representativa de todo el territorio español y de cada una de sus comunidades autónomas y se corresponde con 21.221 individuos, y el número final de entrevistas completas asciende a 8.952.

Asimismo, la ECF forma parte de un proyecto internacional coordinado por la Red Internacional de Educación Financiera, que —bajo los auspicios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)— ha medido los conocimientos, las actitudes y el comportamiento financiero de la población de un amplio conjunto de países entre 2015 y 2016. Como consecuencia, este estudio realizado en España entre el cuarto trimestre de 2016 y el segundo de 2017 permite poner en un contexto internacional tanto los conocimientos financieros como la interacción de los españoles con el sistema financiero.

La ECF incluye las preguntas propuestas en el estudio internacional, que se centra en valorar el grado de conocimiento sobre tres conceptos generales: la inflación, el interés compuesto y la diversificación del riesgo.

Además, la ECF incorpora preguntas adicionales que adaptan el cuestionario al caso español. En primer lugar, además de las competencias financieras de la persona seleccionada, la encuesta recoge también información sobre las competencias financieras del hogar. En segundo lugar, incluye medidas validadas en estudios internacionales de las competencias cognitivas de los individuos más allá de las estrictamente financieras. Finalmente, la encuesta contiene un módulo sobre la vivienda principal en el que se obtiene información sobre la decisión de tenencia, las expectativas sobre su precio y, en su caso, la forma de financiación de la compra.

Entre las conclusiones obtenidas a partir de esta encuesta, cabe destacar que los conocimientos financieros de la población adulta en España se sitúan en general en torno a la media de todos los países considerados. Únicamente el porcentaje de respuestas correctas en España está claramente por debajo de la media (tanto de todos los países como de los pertenecientes a la OCDE y a la Unión Europea) para el concepto de diversificación del riesgo. En este contexto, otro resultado significativo es que cuanto mayor es el nivel de educación y de renta, mayores son los conocimientos financieros.

El nivel de conocimientos financieros varía con la edad y son los individuos entre 45 y 64 años los que registran el mayor porcentaje de respuestas correctas. Asimismo, existen diferencias entre comunidades autónomas en lo que a cultura financiera se refiere, siendo Aragón la que muestra un mayor porcentaje de aciertos. Parte de las diferencias observadas entre comunidades autónomas puede estar asociada a la distinta composición demográfica y al distinto nivel educativo, variables que se relacionan con el nivel de conocimientos financieros.

En cuanto a la tenencia de diversos productos financieros, el 97% de los individuos encuestados posee una cuenta corriente. El vehículo de ahorro más frecuente es la cuenta de ahorro, que posee el 26% de los encuestados, seguido por los planes de pensiones, que posee 1 de cada 5 individuos de entre 18 y 79 años.

La tenencia del resto de activos financieros es menos frecuente. El porcentaje de individuos que posee acciones o fondos de inversión no excede el 13%, mientras que únicamente un 1% de la población considerada posee un activo de renta fija. La tenencia de acciones o fondos de inversión se concentra entre los individuos en hogares con renta superior a 26.000 euros —aproximadamente el tercio de la población con un nivel de renta más elevado.

El 30% de los individuos tiene un seguro de vida y el 21%, un seguro médico. El porcentaje que cuenta con un seguro de vida alcanza el 45% entre los 35 y 54 años, y su tenencia aumenta con la renta y el nivel educativo. Por su parte, el hecho de tener seguro médico aumenta de modo acusado con el nivel educativo y la renta del hogar.

El 41% de la población tiene alguna deuda (concepto que incluye hipotecas y préstamos personales) y las pautas de tenencia presentan diferencias con respecto a las de los vehículos de ahorro. El grupo que con más frecuencia (63%) tiene alguna deuda es el de individuos entre 35 y 44 años, y este porcentaje disminuye

según se consideran grupos de más edad. Esto no ocurre con los vehículos de ahorro, cuya tenencia aumenta hasta los 64 años. La proporción de personas endeudadas aumenta con su nivel de educación y con la renta de su hogar, y en torno al 20% de los distintos de grupo de renta o educación tiene un préstamo personal.

Las conclusiones obtenidas a partir de los resultados de la ECF hacen posible identificar una serie de colectivos prioritarios a la hora de orientar la próxima estrategia del Plan de Educación Financiera, tales como las personas de entre 18 y 34 años de edad, los mayores de 65, las personas con rentas inferiores a 14.500 euros anuales o las personas que únicamente hayan cursado educación primaria, entre otros. Asimismo, estas conclusiones permiten considerar que la cultura inversora y la cultura aseguradora están poco arraigadas en España, por lo que es conveniente ahondar en los esfuerzos para mejorar la educación financiera en estos ámbitos.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*El patrimonio gestionado por las SGIIC volvió a crecer durante el primer semestre de 2018: un 2,6%, hasta los 307.000 millones...*

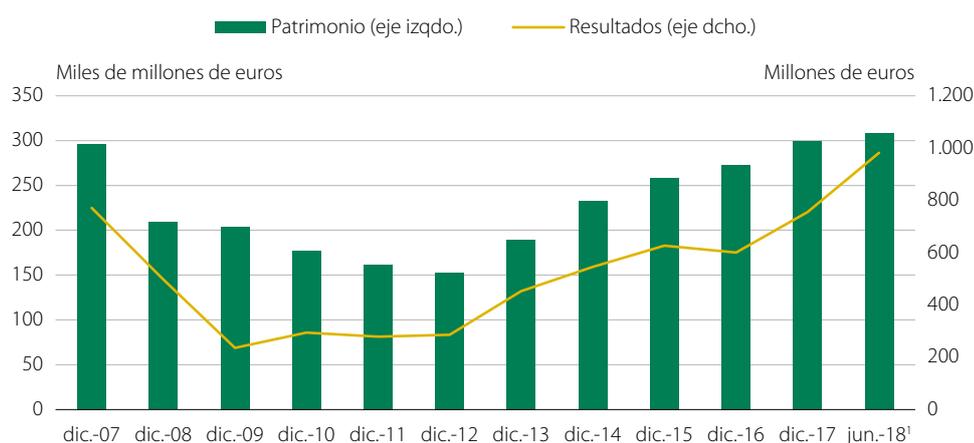
Las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) —siguiendo la buena tónica de los últimos ejercicios— finalizaron la primera mitad del año con un incremento del patrimonio gestionado del 2,6% respecto a finales de 2017, y superaron los 307.000 millones de euros (véase gráfico 24). La totalidad de este avance tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como ya se ha mencionado, experimentaron un aumento patrimonial del 3,2% entre enero y junio. Por su parte, es importante mencionar el mantenimiento del elevado grado de concentración del sector: las tres mayores gestoras mantenían a mediados de 2018 una cuota conjunta del 42,1% del patrimonio total, cifra muy similar a la de finales de 2017.

*... lo que permitió un incremento significativo de sus beneficios (un 36,5%, hasta los 491 millones de euros).*

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades gestoras de IIC durante el primer semestre del año se situaron en 491,2 millones de euros, un 36,5% más que en el mismo periodo de 2017. Las comisiones netas percibidas por estas entidades —el elemento más importante de la cuenta de resultados— crecieron un 32,5%, hasta los 745,5 millones de euros, gracias tanto al aumento de los ingresos por comisiones recibidas (6,6%) como a la contracción de las satisfechas (-10,6%). Del total de ingresos en esta partida, las comisiones por gestión de IIC fueron las que más se incrementaron en términos absolutos y alcanzaron los 1.335 millones de euros. Por su parte, la mayor reducción de las comisiones satisfechas se produjo en las correspondientes a la comercialización de los distintos vehículos de inversión colectiva, ya que descendieron un 8,9%, hasta los 680 millones. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las SGIIC se situó en junio de 2018 en el 93,7%, una cifra superior a la registrada al cierre de 2017 (73,5%). Por otra parte, a pesar de la mejora de los beneficios agregados, su distribución no fue homogénea entre las entidades pues el número de SGIIC en pérdidas se incrementó en 4 entre enero y junio hasta un total de 23. Además, el volumen de las pérdidas se triplicó, ya que pasó de 1,6 millones de euros en junio de 2017 a 5,1 millones en la misma fecha de este año.

## Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Datos anualizados.

Los datos del registro de la CNMV indican que la fuerte expansión de la industria de la inversión colectiva durante los últimos años ha propiciado la creación de nuevas gestoras. Así, entre los meses de enero y agosto de este año se han producido 8 altas de este tipo de entidades (todas ellas independientes), mientras que no ha habido ninguna baja, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto era de 117 entidades.

*El auge de la industria impulsa la creación de nuevas gestoras: entre enero y agosto se registraron 8 más hasta un total de 117.*

## Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 15

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
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
jun-18 <sup>2</sup>	307.746	2.670	0,87	55,76

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

<sup>2</sup> Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

### 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abría la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 58 vehículos de nueva tipología. A finales de agosto

*En los 8 primeros meses del año se registraron 10 entidades de capital riesgo cerradas (nuevos vehículos) y 19 de los vehículos tradicionales.*

de este año había 10 fondos de capital riesgo pyme, 6 fondos de capital riesgo europeos, 17 sociedades de capital riesgo pyme y 25 entidades de inversión colectiva cerrada (7 fondos y 18 sociedades). De entre todos estos vehículos, cabe mencionar el aumento importante de estos últimos, con 10 altas en los 8 primeros meses del año y, por otro lado, la reducción en el número de fondos de capital riesgo pyme, después de producirse 1 alta y 3 bajas (véase cuadro 16).

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2018

CUADRO 16

	Situación a		Bajas	Situación a
	31/12/2017	Altas		30/08/2018
<b>Entidades</b>				
Fondos de capital riesgo	173	9	8	174
Fondos de capital riesgo pyme	12	1	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	5	1	0	6
Sociedades de capital riesgo	105	10	0	115
Sociedades de capital riesgo pyme	16	1	0	17
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>311</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>322</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	2	5	0	7
Sociedades de inversión colectiva cerradas	13	5	0	18
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>25</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)<sup>1</sup></b>	<b>89</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>91</b>

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.

*A finales de agosto estaban registradas en la CNMV un total de 347 entidades de capital riesgo, de las cuales 25 eran de tipo cerrado y 91, sociedades gestoras.*

En relación con los vehículos «tradicionales», se han producido en lo que va de año 9 altas y 8 bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de agosto había 174; mientras que en el caso de las sociedades de capital riesgo tuvo lugar un registro de 10 altas que situó el número de estas instituciones en 115. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital riesgo (ECR) a 31 de agosto (excluidas las entidades de tipo cerrado) era de 322, frente a las 311 de finales de 2017. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 25 vehículos de tipo cerrado, así como 91 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado —denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo— debido a las 4 altas y las 2 bajas producidas entre enero y agosto.

*En 2017 el patrimonio de las ECR se incrementó un 12,4% debido sobre todo a los fondos (19,2%).*

A lo largo de 2017 el patrimonio de las ECR se incrementó un 12,4% hasta alcanzar los 8.934 millones de euros. Este avance se debió, sobre todo, a los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 19,2%, hasta los 5.764 millones de euros. En el caso de las sociedades, a pesar del elevado número de altas, el avance patrimonial fue de tan solo el 1,8% hasta alcanzar los 3.171 millones.

*En los fondos de capital riesgo aumentó la inversión por parte de las Administraciones públicas y de las empresas no financieras.*

En los fondos de capital riesgo (donde 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 2017. El mayor crecimiento en términos absolutos se produjo en la inversión por parte de las Administraciones públicas, con casi 200 millones de euros más, hasta alcanzar los 860 millones.

La inversión de las empresas no financieras también creció con fuerza (unos 123 millones) y llegó a los 583 millones de euros al cierre del año anterior. También cabe mencionar el importante incremento por segundo año consecutivo de la inversión realizada por las IIC, que era prácticamente residual en 2015 (65 millones de euros) y que pasó a situarse en 433 millones de euros a finales de 2017 (véase cuadro 17). En el lado opuesto, la mayor reducción de la inversión correspondió a los fondos de pensiones y los bancos, con 36 y 27 millones de euros menos que al cierre de 2016, respectivamente.

En las sociedades de capital riesgo —entre las que, como en el caso de los fondos, están incluidas también las sociedades de capital riesgo pyme—, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes y aumentaron ligeramente su inversión en un 4,8% y un 4,4% hasta alcanzar los 902 y 1.023 millones de euros, respectivamente. Por otra parte, los bancos —como viene sucediendo desde 2013 (en ese momento su inversión superaba los 1.600 millones de euros) redujeron su inversión en este tipo de entidades de forma sustancial en 2017, concretamente un 19,0%, hasta los 171 millones. Atendiendo a la tipología de inversor en capital riesgo, la presencia de las personas físicas aumentó en ambos tipos de entidades en más de 1 punto porcentual y se situó en el 9,4% en el caso de los fondos y en el 4,6% en el de las sociedades.

*En las sociedades de capital riesgo, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes.*

### Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	Fondos		Sociedades	
	2016	2017	2016 <sup>1</sup>	2017
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	390,6	521,5	92,1	141,2
No residentes	13,2	20,7	4,6	4,8
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	207,9	180,9	211,7	171,4
Cajas de ahorros	42,1	38,5	12,8	11,9
Fondos de pensiones	594,8	551,7	21,0	20,7
Compañías de seguros	264,5	449,7	51,3	84,4
Sociedades y agencias de valores	2,0	3,5	0,3	0,1
Instituciones de inversión colectiva	358,2	432,7	6,4	6,9
Entidades de capital riesgo nacionales	196,6	255,6	112,8	28,9
Entidades de capital riesgo extranjeras	242,3	301,3	0,0	0,0
Administraciones públicas	663,1	860,2	409,7	389,1
Fondos soberanos	4,6	7,1	0,0	4,8
Otras empresas financieras	378,2	343,2	979,3	1.022,7
Empresas no financieras	459,6	582,7	860,0	901,5
Entidades extranjeras	879,8	907,6	92,9	94,2
Otros	137,8	307,0	258,7	287,8
<b>TOTAL</b>	<b>4.835,3</b>	<b>5.763,8</b>	<b>3.113,5</b>	<b>3.170,5</b>

Fuente: CNMV.

1 Datos revisados con información actualizada remitida por las entidades con posterioridad a la anterior publicación.

Los datos del primer año facilitados por ASCRI correspondientes al primer semestre apuntan a que el sector mantiene su dinamismo, aunque más orientado a operaciones de tamaño medio.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2018 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) confirman la tendencia expansiva del sector iniciada a mediados de 2016, después de un año marcado por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. De esta forma, el volumen total invertido alcanzó los 3.064 millones de euros, cifra muy similar a la de la primera mitad de 2017, con un total de 334 operaciones (400 entre enero y junio de 2017). Las operaciones de tamaño medio o *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) fueron las que experimentaron un mayor crecimiento y alcanzaron un máximo histórico, con 961 millones de euros en 32 inversiones. Por su parte, el número de grandes operaciones o *megadeals* —operaciones superiores a 100 millones de euros— fue de 4 (7 en el mismo periodo del año anterior), supusieron el 60% del volumen total y correspondieron todas a fondos internacionales. Las operaciones más reducidas —hasta 5 millones— siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 85%.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque concentraron el mayor número de operaciones.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque (*venture capital*) concentraron con diferencia un mayor número de operaciones, con un total de 243, de las cuales 155 estuvieron protagonizadas por operadores nacionales privados. En términos de volumen, la inversión en *buy outs* destacó por encima del resto, con un 75% del total invertido. Por otra parte, la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los inversores nacionales privados, que había crecido con fuerza durante el año anterior, se contrajo un 35% durante los primeros seis meses de 2018 y se situó en 784 millones de euros.