

# 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	45
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
4.2	Empresas de servicios de inversión	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	65

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en la zona del euro	20
Recuadro 2:	Unión de los mercados de capitales	44



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional más reciente ha venido marcado por la aceleración del crecimiento del PIB en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, que además se está produciendo con un grado de sincronía muy elevado. El ciclo económico sigue estando en una fase más adelantada en EE. UU., donde la autoridad monetaria mantiene el proceso de subidas en los tipos de interés<sup>1</sup>, mientras que en la zona euro el tono de la política monetaria continúa siendo expansivo, si bien el BCE está disminuyendo el volumen de las compras de deuda en los mercados y se empieza a atisbar un cambio en su estrategia. En este contexto, es probable que fuerzas de distinto signo condicionen la evolución de la actividad en los próximos meses. Factores como la reforma fiscal en EE. UU. podrían tener un impacto positivo sobre la actividad de aquella economía, mientras que las tensiones crecientes en torno a una posible guerra comercial serían perjudiciales. En sus últimas previsiones, dadas a conocer en abril, el FMI apuesta por una ligera aceleración del crecimiento del PIB mundial este año, que aumentaría casi un 4%, pero advierte de la presencia de algunos riesgos.
- En los mercados financieros internacionales, el acontecimiento más relevante en este periodo ha sido el retorno de la volatilidad a los mercados de renta variable, que, influenciados por la publicación de algunos datos sobre el mercado laboral estadounidense, por una tendencia al alza de los precios energéticos y por los temores a una guerra comercial, con pocas excepciones han presentado caídas. Los retrocesos de los índices europeos oscilaron entre el 2% del Euro-next 100 y el 8,2% del británico FTSE 100<sup>2</sup>; los índices japoneses perdieron casi un 6%, y los americanos, con un comportamiento algo mejor, variaron entre el -2,5% del Dow Jones y el 2,3% del Nasdaq. A pesar de los descensos, el riesgo de mercado continúa siendo elevado en algunas compañías.
- En los mercados internacionales de deuda, los tipos de interés a corto plazo han reflejado las diferencias en las políticas monetarias aplicadas, de manera que en EE. UU. las rentabilidades a tres meses aumentaron más de 60 p.b. entre enero y marzo, mientras que en la zona euro permanecieron prácticamente sin cambios. En los plazos más largos, las rentabilidades se incrementaron en las primeras semanas del trimestre y descendieron después, dejando un balance acumulado a finales de marzo heterogéneo entre países. Lo más destacable ha sido el ascenso de la rentabilidad del bono soberano a diez años en EE. UU.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo excepto para las previsiones sobre el crecimiento del PIB del FMI y la información de las Cuentas Financieras correspondiente al cuarto trimestre de 2017, ambas publicadas en abril.

2 Solo el índice italiano presentó avances (2,6%).

(33 p.b., hasta el 2,74%) y en el Reino Unido (16 p.b., hasta el 1,35%) y el descenso en varios países de la zona euro, entre ellos España, Portugal e Italia, favorecido por las mejoras en las calificaciones crediticias conocidas en los últimos meses.

- El entorno macroeconómico nacional fue favorable en 2017, pues el PIB continuó creciendo a buen ritmo (3,1%), la inflación fue descendiendo progresivamente tras los máximos iniciales y el déficit público también se redujo, hasta el 3,1% del PIB, favorecido no solo por el dinamismo de la actividad, sino también por el notable ahorro en el gasto por intereses de la deuda. La prolongación de la expansión económica permitió que el número de empleados creciera en una cifra próxima a los 500 mil, por lo que la tasa de paro, aunque elevada, finalizó 2017 en el 16,55% de la población activa, dos puntos menos que en 2016. Desde entonces la inestabilidad política en Cataluña ha seguido siendo una fuente de incertidumbre, pero al menos por el momento su impacto sobre la actividad económica es poco significativo. El FMI confirmó en abril el buen tono de la economía española, al publicar una previsión de crecimiento para este año del 2,8%, cuatro décimas más que en su pronóstico de enero.
- Los bancos continúan operando en un contexto complejo, como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés, que presiona a la baja su rentabilidad. Sin embargo, el dinamismo de la actividad económica sigue siendo un factor favorable para el sector financiero en España. De hecho, la aparición de proyectos atractivos de inversión y el buen tono del consumo privado están favoreciendo la recuperación del crédito. No obstante, el volumen de activos improductivos todavía es elevado y, como en el resto de las economías europeas, se detecta una cierta sobrecapacidad, así como una variedad de retos latentes, algunos de los cuales están relacionados con el desarrollo de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés, que se mantuvo en niveles muy reducidos durante 2017, aumentó en febrero hasta máximos puntuales de 0,27 (el nivel que separa el estrés bajo del medio), debido básicamente a varios rebrotes de volatilidad en los mercados de renta variable. Estos episodios se produjeron a consecuencia de algunos cambios inesperados en las expectativas sobre la política monetaria en EE. UU. y de la percepción de restricciones al comercio mundial. Los niveles de estrés más elevados tuvieron lugar en los segmentos de renta variable, derivados y tipos de cambio. Desde entonces, el indicador ha disminuido, hasta situarse en valores cercanos a 0,20 a finales de marzo.
- Más concretamente, en los mercados de renta variable españoles, el Ibex 35 ha cerrado el primer trimestre del año con una caída del 4,4%, en línea con la evolución de otros índices de referencia europeos y en un contexto de mayor volatilidad. Las bolsas europeas se vieron arrastradas por las estadounidenses en momentos en los que sorpresas positivas en los datos de empleo de EE. UU. dieron lugar a un cambio en las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. A finales del trimestre, las incertidumbres generadas en torno a una posible guerra comercial originaron nuevas caídas en las cotizaciones, que se concentraron en las empresas de mayor tamaño. En este

contexto, la negociación de valores españoles ha aumentado en los tres primeros meses del año un 5,4%, hasta los 234 mil millones de euros, registrándose un avance de la contratación en los mercados y SMN foráneos (de un 32%) y un descenso en el mercado de origen (de un -6,6%), cuya cuota de mercado ha disminuido hasta el 61,4% (68,3% en 2017).

- En los mercados de renta fija, las expectativas relacionadas con el giro de la política monetaria del BCE, en un contexto de fuerte crecimiento, han producido alzas en los tipos de interés a medio y largo plazo en varias economías europeas. En España, por el contrario, ha pesado más la mejora del *rating* del bono soberano a diez años, que ha dado lugar a un descenso sustancial de la prima de riesgo en el primer trimestre del año, al pasar de 114 p.b. a 67 p.b. a finales de marzo. Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV se situaban en 19.959 millones de euros en el primer trimestre, un 22% menos que las registradas en el mismo periodo de 2017. El volumen de emisiones, que se ha mantenido en niveles reducidos, ha seguido condicionado por las menores necesidades de financiación de las entidades financieras, la competencia de la financiación bancaria tradicional —cuyas condiciones han mejorado de modo significativo— y el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías (entre enero y febrero el importe de las emisiones de renta fija en el exterior fue cercano a los 15 mil millones de euros).
- El patrimonio de los fondos de inversión avanzó más de un 11% en 2017, hasta los 265 mil millones de euros, como consecuencia, fundamentalmente, de las elevadas suscripciones realizadas por los partícipes, que en conjunto superaron los 21 mil millones. La rentabilidad de la cartera de los fondos también tuvo un efecto positivo en el patrimonio, al situarse en el 2,4%. Cabe señalar la preferencia de los partícipes por las categorías de fondos de riesgo más elevado, como por ejemplo los fondos globales y los de renta variable, que se origina en el deseo de obtener rentabilidades más elevadas en el actual contexto de tipos de interés. En este contexto, las sociedades gestoras de IIC, cuyo número se incrementó de 101 a 108, interrumpiéndose la tendencia a la contracción de los últimos años, experimentaron un avance en sus beneficios antes de impuestos del 25,6%, hasta los 755 millones de euros. Los datos provisionales de enero de 2018 indican que la expansión del sector continúa, pues el patrimonio registró un aumento del 2,2%, hasta superar los 270 mil millones de euros.
- En 2017 la actividad de las sociedades y agencias de valores se desarrolló en unas condiciones más favorables que en años precedentes, especialmente en el caso de las agencias de valores. A pesar de que estos intermediarios obtuvieron solo un 12% de los ingresos totales generados por la prestación de servicios de inversión, en los que las entidades de crédito tienen el mayor protagonismo, en 2017 lograron un incremento de sus beneficios cercano al 10%. Este aumento se debe al cambio progresivo en su modelo de negocio, en el que la tradicional fuente de ingresos principal (por tramitación y ejecución de órdenes) ha ido perdiendo peso, mientras que otras líneas de negocio como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión lo han ido ganando. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias, aunque entre 2016 y 2017 se observa una disminución del exceso de recursos propios de las entidades.

- Este informe contiene dos recuadros monográficos:
  - El primero describe el anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en el área del euro.
  - En el segundo se enumeran las medidas que concretó el año pasado la Comisión Europea sobre su «Plan de acción para alcanzar la unión de los mercados de capitales» en 2019 (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*).

## 2 Entorno macrofinanciero

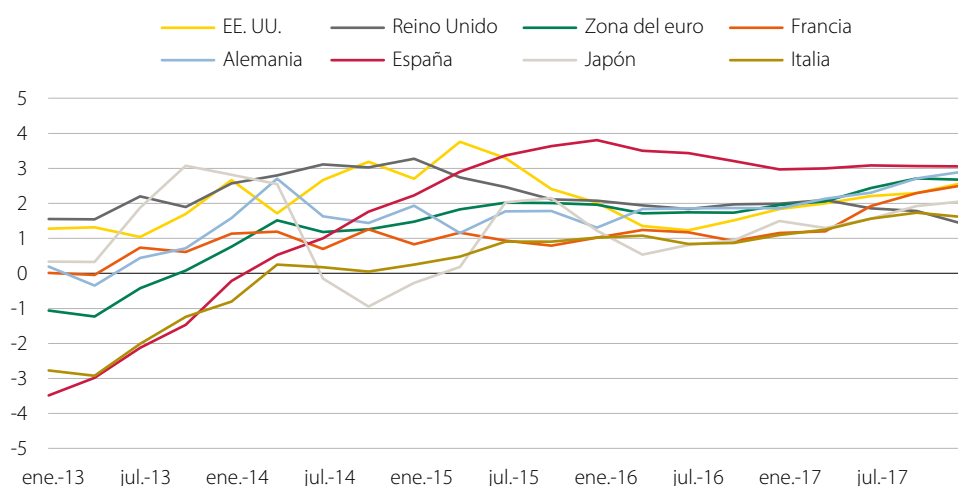
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

La economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y de forma generalizada durante 2017; así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,8%.

La economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y de forma generalizada en los diferentes países durante 2017. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,8%, más de medio punto porcentual por encima del registro de 2016. Por regiones, el PIB de EE. UU. mostró un avance anual del 2,3% (1,5% en 2016), mientras que en la zona del euro el crecimiento en la mayoría de las economías fue superior al observado en 2016. En concreto, destacaron los avances de Alemania y de España, con un 2,5% y un 3,1% respectivamente (1,9% y 3,3% en 2016). En Francia, el crecimiento del PIB se aceleró de forma notable y alcanzó el 1,8% (1,2% en 2016), en contraste con el aumento más moderado en Italia (1,5%, frente al 0,9% en 2016). Por su parte, el crecimiento en el Reino Unido se ralentizó hasta el 1,8% (antes, 1,9%), debido al efecto sobre la inflación de la depreciación de la libra y, en última instancia, sobre la demanda interna. Finalmente, el PIB de Japón se aceleró hasta el 1,7%, 0,8 p.p. por encima del registro del año previo.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.



En su última reunión, correspondiente a los días 20 y 21 de marzo, la Reserva Federal decidió subir el tipo de interés oficial hasta la horquilla de 1,5%-1,75%, debido a los progresos observados en el mercado laboral y a la mejora de las perspectivas sobre el crecimiento económico. La institución estadounidense espera realizar entre dos y tres subidas adicionales de tipos este año, si bien el ritmo de estas subidas estará condicionado a una evolución de la actividad económica y de la tasa de inflación consistentes con su objetivo.

*En su última reunión, la Reserva Federal decidió subir el tipo de interés oficial hasta la horquilla de 1,5%-1,75%...*

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció en marzo su decisión de 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 su expectativa de que estos tipos se mantengan en niveles reducidos durante un largo periodo. Asimismo, el BCE confirmó que el volumen de compras de activos mensuales será de 30 mil millones de euros hasta finales de septiembre, o más allá de ese horizonte si fuese necesario, y afirmó que el tono de la política monetaria debe ser acomodaticio, ya que, a pesar de que la zona del euro está creciendo a buen ritmo de forma generalizada, las medidas de inflación, incluida la subyacente, permanecen en niveles reducidos y aún tienen que mostrar una convergencia sostenida a un nivel inferior pero cercano al 2%.

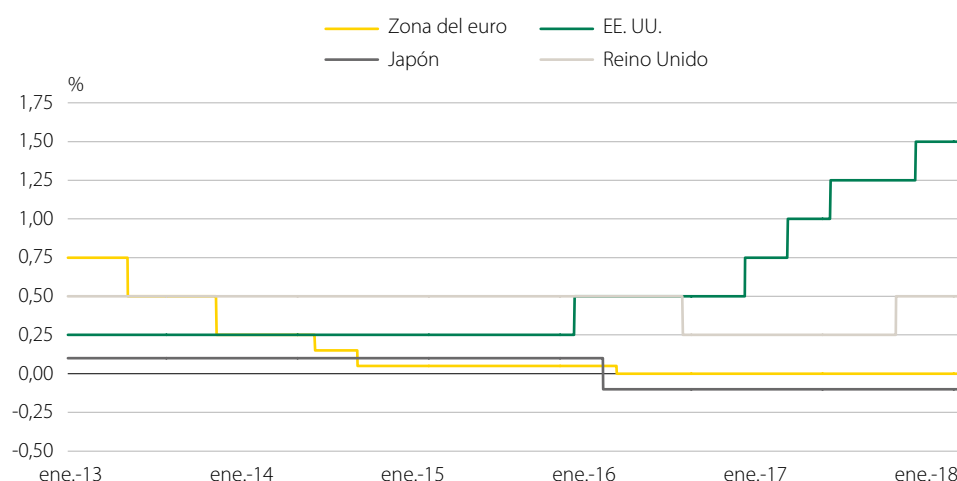
*... mientras que el BCE decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial y confirmó la continuación de su programa de compras hasta septiembre.*

Finalmente, el Banco de Inglaterra decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5% en marzo y continuar con los mismos importes en su programa de compras de activos. Se espera que la tasa de inflación, que descendió desde el 3% en enero hasta el 2,7% en febrero, siga reduciéndose paulatinamente, si bien a corto plazo se mantendrá por encima del 2%. De igual manera, el Banco de Japón mantuvo tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el -0,1%, como el importe de su programa de compra de activos, con el objetivo de controlar la curva de tipos de interés.

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

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre del año ha seguido la tendencia observada en 2017 y continúa divergiendo entre regiones como consecuencia de las diferentes políticas monetarias aplicadas. Así, en el caso de EE. UU., los tipos a tres meses, que habían aumentado 70 p.b. en el último año, han registrado un incremento de 62 p.b. en el primer trimestre de 2018 y se situaban

*La evolución de los tipos de interés a corto plazo continuó divergiendo entre regiones durante el primer trimestre de 2018, debido a las diferentes políticas monetarias aplicadas.*

en el 2,31% a finales de marzo, descontando dos subidas de tipos adicionales por parte de la Reserva Federal. Por el contrario, los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que en 2017 habían caído ligeramente tanto para la referencia a tres meses (-1 p.b.) como para la referencia a doce meses (-10 p.b.), han permanecido inalterados en los primeros tres meses de 2018, lo que refleja la expectativa de que el BCE no aumente próximamente el tipo de interés oficial.

**Anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en la zona del euro**

RECUADRO 1

Los índices de referencia, cuya regulación en la Unión Europea resulta de aplicación desde el 1 de enero de 2018 —Reglamento (UE) 2016/1011—, desempeñan un papel fundamental en la economía y en el sector financiero porque son ampliamente utilizados para la fijación de precios en numerosos instrumentos y contratos financieros, al tiempo que influyen de manera relevante en la implementación y el seguimiento de la transmisión de la política monetaria.

En su actual formato, la reducción de las transacciones y de los volúmenes en los mercados subyacentes que representan cuestiona su sostenibilidad a medio y largo plazo. Por eso, en línea con las recomendaciones del FSB, se precisa una transición hacia índices mejorados y más representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como hacia índices de referencia alternativos que reduzcan la excesiva concentración en los actuales.

En este contexto, el Banco Central Europeo ha anunciado su intención de publicar, antes de 2020, un índice no garantizado a un día (*overnight*), basado totalmente en las transacciones reales en euros que los bancos reportan diariamente al BCE para la elaboración de los informes estadísticos del mercado monetario.

Al tiempo, el BCE, la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la autoridad belga responsable de la supervisión del administrador de los índices de referencia cruciales en la zona euro (FSMA, Financial Services and Markets Authority) han impulsado la creación de un grupo de trabajo para la búsqueda de un índice libre de riesgo que sirva de base para configurar una alternativa a los índices actuales, básicamente el Euribor y el Eonia. El grupo estará presidido por el sector privado y la secretaría correrá a cargo del BCE.

Para cumplir con su cometido, se han creado tres subgrupos que reportarán al grupo principal y cuyas líneas de trabajo serán las siguientes:

1. Identificación de un índice alternativo libre de riesgo en la zona euro que cumpla con la regulación europea y que pueda ser utilizado para nuevos contratos, tanto de derivados como de otro tipo, como las hipotecas. Sus conclusiones y propuestas se darán a conocer a finales de 2018.

2. Evaluación de la necesidad y exploración de posibles alternativas adecuadas para ajustar el nuevo índice a la estructura temporal de los índices actuales. Este trabajo se concluirá antes de finales de 2019.
3. Evaluación de la solidez de los contratos ante una eventual desaparición de los índices, diseño de un plan de adaptación de los contratos y, por si fuera necesario en el futuro, de transición de los contratos vigentes. Teniendo en cuenta la existencia de contratos minoristas y sus implicaciones desde la óptica de la protección de los consumidores, la ESMA coordinará este trabajo, que será liderado por una entidad financiera española y cuyas conclusiones también se completarán antes del fin de 2019.

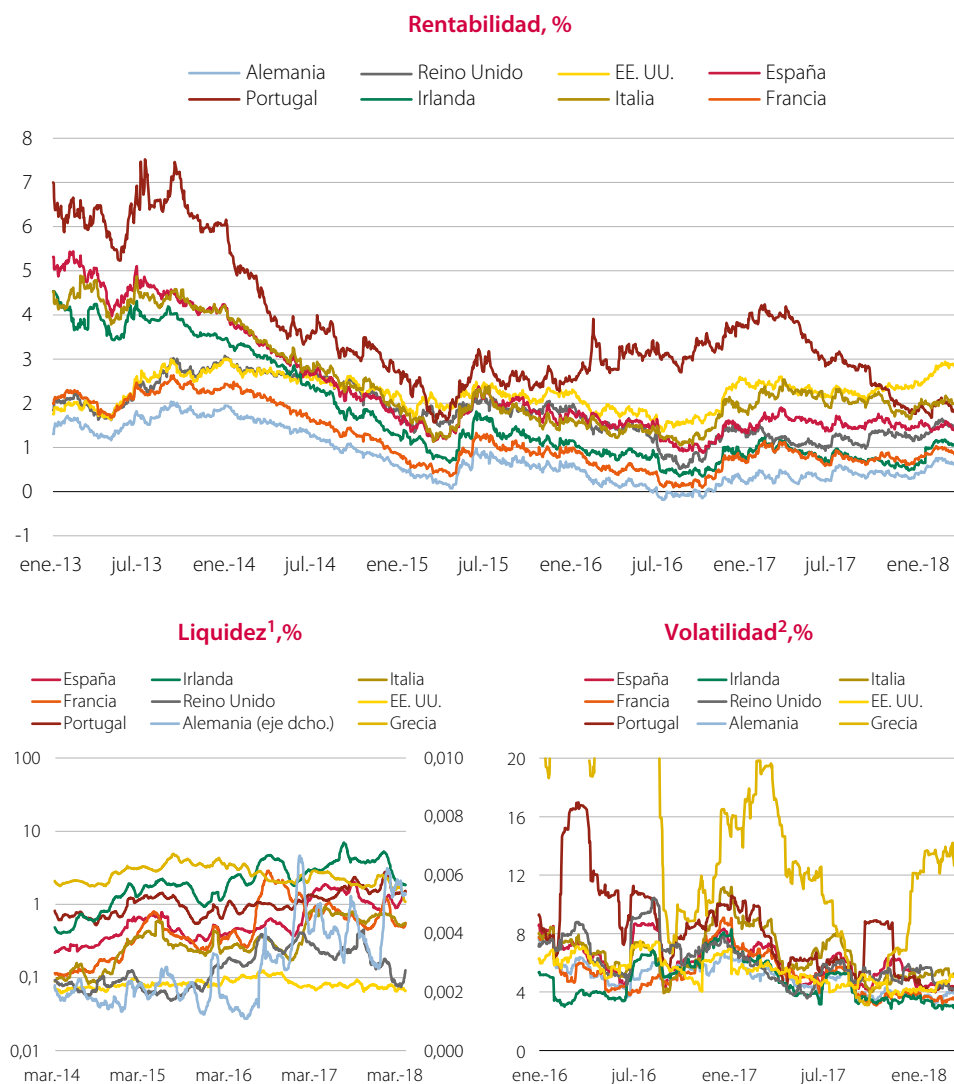
Estas iniciativas siguen las recomendaciones del FSB y se encuentran en la línea que han seguido otras jurisdicciones, como el Reino Unido, Estados Unidos, Suiza y Japón. Con ello se sientan las bases para avanzar en la disposición de índices alternativos a los actuales, lo que permitirá reducir la excesiva exposición a estos índices y diseñar una potencial transición ordenada y sin perturbaciones para los mercados y los usuarios finales, así como para la financiación de la economía y la estabilidad financiera.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento heterogéneo en 2017. Así, mientras que en EE. UU. la rentabilidad del bono soberano a diez años no mostró cambios, en la zona del euro los tipos de interés aumentaron en torno a 20 p.b. en la mayoría de los países, debido en parte al fuerte crecimiento económico de la región y a la perspectiva de que a medio plazo se inicie la normalización de la política monetaria. Portugal y Grecia se desmarcaron de esta tendencia, y las rentabilidades de sus bonos soberanos cayeron 183 p.b. y 301 p.b. respectivamente, dada la notable mejoría en la percepción de riesgo de crédito, que confirmó la mejora de su calificación crediticia en el primer caso, y, en el segundo, la aprobación del desembolso de un tramo adicional en la ayuda financiera que ofrece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

En el primer trimestre de 2018, hasta mediados de febrero, las rentabilidades de los bonos soberanos aumentaron en la mayoría de los países avanzados, apoyadas en las mejores perspectivas macroeconómicas, y después han descendido, dejando a finales de marzo un balance desigual entre países. El incremento más relevante en el trimestre se ha producido en EE. UU., donde la rentabilidad del bono a diez años aumenta 33 p.b., hasta el 2,74%, por los efectos esperados de la reforma fiscal aprobada a finales de diciembre, que previsiblemente tendrá un impacto alcista sobre la inflación. En la zona del euro el recorrido de los tipos ha sido más heterogéneo: los tipos han aumentado en algunos países ante la posibilidad de que se produzca una normalización de la política monetaria a medio plazo, mientras que en otros el impacto bajista de la mejora de su *rating* es más importante. En concreto, las rentabilidades han aumentado 7 p.b. en Alemania y 11 p.b. en Holanda, hasta los 49 p.b. y 64 p.b. respectivamente. En cambio, se registran descensos en los tipos de Portugal (-32 p.b., hasta el 1,61%) y España (-40 p.b., hasta el 1,16%), debido a las mencionadas mejoras de su calificación crediticia.

*Durante 2017, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo no mostraron cambios en EE. UU., mientras que en algunos países de la zona del euro aumentaron ligeramente y en otros disminuyeron considerablemente por la mejoría en la percepción de su riesgo de crédito.*

*En el primer trimestre de 2018, las rentabilidades de los bonos soberanos aumentaron de forma generalizada hasta mediados de febrero y descendieron después, dejando un balance desigual entre países.*



Fuentes: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

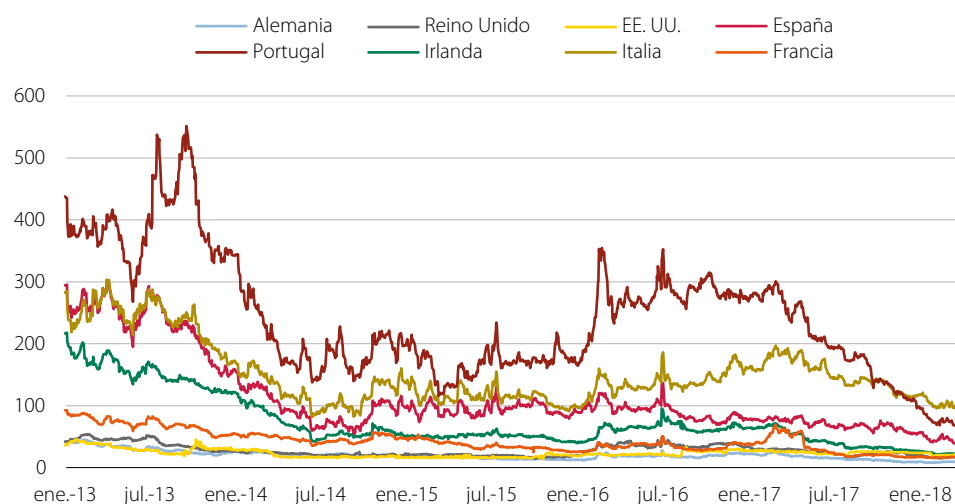
- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán se representa el promedio de un mes del diferencial de compra-venta sin dividirlo por la media de estas rentabilidades 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 de 40 días.

*Las primas de riesgo de crédito soberano muestran pocas variaciones, ya que, a pesar del buen tono de la actividad económica, parten de niveles muy reducidos.*

Las primas de riesgo de crédito soberano de la mayoría de las economías avanzadas (evaluadas mediante los CDS a cinco años de los instrumentos de deuda pública) se encuentran en niveles muy reducidos, por lo que, a pesar del buen tono de la actividad económica, han experimentado pocas variaciones en el primer trimestre del año. Únicamente se observan descensos significativos en Grecia (-45 p.b., hasta los 336 p.b.), Portugal (-24 p.b., hasta los 70 p.b.), Italia (-16 p.b., hasta los 101 p.b.) y España (-18 p.b., hasta los 39 p.b.), como consecuencia fundamentalmente de las mejoras en sus *ratings* en los últimos seis meses.

## Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años, p.b.)

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en EE. UU. han aumentado en todos los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en los de mejor calidad crediticia. Así, la prima de riesgo de crédito aumenta 23 p.b. en el tramo AAA, hasta los 65 p.b.; 16 p.b. en el BBB, hasta los 136 p.b., y 14 p.b., hasta los 388 p.b., en el tramo *high yield*. Por su parte, en la zona del euro, donde las primas de riesgo de crédito de la renta fija habían descendido en 2017 de forma generalizada, se ha producido un incremento del *spread* de crédito de 31 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 422 p.b., mientras que en el resto de bonos se observa una estabilidad mucho mayor. A finales de marzo, el *spread* de los bonos de los tramos AAA y BBB se situaba en 50 p.b. y 113 p.b. respectivamente.

*En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en EE. UU. aumentaron en todos los segmentos de bonos, mientras que en la zona del euro solo se produjeron incrementos en el tramo high yield.*

## Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales<sup>1</sup>



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

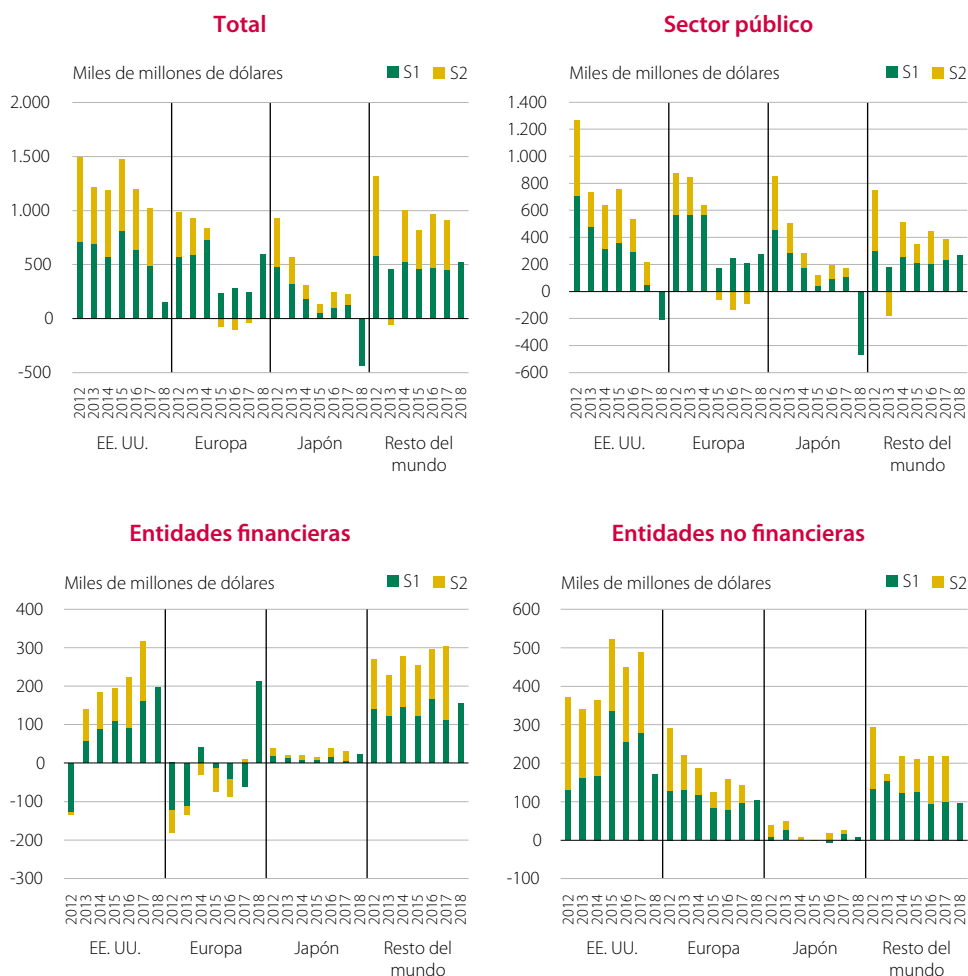
1 En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre de 2018 registran un descenso con respecto al mismo periodo de 2017, debido principalmente a la reducción de las emisiones netas soberanas.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante los primeros tres meses de 2018 (datos semestralizados) registran un descenso considerable con respecto al primer semestre de 2017 y se sitúan en 832 mil millones de dólares (un 37% menos que en el mismo periodo del año anterior). Este descenso se debe principalmente a la reducción de las emisiones netas soberanas, que se encuentran en terreno negativo. Las emisiones netas del sector privado, sin embargo, han mostrado un aumento del 36%, a pesar de la caída del 23% registrada en el sector no financiero.

## Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En particular, la reducción de las emisiones netas soberanas ha sido de -134 mil millones de dólares. Por regiones, en Europa se ha producido un aumento, mientras que en EE. UU. y en Japón se registran descensos sustanciales...

La reducción en el importe de las emisiones netas soberanas se ha situado en los -134 mil millones de dólares. Aunque en Europa se ha producido un aumento de 69 mil millones de dólares, hasta un volumen neto de 278 mil millones, en EE. UU. y Japón se registran reducciones sustanciales, lo que en ambos países ha dado lugar a un importe de emisiones netas negativo. En el primero las emisiones se sitúan en -211 mil millones de dólares (50 mil millones en el primer semestre de 2017), mientras que en el segundo caen hasta los -469 mil millones (112 mil millones en el primer semestre de 2017). Fundamentalmente, las caídas en las emisiones brutas explican los descensos observados en las emisiones netas, si bien en ambas regiones ha aumentado el

volumen de vencimientos. No obstante, se espera que en EE. UU. las emisiones soberanas aumenten este año como consecuencia de la reforma fiscal aprobada en diciembre. En cambio, la reducción en las emisiones en Japón se debe a las menores necesidades de financiación en un contexto en el que la recuperación económica está haciendo que aumenten los ingresos fiscales.

Las emisiones netas totales del sector financiero aumentan en el primer semestre de 2018, situándose en los 585 mil millones de dólares (frente a los 220 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2017). Este incremento se debe principalmente al volumen neto emitido en Europa, que en el primer semestre de 2017 había sido negativo y que ha aumentado en 274 mil millones, hasta los 212 mil millones, en el primer semestre de 2018, en un contexto de fuerte crecimiento y mejores perspectivas para el sector bancario europeo. Por su parte, en EE. UU. las emisiones han crecido hasta los 196 mil millones de dólares (en comparación con los 162 mil millones registrados en el mismo periodo del ejercicio anterior), y en Japón aumentan en 14 mil millones, hasta los 21 mil millones, por el descenso de los vencimientos.

Finalmente, las emisiones del sector no financiero han caído 111 mil millones de dólares, hasta los 381 mil millones. Se trata de una reducción generalizada, salvo en el caso de Europa, si bien gran parte de los descensos puede atribuirse al incremento de los vencimientos. Así, las emisiones brutas han aumentado en 10 mil millones. Por zonas geográficas, las emisiones netas han registrado una mayor caída en EE. UU., donde el importe se sitúa en los 171 mil millones (278 mil millones en el mismo periodo del año anterior). Por su parte, en Europa las emisiones se incrementaron en seis mil millones de dólares, hasta los 104 mil millones.

Los principales índices de renta variable, que en 2017 mostraron avances sustanciales generalizados, han registrado retrocesos de forma mayoritaria en los tres primeros meses de 2018. Estos descensos han tenido lugar a pesar de las favorables condiciones macroeconómicas a nivel global, debido en parte a los temores de que la normalización de la política monetaria en EE. UU. se produzca más rápido de lo esperado y a la preocupación alrededor de unas políticas proteccionistas que podrían desencadenar una guerra comercial.

Por regiones, los índices bursátiles estadounidenses son los que presentan un comportamiento relativo más favorable, con leves retrocesos en el Dow Jones (-2,5%) y en el S&P 500 (-1,2%), y un avance del 2,3% en el tecnológico Nasdaq. Esta evolución está vinculada a la perspectiva de que la reforma fiscal aprobada en diciembre estimule el crecimiento económico a corto y medio plazo. Por su parte, las bolsas europeas registran retrocesos que oscilan entre el -2% del Euronext 100 y el -8,2% del británico FTSE 100, que refleja las preocupaciones sobre la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*. El índice italiano Mib 30 constituye la excepción a estos retrocesos generalizados, con un avance del 2,6%.

Coincidiendo con las caídas de los principales índices bursátiles durante la primera mitad de febrero, las medidas de volatilidad implícita globales alcanzaron sus niveles máximos en dos años, superándose el 35% en los mercados estadounidenses y el 25% en la mayoría de los demás mercados (véase el panel derecho del gráfico 7). En las semanas posteriores, los niveles de volatilidad implícita volvieron a descender, y a finales de marzo se situaban por debajo del 20%.

*... mientras que las emisiones netas del sector financiero han aumentado de forma considerable, principalmente por el incremento observado en Europa, aunque las emisiones también crecen en EE. UU. y Japón.*

*Finalmente, las emisiones del sector no financiero han caído de forma generalizada, salvo en el caso de Europa, si bien gran parte de los descensos puede atribuirse al incremento de los vencimientos.*

*Los principales índices de renta variable, que en 2017 mostraron avances sustanciales de forma generalizada, han registrado retrocesos en los tres primeros meses de 2018.*

*Por regiones, los índices bursátiles estadounidenses son los que muestran un comportamiento relativo más favorable, mientras que las bolsas europeas registran retrocesos comprendidos entre el -2% y -8,2%.*

*Coincidiendo con las caídas de los principales índices bursátiles en la primera mitad de febrero, las medidas de volatilidad implícita globales alcanzaron sus niveles máximos en dos años.*



Por su parte, los mercados bursátiles emergentes han tenido un comportamiento heterogéneo en el primer trimestre de 2018.

Los mercados bursátiles emergentes han tenido un comportamiento más heterogéneo en el primer trimestre de 2018. Así, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa se han revalorizado un 3,5% y un 11,7% respectivamente, mientras que la bolsa mexicana retrocede un 6,5%. Por su parte, el índice chino Shanghai Composite cae un 4,2%, lo que refleja las preocupaciones en torno a las medidas proteccionistas impuestas por la Administración estadounidense, mientras que el índice bursátil ruso RTS avanza un 8,2%, apoyado por las mejoras del *rating* de la deuda soberana rusa y el aumento del precio del petróleo.

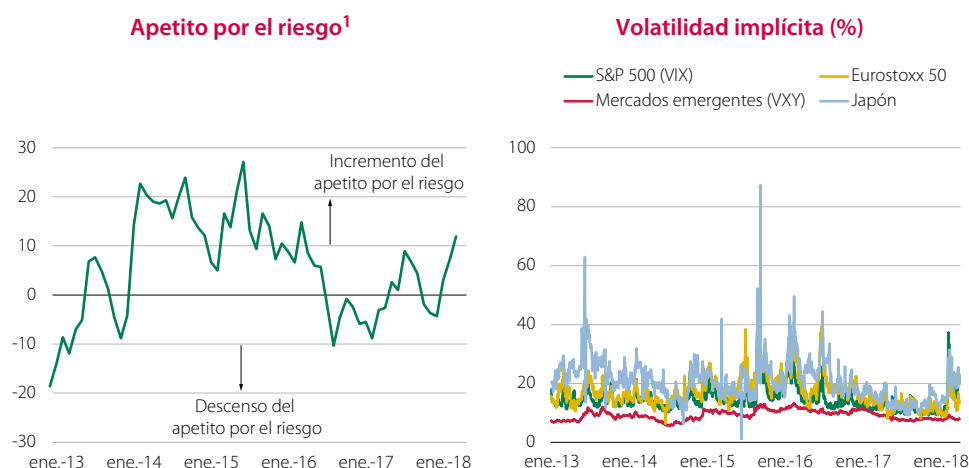
### Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup>

CUADRO 1

%	2014	2015	2016	2017	II17	III17	IV17	I18
<b>Mundo</b>								
MSCI World	2,9	-2,7	5,3	20,1	3,4	4,4	5,1	-1,7
<b>Zona euro</b>								
Eurostoxx 50	1,2	3,8	0,7	w6,5	-1,7	4,4	-2,5	-4,1
Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	0,0	5,1	-0,4	-2,0
Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	0,1	4,1	0,7	-6,4
Cac 40	-0,5	8,5	4,9	9,3	0,0	4,1	-0,3	-2,7
Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	0,4	10,3	-3,7	2,6
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-0,2	-0,6	-3,3	-4,4
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-0,1	0,8	4,3	-8,2
<b>Estados Unidos</b>								
Dow Jones	7,5	-2,2	13,4	25,1	3,3	4,9	10,3	-2,5
S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	2,6	4,0	6,1	-1,2
Nasdaq-Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	3,9	5,8	6,3	2,3
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	7,1	9,1	0,4	19,1	5,9	1,6	11,8	-5,8
Topix	8,1	9,9	-1,9	19,7	6,6	3,9	8,5	-5,6

### Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

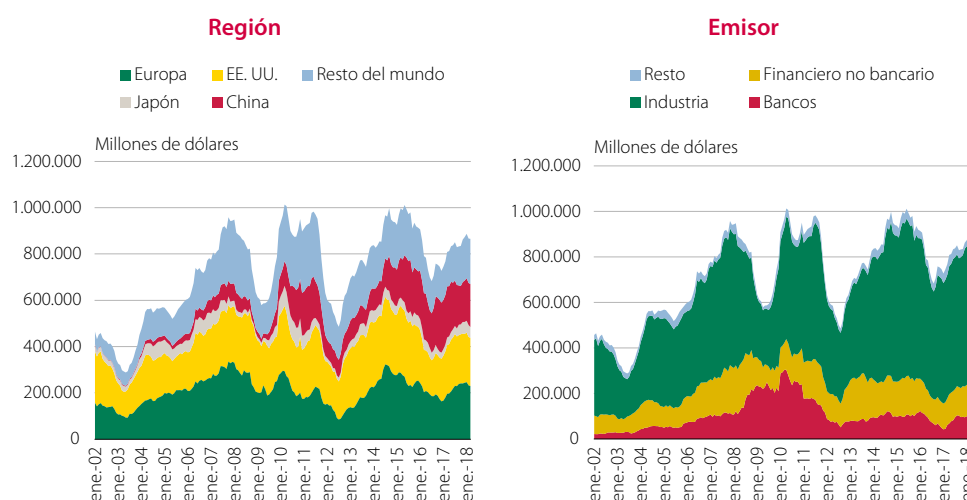


El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable durante el primer trimestre de 2018 ha sido un 3,4% inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior y se sitúa en 213 mil millones de dólares. Se han observado descensos en todas las regiones contempladas, a excepción de China, donde las emisiones acumulan un importe de 56 mil millones de dólares, un 39,3% más que en el primer trimestre de 2017. Las mayores reducciones han tenido lugar en Europa y Japón (-23,2% y -38,2% respectivamente), donde los índices bursátiles se han comportado peor, mientras que en EE. UU. el descenso ha sido del 4,9%. El desglose por sectores muestra que las reducciones se han concentrado en el sector bancario (-75,6%) y financiero no bancario (-7,2%), mientras que tanto las empresas de *utilities* como las industriales han emitido, respectivamente, un 10,2% y un 12,9% más que en el mismo periodo de 2017 (véase el gráfico 8).

*El volumen de las emisiones de renta variable en el primer trimestre de 2018 ha sido un 3,4% inferior al registrado en el mismo periodo de 2017, con descensos en el sector bancario y financiero y aumentos en las empresas de utilities e industriales.*

## Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 31 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

En 2017, la tasa de crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 3,1%, apenas dos décimas menos que en 2016, prolongándose la senda expansiva que se inició en 2014. El avance de la actividad doméstica fue superior al de la zona euro (2,3%), pero esta diferencia se redujo respecto a los registros de 2016 (pasó de 1,5 p.p. a 0,8 p.p.), debido a la intensa recuperación de las economías europeas durante el año pasado.

*El PIB de la economía española creció un 3,1% en 2017, seis décimas más que en la zona euro.*

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue incrementándose progresivamente en 2017, y pasó desde los 2,5 puntos porcentuales en 2016 hasta los 2,8 puntos en 2017. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento fue disminuyendo durante el ejercicio, finalizando el último trimestre en terreno negativo (0,3 p.p. de media anual, frente a 0,7 p.p. en 2016). Los componentes de la demanda interna mostraron una aceleración del consumo público entre 2016 y 2017 (pasó del 0,8% al 1,6%), así como de la formación bruta de capital fijo (del 3,3% al 5%), mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración

*La aportación de la demanda nacional al crecimiento aumentó desde 2,5 p.p. en 2016 hasta 2,8 p.p. en 2017, mientras que la aportación del sector exterior disminuyó (desde 0,7 p.p. hasta 0,3 p.p.).*

de medio punto, hasta situarse en el 2,4%. En cuanto al sector exterior, las exportaciones crecieron de media anual más que en 2016 (el 5% en 2017, frente al 4,8% en 2016), pero el mayor crecimiento de las importaciones (del 2,7% al 4,7%) hizo que la contribución del sector exterior al crecimiento fuera disminuyendo progresivamente, hasta situarse en valores ligeramente negativos.

*Desde el punto de vista de la oferta cabe resaltar la aceleración del valor añadido en el sector de la construcción y, en menor medida, en el industrial.*

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido creció un 4,9% en 2017, muy por encima del avance de 2016 (1,9%), y, en menor medida, en el sector industrial, que mostró una ligera aceleración (del 3,6% al 3,7%). En cambio, en el sector de los servicios y en las ramas primarias, en 2017 se registraron avances inferiores. En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (3% en 2016) y en el de las ramas primarias fue del 3,7% (6,9% en 2016).

### **España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)**

CUADRO 2

	2014	2015	2016	2017	CE <sup>1</sup>	
					2018	2019
<b>PIB</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>
Consumo privado	1,5	3,0	2,9	2,4	2,2	1,6
Consumo público	-0,3	2,1	0,8	1,6	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,5	3,3	5,0	4,0	3,7
Construcción	4,2	3,8	2,4	4,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	6,0	11,5	5,1	6,2	4,5	4,1
Exportaciones	4,3	4,2	4,8	5,0	4,8	4,5
Importaciones	6,6	5,9	2,7	4,7	4,3	4,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,4	0,7	0,3	0,3	0,3
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>24,4</b>	<b>22,1</b>	<b>19,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,6</b>	<b>14,3</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>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</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>-2,4</b>	<b>-1,7</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>100,4</b>	<b>99,4</b>	<b>99,0</b>	<b>98,3</b>	<b>96,9</b>	<b>95,5</b>
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	<b>-90,5</b>	<b>-79,1</b>	<b>-68,7</b>	<b>-63,4</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden al otoño de 2017, salvo la de PIB e inflación de 2018 que fueron revisadas con posterioridad (una y dos décimas al alza respectivamente respecto al último pronóstico).

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.

La tasa de inflación, que había descendido sensiblemente en 2017 como consecuencia de la normalización de la inflación de la energía<sup>3</sup>, marcó un mínimo en enero de 2018, al situarse en el 0,6%, y ha aumentado levemente después, hasta el 1,2% de marzo. La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles del índice, como la energía y los alimentos frescos, el año pasado siguió oscilando en torno a valores cercanos al 1%; finalizó el ejercicio en el 0,8%, y en febrero registraba un pequeño aumento, hasta el 1,1%. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona euro, que comenzó en 2017 por encima de un punto porcentual, se redujo de forma significativa, hasta situarse transitoriamente en terreno negativo a finales de año. En febrero de 2018, este diferencial se situaba en 0,1 p.p.

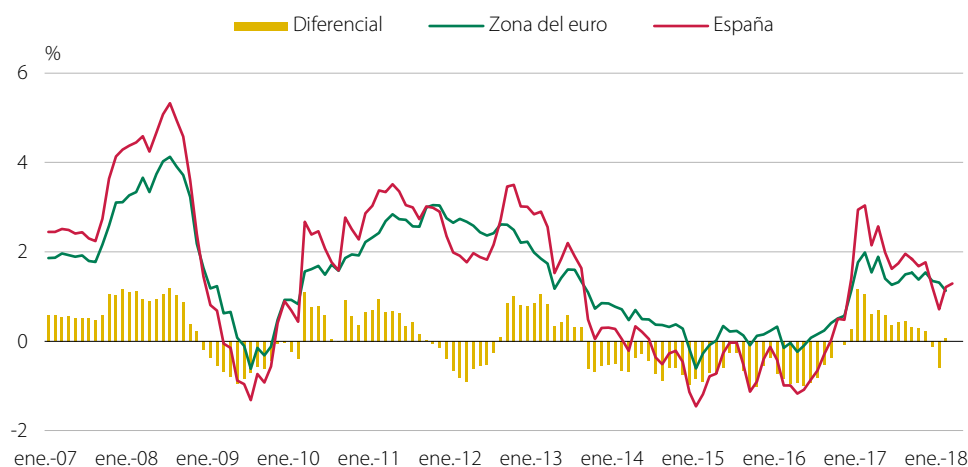
*Tras casi un año de fuertes caídas en la tasa de inflación, en los primeros meses de 2018 se han producido leves ascensos, hasta el 1,2% en marzo. El diferencial respecto a la zona euro se ha reducido hasta valores muy cercanos a cero.*

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera un 2,8% en 2017, solo unas décimas por debajo del avance de los dos últimos ejercicios (3,2% en 2015 y 3% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 490 mil (1,86 millones en los últimos cuatro años) y que la tasa de paro descendió hasta el 16,55% en el cuarto trimestre (18,6% a finales de 2016). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios siguió siendo negativa en 2017, aunque algo menos que en 2016, pues el aumento en la productividad aparente del trabajo (0,27% de media en el año) fue superior al de la remuneración por asalariado (0,15%).

*Los buenos datos de creación de empleo en 2017 (2,8%) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.*

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta marzo para España y febrero para la zona euro.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2017, como consecuencia de la recuperación de la economía y de la fuerte disminución del gasto por intereses de la deuda. Estos factores permitieron que el déficit público finalizara el año en el 3,11% del PIB<sup>4</sup>, 1,22 puntos porcentuales menos que en 2016, en línea con el objetivo fijado por el Gobierno. Todas las administraciones que presentaban

*El dinamismo del crecimiento y la disminución del gasto por intereses permitieron que el déficit público se redujera hasta el 3,1% del PIB en 2017, en línea con el objetivo del Gobierno.*

3 La tasa de variación anual de los precios de la energía pasó del 17,5% en enero de 2017 al 2,6% en diciembre y al 1,4% en febrero de 2018.

4 La cifra de déficit público se sitúa en el 3,07% del PIB si se excluye el importe de las ayudas a las entidades de crédito.

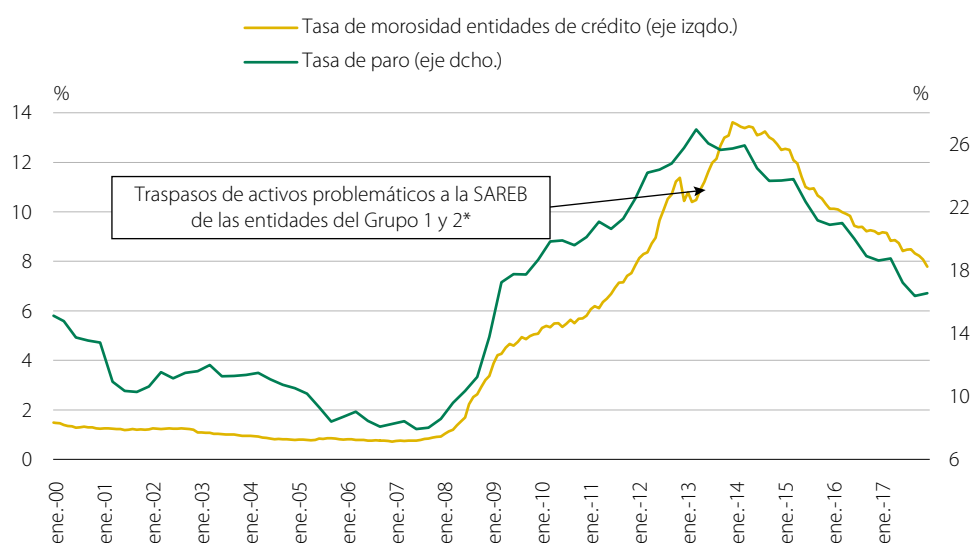
necesidades de financiación redujeron su importe. En este sentido destacan la disminución del déficit del Estado, que pasó del 2,6% en 2016 al 1,9% en 2017 y registró superávit primario por primera vez en diez años, y del de las comunidades autónomas, que se situó en el 0,32% (0,84% en 2016). También disminuyó, aunque en menor medida, el déficit de los Fondos de la Seguridad Social, que pasó del 1,59% al 1,48%. Por su parte, el superávit de las corporaciones locales se mantuvo prácticamente sin cambios en 2017, en cerca del 0,60% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 98,08% del PIB a finales de año, registrándose pocas variaciones desde mediados de 2014.

*El reducido nivel de los tipos de interés sigue presionando a la baja la rentabilidad de los bancos, pero se observa una incipiente recuperación del crédito en algunos segmentos.*

Los bancos han continuado operando en un contexto complejo, dominado por el reducido nivel de los tipos de interés, que presiona a la baja su rentabilidad. El dinamismo de la actividad económica continúa siendo un factor favorable para el sector financiero en España. De hecho, la aparición de proyectos atractivos de inversión y el buen tono del consumo privado están favoreciendo la recuperación del crédito. Sin embargo, el volumen de activos improductivos continúa siendo elevado<sup>5</sup> y, como en el resto de las economías europeas, se detecta una cierta sobrecapacidad, así como varios retos latentes, algunos de los cuales están relacionados con el desarrollo de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas (*fintech*).

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

GRÁFICO 10



Fuentes: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre.

<sup>1</sup> Sobre la población activa.

\* Los traspasos 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).

*La cuenta de resultados agregada del sector se vio significativamente afectada en 2017 por las pérdidas del Banco Popular.*

La cuenta de resultados de las entidades de depósito mostró unas pérdidas cercanas a los 4.000 millones de euros en 2017 (frente a los 6.003 millones de beneficio en 2016), como consecuencia de las pérdidas del Banco Popular, superiores a los 13.500 millones de euros<sup>6</sup>. Descontando las pérdidas de esta entidad, el beneficio agregado

<sup>5</sup> La ratio de morosidad se situó en el 7,8% del crédito total en diciembre de 2017 (9,1% en 2016).

<sup>6</sup> La JUR (Junta Única de Resolución) acordó su resolución en junio.

del sector el año pasado se situó por encima de los 9.600 millones de euros. Además, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos (el margen de intereses se situó en 23.225 millones de euros en 2017, frente a los 24.297 millones de 2016) y por el volumen de activos improductivos, todavía elevado aunque en descenso.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) mostró un ligero avance en 2017 en el caso de las empresas (0,4%) y un descenso en el caso de los hogares (-0,8%), aunque este último fue menos acusado que en años anteriores (-1,3% en 2016, -2,1% en 2015 y -3,6% en 2014). Respecto a la financiación a las sociedades no financieras, cabe señalar que, aunque se observaron tasas anuales positivas durante casi todo el año pasado, estas se tornaron nuevamente negativas en febrero de este ejercicio (-0,5%). Con todo, los indicadores de crédito nuevo muestran una cierta revitalización en algunos segmentos. En lo que respecta a los hogares, la moderación de la caída del crédito estuvo relacionada tanto con el menor retroceso de los préstamos para la adquisición de vivienda (-2,7% en febrero de 2018, -2,8% en 2017 y -3% en 2016) como con la intensificación del crédito al consumo (7,8% en febrero de 2018, 6,4% en 2017 y 4,2% en 2016). En la zona del euro, el crédito a empresas avanzaba un 1,9% en diciembre (2,2% en enero de 2018), mientras que el crédito a los hogares lo hacía un 3,3% (3,2% en enero de 2018).

El tamaño del sector bancario se mantuvo estable en 2017, en 2,65 billones de euros, interrumpiéndose la tendencia descendente que se había iniciado en 2013. Algunas de las fuentes de financiación más importantes, como por ejemplo la deuda o la que procede del Eurosistema<sup>7</sup>, mostraron avances, mientras que otras, como los depósitos de los hogares y las empresas residentes, registraron descensos. El patrimonio de los bancos permaneció estable en valores ligeramente superiores a los 360 mil millones de euros.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 31.538 millones de euros en 2017, más del doble que en 2016. Todos los sectores salvo el industrial mostraron avances en sus cuentas de resultados, en sintonía con el dinamismo de la actividad económica doméstica. Destaca el comportamiento de las empresas del comercio y los servicios, cuyos beneficios se incrementaron desde los 63 millones de euros de 2016 hasta los 14.625 millones de 2017<sup>8</sup>. El beneficio de las empresas energéticas aumentó un 10,5%, hasta los 9.759 millones, y el de las empresas del sector de la construcción e inmobiliario lo hizo aún más, un 54%, hasta los 5.267 millones. En términos generales, la evolución del negocio de las empresas industriales fue favorable, pero la contracción de los resultados de algunas compañías<sup>9</sup> hizo que los beneficios agregados del sector se redujeran desde los 2.336 millones de euros de 2016 hasta los 1.920 millones de 2017 (véase el cuadro 3).

*En 2017, la financiación bancaria a las empresas mostró un ligero avance, mientras que la financiación a los hogares cayó, aunque mucho menos que en años anteriores.*

*El tamaño del sector bancario permaneció estable en 2017, interrumpiéndose la tendencia a la baja que comenzó en 2013.*

*El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras superó los 30 mil millones de euros en 2017, más del doble del obtenido en 2016, en sintonía con el dinamismo de la actividad económica.*

7 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compras de deuda) se situaba a finales de 2017 en 164 mil millones de euros (139 mil millones en 2016).

8 La evolución de los resultados de Abengoa y, en menor medida, de Codere explica la mayor parte de la evolución del agregado. Si se excluyen los resultados de estas dos sociedades, los beneficios agregados de las empresas del comercio y los servicios se incrementaron desde los 8.835 millones de euros en 2016 hasta los 10.321 millones en 2017.

9 Por ejemplo, Siemens, Duro Felguera o Almirall.

Millones de euros	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Energía	13.101	11.621	10.735	10.344	8.828	9.759
Industria	3.807	3.273	3.173	2.474	2.336	1.920
Comercio y servicios	12.907	17.331	6.762	19.050	63	14.625
Construcción e inmobiliario	4.907	6.339	3.240	5.353	3.417	5.267
Ajustes	37	44	32	40	26	33
<b>Total agregado</b>	<b>34.685</b>	<b>38.520</b>	<b>23.878</b>	<b>37.181</b>	<b>14.618</b>	<b>31.538</b>

Fuente: CNMV.

*El nivel de las deudas experimentó pocas variaciones en 2017, aunque se observó una recomposición de las mismas a favor de las deudas a largo plazo (3%) y en detrimento de las deudas a corto plazo (-12,6%).*

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente en 2017; en concreto, lo hizo un 0,2%, hasta los 252.605 millones de euros. Su composición mostró un cambio significativo, pues el nivel de las deudas a corto plazo disminuyó un 12,6%, hasta quedar cerca de los 46.000 millones de euros, mientras que las deudas a largo plazo crecieron un 3%, hasta situarse por encima de los 206.000 millones. La evolución del endeudamiento no fue homogénea entre sectores: mientras que se observa un incremento de las deudas de las empresas energéticas (de 5.159 millones de euros, hasta los 81.506 millones) e industriales (de 3.779 millones de euros, hasta cerca de 21.000 millones), las empresas del comercio y los servicios y las del sector de la construcción y las inmobiliarias, que son las que están más apalancadas de media, siguieron reduciendo su nivel de deuda (un 7,6% y un 2,3% respectivamente). Como consecuencia de estos movimientos, la ratio de apalancamiento del conjunto de las sociedades cotizadas no financieras, medida mediante el cociente entre las deudas y el patrimonio neto, se redujo ligeramente, desde 1,15 hasta 1,07: en las compañías energéticas tuvo lugar un leve incremento, y en las empresas comerciales de servicios y, sobre todo, en las de la construcción y actividades inmobiliarias, un descenso moderado. La ratio de cobertura de la deuda, evaluada mediante el cociente de las deudas entre el resultado de explotación, experimentó una mejoría notable (pasó de 7,3 a 6,6), pues el incremento del resultado fue mucho más intenso que el de las deudas.

*Sigue mejorando la posición patrimonial de los hogares (endeudamiento y riqueza), aunque se observa un descenso acusado en la tasa de ahorro, que en el tercer trimestre de 2017 se situaba en el 6% de la renta disponible.*

Los últimos datos de posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2017. El descenso de la tasa de ahorro, que pasó del 7,7% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2016 hasta el 5,7% en diciembre de 2017, se explica por el dinamismo del consumo agregado, en un contexto de escaso aumento en la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 102,4% de la RBD a finales de 2016 hasta el 99,4% en 2017, se produjo tanto una reducción en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible. La ratio de carga financiera se redujo levemente (desde el 11,7% de la RBD hasta el 11,6%), dada la estabilidad del coste medio de la deuda en un marco de rentas crecientes<sup>10</sup>. La

10 El hecho de que el marco de las rentas sea creciente y la remuneración por asalariado presente un leve aumento se explica porque las primeras se calculan como la suma de las rentas de todos los asalariados, cuyo número ha crecido significativamente en los últimos años, mientras que la segunda corresponde a la evolución de la remuneración por cada individuo.

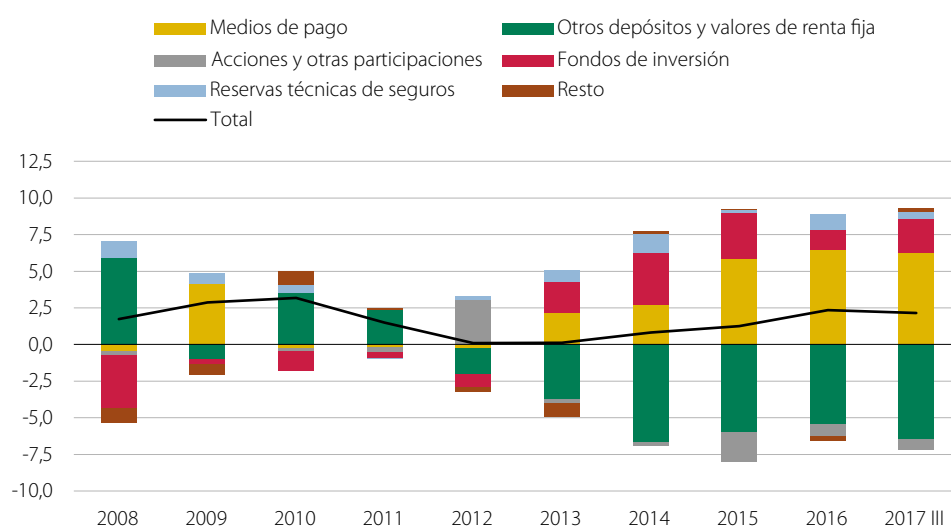
riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2017 (desde el 529,5% del PIB hasta el 541,6%), debido a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera se mantuvo relativamente estable en el transcurso del año.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron hasta el 2,6% del PIB en 2017 (2,5% en 2016), manteniéndose las grandes tendencias que se suceden desde 2013: disminución de la inversión en depósitos a plazo y en renta fija (un 5,7% del PIB), como consecuencia de su escasa rentabilidad, e inversión en los activos más líquidos (5,3% del PIB) y en fondos de inversión (2,6% del PIB). En el caso de los fondos de inversión, es importante señalar que los inversores están mostrando una preferencia muy marcada por las categorías de mayor riesgo; de hecho, la información al cierre de 2017 revela que las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe superior a los 7.200 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (más de 30 mil millones de euros en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales (más de 13 mil millones de euros) y en fondos de retorno absoluto, renta variable mixta y renta variable internacional, con importes que oscilan para cada categoría entre los 4.200 y los 5.500 millones de euros.

*En las decisiones de inversión siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión, y dentro de estos últimos las categorías más arriesgadas.*

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros (% del PIB)

GRÁFICO 11



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

## 2.3 Perspectivas

Los últimos pronósticos del FMI, correspondientes al mes de abril, indican que el crecimiento global se acelerará aún más en 2018, pues llegará al 3,9%, una tasa que se mantendría en 2019. Estas previsiones son similares a las publicadas en enero de este año y dos décimas superiores a las de su informe de octubre del año pasado. En el caso de las economías avanzadas, se produjo una revisión de dos décimas al alza en el crecimiento esperado para este año, que se situaría en el 2,5% (2,3% en 2017). Buena parte de esta revisión tiene origen en la importante reforma fiscal adoptada en EE. UU., donde la tasa de crecimiento será próxima al 3% este año. La zona del

*Según el FMI, el PIB mundial crecerá un 3,9% este año y el que viene, debido al impacto de la reforma fiscal en EE. UU. y a la mejora del comercio mundial, que repercutirá sobre todo en las economías avanzadas.*



euro crecerá un 2,4% en 2018 (2% en 2019), dos décimas más que en el último pronóstico, dado el mayor dinamismo de las economías más importantes, entre ellas, la española. Las economías emergentes y en desarrollo crecerán un 4,9% este año y un 5,1% el año que viene, unos registros que fueron revisados ligeramente al alza.

*Los principales elementos de incertidumbre en este escenario son de naturaleza financiera y política...*

Riesgos de diversa naturaleza se ciernen sobre este escenario. Algunos tienen carácter financiero, relacionados fundamentalmente con la posible acumulación de desequilibrios entre algunos inversores, dado el actual contexto de tipos de interés reducidos, y con la posibilidad de que se repitan episodios de turbulencias en los mercados financieros, debido a cambios inesperados en la política monetaria, que afectarían especialmente a aquellos activos que puedan estar sobrevalorados. En relación con el resto de los riesgos, básicamente de naturaleza política, cabe señalar el giro hacia políticas comerciales más restrictivas, originado por las decisiones de la Administración estadounidense y la presencia de algunos conflictos geopolíticos.

#### Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 4

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

Fuente: FMI.

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

*... algunos de los cuales están también presentes en Europa, si bien esta región se enfrenta a varios riesgos específicos, como por ejemplo el brexit.*

En Europa, además de los anteriores, pueden mencionarse algunos riesgos específicos; entre otros: (i) las dificultades de los bancos para obtener rentabilidad en un entorno de tipos de interés muy reducidos; (ii) el elevado endeudamiento de los sectores público y privado de varias economías ante el posible incremento de los tipos a medio plazo; (iii) los efectos del *brexit*, especialmente si se materializa el escenario más duro, y (iv) las consecuencias de la apreciación del euro en el sector exportador de la región.

*En España, el PIB crecerá algo menos este año, pero su ritmo de avance seguirá siendo alto, en un contexto en el que persisten algunas fuentes de incertidumbre, algunas de ellas de carácter nacional.*

Según el FMI, la economía española crecerá un 2,8% este año y un 2,2% en 2019, lo que supone una revisión al alza de cuatro y una décimas respectivamente en relación con los pronósticos publicados en enero. La economía española afronta la mayoría de los riesgos mencionados con anterioridad, especialmente los europeos, aunque algunos de ellos se ven atenuados por la fortaleza de la actividad doméstica. Entre los elementos de incertidumbre de carácter nacional más relevantes, además de la crisis en Cataluña, destaca la necesidad de reducir la tasa de desempleo y de



prolongar la consolidación de las cuentas públicas, junto a los importantes retos que plantea el envejecimiento de la población.

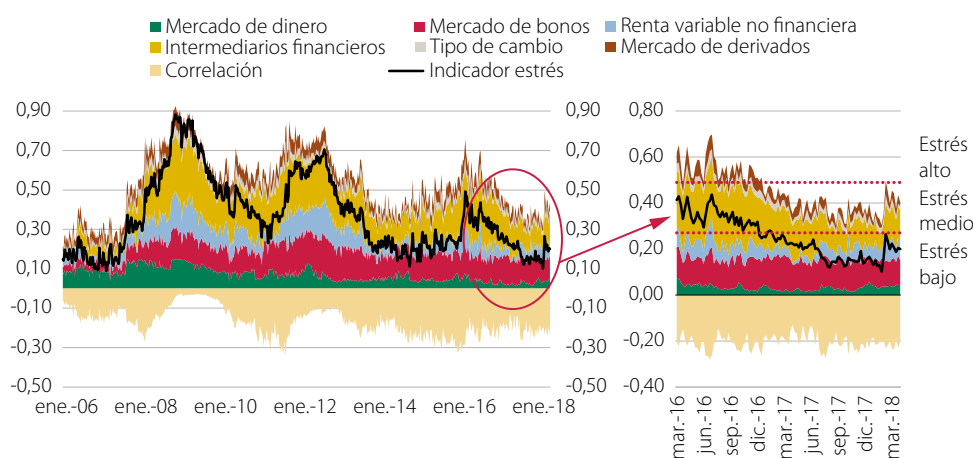
### 3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que había permanecido en niveles muy reducidos durante prácticamente todo el año pasado, mostró un leve repunte en los primeros días de febrero, hasta situarse en 0,27, el límite que separa el nivel de estrés bajo del medio<sup>11</sup>. Este incremento debe entenderse en relación con el episodio de turbulencias que se inició en esos días en los mercados de renta variable estadounidenses, tras la publicación de datos que mostraban una fortaleza del empleo y un aumento de los salarios inesperados, que originaron un cambio en las expectativas de inflación de aquella economía y, en consecuencia, en el previsible ritmo de subidas de tipos interés. Estos hechos repercutieron en las bolsas europeas, que acusaron fuertes caídas de las cotizaciones e incrementos significativos de la volatilidad. Por segmentos, se observaron repuntes del estrés en la renta variable, los derivados y los tipos de cambio. En la segunda mitad del primer trimestre del año el indicador ha vuelto a descender, hasta valores cercanos a 0,20 (véase el gráfico 12).

*El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que permaneció en valores muy reducidos en 2017, mostró ligeros repuntes en los primeros meses de 2018, en línea con algunos episodios de volatilidad en los mercados.*

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

11 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, obteniéndose 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 [www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion](http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion). Para más información sobre la metodología de este indicador, véase M. I. Cambón y L. Estévez (2016), «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)», *Spanish Review of Financial Economics*, 14, enero (1), 23-41, o Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias](http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias)).

*Los riesgos más relevantes en los mercados financieros siguen siendo los de mercado y los de liquidez, sobre todo en algunos segmentos de renta fija corporativa.*

Los riesgos más relevantes que siguen proyectándose sobre los mercados financieros son los de mercado y los de liquidez, especialmente en algunos segmentos de renta fija corporativa. Además, en el contexto prolongado de bajos tipos de interés que existe en Europa, conviene tener presente la posibilidad de que algunos inversores, con el fin de obtener una mayor rentabilidad, puedan estar adquiriendo activos demasiado arriesgados para su perfil. El espectro de estos activos es muy amplio y contempla acciones, deuda *high yield* y, más recientemente, activos de riesgo mucho mayor, como las criptomonedas<sup>12</sup>.

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable retrocedieron de modo significativo en el primer trimestre por la perspectiva de un cambio en la política monetaria, a lo que se añadió el contagio de las caídas en los mercados estadounidenses y los temores a una guerra comercial.*

Los mercados de renta variable nacionales han cerrado el primer trimestre del año con retrocesos significativos, acrecentándose las caídas del segundo semestre de 2017 ante la perspectiva de que las primeras medidas de normalización de la política monetaria europea comenzarán a adoptarse en breve. Aunque el Ibex 35 inició el año con alzas, fue retrocediendo de modo significativo desde los primeros días de febrero, al igual que sucedió con los principales índices europeos, arrastrados por las caídas de los índices estadounidenses. Estos últimos cayeron con fuerza por la expectativa de que la Reserva Federal acelere su calendario de subidas de tipos, debido a los buenos datos de la economía estadounidense, la fortaleza de su mercado laboral y la tendencia al alza de los precios de la energía. A este escenario de mayor volatilidad en los mercados se han sumado en marzo las incertidumbres que originan las medidas proteccionistas anunciadas por la administración Trump, el temor a una guerra comercial y a sus posibles efectos en el comercio internacional y en las cuentas de resultados de las compañías con mayor presencia internacional.

*Las caídas de las cotizaciones se concentraron en las grandes compañías de los sectores eléctrico y gasista, mientras que las empresas pequeñas presentaron revalorizaciones, dada su menor exposición a las incertidumbres de carácter internacional.*

Las caídas de las cotizaciones no fueron homogéneas en todos los sectores y valores del mercado nacional, sino que se concentraron en las grandes compañías, especialmente en las empresas de los sectores eléctrico y gasista, cuyos ingresos regulados podrían verse afectados en el caso probable de un cambio normativo, así como en las del sector textil y el de la construcción. También se anticipa un encarecimiento de los costes financieros a medio plazo, que afectaría más a aquellas compañías con un peso elevado de la deuda en sus balances. En el lado contrario se sitúan los valores de empresas de pequeña capitalización, que presentaron revalorizaciones significativas, a tenor de su menor exposición internacional y fuerte vínculo con el ciclo económico. Estas empresas cuentan además con el favor de los inversores institucionales, lo que contribuye al alza de sus cotizaciones ante la estrechez de la oferta de este tipo de valores. Asimismo, el escenario de crecimiento y buenas perspectivas económicas se mantiene en 2018, aunque a corto plazo se han incrementado los temores a una guerra comercial suscitada por las medidas de carácter proteccionista de la Administración estadounidense.

---

12 Véanse el comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) (<http://www.cnmv.es/loultimo/NOTACONJUNTAriptoES%20final.pdf>), las consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICO dirigidas a los profesionales del sector financiero (<http://10.10.1.33/portal/verDoc.axd?t={9c76eef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bcj}>) y la correspondiente advertencia de la ESMA (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>).

Así, el Ibex 35, que en los dos trimestres anteriores había acumulado retrocesos del 0,6% y el 3,3% respectivamente, volvió a retroceder en marzo, un 4,4%, situándose en su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2017. Este descenso sigue la tendencia a la baja de los principales índices europeos de referencia<sup>13</sup>, a excepción del italiano, en un entorno de volatilidad al alza y caídas en la contratación, y contrasta con el importante avance de las cotizaciones de las empresas de pequeña capitalización (11,1%). Por su parte, el precio de las acciones de las compañías de mediana capitalización presenta suaves retrocesos (-1,4%). Asimismo, en los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, durante el primer trimestre del año se han observado avances del 11,1% y del 7,5% respectivamente, gracias a las mejores perspectivas de crecimiento de las economías latinoamericanas —especialmente de Brasil<sup>14</sup>—, así como a una menor volatilidad en los tipos de cambio de sus divisas respecto al euro<sup>15</sup>.

*El Ibex 35 cayó un 4,4% en el primer trimestre del año...*

Con la excepción de algunas compañías, todos los sectores terminaron el trimestre con retrocesos, especialmente significativos en el de los bienes de consumo y en el del petróleo y la energía. Entre los primeros, destaca el retroceso de la principal compañía textil, que ha acusado las incertidumbres producidas por su transformación digital, necesaria para afrontar la fuerte competencia de los nuevos modelos de negocio orientados al comercio electrónico; por su parte, las compañías del sector del petróleo y la energía se han visto afectadas por el impacto potencial que tendría en sus cuentas de resultados un cambio regulatorio que redujese la retribución de los ingresos regulados de las empresas eléctricas y gasistas (véase el cuadro 5). Además, los inversores empiezan a considerar la repercusión de un alza de los tipos de interés a medio plazo en los costes financieros de las compañías, especialmente en aquellas con un endeudamiento mayor. En cambio, las compañías más cíclicas han resultado favorecidas por el buen tono del crecimiento económico.

*... con caídas en la mayoría de los sectores del mercado, más intensas en el de los bienes de consumo y en el del petróleo y la energía.*

El retroceso de las cotizaciones en el trimestre, junto al crecimiento de los beneficios empresariales que se esperan en los próximos meses, ha permitido que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 disminuya desde 13,7 a mediados de diciembre hasta 12,7 en marzo, su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2016. Como recoge el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes han presentado durante el trimestre un comportamiento similar, y recogen las correcciones en sus cotizaciones. Con la excepción de la del índice estadounidense S&P 500, todas las ratios se sitúan por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2017: al cierre del ejercicio 2017 todas ellas presentaban valores superiores, salvo la del índice japonés Topix.

*El retroceso de las cotizaciones durante el trimestre, junto con el crecimiento de los beneficios empresariales, ha propiciado una caída de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), hasta su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2016.*

13 Los principales índices europeos también presentaron registros negativos: Eurostoxx 50 (-4,1%), Dax (-6,4%) y Cac (-2,7%). En el lado contrario, el italiano Mib 30 avanzó un 2,6%.

14 El principal índice bursátil del mercado brasileño acumula una revalorización del 11,7%.

15 En el primer trimestre del año el real brasileño se depreció respecto al euro un 2,1%.

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

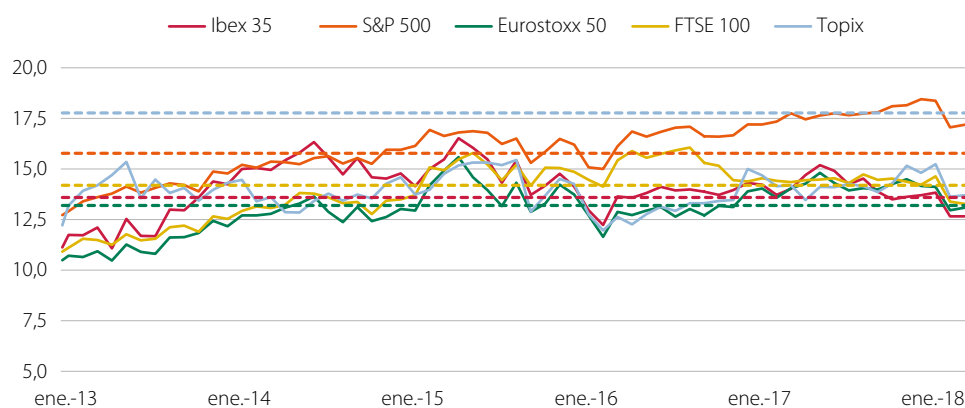
Fuentes: BME y Thomson Datastream.

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.

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

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

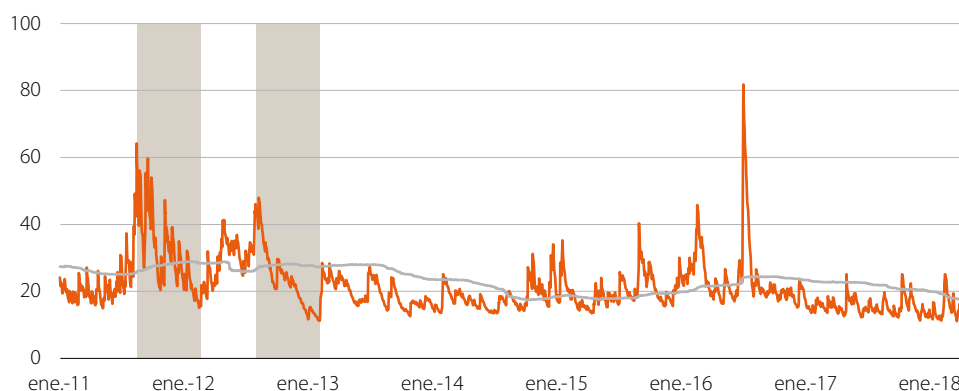
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La volatilidad del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos durante el ejercicio anterior, cuando alcanzó su nivel más bajo desde 2015, inició el trimestre con alzas significativas, igual que sucedió en las principales bolsas internacionales y en línea con un fuerte incremento de la volatilidad en los mercados de valores estadounidenses, donde el indicador VIX llegó a superar el 30%<sup>16</sup>. A finales del primer trimestre la volatilidad del Ibex 35 se moderaba, hasta situarse en torno al 15%, ligeramente por debajo del valor medio del trimestre (15,6%), aunque por encima del valor de cierre del último trimestre de 2017 (13,4%). El comportamiento del mercado español en lo relativo a la volatilidad ha sido similar al de otros índices europeos, como el Eurostoxx 50 (13,4% al final del trimestre), y en todo caso con variaciones menos pronunciadas que las de los índices estadounidenses (el VIX ha venido moviéndose en un rango de 22 puntos porcentuales durante el trimestre).

*La volatilidad, que venía de niveles muy reducidos, aumentó notablemente, igual que en las principales bolsas internacionales.*

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14

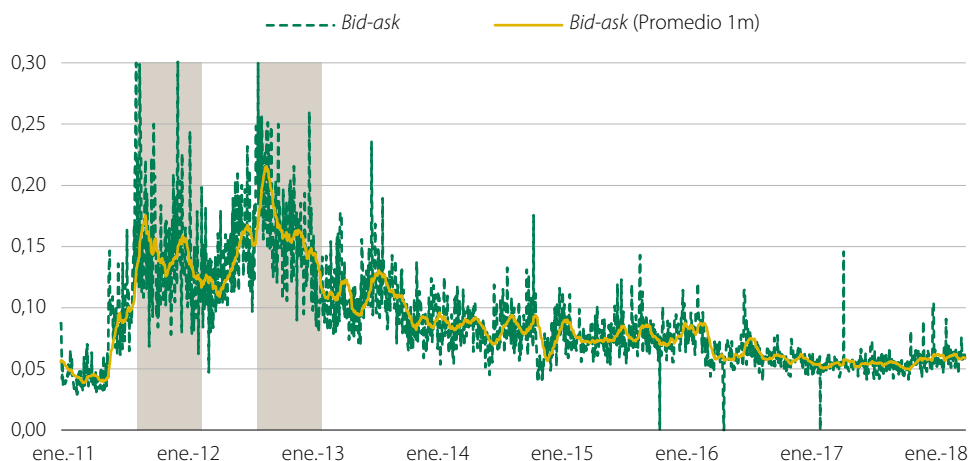


Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. En azul se muestra la volatilidad condicionada y en rojo la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior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

16 A finales de 2017 el índice VIX se situaba por debajo del 10%.

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread (%)

GRÁFICO 15



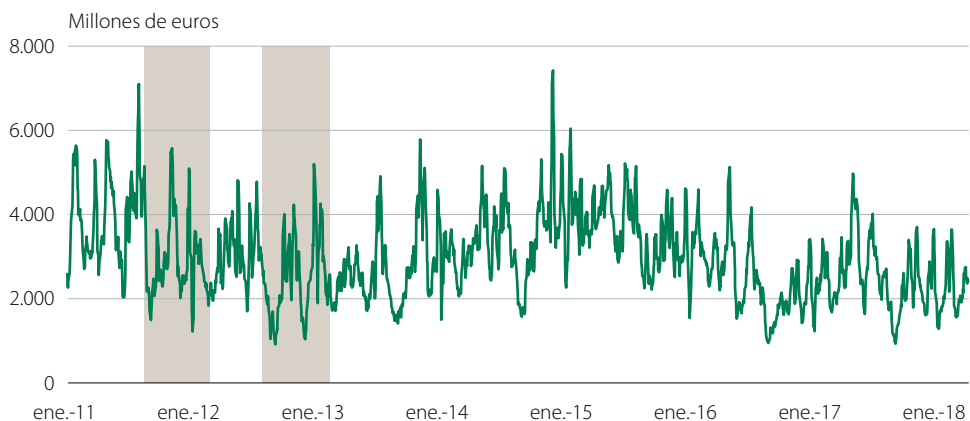
Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior 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.

Las condiciones de liquidez han permanecido en niveles satisfactorios, aunque presentan un ligero deterioro.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas con el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), se han deteriorado levemente en el primer trimestre del año, observándose ligeras alzas del *spread* en las sesiones de mayor volatilidad. Aun así, el diferencial de los precios de compraventa del Ibex se ha situado en el 0,060% en el primer trimestre del año, ligeramente por encima de la media de 2017 (0,054%), pero muy por debajo de la media histórica de este indicador (0,095%).

## 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.

<sup>1</sup> Media móvil de cinco sesiones hábiles.

A pesar del retroceso de las cotizaciones, la contratación de renta variable española ha crecido un 5,4% en términos interanuales.

A pesar de los retrocesos en las cotizaciones de las bolsas, la contratación de renta variable española ha mejorado en términos interanuales durante el primer trimestre, gracias al descenso de las incertidumbres sobre la economía española y al posible incremento de la negociación algorítmica en un entorno de mayor volatilidad, gran

parte de la cual se concentra en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Así, el volumen de contratación de renta variable española ha crecido un 5,4% en el primer trimestre del año, hasta los 234 mil millones de euros, en línea con la tendencia de la mayoría de las bolsas europeas, en las que también se ha producido un incremento de la contratación<sup>17</sup>. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo se ha situado en 2.290 millones de euros este primer trimestre, algo por debajo de la media de 2017 (2.514 millones).

## Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>

CUADRO 6

Importes en millones de euros	2014	2015	2016	2017	III-17	IV-17	I-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>193.005,3</b>	<b>233.038,6</b>	<b>234.555,7</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>193.004,8</b>	<b>233.036,3</b>	<b>234.554,7</b>
BME	849.934,6	925.978,7	631.107,2	634.990,9	125.110,5	154.495,8	143.131,5
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	27.142,3	29.128,9	26.830,1
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	9.601,2	10.880,6	10.900,3
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	19.378,6	23.075,6	46.765,7
Otros <sup>2</sup>	9.019,8	13.566,2	32.984,5	61.346,5	11.772,2	15.455,3	6.927,0
<b>Corros</b>	<b>92,4</b>	<b>246,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>
Madrid	32,7	19,4	3,2	1,8	0,1	0,0	0,0
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	45,2	219,1	4,1	6,3	0,4	2,1	0,9
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>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera <sup>3</sup>	14.508,9	12.417,7	6.033,0	6.908,0	1.318,6	1.143,0	1.153,0
MAB	7.723,2	6.441,7	5.066,2	4.985,8	1.010,5	1.317,3	1.401,5
Latibex	373,1	258,7	156,7	130,8	12,3	16,1	43,8
ETF	9.849,4	12.633,8	6.045,2	4.464,1	699,3	1.472,8	981,0
Total contratación BME	882.482,3	957.990,5	648.418,9	651.488,5	128.151,5	158.447,5	146.711,9
% RV española en BME respecto al total RV española	84,8	80,1	71,9	68,3	65,1	66,7	61,4

Fuentes: 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.
- 2 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y SMN.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, cabe señalar que la negociación producida en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación se ha situado en 91.423 millones de euros en el primer trimestre del año, el valor más alto de toda la serie histórica, lo que representa un crecimiento del 32% respecto al mismo periodo de 2017, mientras que la efectuada en Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha disminuido un 6,6%. De esta forma, la contratación de

*La contratación de valores españoles en el exterior ha representado en el trimestre casi el 40% de la cotización total de estos valores.*

17 Fuente: Federation of European Securities Exchanges (FESE). Datos hasta febrero de 2018.



valores españoles en los mercados exteriores, cuya cuota se había reducido en el último trimestre del año anterior hasta representar en torno a un tercio del total contratado, ha vuelto a crecer de modo significativo en 2018, hasta aproximarse al 40%, su máximo histórico, por encima del 33,3% del trimestre anterior y del 31,7% del conjunto de 2017. En cuanto a la composición de la contratación de las acciones españolas en el exterior, destaca el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe), que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X, que con más de 73.500 millones de euros contratados ha concentrado más de dos tercios del total negociado en el exterior y el 51% de lo contratado en el mercado de origen. Por el contrario, tanto Turquoise como el resto de los operadores, que habían crecido de modo destacado en el ejercicio anterior, han visto reducidas sus cuotas de mercado, hasta representar el 11,9% y el 7,6% respectivamente.

*La aplicación del reglamento MiFIR en relación con las obligaciones de transparencia de órdenes de negociación a precios referenciados a otro mercado...*

En el ámbito de la negociación, cabe señalar que la CNMV acordó el pasado 8 de marzo suspender durante seis meses la utilización de las exenciones a las obligaciones de transparencia de órdenes de negociación a precios referenciados a otro mercado<sup>18</sup>, por haberse superado el umbral de negociación del 8% al que hace referencia el artículo 5.1 b del MiFIR, respecto a la negociación de trece valores<sup>19</sup>. El MiFIR (Reglamento europeo 600/2014) establece ciertos requisitos de transparencia previa a la negociación aplicables a acciones y otros instrumentos financieros, y reconoce asimismo que los centros de negociación pueden solicitar a la autoridad competente la aplicación de exenciones (*waivers*) relativas a órdenes a precios referenciados y a operaciones negociadas o preacordadas. Sin embargo, esta regulación indica que con el fin de que estas exenciones no entorpezcan el proceso de formación de precios, la negociación de los valores no debe superar ninguno de los dos límites establecidos a la negociación (*double volume cap*), de manera que, si se sobrepasan, las exenciones quedarán en suspenso durante seis meses.

*... determinó que en marzo la CNMV acordara suspender para trece valores las exenciones a estas obligaciones de transparencia durante seis meses, por haber superado determinados umbrales de negociación.*

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. El 7 de marzo la ESMA publicó por primera vez los valores que superaron los límites al volumen negociado, entre los que se encontraban trece valores de instrumentos admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas. Esta información propició la decisión de la CNMV de suspender para estos valores la exención a las obligaciones de transparencia hasta el 12 de septiembre de este año.

*La emisión de nuevas acciones se ha debido en gran medida a las ampliaciones de capital bajo las modalidades de dividendo elección y contrapartida no monetaria. Además, ha tenido lugar una OPV de una compañía inmobiliaria.*

En el primer trimestre del año, las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales han alcanzado los 3.904 millones de euros, menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del año anterior, cuando tuvo lugar la reestructuración financiera de Abengoa. Si descontamos el importe emitido por esta compañía, las emisiones de renta variable realizadas en el primer trimestre del año habrían crecido un 34,7% respecto al mismo periodo de 2016. En esta ocasión se ha producido una oferta pública de venta de acciones (OPV) por un importe de 645 millones de euros, correspondiente a una compañía inmobiliaria, igual que sucedió en el último trimestre de 2017. Por otro lado, las ampliaciones de capital se han repartido principalmente entre

18 Reguladas en virtud del artículo 4.1 del MiFIR, en las Bolsas de Valores.

19 Véase la comunicación [www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d4ab4246-6ddb-41f4-b0d5-1d05866a4399}](http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d4ab4246-6ddb-41f4-b0d5-1d05866a4399})



la modalidad de dividendo elección, que ha alcanzado valores superiores a los del mismo periodo de 2017<sup>20</sup>, y, en menor medida, la modalidad con contrapartida no monetaria, que ha crecido por la emisión de acciones de Bankia en la absorción del Banco Mare Nostrum (BMN). Aumentan también las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente, hasta alcanzar los 575 millones de euros.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 7

	2015	2016	2017	II-17	III-17	IV-17	I-18
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>15</b>
Ampliaciones de capital	45	45	44	13	17	17	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	3	0	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
Ampliaciones de capital	99	79	82	14	18	24	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) <sup>2</sup>	12	2	7	4	0	1	1
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Total</b>	<b>37.065,5</b>	<b>20.251,7</b>	<b>32.538,1</b>	<b>11.068</b>	<b>8.591</b>	<b>2.656,7</b>	<b>3.904,8</b>
Ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	10.049,8	8.590,6	2.089,5	3.259,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	807,6	956,2	687,5	68,8	100,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	850,3	1.152,5	720,1	1.362,8
De las cuales dividendo elección <sup>3</sup>	9.627,8	5.898,3	3.807,3	850,3	1.152,5	720,1	1.362,8
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	23,6	0,0	125,5	1,6
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	365,2	1.791,7	8.469,3	8.122,6	238,8	49,9	1.179,1
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	11,7	7.102,9	531,6	574,7
Otras ampliaciones (incluye colocaciones aceleradas)	8.939,7	2.390,2	6.880,5	354,1	27,6	562,4	141,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8.331,6	506,6	2.944,5	1.018,0	0,0	567,3	645,7
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	16	15	13	6	1	3	1
Número de emisiones	18	21	15	6	1	4	3
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	84,2	10,9	26,2	13,2
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	84,2	10,9	26,2	13,2
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	14,1	0,0	3,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: 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 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.

4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

20 Es habitual que en los primeros días de enero de cada año varias compañías de gran tamaño —principalmente del sector eléctrico y del gas— distribuyan dividendos bajo la modalidad de dividendo elección.

A lo largo de 2017 la Comisión Europea concretó muchas de las medidas de su «Plan de acción para alcanzar una unión de los mercados de capitales» en 2019 (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*). Con él se pretende mejorar el acceso del ahorro a la inversión y proporcionar fuentes de financiación distintas de las bancarias. En enero la Comisión Europea realizó una consulta pública sobre la eficacia de las medidas que ya se habían adoptado, con el objetivo de revisar la estrategia inicial, y en junio se publicó una comunicación sobre la revisión intermedia del plan. Entre las principales actuaciones ya adoptadas destacan las siguientes:

- **Financiar la innovación, las empresas de reciente creación o las no admitidas a negociación:** i) acuerdo de los legisladores sobre la revisión de los Reglamentos EuVECA<sup>1</sup> y EuSEF<sup>2</sup>; ii) publicación de un informe sobre prácticas para aplicar incentivos fiscales al capital riesgo y a los *business angels*; iii) publicación del plan de acción en el ámbito FinTech, y iv) publicación de una propuesta normativa sobre plataformas de participación financiera a nivel europeo.
- **Facilitar la financiación a las empresas en los mercados de capitales:** i) publicación del Reglamento de folletos; ii) publicación de un informe de expertos sobre la liquidez del mercado de bonos corporativos; iii) publicación de un informe con lanzamiento de consulta pública sobre las barreras de las pymes para acceder a los mercados de capitales y en expansión, y iv) publicación de una propuesta normativa para mejorar la proporcionalidad de los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión.
- **Promover las inversiones a largo plazo, sostenibles y en infraestructuras:** i) en el ámbito del Reglamento y la Directiva de requisitos de capital, acuerdo sobre la calibración de las inversiones en infraestructuras; ii) publicación de una consulta pública sobre cuáles deben ser los deberes de los inversores institucionales y gestores de activos en materia de sostenibilidad; iii) publicación de un plan de acción sobre finanzas sostenibles, y iv) propuesta normativa sobre distribución transfronteriza de fondos.
- **Promover la inversión minorista:** i) estudio sobre los sistemas de distribución de los productos de inversión para minoristas, y ii) estudio en curso encomendado a las Autoridades Europeas de Supervisión sobre los costes y rendimientos pasados de las principales categorías de productos de inversión, seguros y pensiones destinados a clientes minoristas.
- **Subrayar la capacidad de los bancos para apoyar la economía:** i) acuerdo político sobre la propuesta normativa de titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas, y ii) publicación de una propuesta normativa sobre la emisión de bonos garantizados.
- **Reforzar la capacidad de los mercados de capitales:** i) publicación de una propuesta de revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, y ii) diseño de una estrategia en la UE para el desarrollo de mercados locales y regionales.

- **Facilitar la inversión transfronteriza:** i) publicación de un informe sobre las barreras a la libre circulación de capitales; ii) publicación de un informe de expertos y lanzamiento de una consulta pública sobre las denominadas barreras Giovannini en el área de la posnegociación; iii) publicación de un código de conducta sobre el derecho de retención en cuenta —*withholding tax*—; iv) adopción de un reglamento relativo al establecimiento del programa de apoyo de reformas estructurales para el periodo 2017-2020; v) publicación de una propuesta normativa sobre la ley aplicable en caso de transmisiones transfronterizas de reclamaciones de deudas, y vi) publicación de una comunicación sobre la ley aplicable en caso de conflictos de leyes en valores.

1 Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos.

2 Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales, como los europeos, se habían mantenido relativamente estables en los últimos meses de 2017, aunque con la vista puesta en un endurecimiento de la política monetaria del BCE, cuyos programas de compras previsiblemente irán reduciéndose a lo largo del año hasta desaparecer. La confirmación que en enero hizo el BCE de la extensión hasta septiembre de su programa de compras<sup>21</sup>, aunque con un importe reducido a 30 mil millones de euros mensuales, así como la eliminación de la posibilidad de extender la cuantía del mencionado programa provocaron suaves alzas en las rentabilidades de la mayoría de los activos de deuda a medio y largo plazo en Europa, tanto públicos como privados.

*La expectativa de una normalización de la política monetaria provocó suaves alzas en las rentabilidades de la deuda pública y privada a medio y largo plazo en Europa...*

En España, los ascensos se han visto más que compensados por la caída de la prima de riesgo que tuvo lugar tras las alzas del *rating* soberano calculadas por Fitch y Standard & Poor's<sup>22</sup>. En este contexto, los tipos de deuda pública española, igual que los de Portugal<sup>23</sup> e Italia, han presentado ligeros retrocesos, más intensos en los plazos más largos, favorecidos por la mejora de su riesgo de crédito. Por su parte, los tipos de la renta fija privada también han tenido un leve sesgo bajista, dado además que todavía se han visto favorecidos por el programa de compra de deuda corporativa del BCE<sup>24</sup>. La prima de riesgo de crédito española ha descendido notablemente, hasta los 67 p.b., su valor más bajo desde el inicio de la crisis de la deuda soberana

*... compensadas en España por el descenso de la prima de riesgo, que se ha visto favorecida por la buena evolución económica, la mejora del rating y el descenso de las incertidumbres políticas.*

21 El BCE confirmó a finales de enero que las compras netas de activos por un importe de 30 mil millones de euros mensuales se extenderían hasta el final de septiembre, y en marzo confirmó que eliminaba la posibilidad de acordar un aumento del volumen de compras de activos.

22 Fitch mejoró en enero su calificación de la deuda soberana española desde BBB+ hasta A- con perspectiva estable, mientras que Standard & Poor's lo hizo en la segunda mitad de marzo desde BBB+ hasta A- con perspectiva positiva.

23 En septiembre de 2017, Standard & Poor's elevó el *rating* de Portugal hasta BBB-, con lo que su deuda quedaba fuera de la calificación de especulativa.

24 En el marco de su programa de compras de deuda (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés), que acumulaba a mediados de marzo compras de deuda pública por un importe de 1,94 billones de euros, 235.740 millones correspondían a títulos españoles.

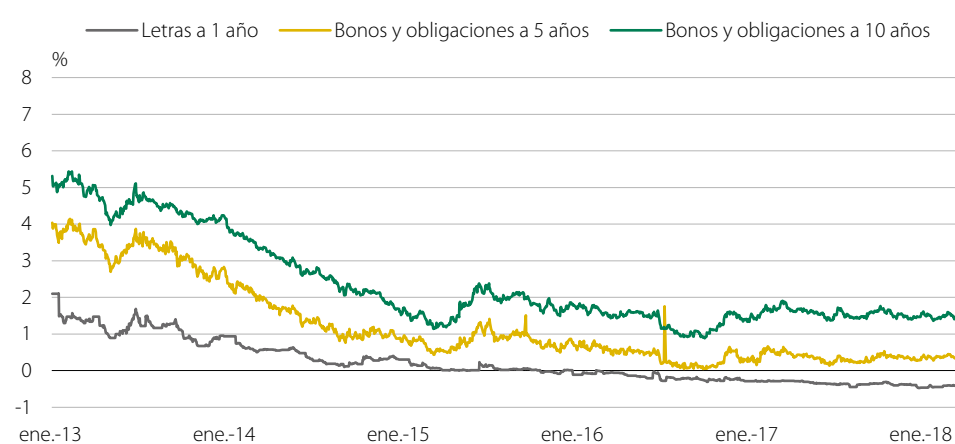
en 2010. Esta caída se explica por la mejora de la economía, por la revisión al alza del *rating* soberano que queda apuntada y por el descenso de las incertidumbres políticas.

*A pesar de las expectativas de un encarecimiento progresivo de la financiación a largo plazo, las emisiones de deuda de emisores españoles han caído.*

A pesar del contexto favorable, las emisiones de deuda de los emisores españoles han disminuido moderadamente en el primer trimestre del año, si bien su evolución no ha sido homogénea entre los distintos tipos de activos. En particular, se observan avances interanuales en las emisiones de cédulas y pagarés, mientras que las emisiones de bonos (tanto las registradas en la CNMV como en el exterior) retroceden a pesar de las expectativas del encarecimiento progresivo de la financiación a largo plazo. Es probable que los emisores españoles cubrieran en 2017 gran parte de sus necesidades financieras, aprovechando el buen momento del mercado.

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

*El rendimiento de la deuda pública a corto plazo se mantiene en mínimos históricos, tras más de dos años en valores negativos.*

Los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo, que habían cerrado 2017 en mínimos históricos, apenas han presentado cambios en el primer trimestre del año para los plazos más cortos, y han tenido un comportamiento algo más dispar a medio y largo plazo. Así, a pesar de las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria en la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a corto plazo se ha mantenido en valores negativos, con lo que se suceden más de dos años en esta situación. Sus movimientos han seguido condicionados por la política monetaria acomodaticia del BCE, cuyos tipos oficiales han permanecido en mínimos históricos. Así, a finales de marzo, la rentabilidad en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses se situaba en el -0,55%, el -0,46% y el -0,42% respectivamente, unos niveles similares a los del trimestre anterior y ligeramente por debajo del rendimiento mínimo anual del -0,40% establecido por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo marginal de depósito). Todas las subastas de letras han continuado resolviéndose a tipos negativos, y las últimas efectuadas en marzo se han adjudicado a tipos similares a los de las subastas previas, incluso inferiores en algunos plazos. Los tipos de la deuda corporativa a corto plazo muestran un comportamiento similar, con cambios poco significativos en el trimestre. Su rendimiento en el momento de su emisión se situaba entre el 0,24% de la referencia a doce meses y el 0,29% de los pagarés a tres meses (véase el cuadro 8).

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

CUADRO 8

%	dic.-15	dic.-16	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17	mar.-18
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,41	-0,42	-0,62	-0,55
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,39	-0,39	-0,45	-0,46
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,36	-0,36	-0,42	-0,42
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,18	0,28	0,39	0,29
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,42	0,04	0,26	0,22
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,10	-0,03	0,19	0,24

Fuentes: 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 medio y largo plazo iniciaron el trimestre con alzas en Europa, pero en España estas alzas se vieron compensadas posteriormente por el descenso de la prima de riesgo, que ha permitido que la referencia a diez años se mantenga en mínimos históricos. Así, la rentabilidad de la deuda pública a tres, cinco y diez años en el mercado secundario se situaba de media en marzo en el -0,07%, el 0,30% y el 1,35% respectivamente (véase el cuadro 9). Las referencias a tres y cinco años apenas han variado su rendimiento, si bien cabe señalar que hasta el plazo de cuatro años este sigue siendo negativo. El rendimiento de la deuda a diez años disminuyó 9 p.b.

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó gracias a la caída de la prima de riesgo.*

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

CUADRO 9

%	dic.-15	dic.-16	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17	mar.-18
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,15	-0,07	-0,09	-0,07
5 años	0,72	0,35	0,31	0,22	0,31	0,31	0,30
10 años	1,72	1,44	1,46	1,46	1,57	1,46	1,35
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	0,66	0,69	0,44	0,62	0,55	0,44	0,51
5 años	1,95	1,43	0,41	1,05	0,91	0,41	0,39
10 años	2,40	2,14	1,16	1,82	1,92	1,16	1,04

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

El comportamiento de las rentabilidades de la deuda corporativa ha sido similar, puesto que a pesar de las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria, que favorecen el aumento de los rendimientos, los inversores siguen apostando por las compras de deuda corporativa, un factor que los presiona a la baja. En este contexto, se observa un alza de 7 p.b. en las rentabilidades de la deuda corporativa a tres años en el primer trimestre de este año, hasta situarse en el 0,51%, mientras que en los plazos de cinco y diez años el rendimiento descendió 2 p.b. y 12 p.b., hasta el 0,39% y el 1,04% respectivamente, beneficiándose todavía del impacto positivo

*También disminuyó el rendimiento de la deuda corporativa, favorecido por las incertidumbres en los mercados de renta variable y el impacto positivo del programa de compras de deuda del BCE, pese a ser cada vez más limitado.*

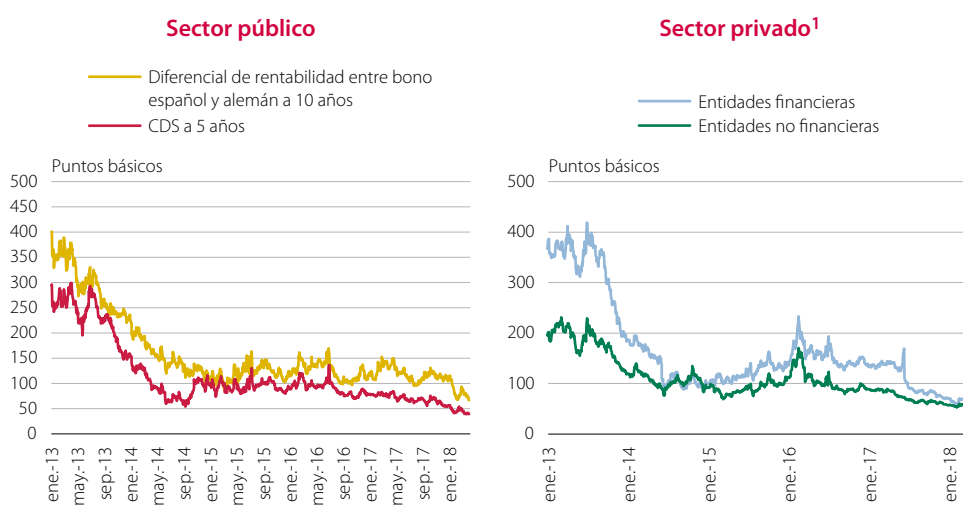
del programa de compras de deuda corporativa del BCE, parte de las cuales se realizan directamente en el mercado primario<sup>25</sup> y se concentran en las emisiones con vencimientos más largos.

*La prima de riesgo soberano disminuyó de modo destacado (casi 50 p.b., hasta los 67 p.b.), situándose en su nivel más bajo desde el año 2010.*

La prima de riesgo soberano comenzó el trimestre con descensos significativos propiciados por la evolución positiva de la economía española, tal y como recogía la mejora del *rating* de la deuda soberana, a lo que se suma el descenso de las incertidumbres de carácter político y, en menor medida, el impacto positivo del mantenimiento de los programas de compras de deuda pública del BCE. Así, la prima de riesgo, medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a diez años, se situaba en 67 p.b. a finales de marzo, por debajo de los 114 p.b. de principios de año. El descenso acumulado en el primer trimestre ha sido por tanto cercano a los 50 p.b., lo que sitúa la prima de riesgo en su nivel más bajo desde 2010, cuando comenzó la crisis de la deuda soberana en Europa. La prima de riesgo de crédito, evaluada mediante el CDS del bono soberano español, ha seguido una tendencia similar, aunque la cuantía de su retroceso es más discreta. Así, su valor al cierre del trimestre era de 39 p.b., por debajo de los 57 p.b. con que comenzó el año y el más bajo desde 2008 (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

## Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

*Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía han aumentado ligeramente, lo que podría deberse al impacto que tendría un endurecimiento de la política monetaria en sus gastos financieros.*

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía han presentado un comportamiento divergente al de la deuda soberana, con ligeras alzas, que podrían explicarse por las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria del BCE y el impacto que tendría el incremento del coste de la financiación en las compañías más endeudadas. Las entidades financieras, aunque a priori un escenario de normalización de la política monetaria y de alzas de tipos favorece la ampliación de sus márgenes, podrían acusar un escenario de mayor volatilidad en los mercados, además de mayores incertidumbres en su negocio como consecuencia del incremento

25 Las compras en el mercado primario se situaban en febrero en el 16,13% del total de las compras realizadas en el marco de este programa.

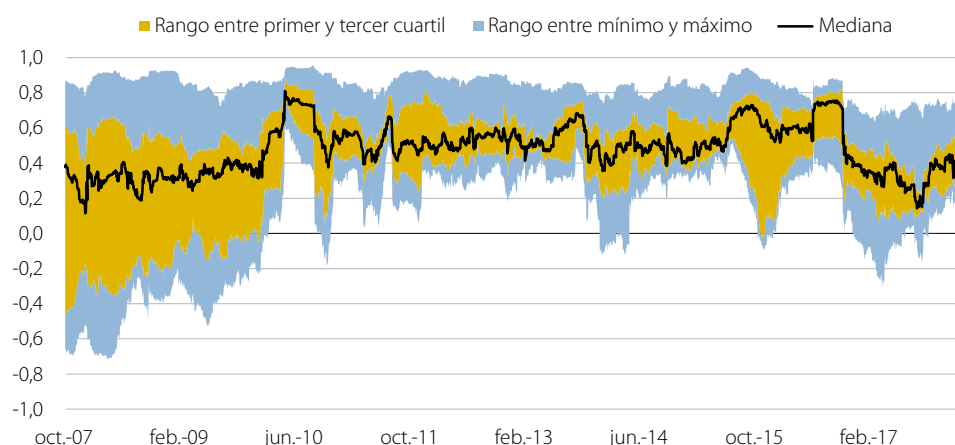
de los gastos financieros de sus clientes. Además, aunque no ha existido un programa específico de compra de su deuda, estas entidades se beneficiaron del efecto positivo de los programas de compras de cédulas hipotecarias y titulizaciones (los denominados CBPP3 y ABSPP respectivamente, por sus siglas en inglés<sup>26</sup>), cuyas compras también se han reducido. Por su parte, las primas de riesgo de las grandes compañías no financieras habrían acusado ambos efectos, es decir, tanto el efecto del posible incremento de los tipos de interés como el menor impacto del programa de compras de deuda corporativa<sup>27</sup>. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales del trimestre en 76 p.b., por encima de los 70 p.b. del cierre de 2017; mientras que en las entidades no financieras la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 62 p.b., frente a los 58 p.b. con los que empezó el año.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros aumentó de forma notable en el segundo semestre de 2017, coincidiendo con los momentos de mayor tensión de la crisis institucional catalana. Desde entonces este valor se ha mantenido relativamente estable, con un alza transitoria hasta alcanzar al principio del trimestre su valor máximo del último año. A pesar de ello, se mantiene por debajo del promedio observado en la última década.

*La correlación entre los precios de los activos, que había aumentado en el segundo semestre de 2017, se ha mantenido estable.*

#### Indicador de correlación entre clases de activos<sup>1</sup>

GRÁFICO 19



Fuentes: 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 comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en 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 cinco años del Banco Popular.

26 Hasta 16 de marzo, el programa CBPP3 (programa de compras de bonos garantizados) acumulaba *covered bonds* por un importe de 249.571 millones de euros (de los cuales el 35,6% adquirido en el mercado primario), mientras que el programa ABSPP (programa de compras de titulizaciones) presentaba un saldo de 26.272 millones de euros (de los cuales el 45,6% adquirido en el mercado primario).

27 El BCE ha adquirido valores de 17 emisores españoles en el marco de este programa.

*El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV ha caído en el primer trimestre...*

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre del año han alcanzado los 19.959 millones de euros, un 22% menos que las registradas en el mismo periodo de 2017. El volumen de emisiones, que se mantiene en niveles reducidos, sigue condicionado por las menores necesidades de financiación de las entidades financieras, la competencia de la financiación bancaria tradicional —cuyas condiciones han mejorado de modo significativo tanto en precio como en volumen— y el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías. En términos absolutos, las mayores caídas se han producido en las emisiones de bonos y obligaciones, que quedan en menos de la mitad, hasta situarse por debajo de los 5.000 millones de euros. Por el contrario, el mayor crecimiento se observa en las emisiones de cédulas hipotecarias, que se han multiplicado casi por tres. Es posible, en relación con el dinamismo de estos últimos activos, que las entidades financieras hayan optado por aprovechar las facilidades que ofrece el BCE antes de que desaparezcan o se endurezcan<sup>28</sup>. Asimismo, destaca una emisión de CaixaBank de participaciones preferentes contingentemente convertibles perpetuas, por un importe de 1.250 millones de euros, destinadas a inversores institucionales.

*... mientras que las de emisores españoles en el exterior vuelven a crecer, aunque en gran medida concentradas en la deuda a corto plazo.*

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (hasta febrero) han sido ligeramente superiores a las efectuadas en el mismo periodo de 2017, y alcanzan casi los 15.000 millones de euros. El mayor aumento corresponde a las emisiones de pagarés, que se han multiplicado por tres, mientras que los activos a largo plazo caen a la mitad. En términos relativos, el peso de estas emisiones se sitúa en el 46% del importe total emitido por las empresas españolas en 2017, y los datos preliminares de este año parecen indicar que su relevancia en relación con las emisiones totales va a seguir siendo significativa. Finalmente, cabe destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se sitúan en 15.550 millones de euros, un 30% más que en 2017. De este importe, casi el 60% corresponde a empresas no financieras y el resto a bancos. En general, las empresas españolas han seguido emitiendo deuda, al anticipar un encarecimiento de esta vía de financiación, una vez que el BCE empiece a normalizar su política monetaria.

---

28 Aunque su volumen está limitado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, las cédulas hipotecarias se benefician en sus costes de emisión del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3).



## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 10

	2014	2015	2016	2017	2017		2018
					III	IV	I
<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>13.156</b>	<b>47.852</b>	<b>19.959</b>
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	5.175	13.349	5.125
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	1.125	12.632	4.983
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750	53	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.008	28.370	35.505	29.415	2.969	16.328	5.431
Pagarés de empresa <sup>1</sup>	33.654	27.310	22.960	17.911	2.906	5.544	3.170
De titulización	620	2.420	1.880	1.800	0	800	0
Resto de pagarés	33.034	24.890	21.080	16.111	2.906	4.744	3.170
Otras emisiones de renta fija	0	0	1.500	981	981	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	0	0	1.250
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	7.999	5.452	4.279	6.505	1.370	1.659	1.857
Emisiones aseguradas	196	0	421	0	0	0	0
	2014	2015	2016	2017	2017		2018
					III	IV	I <sup>2</sup>
<b>En el exterior por emisores españoles</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>22.701</b>	<b>18.379</b>	<b>14.866</b>
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	14.931	11.445	5.038
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	1.750	2.094	0
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	1.050	0	0
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	12.131	9.351	5.038
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.455	32.984	26.932	23.646	7.770	6.934	9.828
Pagarés de empresa	21.455	32.984	26.932	23.646	7.770	6.934	9.828
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>							
	2014	2015	2016	2017	2017		2018
					III	IV	I <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>42.170</b>	<b>55.286</b>	<b>56.674</b>	<b>65.423</b>	<b>12.075</b>	<b>21.872</b>	<b>15.550</b>
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	20.309	3.777	8.622	6.517
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.114	8.298	13.250	9.033

Fuentes: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 28 de febrero.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>29</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión avanzó más de un 11% en 2017, en gran medida gracias a las elevadas suscripciones realizadas por los partícipes, especialmente en fondos globales y de renta variable...*

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 11,5% a lo largo de 2017, hasta alcanzar los 265.195 millones de euros, consolidándose la senda expansiva iniciada en 2013 (véase el cuadro 12). Casi el 80% de este crecimiento se debió a las suscripciones por parte de los inversores, que ascendieron, en términos netos, a 21.338,4 millones de euros acumulados a lo largo del año, de los que 5.645,1 millones correspondieron al último trimestre (véase el cuadro 11). No obstante, este comportamiento no se produjo de forma generalizada en todas las categorías de fondos. Por un lado, los fondos globales fueron los que mostraron un comportamiento más favorable, con unas suscripciones netas de 12.984,3 millones de euros, seguidos, a una cierta distancia, por los fondos de renta variable mixta y de renta variable internacional, cuyas suscripciones netas fueron de 5.509,6 y 4.502,9 millones respectivamente. También experimentaron elevadas suscripciones los fondos de retorno absoluto, cuya cifra fue de 4.378,9 millones.

*... y a pesar de las desinversiones en las categorías más conservadoras.*

Por el contrario, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron en los fondos de gestión pasiva y en los de renta fija, con descensos de 4.580,8 millones de euros en el primer caso y 2.998,7 en el segundo. En 2016 el patrimonio de estas dos categorías había mostrado crecimientos sustanciales, gracias a las elevadas suscripciones. Los fondos garantizados de renta fija, por su parte, dentro de la trayectoria contractiva de los últimos años, experimentaron unos reembolsos netos de 2.890 millones de euros. De esta forma, podría deducirse que los inversores volvieron a la tendencia iniciada en 2013 y que se revirtió parcialmente en 2016, al elegir fondos con un nivel de riesgo medio-alto en detrimento de los más conservadores, en busca de rentabilidades más altas.

*La rentabilidad de la cartera de los fondos también tuvo un efecto positivo en el incremento patrimonial, ya que alcanzó el 2,4%, siendo especialmente elevada durante el primer trimestre.*

El rendimiento de la cartera de los fondos a lo largo de 2017 también contribuyó al avance patrimonial, ya que se situó en el 2,42%, una cifra superior a la del ejercicio anterior, que se cerró con una rentabilidad del 0,98%. En términos generales, el primer trimestre fue el que experimentó el mejor comportamiento, fundamentalmente en el caso de los fondos de inversión con un mayor peso de la renta variable en sus carteras, gracias a la elevada revalorización de las acciones durante dicho periodo. Los fondos con mayores rentabilidades fueron los de renta variable euro y los de renta variable internacional, con un 11,16% y un 8,75% respectivamente. Únicamente los fondos de renta fija terminaron el año con una rentabilidad negativa, en este caso del -0,13%, correspondiendo el rendimiento más bajo al último trimestre (-0,08%).

---

29 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.

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>23.466,6</b>	<b>13.782,4</b>	<b>21.338,4</b>	<b>6.266,4</b>	<b>5.968,3</b>	<b>3.458,6</b>	<b>5.645,1</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-5.351,4	7.613,8	-2.998,7	-1.952,6	-1.181,5	66,4	69,0
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	21.167,5	-3.177,6	2.501,7	1.151,3	395,1	242,7	712,6
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	8.153,8	-3.030,2	5.509,6	1.529,4	1.679,7	810,2	1.490,3
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	468,9	-542,9	2.544,9	397,9	957,7	646,3	543,0
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.060,5	346,6	4.502,9	1.961,7	403,2	1.022,7	1.115,3
Gar. rta. fija	-6.807,4	-3.202,7	-2.890,0	-832,0	-778,5	-931,7	-347,8
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.599,8	5.478,4	-588,4	844,6	-439,5	-454,4	-539,1
Fondos globales	5.805,3	3.579,9	12.984,3	3.350,4	4.353,3	1.641,8	3.638,8
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-6.264,2	5.790,0	-4.580,8	-1.181,4	-1.215,0	-734,2	-1.450,2
Retorno absoluto <sup>7</sup>	4.811,4	946,4	4.378,9	997,0	1.793,8	1.148,9	439,2

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.

La reducción de la oferta de fondos iniciada en 2013, debido al proceso de racionalización que estaban llevando a cabo las sociedades gestoras (su número se redujo en 457 en cuatro años), continuó en 2017, aunque con menos fuerza que en otros ejercicios. Así, el número de fondos era de 1.741 a finales de año, 64 menos que al cierre de 2016. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta fija, con 43 fondos menos, seguidos por los fondos de gestión pasiva y los de renta fija, cuya reducción fue de 18 y 13 respectivamente. En el lado opuesto, la tipología que experimentó un mayor incremento fue la de los fondos globales, con 22 más, prolongándose la tendencia expansiva de 2016, cuando su número aumentó en 25. También se incrementó el número de fondos de renta variable internacional y el de fondos mixtos de renta variable y fija, con 10, 8 y 7 fondos más respectivamente.

*El número de fondos continuó descendiendo en 2017, hasta situarse en 1.741, prolongándose la disminución que comenzó en 2013, aunque con menos fuerza que en ejercicios anteriores.*

En línea con el comportamiento del patrimonio, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó un 24,6%, hasta situarse por encima de los 10,2 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta variable internacional, con 693 mil partícipes más, seguidos de los fondos globales y de los de renta variable euro, con un aumento de 428 mil y 315 mil partícipes respectivamente. Los fondos garantizados de renta fija, cuyo número de partícipes ha ido descendiendo paulatinamente desde 2013, cuando llegaron a tener más de un millón, fueron los que registraron la mayor salida de inversores, con 118 mil partícipes menos, hasta los 190 mil. También experimentaron una salida de partícipes los fondos de gestión pasiva, con 107 mil menos, y, en menor medida, los garantizados de renta variable, cuyo descenso fue de 24 mil.

*El número de partícipes evolucionó en línea con el patrimonio y registró un aumento del 25% en 2017, hasta quedar por encima de los 10 millones.*

Número	2015	2016	2017	2017			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.804</b>	<b>1.805</b>	<b>1.741</b>	<b>1.815</b>	<b>1.804</b>	<b>1.795</b>	<b>1.741</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	319	306	290	296	299	294	290
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	132	148	155	154	154	158	155
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	142	168	176	172	173	177	176
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	109	112	111	114	112	113	111
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	200	201	211	209	212	210	211
Gar. rta. fija	186	122	79	111	100	90	79
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	205	198	188	201	197	190	188
Fondos globales	178	203	225	208	217	223	225
De gestión pasiva <sup>7</sup>	213	220	202	218	212	213	202
Retorno absoluto <sup>7</sup>	97	106	104	111	107	106	104
<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>247.279,3</b>	<b>253.581,1</b>	<b>258.466,2</b>	<b>265.195</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	65.583,8	74.226,4	70.563,9	72.038,9	71.124,9	70.297,1	70.563,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	44.791,8	40.065,6	43.407,0	41.468,7	41.777,8	42.668,4	43.407,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	21.502,9	16.310,6	22.386,7	18.159,5	19.831,4	20.754,6	22.386,7
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	9.092,9	8.665,9	12.203,2	9.874,5	10.996,5	11.753,3	12.203,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	17.143,2	17.678,8	24.064,6	20.687,1	20.994,3	22.445,3	24.064,6
Gar. rta. fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	7.694,5	6.858,1	5.828,2	5.456,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	9.966,6	15.475,7	15.417,5	16.418,9	16.183,3	15.909,7	15.417,5
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	24.735,0	29.044,8	31.439,9	35.511,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>	17.731,1	23.601,6	19.477,8	22.701,7	21.601,5	20.972,4	19.477,8
Retorno absoluto <sup>7</sup>	11.228,1	12.215,2	16.705,9	13.474,6	15.142,6	16.371,3	16.705,9
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>7.682.947</b>	<b>8.253.611</b>	<b>10.287.454</b>	<b>9.332.934</b>	<b>9.569.922</b>	<b>10.068.296</b>	<b>10.287.454</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.554.194	2.656.675	2.660.197	2.627.547
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.169.480	1.114.668	1.154.688	1.197.523
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	612.276	448.491	584.408	485.795	533.200	552.773	584.408
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	422.469	395.697	710.928	429.147	515.999	663.541	710.928
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.505.724	1.547.970	1.790.875	1.865.367
Gar. rta. fija	423.409	307.771	190.075	273.188	239.787	205.956	190.075
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	417.843	552.445	527.533	576.664	560.146	542.772	527.533
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	857.135	903.273	985.627	1.086.937
De gestión pasiva <sup>7</sup>	554.698	746.233	638.966	723.472	697.071	673.604	638.966
Retorno absoluto <sup>7</sup>	479.182	565.325	858.170	743.411	786.472	823.971	858.170
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>	<b>2,42</b>	<b>1,35</b>	<b>0,16</b>	<b>0,56</b>	<b>0,33</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	0,10	0,52	-0,13	-0,07	-0,03	0,05	-0,08
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	0,16	0,27	1,10	0,58	0,02	0,38	0,12
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	0,15	1,19	3,23	1,95	-0,12	0,80	0,57
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	3,44	2,61	11,16	8,57	2,06	0,55	-0,23
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	7,84	4,15	8,75	5,67	-0,46	2,09	1,27
Gar. rta. fija	0,27	-0,03	0,72	-0,35	0,48	0,29	0,30
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1,07	0,19	1,61	0,41	0,68	0,48	0,03
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	2,08	0,07	0,94	1,31
De gestión pasiva <sup>7</sup>	0,53	1,16	2,13	1,30	0,52	0,50	-0,20
Retorno absoluto <sup>7</sup>	0,12	0,38	1,44	0,50	0,27	0,43	0,23

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 2014, 2015 y 2016. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Con los datos provisionales del mes de enero de este año, parece que la tendencia expansiva de la inversión colectiva continúa. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,2%, hasta superar los 270 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado hasta los 10,5 millones. El número de fondos, por su parte, se habría mantenido bastante estable.

*Durante los primeros compases de 2018 la expansión de la industria de fondos de inversión se mantiene.*

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían ido mejorando de forma sustancial entre 2010 y 2014 y se habían mantenido más o menos estables durante 2015 y 2016, empeoraron ligeramente a lo largo de 2017. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión en el último trimestre del año se situó en el 1,5%, tres décimas más que al cierre de 2016, pasando de 2.960 millones de euros a 3.934 millones. A pesar de este aumento, estas cifras quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando los activos poco líquidos llegaron a representar prácticamente el 9% de la cartera de fondos. En cuanto a su composición, cabe mencionar el incremento paulatino de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de entidades financieras con *rating* inferior a AA, con un aumento a lo largo de 2017 de 755 millones de euros, pasando de representar un 5,2% del total de activos en esta cartera a un 7,0%. También creció en 2017 el peso de las titulizaciones con escasa liquidez, en más de veinte puntos porcentuales, al pasar del 73% de las titulizaciones totales a finales de 2016 al 93,8% (véase el cuadro 13).

*Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija de los fondos de inversión empeoraron ligeramente en 2017.*

## Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 13

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun.-17	sep.-17	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	39	28	22	5,1	4,0	3,5
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.644	1.795	1.929	6,2	6,5	7,0
Renta fija no financiera	898	999	925	5,6	5,9	5,2
Titulizaciones	963	964	1.058	92,5	92,8	93,8
Titulización AAA	120	100	84	100,0	100,0	100,0
Resto de titulizaciones	843	863	974	91,5	92,1	93,3
<b>Total</b>	<b>3.544</b>	<b>3.785</b>	<b>3.934</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>			

Fuente: CNMV.

## IIC inmobiliarias

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 retrocedieron durante todo el 2017.

*Las IIC inmobiliarias continuaron experimentando retrocesos en 2017.*

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que fueron los que más sufrieron los efectos de la crisis, mostraron un retroceso patrimonial durante 2017 del 2,7%, hasta los 360 millones de euros. La causa de esta contracción debe buscarse en la rentabilidad negativa que experimentaron los FII durante todo el año, especialmente en el segundo trimestre, que en términos acumulados fue del -2,6%. Aunque estos

*Los FII mostraron descensos en el patrimonio, dado su rendimiento negativo...*

valores son mejores que los que experimentaron estas instituciones durante los años centrales de la crisis (la rentabilidad llegó a ser del -11,3% en 2013), no parece que la recuperación del sector inmobiliario se esté trasladando, al menos todavía, al rendimiento de la cartera de los FII. El número de partícipes, por su parte, experimentó una reducción importante, concretamente del 72%, que se concentró en el último trimestre del año, como consecuencia de la recompra de participaciones realizada por la entidad propietaria de un FII a los partícipes que así lo desearon. De esta forma, en diciembre de 2017 había un total de 1.097 partícipes, mientras que el número de fondos continuó siendo de tres.

*... mientras que en las sociedades de inversión inmobiliaria la reducción patrimonial tuvo su origen en las bajas ocurridas en el año.*

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), que se había mantenido constante los últimos dos años, se redujo de seis a cuatro, tras producirse tres bajas en 2017 (todas en el último trimestre) y un alta. El patrimonio de estas instituciones se redujo un 10,7%, hasta situarse en 631,5 millones de euros, como consecuencia de las bajas mencionadas. El número de accionistas retrocedió más de un 50%, al pasar de 675 a 327.

### IIC de inversión libre

*En 2017, el patrimonio de las IIC de inversión libre aumentó un 32%, mientras que el número de entidades lo hizo en siete.*

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre experimentó un avance sustancial durante los once primeros meses de 2017, con un aumento del 31,7%, hasta los 2.726 millones de euros. A finales de año, el número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 55, frente a las 48 que lo hicieron al cierre de 2016, tras producirse ocho altas y una baja. El aumento tuvo lugar tanto en las IIC de inversión libre, que pasaron de 41 a 47 (seis altas), como en las IIC de IIC de inversión libre, que ascendieron de siete a ocho (dos altas y una baja). En el caso de estas últimas, este aumento es el primero que se produce después de que hubieran estado retrocediendo de forma ininterrumpida desde el inicio de la crisis, cuando llegaron a estar registrados 41 vehículos de este tipo.

*El avance patrimonial en las IIC puras de inversión libre fue del 26% y su rentabilidad del 7%...*

Por lo que hace a las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), el incremento patrimonial fue del 26,3%, situándose a finales de noviembre en 2.243 millones de euros (véase el cuadro 14), a consecuencia básicamente de la revalorización de su cartera. Así, la rentabilidad de estas instituciones fue del 7,01% entre enero y noviembre de 2017, resultando especialmente elevada en el primer trimestre del año (4,1%). Las suscripciones netas, en cambio, aun siendo positivas, no fueron excesivamente cuantiosas (11,1 millones de euros), pues se vieron muy condicionadas por una cifra negativa en el segundo trimestre. En el último semestre, en cambio, las suscripciones netas alcanzaron los 66,9 millones de euros, y el número de partícipes se incrementó un 22,2% y se situó en 3.582.

*... mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el crecimiento fue del 64%, a pesar de que su rentabilidad fue negativa (-1,4%).*

Por su parte, en el segmento de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), que había mostrado una tendencia contractiva en los últimos años, el patrimonio se incrementó significativamente, un 64,4%, hasta los 482,7 millones de euros, como consecuencia del alta de dos vehículos cuyo nivel patrimonial es elevado en relación con el resto. El número de partícipes, por el mismo motivo, prácticamente se triplicó, hasta alcanzar los 3.591 a finales de noviembre. La rentabilidad de estas instituciones en los primeros once meses de 2017 fue negativa (-1,44%), lastrada por el mal comportamiento del segundo trimestre (-2,04%), ya que, en el resto, el rendimiento fue positivo, aunque con valores muy moderados.

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

CUADRO 14

	2015	2016	2017 <sup>1</sup>	2017			
				I	II	III	IV <sup>1</sup>
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	11	7	8	8	9	9	8
Partícipes	1.265	1.237	3.591	1.231	2.393	3.534	3.591
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	482,7	293,2	327,0	472,0	482,7
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,44	0,16	-2,04	0,36	0,09
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	37	41	47	41	45	46	47
Partícipes	3.089	2.930	3.582	3.080	3.308	3.444	3.582
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.243,3	1.972,0	2.140,0	2.192,0	2.243,3
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	7,01	4,08	1,74	1,03	0,63

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Datos hasta noviembre, excepto en el número de entidades, que son hasta diciembre.

### IIC extranjeras comercializadas en España

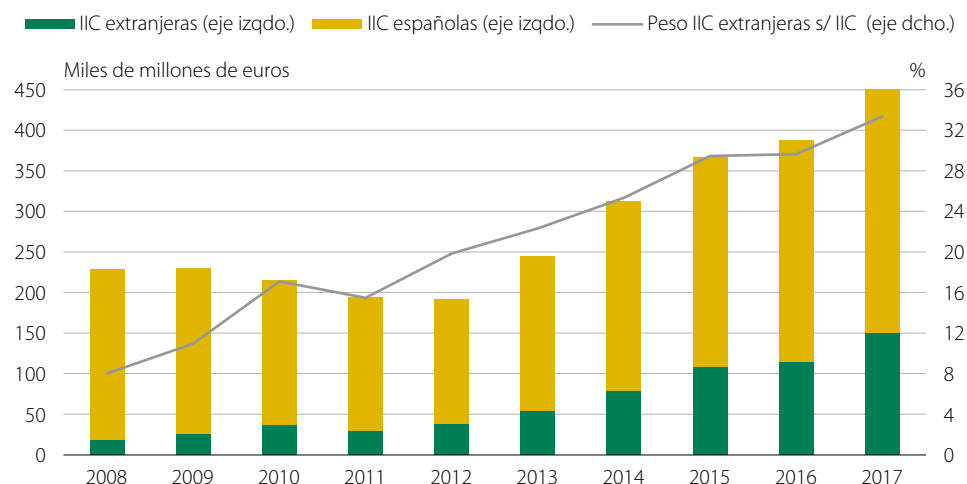
A mediados de 2012 comenzó una expansión del segmento de IIC extranjeras en España, que, aunque se moderó ligeramente en 2016, continuó con fuerza en 2017. Así, el patrimonio de estas IIC se incrementó un 30,8% durante este último año (un 6,1% en el último trimestre), hasta situarse por encima de los 150 mil millones de euros, prácticamente cinco veces más que al cierre de 2012 (véase el gráfico 20). Este importe representaba el 33,4% del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, cuatro puntos porcentuales más que a finales de 2016.

*La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España iniciada en 2012 continuó con fuerza en 2017: su volumen de inversión llegó a alcanzar los 150 mil millones de euros...*

Este aumento de la inversión de las IIC extranjeras se produjo tanto en los fondos de inversión como en el de las sociedades, que son las entidades con mayor patrimonio. Así, entre los primeros se produjo un avance del 22,5% en el global del año, a pesar de que en el último trimestre esta variable retrocedió un 3,6%, hasta situarse en 26.134 millones de euros. En las segundas, el incremento anual fue del 32,7% (8,3% entre septiembre y diciembre), hasta los 124.287 millones. En consonancia con estos resultados, el número de inversores creció un 19,4% en el caso de los fondos y un 29,5% en el de las sociedades, hasta alcanzar un total de 2,23 millones, un 27,4% por encima de la cifra de diciembre de 2016. El número de instituciones, por su parte, aumentó en ambos casos, con 14 fondos y 58 sociedades más, de forma que al cierre del año había 1.013 vehículos (455 fondos y 558 sociedades). La mayor parte de las altas procedían, como en los años anteriores, de Luxemburgo e Irlanda. Durante el primer trimestre del año se han dado de alta cinco fondos más, por lo que a finales de febrero el número total se ha incrementado hasta las 1.018.

*... y se superaron los mil vehículos, entre fondos (455) y sociedades (558).*





Fuente: CNMV.

## Perspectivas

*El bajo nivel de los tipos de interés y la expansión de las rentas favorecen el avance de la industria de la inversión colectiva. Sin embargo, el sector no está exento de riesgos, pues es especialmente sensible a los periodos de turbulencias en los mercados.*

La expansión de la industria de inversión colectiva en 2017 confirma la tendencia alcista que comenzó en 2012, con fuertes avances patrimoniales que se han prolongado en los primeros meses de este año. Es probable que el actual contexto de bajos tipos de interés que prácticamente anula la rentabilidad de los depósitos bancarios, principales competidores de estas instituciones, siga alimentando los recursos de la industria de la inversión colectiva a corto y medio plazo, sobre todo en las categorías de riesgo medio y alto. El aumento de la renta de los inversores también juega a favor de este sector. Sin embargo, debe considerarse el hecho de que los partícipes están asumiendo, de media, un riesgo superior al que tradicionalmente solían asumir, por lo que es preciso que la toma de decisiones derive de un conocimiento adecuado de los productos adquiridos. Este factor resultará especialmente relevante si se producen momentos de turbulencias en los mercados, pues estos pueden dar lugar a reembolsos elevados en algunas categorías de fondos.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

### Sociedades y agencias de valores

*El beneficio de las sociedades y agencias de valores se incrementó en 2017 casi un 10%, gracias al cambio progresivo en sus fuentes de ingresos.*

En 2017 la actividad de las sociedades y agencias de valores se desarrolló en unas condiciones más favorables que en años precedentes, especialmente en el caso de las agencias de valores. A pesar de que estos intermediarios obtuvieron solo un 12% de los ingresos totales generados por la prestación de servicios de inversión, en los que las entidades de crédito tienen el mayor protagonismo, en 2017 pudieron mejorar sus beneficios un 9,8%. Ello se debe a un cambio progresivo en su modelo de negocio, en el que la tradicional fuente de ingresos principal (por tramitación y ejecución de órdenes) ha ido perdiendo peso, mientras que otras líneas de negocio, como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión, lo han ido ganando.

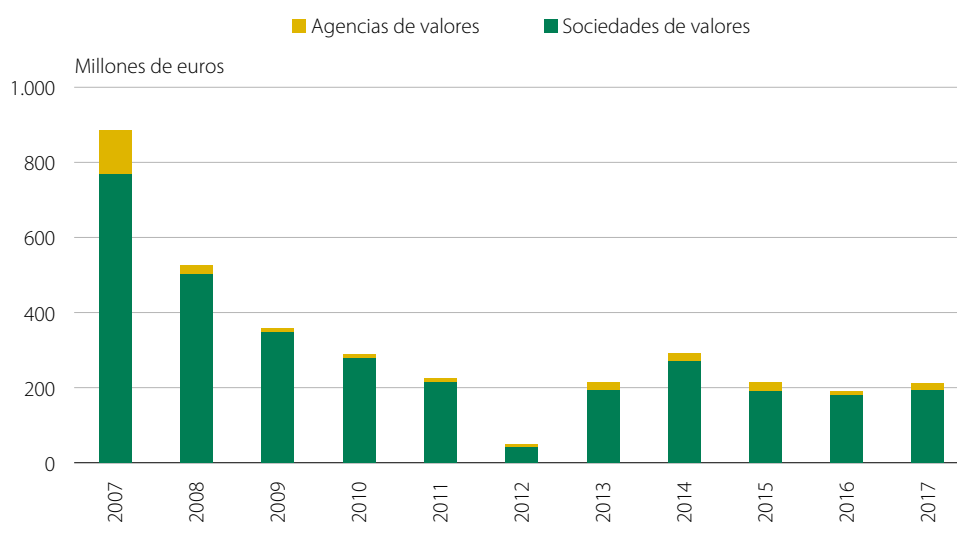


En el registro de la CNMV, a finales de 2017 constaba un total de 89 sociedades y agencias de valores, ocho más que a finales de 2016 (nueve altas y una baja). Este aumento interrumpe la tendencia a la baja de los últimos años, relacionada con el proceso de ajuste del sector (en 2008 había un total de 101 entidades). Como es habitual, la mayoría de las entidades prestan servicios en la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios (46) y solo cinco entidades mantienen sucursales en otros países. Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España siguió aumentando en 2017, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios (que pasó de 2.793 a 2.833) como mediante sucursal (de 46 a 43).

*El número de entidades registradas era de 89 a finales de 2017, ocho más que en 2016, con lo que se interrumpe la contracción de los años previos.*

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos creció un 7,1% en 2017, situándose en 194 millones de euros. El margen bruto de estas entidades experimentó un ligero descenso (del 0,3%), pues el avance de las comisiones netas percibidas (7,3%) quedó compensado por el retroceso del resultado por operaciones financieras (-61%). Dentro de las comisiones percibidas se observa un cambio progresivo en la relevancia de los diferentes tipos de servicios financieros. Así, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo las más importantes, descendieron un 11,4% en 2017, mientras que las comisiones asociadas a la gestión de carteras, la colocación y el aseguramiento de emisiones y la comercialización de IIC mostraron avances significativos (véase el cuadro 15). La cuantía de ingresos percibidos por comisiones clasificadas como «otras» se mantuvo en niveles parecidos a los de 2016 y concentró el 25% de las comisiones totales. Estos ingresos están asociados a los servicios auxiliares que prestan las sociedades de valores.

*El beneficio de las sociedades de valores aumentó un 7,1% en 2017, hasta los 194 millones de euros, debido al incremento de la mayoría de los ingresos por comisiones...*

Finalmente, la ligera disminución de los gastos de explotación (de un 2,8%) y de las amortizaciones (de un 44,8%) hizo que el resultado de explotación registrara un avance del 6,3%, hasta los 180 millones.

*... y a la disminución de los gastos de explotación.*

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-16	dic.-17	% var.	dic.-16	dic.-17	% var.
1. Margen de intereses	53.930	58.545	8,6	903	3.127	246,3
2. Comisiones netas	373.552	400.884	7,3	108.111	120.194	11,2
2.1. Comisiones percibidas	538.586	547.776	1,7	129.682	142.323	9,7
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.667	-11,4	24.181	20.459	-15,4
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	194,8	3.193	3.427	7,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	47.843	38.175	-20,2	603	924	53,2
2.1.4. Gestión de carteras	23.738	50.467	112,6	11.054	12.492	13,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.547	5.551	117,9	8.614	11.572	34,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	2.155	1.500	-30,4	40	0	-100,0
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	–	0	0	–
2.1.8. Comercialización de IIC	75.505	81.225	7,6	50.504	59.398	17,6
2.1.9. Otras	135.143	135.640	0,4	31.494	34.052	8,1
2.2. Comisiones satisfechas	165.034	146.892	-11,0	21.571	22.129	2,6
3. Resultado de inversiones financieras	104.292	40.996	-60,7	245	1.139	364,9
4. Diferencias de cambio netas	-29.731	4.290	–	154	-578	–
5. Otros productos y cargas de explotación	28.554	24.160	-15,4	-1.184	-1.128	4,7
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>530.597</b>	<b>528.875</b>	<b>-0,3</b>	<b>108.229</b>	<b>122.754</b>	<b>13,4</b>
6. Gastos de explotación	351.951	341.944	-2,8	95.142	103.052	8,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	10.451	5.764	-44,8	2.891	2.783	-3,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-1.304	963	–	56	-10	–
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>169.499</b>	<b>180.204</b>	<b>6,3</b>	<b>10.140</b>	<b>16.929</b>	<b>67,0</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	11.695	13.808	18,1	682	-163	–
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>181.194</b>	<b>194.012</b>	<b>7,1</b>	<b>10.822</b>	<b>16.766</b>	<b>54,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	40.673	37.633	-7,5	3.840	4.876	27,0
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>140.521</b>	<b>156.379</b>	<b>11,3</b>	<b>6.982</b>	<b>11.890</b>	<b>70,3</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	-407	–	0	0	–
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>140.521</b>	<b>155.972</b>	<b>11,0</b>	<b>6.982</b>	<b>11.890</b>	<b>70,3</b>

Fuente: CNMV.

*La distribución de los resultados no fue homogénea entre entidades, pues solo cuatro de ellas concentraron más del 76% del beneficio total, y el número de entidades en pérdidas se mantuvo estable en siete.*

Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En particular, cuatro sociedades de valores acumularon el 76,2% del beneficio total, lo que apunta a una mayor concentración que en años anteriores. Además, más de la mitad de las sociedades registró un aumento de los beneficios en el ejercicio. Sin embargo, a pesar de la mejora general de los resultados, siete entidades incurrieron en pérdidas, el mismo número que en 2016, y su volumen fue muy superior (14,7 millones de euros frente a 8,9 millones en 2016). En general, parece que las entidades más grandes son cada vez más rentables, mientras que las de menor tamaño encuentran más dificultades.

Las agencias de valores no pueden, por su propia naturaleza, realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Algunas de ellas obtienen la mayoría de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría han tendido a especializarse en determinados servicios, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Además, las entidades independientes son mucho más importantes en este sector (27 de 48), al contrario de lo que sucede en las sociedades de valores, en su mayoría controladas por un grupo financiero.

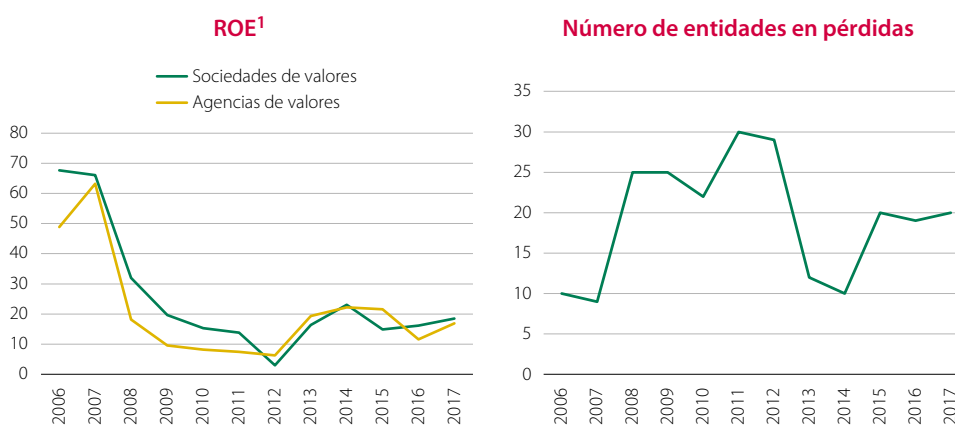
*Las agencias de valores son entidades más especializadas que las sociedades de valores y muestran una proporción mucho más elevada de entidades independientes.*

El beneficio antes de impuestos de las agencias de valores aumentó casi un 55% en 2017, hasta los 16,7 millones de euros, debido al crecimiento de la mayoría de las comisiones por prestación de servicios financieros. Los avances más relevantes se produjeron en las partidas de comercialización de IIC (17,6%), en asesoramiento en materia de inversión (34,3%) y en gestión de carteras (13%). Las únicas comisiones que retrocedieron fueron las de tramitación y ejecución de órdenes. Esta evolución de las comisiones, junto con un aumento de los gastos de explotación de un 8,3%, dio lugar a un aumento del resultado de explotación del 67%, hasta situarse cerca de los 17 millones de euros.

*Su beneficio agregado antes de impuestos aumentó cerca de un 55% en 2017, hasta los 16,7 millones de euros, por el avance de la mayoría de las comisiones...*

## 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.

El aumento de los resultados benefició a un número elevado de agencias de valores. En concreto, el 67,5% de las entidades registró una variación positiva. Sin embargo, el número de entidades en pérdidas se incrementó de once en 2016 a trece en 2017, y el volumen de las pérdidas agregadas pasó de 7,40 millones de euros a 7,95 millones.

*... pero el número de entidades en pérdidas aumentó de 11 a 13, y aumentó también el volumen agregado de las mismas.*

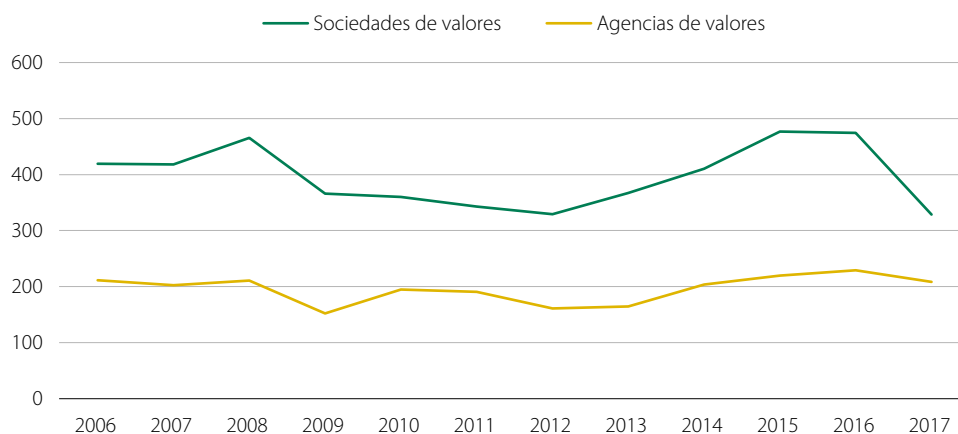
Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados durante 2017, aunque se observa una disminución de los valores respecto al año anterior. Así, a finales de 2017 el exceso de recursos propios era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2016 se situaba en 4,5. Como es habitual, este margen en general fue mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que en las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 3,3, en las segundas se mantuvo en 2,1. En cuanto a la distribución de esta ratio, la mayoría de las sociedades de valores siguió teniendo un margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles superior al 200%, mientras que las agencias de valores

*Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2017, aunque el exceso de recursos propios descendió respecto a los valores de 2016.*

presentaron una dispersión mayor. Ninguna sociedad ni agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque, especialmente en el caso de estas últimas, la holgura que proporciona el exceso sobre recursos propios exigibles es reducida, ya que se trata de importes poco significativos en valores absolutos.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

### Empresas de asesoramiento financiero

*El número de EAFI se incrementó en 2017, hasta las 171, al igual que lo hizo su actividad: el patrimonio asesorado fue un 2% superior al de 2016...*

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó creciendo en 2017, aunque a menor ritmo que en los años precedentes. Así, el volumen de patrimonio asesorado se incrementó un 2% en relación con las cifras del cierre de 2016 y se situó en 30,8 mil millones de euros, una cifra que supone más del doble de la obtenida en 2012. Como se puede apreciar en el cuadro 16, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se modificó a favor de los clientes minoristas y profesionales. Así, los primeros pasaron de representar el 25,1% del patrimonio gestionado al 29,1%, mientras que en el caso de los segundos el porcentaje aumentó del 18,7% al 21,1%. Por el contrario, la importancia relativa de las contrapartes elegibles<sup>30</sup> (epígrafe «otros») disminuyó siete puntos porcentuales, hasta el 49,4%. Por su parte, el número de EAFI también se incrementó durante 2017, desde las 160 de finales de 2016 hasta 171, tras producirse dieciséis altas y cinco bajas.

*... lo cual propició un aumento de las comisiones percibidas de sus clientes y también de otras entidades.*

La gestión de un mayor volumen de activos hizo que los ingresos por comisiones se incrementaran un 22,4% en 2017 respecto a 2016, hasta los 63,7 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades aumentaron durante 2017, especialmente las primeras, que experimentaron un avance del 25,1%, hasta superar los 50 millones de euros. En relación con los instrumentos financieros incluidos en las recomendaciones de las EAFI realizadas a sus clientes, cabe destacar que un 85% del total del importe recomendado correspondió a IIC.

30 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

Importes en miles de euros	2015	2016	2017	% var. 17/16
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>154</b>	<b>160</b>	<b>171</b>	<b>6,9</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>25.084.882</b>	<b>30.174.877</b>	<b>30.790.535</b>	<b>2,0</b>
Clientes minoristas	6.499.049	7.588.143	9.096.071	19,9
Clientes profesionales	5.108.032	5.654.358	6.482.283	14,6
Otros	13.477.801	16.932.376	15.212.181	-10,2
<b>NÚMERO DE CLIENTES<sup>1,2</sup></b>	<b>5.544</b>	<b>5.923</b>	<b>6.769</b>	<b>14,3</b>
Clientes minoristas	5.156	5.510	6.320	14,7
Clientes profesionales	319	327	355	8,6
Otros	69	86	94	9,3
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>	<b>57.231</b>	<b>52.534</b>	<b>64.289</b>	<b>22,4</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>56.227</b>	<b>51.687</b>	<b>63.683</b>	<b>23,2</b>
De clientes	45.625	40.717	50.925	25,1
De otras entidades	10.602	10.970	12.758	16,3
<b>Otros ingresos</b>	<b>1.004</b>	<b>847</b>	<b>606</b>	<b>-28,5</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>25.021</b>	<b>24.119</b>	<b>33.595</b>	<b>39,3</b>
Capital social	5.881	6.834	7.796	14,1
Reservas y remanentes	7.583	12.123	13.595	12,1
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	11.481	7.511	11.875	58,1
Resto de fondos propios	76	-2.349	329	-

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Antes de 2015 el dato correspondía a número de contratos.

3 Datos acumulados del periodo.

## Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son globalmente positivas, a pesar de que existen varios factores que suponen retos para el sector. Uno de los más importantes tiene que ver con el deterioro progresivo de los ingresos más relevantes que tradicionalmente han percibido estas entidades, aquellos que proceden de la negociación en los mercados. Estos ingresos se están viendo afectados por la competencia que ejercen las entidades de crédito y por el desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros mercados y SMN diferentes de los mercados de origen. Estas tendencias han dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, que en los últimos años están potenciando líneas de negocio que antes eran minoritarias. En este sentido se observa que la comercialización de IIC, los servicios de gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión están adquiriendo una importancia cada vez mayor. Más preocupante resulta la polarización del sector, pues se observa que las entidades que muestran una evolución favorable pueden seguir mejorando con el tiempo, mientras que aquellas con peores resultados encuentran mayores dificultades para superar esta situación.

*Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son positivas en su conjunto, si bien existen retos importantes.*

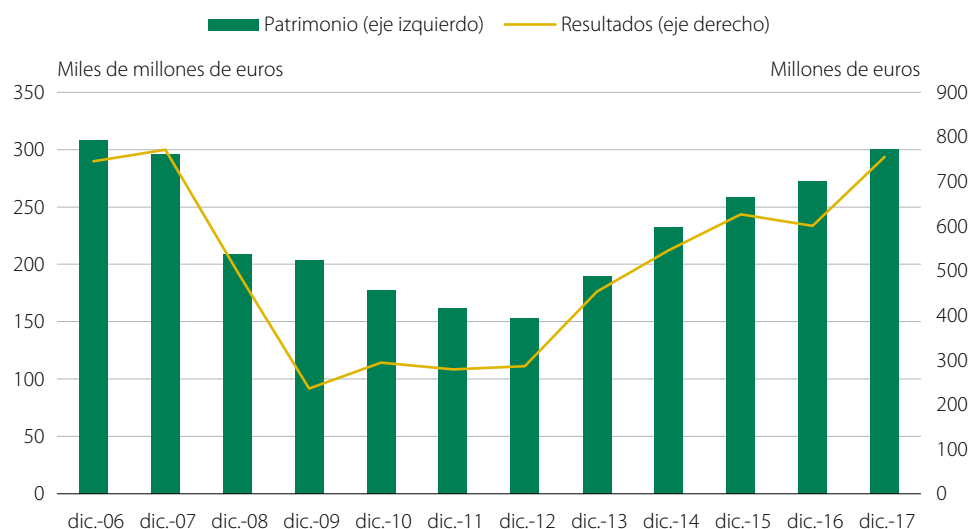
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*En 2017 las sociedades gestoras de IIC gestionaron un patrimonio cercano a los 300 mil millones de euros, un 10% más que durante el año anterior...*

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) cerró 2017 con un incremento del 9,9%, alcanzando prácticamente los 300 mil millones de euros. Tras años de continuos descensos, parece consolidarse la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase el gráfico 24). Prácticamente la totalidad del avance se concentró en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como queda dicho, experimentaron un aumento patrimonial de más del 11%. Por otro lado, es importante resaltar el grado de concentración del sector, que continuó siendo muy elevado en 2017: las tres mayores gestoras mantenían al cierre del año una cuota conjunta del 42% del patrimonio total, una cifra muy similar a la de finales de 2016.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

*... un hecho que tuvo su reflejo en los beneficios agregados, que crecieron un 26%. Las comisiones por gestión de IIC, principal fuente de ingresos, subieron un 13%, debido al aumento tanto del patrimonio como de la comisión media de gestión.*

En paralelo al avance de los activos del sector, los beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 25,6% respecto a los del cierre de 2016, hasta los 754,6 millones de euros principalmente gracias al incremento de los ingresos por comisiones, que se situaron en 2.975 millones de euros. Las comisiones por gestión de IIC, que son con diferencia las más cuantiosas, fueron las que más aumentaron, cerca de 300 millones de euros (un 12,8% más). Este avance fue consecuencia tanto de la evolución al alza del patrimonio gestionado por las SGIIC como de un ligero repunte de la comisión media por gestión, que se situó en el 0,89% del patrimonio, frente al 0,87% de finales de 2016 (véase el cuadro 17). Este incremento tuvo su origen, principalmente, en la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo, que generalmente llevan asociadas comisiones más altas. En consonancia con la evolución positiva de las cuentas anuales, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC se incrementó desde el 55% al cierre de 2016 hasta el 73% en diciembre de 2017. El número de entidades en pérdidas se incrementó de trece a diecinueve, pero su importe agregado se redujo en casi un millón de euros, hasta los 6,6 millones.

A lo largo de 2017 se produjeron nueve altas de SGIIC y una baja, lo que situaba el número de entidades registradas en la CNMV a finales de diciembre en 109. En los dos primeros meses de este año se registraron dos gestoras más, con lo que el número total queda en 111. De esta información se puede concluir que el proceso reorganizativo del sector ha llegado a su fin.

*El número de gestoras, después de unos años en los que la reestructuración bancaria provocó algunas bajas, se incrementó en 2017, pasando de 101 a 109.*

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

CUADRO 17

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>
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
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	299.933	2.647	0,89	58,68

Fuente: CNMV.

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

## **4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)**

### **Capital riesgo**

Tras la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, se habían creado 33 vehículos de nueva tipología al cierre de 2016, mientras que en 2017 se crearon 16 vehículos de este tipo y se dio de baja una entidad, alcanzándose un total de 48. Concretamente, se dieron de alta un fondo de capital riesgo pyme, tres fondos de capital riesgo europeos, cuatro sociedades de capital riesgo pyme, un fondo de inversión colectiva cerrado y siete sociedades de inversión colectiva cerrada.

*En 2017 continuaron creándose entidades de capital riesgo de nueva tipología, concretamente veinticinco.*

En cuanto a los vehículos tradicionales, en 2017 se produjeron trece altas y seis bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de diciembre había 173, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital riesgo fue de diez y cuatro respectivamente, hasta las 105. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital riesgo (ECR) a 31 de diciembre (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 311, frente a las 291 de finales de 2016. En la misma fecha había un total de quince vehículos de tipo cerrado, trece sociedades y dos fondos, así como 89 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo), después de haberse producido once altas y tres bajas.

*También aumentó el número de vehículos tradicionales, por lo que en total el número de entidades de capital riesgo acabó el año en 311, 20 más que en 2016.*

	Situación a 31/12/2016	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2017
<b>Entidades</b>				
Fondos de capital riesgo	166	13	6	173
Fondos de capital riesgo Pyme	11	1	0	12
Fondos de capital riesgo europeos	2	3	0	5
Sociedades de capital riesgo	99	10	4	105
Sociedades de capital riesgo Pyme	13	4	1	16
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>291</b>	<b>31</b>	<b>11</b>	<b>311</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	1	1	0	2
Sociedades de inversión colectiva cerradas	6	7	0	13
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>15</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)<sup>1</sup></b>				
	<b>81</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>89</b>

Fuente: CNMV.

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

*El sector de capital riesgo creció de forma sustancial en 2017, sobre todo gracias a las operaciones de gran tamaño, situándose el volumen de inversión total en 4.900 millones de euros al cierre del ejercicio.*

Los datos de 2017 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) indican que el sector creció con fuerza en los nueve primeros meses de 2017. En este periodo cabe destacar el retorno de las grandes operaciones con el cierre de once *megadeals* (operaciones superiores a cien millones de euros), con un volumen de 2.864 millones de euros, lo que representa un 60% del volumen total. En parte gracias a la evolución de estas grandes operaciones, el año 2017 cerró con un volumen de inversión de 4.900 millones de euros en 679 inversiones. Por su lado, las operaciones de *middle market* (entre diez y cien millones de euros) alcanzaron máximos históricos, con un volumen de 1.468 millones de euros en 55 inversiones.

*Las inversiones en venture capital representaron la mayoría de operaciones, aunque con un volumen reducido. Por su parte, las inversiones extranjeras privadas representaron más de un 70% del volumen total, con una cifra récord de 3.605 millones de euros.*

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases de semilla y arranque) coparon la mayoría de las operaciones, con un total de 519 inversiones, alcanzándose un volumen de inversión de 494 millones de euros. El protagonismo recayó en los fondos nacionales privados, con 345 inversiones. Cabe señalar el buen comportamiento de la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, cuya cifra alcanzó los 1.861 millones de euros, algo menos que el año anterior, cuando se superaron los 2.000 millones de euros. En cuanto a los inversores internacionales privados, su inversión alcanzó los 3.605 millones de euros, una cifra récord. El volumen de desinversiones estimadas para 2017 creció un 85%, hasta un importe de 3.478 millones de euros en 317 operaciones.

*Los fondos públicos, a través de mecanismos de coinversión, continuaron siendo importantes para incentivar la captación de nuevos recursos.*

Cabe destacar también la iniciativa del ICO, a través de Fond-ICO Global, FCR, que sigue teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión: el 28% de los nuevos vehículos de inversión inscritos en 2017 tuvieron alguna vinculación con ella.



## Plataformas de financiación participativas

A lo largo de 2017 el número de solicitudes de plataformas de financiación fue considerablemente menor que en los dos años precedentes, concretamente de nueve, frente a las veinticuatro y veintiuna de 2016 y 2015 respectivamente. Esto se debió a que, tras la publicación de la Ley 5/2015, en 2015 y 2016 la mayoría de las solicitudes se referían a plataformas que ya estaban actuando como tales y que tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

*En 2017 se presentaron nueve solicitudes de plataformas de financiación participativa, una cifra considerablemente inferior a las de 2016 (24) y 2015 (21).*

Por otra parte, en el ejercicio anterior se registraron ocho plataformas, mientras que en 2016 y 2015 fueron doce y una respectivamente. A finales de 2017, en el Registro de la CNMV había inscritas un total de veintiuna plataformas. Cabe destacar que en 2017 se denegaron cuatro proyectos (uno en 2016) y desistieron o se dieron por desistidos otros cuatro (siete en 2016). Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

*Al cierre de 2017 había un total de veintiuna plataformas inscritas en el Registro de la CNMV, ocho de las cuales se registraron ese mismo año.*

- Ocho son de valores, nueve de préstamos y cuatro mixtas.
- Dos son inmobiliarias, una de ellas de préstamos y otra mixta; ambas se registraron en 2017.
- Doce tienen su domicilio social en Madrid, cinco en Barcelona, dos en Valencia, una en Soria y una en Santa Cruz de Tenerife.
- Una PFP de préstamos y otra de valores, ambas registradas en 2016, están controladas por sociedades extranjeras dedicadas a la actividad de *crowdfunding*.
- Solo una, registrada en 2016, es híbrida (tiene autorización para actuar como PFP y como entidad de pagos).

La información preliminar recibida de las plataformas sobre su actividad durante el primer semestre de 2017 revela que estas entidades captaron 23,18 millones de euros, un 13% más que toda la financiación recibida en 2016, y que consiguieron unos ingresos de 816 mil euros, un 25% más que la facturación completa del año precedente. Las nuevas plataformas registradas en ese semestre concentraron el 28% de la financiación captada y el 27% de los ingresos. Además, entre enero y junio el número de proyectos publicados ascendió a 280 (487 en el conjunto de 2016) y el de inversores se situó en 7.494 (1.599 acreditados y 5.895 no acreditados).

*La captación de recursos de estas plataformas durante el primer semestre del año fue de 23 millones de euros, un 13% superior a la cifra de todo 2016.*

Tipo PFP	2015			2016			2017			Total acumulado		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales <sup>1</sup>		Total	de las cuales <sup>1</sup>		Total	de las cuales <sup>1</sup>	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	1	1	0	4	3	1	3	0	2	8	4	3
Préstamos	0	0	0	8	4	2	1	1	0	9	5	2
Mixtas	0	0	0	0	0	0	4	3	0	4	3	0
<b>TOTAL</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>5</b>

Fuente: CNMV.

- 1 Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia.