

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	29
2.3	Perspectivas	36
3	La evolución de los mercados nacionales	38
3.1	Los mercados bursátiles	39
3.2	Los mercados de renta fija	46
4	Los agentes de los mercados	56
4.1	Vehículos de inversión	56
4.2	Prestación de servicios de inversión	64
4.3	Sociedades gestoras de IIC	72
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	73

Índice de recuadros

Recuadro 1:	¿Hacia un giro en la política monetaria del BCE?
Recuadro 2:	Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección
Recuadro 3:	La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI)

1 Resumen ejecutivo

- Los temores a la ralentización del crecimiento mundial, que se intensificaron a finales de 2018 y dieron lugar a un periodo de elevada volatilidad en las bolsas, se vieron confirmados en los primeros meses del año con la publicación de diferentes indicadores que pusieron de manifiesto no solo el grado de desaceleración del crecimiento de la actividad, sino también la pérdida de sincronía entre las economías más importantes. Esta desaceleración se explica fundamentalmente por las restricciones adoptadas sobre los intercambios comerciales, aunque también se observaron otros elementos de incertidumbre relevantes, algunos de ellos de naturaleza política. El cambio de escenario ha sido determinante para la Reserva Federal y para el BCE, que han decidido detener por el momento el proceso de subidas de tipos, en el primer caso, y no iniciarlo, en el segundo, a la vista del deterioro de la actividad. El BCE, además, ha anunciado un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) destinado a las entidades financieras de la zona del euro, cada una de ellas con vencimiento a 2 años, con el fin de preservar las condiciones favorables de acceso al crédito y la transmisión suave de la política monetaria.
- En este contexto, los mercados financieros internacionales tendieron a estabilizarse en el primer trimestre del año tras las turbulencias del cierre de 2018. En el caso de los mercados de renta variable¹, los índices bursátiles más relevantes experimentaron avances que compensaron parte de las pérdidas del año anterior (en algunos casos todas ellas). Las revalorizaciones oscilaron entre el 6% del índice japonés Nikkei y el 16,5% del estadounidense Nasdaq (o el 16,2% del italiano Mib 30), en un entorno de baja volatilidad y de descenso en los volúmenes de negociación.
- En los mercados internacionales de deuda, los tipos a corto plazo siguieron siendo el reflejo de los diferentes tonos puntuales de la política monetaria a ambos lados del Atlántico, mientras que en los tipos a largo plazo se observaron descensos generalizados, que se corresponden con las expectativas futuras en la política monetaria, derivadas de un entorno de menor crecimiento e inflación y también con la consideración de alguno de los activos de referencia como refugio en momentos de incertidumbre. En la zona del euro, los niveles de los rendimientos de la deuda soberana a 10 años han seguido siendo muy reducidos, destacando el caso alemán, que finalizaba el trimestre en terreno negativo (-0,07%). En otras economías europeas las rentabilidades, con

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para determinadas informaciones como las derivadas del informe *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 9 de abril.

descensos superiores a los 30 puntos básicos (p.b.) en muchos casos, eran pequeñas pero positivas (0,32% en Francia, 0,42% en Bélgica o 0,56% en Irlanda). En EE. UU. el rendimiento de la deuda también disminuyó en los primeros meses del año (28 p.b.) pero se mantenía en un nivel muy superior (2,41%).

- En el caso de la economía española, la ralentización del crecimiento está siendo mucho más leve que en otras economías europeas como la alemana o la italiana. Las últimas previsiones publicadas por el FMI sitúan el crecimiento del PIB en España en el 2,1% este año (2,6% en 2018), 1 décima menos que la cifra esperada en enero y 8 décimas por encima del crecimiento previsto para la zona del euro. El comportamiento relativamente favorable de la actividad permitió que la tasa de paro registrara un nuevo descenso en 2018 y se situara en el 14,5% de la población activa en el cuarto trimestre, y que el empleo se incrementara un 2,5%. La tasa de inflación, que sobrepasó el 2% temporalmente por el repunte de los precios de la energía, se ha estabilizado en tasas ligeramente superiores al 1% y el déficit público, por su parte, finalizó 2018 en el 2,6% del PIB. Esto permitió que España abandonara el Procedimiento de Déficit Excesivo de la Unión Europea, en el que se encontraba desde 2009.
- Los bancos consiguieron mejorar los resultados relativos a sus negocios en España en 2018, con unos beneficios superiores a los 12.000 millones de euros. Su rentabilidad, al igual que la del resto de los bancos de la zona del euro, se ve presionada a la baja por el contexto de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses; sin embargo, algunos indicadores de negocio, como la morosidad, muestran una evolución positiva, favorecida por el dinamismo de la actividad. Fortalecer los niveles de solvencia y afrontar el incremento de la competencia derivada de nuevos participantes en el mercado son retos relevantes para el sector.
- Los riesgos que afronta la economía española son de diferente naturaleza. Además de los relacionados con el sector bancario, destacan, por una parte, la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda y, por otra, la de perseverar en los esfuerzos para disminuir la tasa de paro, sobre todo en el colectivo de desempleados de larga duración; todo ello en un contexto en el que el proceso de envejecimiento de la población plantea retos importantes y en el que persisten algunas fuentes de incertidumbre de carácter político que pueden perjudicar el desarrollo económico a medio plazo.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés se ha mantenido en niveles reducidos durante los últimos meses y se situaba a finales de marzo en 0,17. Buena parte de este bajo nivel se explica por la ausencia de correlación entre el nivel de estrés de los seis indicadores que conforman el índice total. Por ello, esta medida reducida del riesgo sistémico total en los mercados españoles es compatible con la identificación de niveles de estrés algo elevados en segmentos concretos, como el de intermediarios financieros (bancos) y el de deuda.
- Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2018 con caídas significativas, comenzaron el año con ganancias notables que permitieron recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior (-15% en 2018). Como

en el resto de mercados relevantes, aunque las incertidumbres relacionadas con el *brexit* siguieron presentes, las cotizaciones avanzaron gracias a la disminución de la tensión comercial entre EE. UU. y China, así como al mantenimiento de la política acomodaticia por parte del BCE. Además, después de las caídas de 2018, la cotización de muchas compañías se encontraba en un nivel atractivo para buena parte de los inversores. Así, el Ibex 35 experimentó un incremento del 8,2% en el primer trimestre del año, que lo situó en un rango bajo respecto a otros índices europeos, en un entorno, como ya se ha comentado, de escasa volatilidad y de caídas en los volúmenes de negociación.

- En los mercados españoles de renta fija las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que habían descendido en el tramo final de 2018, continuaron con esta tendencia en 2019 al recoger las expectativas sobre el mantenimiento de la política monetaria, en un contexto de menor crecimiento e inflación reducida. Como consecuencia de ello, la curva de tipos solo presenta valores positivos a partir de la referencia a 5 años, situándose el rendimiento medio de la deuda pública a 10 años en el 1,14% en marzo (1,43% en diciembre de 2018). La prima de riesgo soberano no mostró cambios relevantes y finalizó el trimestre en 117 p.b. (138 p.b. por debajo de la italiana).
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles disminuyó de forma leve en 2018 (-2,3%) tras 5 años de incremento continuo, con lo que se situaba en 259.095 millones de euros a finales de año (a los que ha de sumarse el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de forma societaria, las SICAV, que se situaba en 27.836 millones de euros). La caída del patrimonio de estas instituciones se explica por el rendimiento negativo de los activos en sus carteras. En el caso de los fondos, este rendimiento negativo fue del 4,9% y no pudo verse compensado por el volumen de suscripciones netas (7.841 millones de euros), más reducido que en años anteriores. De hecho, en el tramo final del ejercicio, coincidiendo con el periodo de turbulencias en las bolsas, no solo cayó el valor de la cartera de los fondos, sino que se produjeron reembolsos netos significativos. El número de partícipes (medido por el número de cuentas) aumentó un 9% hasta superar la cifra de 11,2 millones.
- El descenso del patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC en 2018 no impidió que estas entidades experimentaran un aumento significativo de su beneficio antes de impuestos, que se situó en 1.115 millones de euros. Este avance, que se explica por el crecimiento de las comisiones percibidas por la gestión de carteras, no fue homogéneo entre entidades, pues el número de gestoras en pérdidas pasó de 19 en 2017 a 26 en 2018 y el volumen de dichas pérdidas casi se duplicó.
- En relación con el negocio de prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron siendo las principales proveedoras de estos servicios en nuestro país en 2018, concentrando la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (más del 90% del total). Los intermediarios financieros no bancarios (fundamentalmente sociedades y agencias de valores) conservan un peso relativo de cierta importancia en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen un amplio abanico de servicios. Estos intermediarios, que atraviesan un momento complejo como consecuencia,

entre otros factores, del aumento de la competencia en el sector, experimentaron en 2018 un descenso del 34% en sus beneficios agregados antes de impuestos, que se situaron en 116,4 millones de euros. En este contexto, se observa una reorientación progresiva de su negocio hacia servicios financieros que en años anteriores eran menos relevantes, como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. A pesar de esta disminución de los beneficios, el sector de intermediarios financieros no bancarios siguió mostrando unos niveles relativos de solvencia muy holgados.

- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las principales novedades en la política monetaria adoptada por el BCE y el retraso en su esperada normalización, que se ha producido a la vista de la fuerte desaceleración de la actividad en la zona del euro.
 - El segundo se refiere a la iniciativa recientemente adoptada por la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas, que consiste en publicar de forma separada e individualizada la información que estas sociedades reportan al respecto en sus informes anuales de gobierno corporativo.
 - El tercero resume el origen y el proceso de creación de una autoridad macroprudencial en España, que busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos. Esta nueva autoridad, en la que participan los tres supervisores financieros nacionales, ya ha celebrado su primera reunión.

2 Entorno macrofinanciero

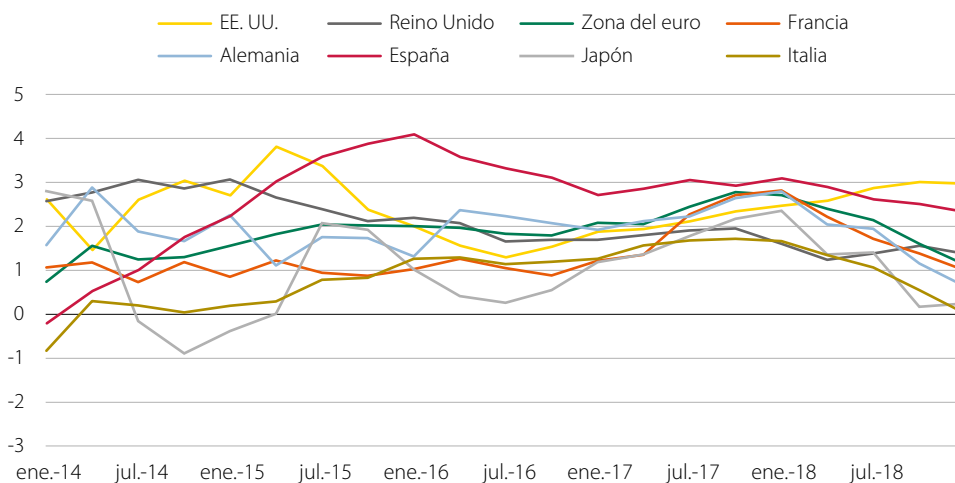
2.1 La evolución económica y financiera internacional

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,7%.

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,7%, una décima por debajo del registro de 2017. Por regiones, cabe destacar el avance en EE. UU., que fue prácticamente la única economía avanzada en experimentar una aceleración del crecimiento (del 2,2% en 2017 al 2,9% en 2018). En cambio, en la zona del euro, las incertidumbres políticas unidas a las restricciones, efectivas o previstas, a los intercambios comerciales causaron una desaceleración notable del crecimiento, que pasó del 2,5% al 1,8%. Destacó la ralentización del avance del PIB en Alemania (del 2,5% en 2017 al 1,5% en 2018), en Francia (del 2,3% al 1,6%) y en Italia (del 1,7% al 0,8%). El avance en España también fue inferior al del año previo (2,6% frente al 3% de 2017) aunque la desaceleración fue menos intensa que en otras economías europeas. Finalmente, el crecimiento en el Reino Unido se ralentizó hasta el 1,4% (anteriormente 1,8%). Otras economías avanzadas no europeas también registraron una desaceleración significativa de la actividad, destacando el caso de Japón, cuyo crecimiento pasó del 1,9% en 2017 al 0,9% en 2018.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En su última reunión, correspondiente a los días 19 y 20 de marzo, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés oficial en la horquilla del 2,25-2,50%, como consecuencia del debilitamiento de las previsiones de crecimiento. Las expectativas de incrementos de los tipos de interés que existían hace algunos meses se han disipado, pues la institución, cuyo mandato consiste en maximizar el empleo y estabilizar la inflación en torno al 2%, declaró que será paciente a la hora de decidir nuevos movimientos de tipos a la luz de los últimos desarrollos económicos y financieros de carácter global. Además, la Reserva Federal anunció que a partir de mayo ralentizará la disminución de su balance² con la intención de finalizar este proceso en septiembre.

En su última reunión, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés oficial en la horquilla del 2,25-2,50%...

Por su parte, el BCE anunció en marzo su decisión de mantener inalterado 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 intención de que estos tipos se mantengan en niveles reducidos como mínimo hasta finales de 2019 e incluso más adelante, para asegurar que la inflación evoluciona en línea con el objetivo de la institución (niveles inferiores pero cercanos al 2%). En relación con el programa de compras de activos, reiteró su intención de continuar reinvertiendo la deuda que venza durante un periodo de tiempo prolongado y, en cualquier caso, siempre que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez adecuadas y un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria. La novedad más relevante fue el anuncio de un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III), cada una de ellas con vencimiento a 2 años. Según el BCE, estas operaciones permitirán preservar las condiciones favorables de acceso al crédito y la transmisión suave de la política monetaria (véase recuadro 1).

... y el BCE también decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial y confirmó un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III).

¿Hacia un giro en la política monetaria del BCE? RECUADRO 1

La política monetaria del Banco Central Europeo durante la última década ha estado marcada por un conjunto de actuaciones destinadas —dentro del mandato

2 Este se ha reducido aproximadamente un 11% desde octubre de 2017, cuando la Reserva Federal comenzó la normalización de su política monetaria.

de la institución, centrado en la inflación— a combatir los efectos de la crisis económica y financiera; estas han incluido tanto medidas convencionales como no convencionales, en el marco de una política monetaria claramente expansiva.

Estas medidas tuvieron tres etapas: una inicial hasta el año 2009, en la que se adoptaron únicamente decisiones de tipo convencional, como la rebaja de los tipos de interés hasta el nivel del 1%¹; una segunda más proactiva, que comenzó en julio de 2009, cuando se aprobó el primer programa de compras de activos² en los mercados financieros, al que sucedieron un conjunto de programas de compras —tanto de deuda pública como privada— hasta 2014; y, finalmente, una tercera etapa ultraexpansiva de su política monetaria a partir de 2014, cuando todas estas medidas resultaron insuficientes para evitar unos niveles de inflación reducidos durante un periodo prolongado, recuperar la confianza de los agentes económicos, favorecer la expansión del crédito y, de esta forma, impulsar el crecimiento. Las actuaciones de esta última etapa se enfocaron en tres áreas:

- i) Rebajas adicionales sucesivas de los tipos de interés, hasta situar los tipos oficiales en valores del 0% o inferiores. Así, por ejemplo, en junio de 2014 el tipo de la facilidad marginal de depósito se situó por primera vez en terreno negativo (-0,10%), con el objetivo de favorecer la expansión del crédito.
- ii) Inicio en octubre de 2014 de dos nuevos programas de compras de deuda privada: el de compras de bonos garantizados (*third covered bond purchase programme*, CBPP3) y el de bonos de titulización (*asset-backed securities purchase programme*, ABSPP). Posteriormente, a partir de marzo de 2015, las compras de activos incluyeron la adquisición de bonos emitidos por los Gobiernos de la zona del euro y las agencias e instituciones europeas (*public sector purchase programme*, PSPP) y, finalmente, el programa se amplió de nuevo en junio de 2016 incluyendo compras de deuda corporativa (*corporate sector purchase programme*, CSPP). Todos estos programas constituyeron a su vez el programa de compras de activos —tanto públicos como privados— (*expanded asset purchase programmes*, APP)³.
- iii) Establecimiento, a partir de septiembre de 2014, de una facilidad financiera destinada al sector bancario mediante un conjunto de operaciones de préstamos a largo plazo —hasta 4 años— en condiciones favorables vinculadas a su cartera de préstamos (las denominadas *targeted long-term refinancing operations*, TLTRO I y II), que concluyeron en marzo de 2017.

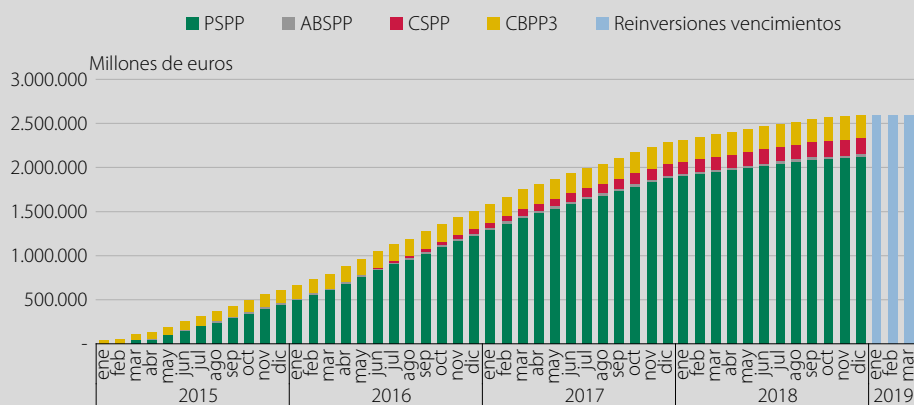
Gran parte de estas medidas tenían un carácter extraordinario y el objetivo inicial era retirar al menos parte de ellas paulatinamente, conforme la situación económica fuese mejorando, al igual que hizo en su momento la Reserva Federal en EE. UU. con su programa de expansión monetaria. Así, a lo largo de 2017 a medida que la recuperación económica en la zona del euro se consolidaba —en un contexto de inflación moderada—, el BCE decidió adoptar las primeras medidas de retirada parcial de los estímulos, reduciendo el importe de sus compras mensuales de deuda, que se volvieron a reducir hasta la mitad en octubre de ese año, con el objetivo de desaparecer a lo largo de 2018. De este modo, el importe de las compras y su composición evolucionaron en el tiempo en función de las necesidades de la política monetaria para finalizar en diciembre de este último año, cuando acumulaba compras por valor de 2,6 billones de euros (véase gráfico R1).

Durante el primer semestre de 2018, el BCE mantuvo una estrategia de retirada gradual de las medidas expansivas, en un contexto en el que los agentes económicos y los inversores esperaban un cambio de sesgo más intenso en su política monetaria, para hacerla más restrictiva siguiendo el camino marcado por la Reserva Federal, que ya había realizado varias alzas de sus tipos. A pesar de ello, la autoridad monetaria europea mantuvo los suyos sin cambios y reiteró su compromiso de dejarlos en el 0% al menos hasta el verano de 2019.

Así, cuando los mercados daban por hecho que el BCE iniciaría una estrategia lenta de salida hacia una política monetaria menos acomodaticia, llegaron las primeras señales de debilidad de la economía europea, que se han ido consolidando en los primeros meses de 2019 conforme se conocían nuevos datos y proyecciones económicas para la zona del euro. En este nuevo escenario, en el que el propio BCE ha mostrado su preocupación por el deterioro del entorno económico al recortar su previsión de crecimiento para la zona desde el 1,7% hasta el 1,1% en 2019 la autoridad monetaria ha optado por reorientar de nuevo su política monetaria manteniendo el tono acomodaticio de esta. De hecho, su presidente confirmó a principios de marzo de este año su intención de «aumentar la acomodación de la política monetaria», retrasando hasta finales del ejercicio o más allá la primera subida de los tipos. Asimismo, ha continuado con las medidas de corte no convencional puesto que, aunque las compras de deuda finalizaron en diciembre de 2018, el BCE mantendrá la reinversión de los activos adquiridos bajo este programa cuando lleguen a su vencimiento, además de anunciar recientemente que en septiembre pondrá en marcha una tercera ronda de préstamos al sector bancario en condiciones favorables (el tercer TLTRO).

Evolución de las compras netas acumuladas de los programas de compras del BCE

GRÁFICO R1



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

- 1 El tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se situaba en el 4,25% desde el año 2000, bajó por primera vez 50 p.b. en octubre de 2008, hasta situarse en el 3,75%. Posteriormente, hubo 6 rebajas adicionales, hasta situarse en el 1% en diciembre de 2009.
- 2 El 9 de julio de 2009 se puso en marcha el primer programa de compras de bonos garantizados (el denominado *covered bond purchase programme*, CBPP1), que estuvo vigente hasta junio de 2010 y alcanzó compras por un importe nominal de 60.000 millones de euros. Posteriormente, entre mayo de 2010 y septiembre de 2012, estuvo vigente el *securities market programme* (SMP), que incluyó compras de

deuda pública emitida por los Gobiernos de la zona del euro. Este último programa coincidió en el tiempo con el segundo programa de compras de bonos garantizados (*covered bond purchase programme 2, CBPP2*), vigente entre noviembre de 2011 y octubre de 2012, que acumuló compras por un importe nominal de 16.400 millones de euros.

3 Las compras de deuda del programa se iniciaron en marzo de 2015 con 60.000 millones de euros mensuales hasta marzo de 2016, para incrementarse hasta 80.000 millones desde abril de 2016 hasta marzo de 2017. A partir de abril de 2017, volvieron a reducirse hasta 60.000 millones de euros al mes, para rebajarse de nuevo en octubre de ese año hasta 30.000 millones. Finalmente, a partir de octubre de 2018 volvieron a disminuir, hasta su finalización en diciembre del mismo año, hasta 15.000 millones de euros mensuales.

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.

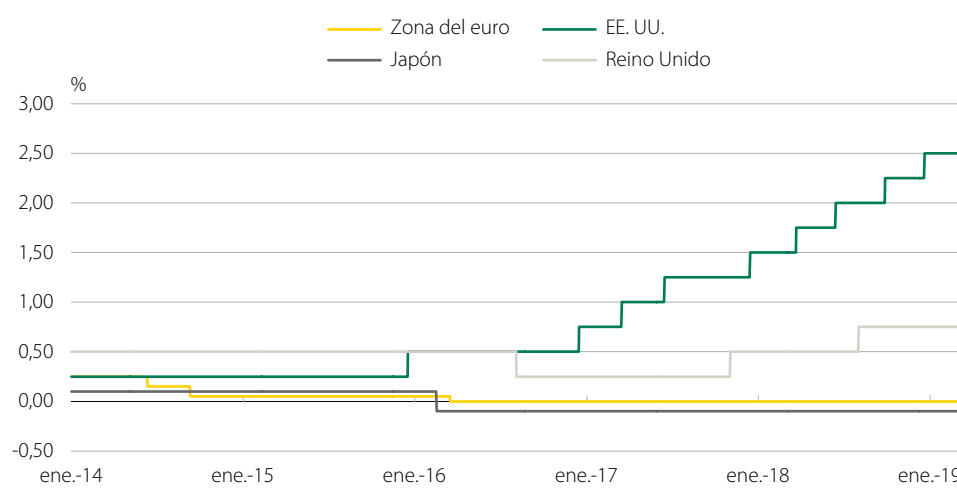
La evolución de los tipos de interés a corto plazo continuó divergiendo entre regiones durante el primer trimestre de 2019 debido a los diferentes tonos de política monetaria aplicados.

Finalmente, el Banco de Inglaterra en su reunión de marzo también decidió mantener inalterado tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el 0,75% desde agosto de 2018, como los importes en su programa de compras de activos. De igual manera, los tipos de interés oficiales en Japón se mantienen en el -0,1% desde febrero de 2016, habiendo expresado el banco central su intención de mantenerlos sin variaciones durante un largo periodo de tiempo por la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre del año continuó divergiendo entre regiones, como consecuencia de los diferentes momentos en las políticas monetarias aplicadas. Así, en el caso de EE. UU., los tipos a 3 meses, que habían aumentado 111 p.b. en el último año, registraron un descenso de 21 p.b. en el primer trimestre de 2018, para situarse en el 2,60% a finales de marzo. De igual forma, los tipos a 3 meses en el Reino Unido dejaron atrás el incremento de 39 p.b. durante 2018 y disminuyeron 6 p.b. en los primeros meses del año, hasta situarse en 0,85% en marzo. Por su parte, los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que mostraron pocos cambios durante 2018, prolongaron esta senda en 2019. Estos tipos finalizaban el primer trimestre en el -0,31% en la referencia a 3 meses y en el -0,11% en la referencia a 12 meses.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento relativamente homogéneo en el primer trimestre de 2019, con disminuciones en la mayoría de los países avanzados (en coherencia con las expectativas sobre la política monetaria). De esta forma, las rentabilidades de los bonos soberanos retrocedieron de forma generalizada con respecto al trimestre anterior y al primer trimestre de 2018, exceptuando el caso de Italia, donde la rentabilidad del bono soberano a 10 años era 70 p.b. más alta que en marzo del pasado año.

Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron de forma generalizada con respecto al trimestre anterior, tanto en EE. UU. como en la zona del euro...

Las disminuciones más relevantes durante el primer trimestre se produjeron en la zona del euro debido al mantenimiento de unos tipos bajos, en un contexto de retraso en el proceso de normalización de la política monetaria. Destacó el descenso de la rentabilidad del bono soberano a 10 años alemán (32 p.b.), que se situó en terreno negativo (-0,07%) y respondió a su consideración de activo refugio. La disminución de la rentabilidad en Portugal fue de 47 p.b., hasta el 1,26%; en Francia de 39 p.b., hasta el 0,32%; y en Irlanda y Bélgica de 35 p.b., hasta el 0,56% y el 0,42% respectivamente. En EE. UU., por su parte, la reducción de la rentabilidad del bono soberano fue de 28 p.b. con respecto a diciembre de 2018, hasta situarse en el 2,41%.

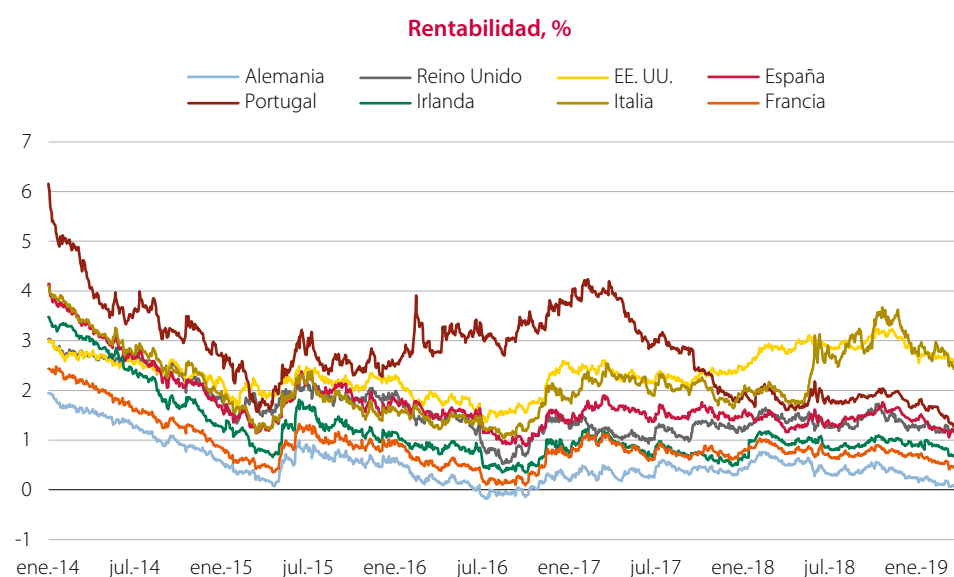
... siendo los descensos algo más acusados en esta última región.

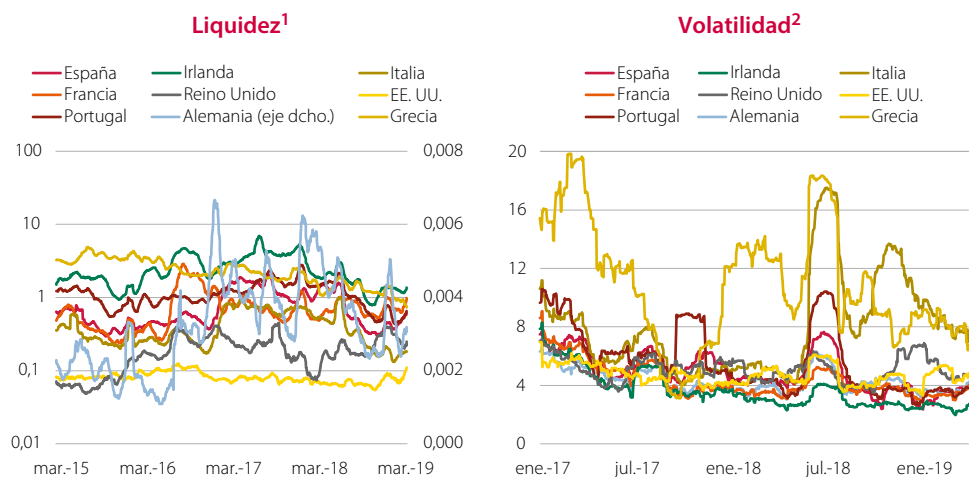
Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2019, después de un año en el que, coincidiendo con las correcciones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial, en términos generales habían aumentado en la mayoría de las economías. Así, destacaron los descensos en Grecia (-96 p.b., hasta los 362 p.b.), Portugal (-16 p.b., hasta los 73 p.b.) y España (-17 p.b., hasta los 64 p.b.). En Italia la prima de riesgo soberano, que aumentó casi 90 p.b. en 2018 (CDS) debido a las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de aquella economía, experimentó pocos cambios en los primeros meses de 2019 y se mantuvo en niveles algo superiores a los 200 p.b.

Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2019.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



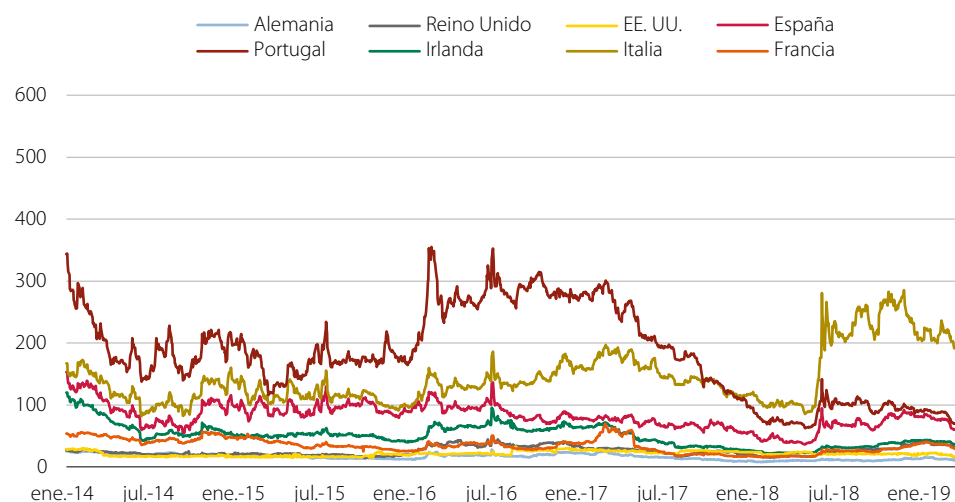


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compraventa (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán, se representa el promedio de 1 mes del diferencial de compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a 0.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

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

GRÁFICO 4

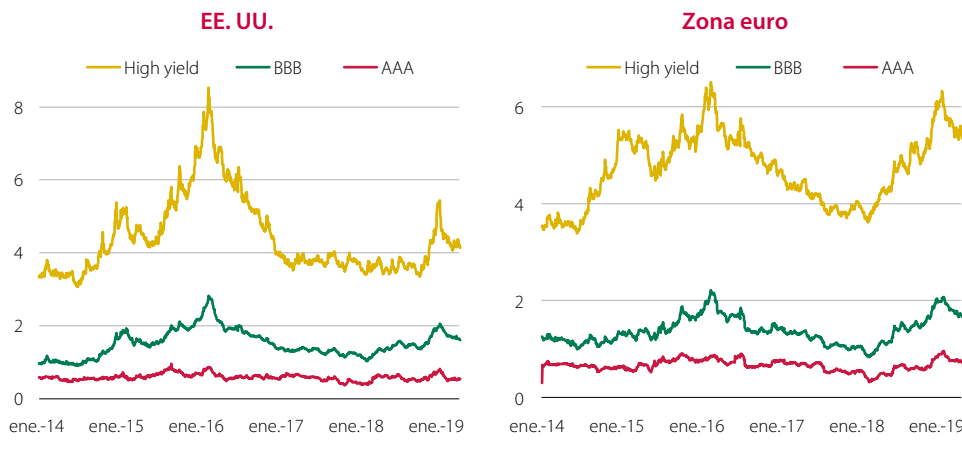


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en todos los segmentos de bonos (con mayor intensidad en el *high yield*) tanto en EE. UU. como en la zona del euro.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en las economías avanzadas disminuyeron en todos los segmentos de bonos con respecto a los valores observados a finales de 2018, año en el que aumentaron. Estos descensos tuvieron algo más de intensidad en los activos de peor calidad crediticia tanto en EE. UU. como en la zona del euro. En EE. UU., la prima de riesgo de crédito disminuyó 105 p.b. en el primer trimestre del año, hasta los 427 p.b. en el tramo *high yield*; 37 p.b. en el BBB, hasta los 164 p.b.; y 25 p.b. en el tramo AAA, hasta los 54 p.b. De la misma forma, en la zona del euro, la disminución de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 64 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 553 p.b.; 27 p.b. en el BBB, hasta los 172 p.b.; y 13 p.b. en el tramo AAA, hasta los 76 p.b.

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años¹



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

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

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante los primeros tres meses de 2019 (datos semestralizados) registraron un ligero descenso con respecto al primer semestre de 2018 y se situaron en 1,12 billones de dólares (un 1,1% menos que en el mismo periodo del año anterior). Este descenso se debió principalmente a la disminución de las emisiones netas del sector financiero, un 22% inferiores a las del mismo periodo del año anterior. Por el contrario, en el sector no financiero y en el soberano, las emisiones aumentaron un 12% y un 14%, respectivamente.

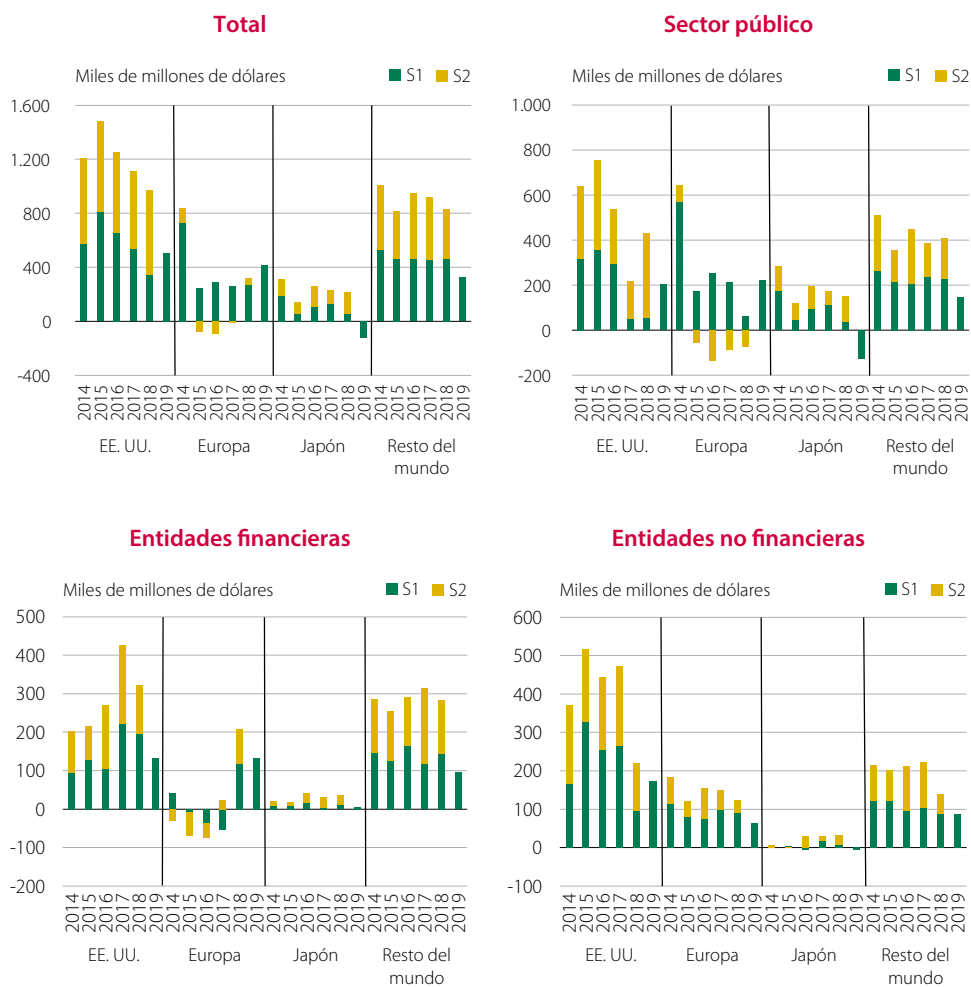
Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre de 2019 registraron un ligero descenso en términos interanuales, debido a la disminución de las emisiones netas del sector financiero.

El aumento en el importe de las emisiones netas de deuda soberana fue de 54.000 millones de dólares, hasta un importe total 439.000 millones de dólares. En Europa se produjo un aumento de 158.000 millones de dólares, hasta un volumen neto de 221.000 millones, así como en EE.UU, donde el aumento fue de 145.000 millones hasta los 200.000 millones de dólares. En cambio, en Japón se produjo una disminución sustancial de las emisiones netas de deuda, que las llevó a terreno negativo (-126.000 millones de dólares frente a 37.000 millones en el primer semestre de 2018).

En particular, el aumento de las emisiones netas de deuda soberana fue de 54.000 millones de dólares. Por regiones, en Europa y EE. UU. se produjo un incremento, mientras que en Japón se registró un descenso sustancial.

En relación con las emisiones de los sectores privados, como se ha mencionado, la tendencia no fue homogénea entre subsectores, con una disminución de aquellas efectuadas por el sector financiero y un aumento de las emisiones del sector no financiero. En el primer caso, las emisiones netas totales pasaron desde los 468.000 millones en el primer semestre de 2018 hasta los 365.000 millones en 2019, con un incremento originado en su mayoría en Europa, mientras que en el segundo caso se registró un aumento de 36.000 millones de dólares, hasta un volumen total de 320.000 millones. El alza de las emisiones de deuda en el ámbito corporativo no financiero estuvo determinada por el repunte de las emisiones en EE. UU., que registraron un incremento del 77% con respecto al primer trimestre de 2018, hasta situarse en 173.000 millones de dólares.

En cambio, las emisiones netas del sector privado no mostraron un comportamiento homogéneo.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2019 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los principales índices de renta variable, que en 2018 mostraron retrocesos sustanciales, registraron avances cuantiosos en los tres primeros meses de 2019.

Los principales índices de renta variable, que en 2018 mostraron retrocesos sustanciales, registraron avances en los tres primeros meses de 2019 y recuperaron buena parte de las pérdidas experimentadas en el ejercicio anterior (en algunos casos, todas ellas). Estos incrementos tuvieron lugar tras conocerse la posición del BCE y de la Reserva Federal, más predispuestos a retrasar —en el primer caso— y a hacer más gradual —en el segundo— las subidas de los tipos de interés en el actual contexto de desaceleración. También influyó un cierto avance en las negociaciones sobre los acuerdos comerciales entre China y EE. UU. y el hecho de que, tras las pérdidas de 2018, muchas compañías mostraban cotizaciones atractivas para buena parte de los inversores.

Por regiones, tanto los índices bursátiles estadounidenses como los europeos avanzan de forma significativa.

Los índices bursátiles estadounidenses presentaron crecimientos considerables en el primer trimestre del año: un 11,2% el índice Dow Jones, un 13,1% el S&P 500 y un 16,5% el tecnológico Nasdaq. De igual manera, las bolsas europeas registraron aumentos significativos que oscilaron entre el 8,2% del Ibex 35 y el 16,2% del índice italiano Mib 30. El índice británico FTSE 100 también avanzó, aunque siguió condicionado por la incertidumbre sobre la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2019, lo que se manifestó en un aumento del 9,5% del índice MSCI de renta variable. Por regiones, destacó el repunte de los índices asiáticos y, en particular, de aquellos ligados a la evolución de la actividad en China. Así, el Shanghai Composite aumentó un 23,9% y el Hang Seng de Hong Kong lo hizo un 12,4%, lo que refleja la mejora en las negociaciones entre China y EE. UU. y el aplazamiento del aumento de aranceles impuestos por la administración estadounidense a productos de la economía asiática. Por su parte, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa se revalorizaron un 10,5% y un 8,6% respectivamente, mientras que la bolsa mexicana avanzó a un ritmo menor (3,9%). Entre las economías de Europa del Este, destacó el incremento del índice ruso (RTS), superior al 12%.

Los mercados bursátiles emergentes también tuvieron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2019.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

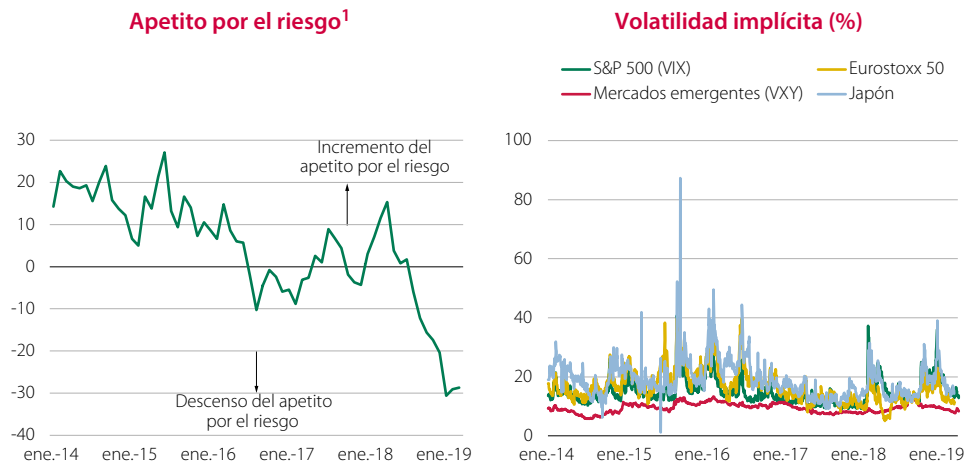
%	2015	2016	2017	2018	II18	III18	IV18	I19
Mundo								
MSCI World	-2,7	5,3	20,1	-10,4	1,1	4,5	-13,7	11,9
Zona euro								
Eurostoxx 50	3,8	0,7	6,5	-14,3	1,0	0,1	-11,7	11,7
Euronext 100	8,0	3,0	10,6	-11,2	3,3	1,5	-13,6	13,7
Dax 30	9,6	6,9	12,5	-18,3	1,7	-0,5	-13,8	9,2
Cac 40	8,5	4,9	9,3	-11,0	3,0	3,2	-13,9	13,1
Mib 30	12,7	-10,2	13,6	-16,1	-3,5	-4,2	-11,5	16,2
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	0,2	-2,4	-9,0	8,2
Reino Unido								
FTSE 100	-4,9	14,4	7,6	-12,5	8,2	-1,7	-10,4	8,2
Estados Unidos								
Dow Jones	-2,2	13,4	25,1	-5,6	0,7	9,0	-11,8	11,2
S&P 500	-0,7	9,5	19,4	-6,2	2,9	7,2	-14,0	13,1
Nasdaq-Composite	5,7	7,5	28,2	-3,9	6,3	7,1	-17,5	16,5
Japón								
Nikkei 225	9,1	0,4	19,1	-12,1	4,0	8,1	-17,0	6,0
Topix	9,9	-1,9	19,7	-17,8	0,9	5,0	-17,8	6,5

Fuente: Thomson Datastream.

En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes, que en algunos casos repuntaron hasta valores cercanos al 40% en diciembre, disminuyeron durante el primer trimestre del año hasta situarse en niveles mucho más bajos. Así, coincidiendo con un periodo de avance de los distintos índices, los niveles de volatilidad implícita se situaron por debajo del 15% en la mayoría de los casos (véase el panel derecho del gráfico 7). Los niveles más altos de volatilidad implícita se observaban en el Nasdaq, el Mib 30 y el Nikkei, con registros ligeramente inferiores al 20%.

Las medidas de volatilidad implícita globales disminuyeron durante el primer trimestre del año y se situaron en niveles reducidos.



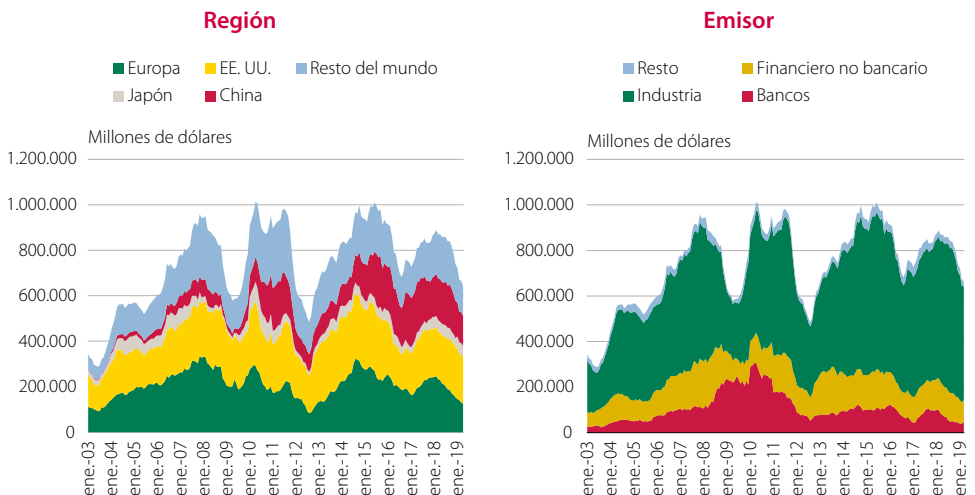
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

El volumen de emisiones de renta variable disminuyó un 37,4% en el primer trimestre de 2019, con retrocesos destacados en las empresas de utilities y en las industriales.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable disminuyó un 37,4% durante el primer trimestre de 2019, con lo que se situó cerca de los 136.000 millones de dólares. Se observaron descensos generalizados en todas las regiones contempladas, destacando Japón y Europa, donde las emisiones retrocedieron un 51,8% y un 43,6%, respectivamente. En China y en EE. UU. los descensos fueron algo menos pronunciados, un 34,4% y un 27,2%, respectivamente. Por sectores, tan solo crecieron las emisiones de renta variable del sector bancario, con un importe que dobló lo emitido durante el mismo periodo del año anterior. En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en las empresas de *utilities* y en las industriales.

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 31 de marzo.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En 2018, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2,6%, prolongando la senda expansiva que inició en 2014, aunque a un ritmo algo inferior al de los años previos (3% en 2017 y 3,2% en 2016), en línea con el contexto de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 2,5% al 1,8% por el comportamiento más desfavorable de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,8 p.p.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la contribución del sector exterior, que no finalizaba el año en terreno negativo desde 2015, fue de -0,4 p.p. (5 décimas menos que en 2017). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una leve aceleración del crecimiento del consumo público entre 2017 y 2018 (pasó del 1,9% al 2,1%) y de la formación bruta de capital fijo (del 4,8% al 5,3%), mientras que la variación del consumo privado experimentó un leve descenso (2,3% en 2018 frente a 2,5% en 2017). En cuanto a los componentes del sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones disminuyeron su ritmo de avance, afectadas por la situación del comercio internacional. Las importaciones crecieron un 3,5% (5,6% en 2017) y las exportaciones lo hicieron un 2,3% (5,2% en 2017). La mayor ralentización de estas últimas hizo que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera negativa durante todo el año pasado.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido aumentó un 6,8% en 2018 (6,2% en 2017), y una desaceleración en el sector industrial, que creció un 1,2% frente a un 4,4% en 2017. Por su parte, en el sector de los servicios y en las ramas primarias se registraron avances en el conjunto del año, siendo remarcable el incremento en el valor añadido del sector primario, que pasó de caer en 2017 un 0,9% a crecer un 1,8% en 2018. En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (2,5% en 2017), destacando el aumento de un 2,3% (0,4% en 2017) de las actividades financieras y de seguros.

El PIB de la economía española creció un 2,6% en 2018, 8 décimas más que en la zona del euro.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la aportación del sector exterior terminó el año en -0,4 p.p. (0,1 p.p. en 2017).

Desde el punto de vista de la oferta, cabe resaltar la continuidad en el crecimiento del valor añadido en el sector de la construcción y, en menor medida, en el sector servicios.

	2015	2016	2017	2018	CE ¹	
					2019	2020
PIB	3,6	3,2	3,0	2,6	2,1	1,9
Consumo privado	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	1,4
Consumo público	2,0	1,0	1,9	2,1	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,7	2,9	4,8	5,3	3,9	3,3
Construcción	3,6	1,1	4,6	6,2	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	11,8	5,3	6,0	5,4	6,0	4,1
Exportaciones	4,2	5,2	5,2	2,3	3,3	3,4
Importaciones	5,4	2,9	5,6	3,5	3,5	3,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,3	0,8	0,1	-0,4	0,0	0,1
Empleo²	3,3	3,1	2,8	2,5	1,7	1,5
Tasa de paro	22,1	19,6	17,2	15,3	14,4	13,3
Índice de precios de consumo³	-0,5	-0,2	2,0	1,7	1,7	1,5
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,3	1,8	0,8	1,0	1,0
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-5,3	-4,5	-3,1	-2,6	-2,1	-1,9
Deuda pública (% PIB)	99,3	99,0	98,1	97,2	96,2	95,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	78,9	70,6	66,2	59,4	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden al otoño de 2018, salvo las del PIB y la inflación de 2019 y 2020, que se revisaron con posterioridad (una décima menos en ambos años respecto al último pronóstico para el PIB y cinco décimas menos en 2019 para la inflación, manteniéndose el de 2020).

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

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

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

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación se fue normalizando a lo largo de 2018 a medida que se reducía la tasa energética. El diferencial respecto a la zona del euro finalizó el año en valores ligeramente negativos.

La tasa de inflación —que superó el 2% en los meses centrales de 2018 por el repunte de los precios de la energía— se fue reduciendo posteriormente a medida que la tasa energética se normalizó de forma gradual hasta finalizar el año en el 1,2%, tasas en las que se ha mantenido en los primeros meses de 2019. La tasa subyacente —IPSEBENE—, que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,8% y el 1,2%), para finalizar 2018 en el 0,9% y registrar un leve descenso en febrero de este año hasta el 0,7%. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro osciló en valores cercanos a cero durante todo el año y lo finalizó en un registro ligeramente negativo (-0,3 p.p.). Como media anual, esta diferencia fue inapreciable, frente a las 5 décimas de media en 2017. En febrero de 2019, el diferencial disminuía ligeramente hasta -0,4 p.p.

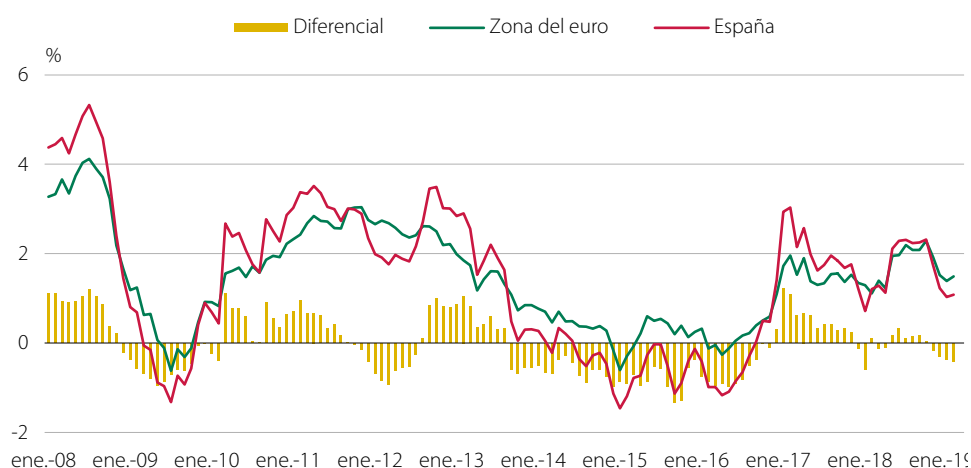
Los buenos datos de creación de empleo en 2018 (2,5%) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,5% de media en 2018, pero con algo menos de intensidad que en años previos (2,8% en 2017 y 3,1% en 2016). La información de

la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 566.200 (2,42 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 14,5% en el cuarto trimestre (16,6% a finales de 2017). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue positiva en 2018, pues el aumento de la remuneración por asalariado vino acompañada por un ligero descenso en la productividad aparente del trabajo.

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

GRÁFICO 9



Fuente Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2018 como consecuencia del crecimiento de la economía y del menor gasto por intereses de la deuda. El déficit público cerró el año en una tasa cercana al 2,6% del PIB (3,1% en 2017), compatible, por tanto, con la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. Todas las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit del Estado, que pasó del 1,9% en 2017 al 1,6% en 2018; el de las comunidades autónomas, que alcanzó el 0,2% (0,4% en 2017); y, en menor medida, el de las administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,41% (1,44% en 2017). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,6% al 0,5% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 97,2% del PIB (datos del cuarto trimestre), por lo que registra pocas variaciones desde mediados de 2014.

El dinamismo del crecimiento y la disminución del gasto por intereses permitieron que el déficit público se redujera hasta el 2,6% del PIB en 2018, lo que supone la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009.

A la espera de subidas en los tipos de interés oficiales, que se han retrasado a la vista del deterioro de la actividad en la zona del euro y sus implicaciones sobre la inflación, el sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de las empresas *fintech*. Como nota positiva, cabe resaltar el hecho de que el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral siguen permitiendo descensos de la tasa de morosidad, que se situó en el 5,8% en diciembre (7,8% a finales de 2017), con lo que alcanza mínimos no vistos desde marzo de 2011.

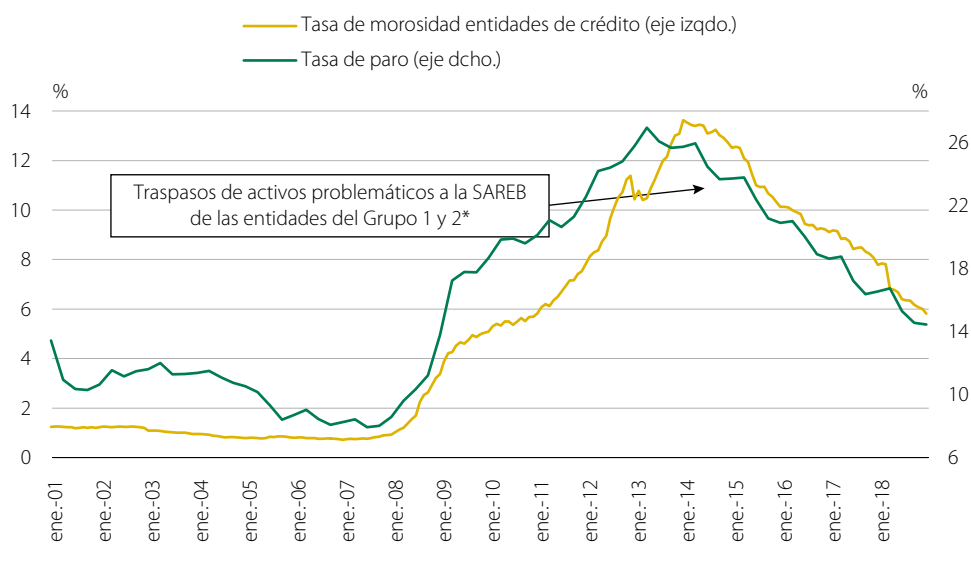
La tasa de morosidad se sitúa en mínimos desde 2011, aunque el reducido nivel de los tipos de interés sigue presionando a la baja la rentabilidad de los bancos.

La cuenta de resultados agregada del sector bancario mostró beneficios superiores a 12.000 millones de euros en 2018.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unas ganancias de 12.378 millones de euros en 2018 (3.919 millones de pérdidas en 2017, afectadas por las pérdidas de Banco Popular —que se estiman en 12.000 millones de euros—). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses (23.276 millones de euros en 2018, frente a los 23.225 millones de 2017). Por otra parte, la significativa reducción de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos marcó la mejora del beneficio agregado del sector (que se situó en máximos desde 2009).

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

GRÁFICO 10



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

¹ Sobre la población activa.

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

En enero de 2019 la financiación bancaria a empresas y hogares avanzó ligeramente, continuando la tendencia del ejercicio previo.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) avanzó ligeramente en 2018 (0,7%), superando el leve descenso de 2017 (-0,1%), y prosiguió al alza en los primeros meses de 2019 (1,1% en febrero). La financiación a las sociedades no financieras, que en diciembre de 2018 aumentó un 1% (0,4% en 2017), lo hizo un 1,7% en el mes de febrero. Por su parte, la financiación a los hogares, que aumentó un 0,3% en diciembre revirtiendo la tendencia de los últimos años (-1,3% y -0,6% en 2016 y 2017 respectivamente), continuó con su crecimiento en febrero (0,4%). La expansión del crédito destinado a consumo (5,0% en febrero de 2019, 5,1% en 2018 y 6,2% en 2017) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda (-1,1% en febrero de 2019, -1,3% en 2018 y -2,7% en 2017).

El tamaño del sector bancario disminuyó en 2018 y retomó así la tendencia descendente iniciada en 2012.

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, disminuyó en 2018 hasta 2,58 billones de euros (2,65 billones de euros en 2017), con lo que retomó la tendencia descendente iniciada en 2012 e interrumpida temporalmente en 2017. Algunas de las fuentes de financiación más importantes —como, por ejemplo, los depósitos o la que procede del Eurosistema— registraron descensos. El patrimonio neto de los bancos experimentó una leve

disminución en 2018, que fue mucho más acusada en la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de 4 sociedades³ (de un total de 119), el beneficio agregado total habría crecido un 4,9%, una tendencia que estaría más en línea con el dinamismo de la actividad doméstica. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas industriales, cuyos beneficios crecieron un 8,4% en el ejercicio, hasta superar los 5.700 millones de euros, y en las empresas del sector del comercio y los servicios (descontando las cifras de Abengoa), con un aumento del 7,8% del resultado. En el caso de las empresas del sector de la energía, el beneficio consolidado del ejercicio creció un 4,2%⁴. En las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias se observó una caída significativa del beneficio agregado, que también estuvo concentrado en pocas entidades⁵, aunque se apreció una homogeneidad superior en la evolución de las cuentas (los beneficios disminuyeron incluso descontando los de las entidades más grandes).

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017, debido a las fuertes pérdidas de unas pocas compañías.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras CUADRO 3

Millones de euros	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Energía	11.562	9.571	10.043	7.739	9.727	5.773
Industria	7.491	7.560	6.753	7.162	5.269	5.714
Comercio y servicios	15.158	15.959	17.651	12.669	13.588	8.540
Construcción e inmobiliario	5.877	5.370	4.958	4.397	5.009	2.124
Total agregado	40.088	38.460	39.405	31.967	33.593	22.150

Fuente: CNMV.

Por su parte, el nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras mostró una variación muy pequeña en 2018, con un aumento del 0,7%, hasta situarse algo por encima de los 230.000 millones de euros. Esta tendencia tuvo su origen en el avance de las deudas de las compañías del comercio y los servicios, cuyo nivel pasó de 81.185 millones en 2017 a 84.871 en 2018, y, en menor medida, de las empresas industriales (de 19.707 millones a 21.125 millones). Por el contrario, el nivel de las deudas de las compañías energéticas y de las pertenecientes a la construcción y las actividades inmobiliarias disminuyó en el conjunto del ejercicio. La ratio de apalancamiento agregada, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, apenas cambió en 2018, al pasar de 0,97 a 0,98. A finales de año, la ratio más

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras registró una variación poco significativa en 2018 (0,7%), por lo que la ratio de apalancamiento agregada se mantuvo en niveles algo inferiores a 1.

3 Naturgy (energía), Abengoa (comercio y servicios), OHL y Ferrovial (ambas del sector de la construcción y los servicios inmobiliarios).

4 Excluyendo las pérdidas de Naturgy, que se situaron cerca de los 2.600 millones de euros en 2018.

5 OHL, Ferrovial y Colonial.

reducida correspondía a las empresas industriales (0,57) y a las relacionadas con el negocio de la energía (0,73). Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, evaluada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un leve deterioro por la caída de los márgenes ya comentada.

Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección

RECUADRO 2

En octubre de 2018, la CNMV decidió publicar un informe separado con información reportada por las sociedades cotizadas en sus informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección. Esta publicación pretende contribuir a promover una mayor presencia de mujeres en el máximo nivel de gobierno de estas sociedades, en línea con las diversas disposiciones y recomendaciones establecidas tanto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) como en el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (CBG) en relación con la aprobación por parte de las sociedades cotizadas de políticas que garanticen la diversidad en los consejos de administración.

El informe, publicado por primera vez a finales de octubre de 2018, contiene datos individualizados relativos a cada sociedad cotizada e información agrupada en tres categorías de compañías: las del Ibex 35, las compañías con un nivel de capitalización superior a 500 millones de euros y las restantes. Para cada compañía, incluye el número de consejeras por cada categoría (ejecutivas, dominicales, independientes y otras externas) y el porcentaje que representan sobre el total de consejeros en cada una de ellas, así como el número total de consejeras y el porcentaje que suponen en el consejo. Asimismo, el informe contiene los mismos datos respecto de la alta dirección, es decir, el número de mujeres en la alta dirección en cada sociedad cotizada y el porcentaje que estas representan sobre el número total de altos directivos.

Según los datos reportados por las sociedades cotizadas en sus IAGC correspondientes al cierre del ejercicio 2017, el porcentaje medio de mujeres en los consejos de administración era del 18,9%, lejos todavía del objetivo del 30% que para 2020 establece la recomendación 14 del CBG o de la «presencia equilibrada» a la que se refiere el artículo 529.bis.2 del texto refundido de la LSC. Este porcentaje, además, se va reduciendo según disminuye la capitalización de las sociedades (véase cuadro R2.1).

Además, al cierre del ejercicio 2017, tan solo 15 sociedades cotizadas (10,8% del total) tenían en su consejo de administración un porcentaje de mujeres igual o superior al establecido en la citada recomendación. Por el contrario, había 19 compañías, no pertenecientes al Ibex 35, que no tenían ninguna mujer en su consejo de administración.

La distribución por categoría de consejeros revela que la mayoría de las mujeres consejeras desempeñan su función como consejeras independientes, seguidas de las dominicales y de otras externas y que tan solo un 4,5% de los consejeros con funciones ejecutivas son mujeres.

Presencia de mujeres en el consejo de administración y en la alta dirección

CUADRO R2.1

	2017							
	Total mujeres		Íbex 35		Más de 500 millones de euros ¹		Menos de 500 millones de euros ¹	
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total
Total consejeras	258	18,9	103	22,8	81	18,4	74	15,6
Dominicales	72	15,7	19	16,5	30	17,7	23	13,2
Ejecutivas	10	4,5	3	4,2	2	2,8	5	6,4
Independientes	163	28,1	77	33,9	46	27,5	40	21,4
Otras externas	13	12,2	4	10,3	3	9,4	6	16,7
Mujeres en la alta dirección (excluidas altas directivas consejeras)	156	14,8	62	14,3%	60	16,9	34	12,9%

Fuente: CNMV.

1 Se presenta información de las compañías cuya capitalización satisface este criterio.

Finalmente, destaca el reducido porcentaje de mujeres en la alta dirección de las sociedades cotizadas, que se sitúa en el 14,8%, por debajo del porcentaje de mujeres consejeras ya comentado.

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2018. La caída de la tasa de ahorro, que pasó del 5,5% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2017 hasta el 4,9% en 2018, se explica por el dinamismo del consumo agregado en un contexto de leve aumento de la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 100,2% de la RBD a finales de 2017 hasta el 98,3% en septiembre de 2018, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La ratio de carga financiera descendió levemente (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%) por la estabilidad del coste medio de la deuda, que se encuentra en niveles reducidos dentro de un marco de rentas crecientes. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2018 (desde el 542,6% del PIB hasta el 553,1%) debido mayoritariamente a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera descendió ligeramente hasta el 182% del PIB.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 1,9% del PIB en 2018 (1,5% en 2017), con lo que se mantuvieron las tendencias de años anteriores pero con importes, en general, más reducidos. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,2% del PIB) y la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (3,6% del PIB) y en acciones y participaciones (1,4% del PIB). Los hogares volvieron a adquirir participaciones en fondos de inversión, aunque por un importe algo menor que en años anteriores, influidos probablemente por las turbulencias de los mercados a finales de año. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 1,8% del PIB (2,4% en 2017).

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 cuarto trimestre de 2018 se situaba en el 4,9% de la renta disponible.

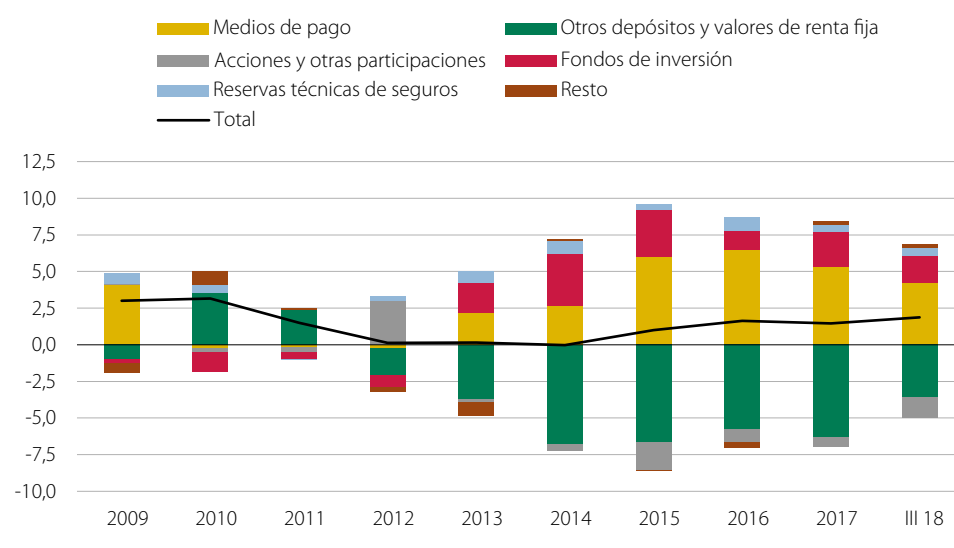
En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión...

... y dentro de estos últimos se mantuvo la preferencia por las categorías de mayor riesgo, aunque las turbulencias de finales de año modificaron este patrón en su último tramo.

En cuanto a las preferencias por el riesgo de los partícipes en fondos de inversión, continuaron predominando las categorías de mayor riesgo, siguiendo la tendencia de los últimos años, aunque los volúmenes fueron más reducidos pues el perfil inversor cambió en el tramo final de año coincidiendo con el periodo de fuertes caídas en las bolsas, que dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por categorías más conservadoras. En todo 2018, las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe cercano a los 6.800 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (cercano a los 17.600 millones en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales, que superó los 9.400 millones de euros. Las suscripciones netas en fondos de renta variable, tanto mixta como euro e internacional, oscilaron entre los 1.790 y los 3.864 millones de euros dependiendo de la categoría.

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

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI confirman la desaceleración del crecimiento mundial, que podría crecer un 3,3% este año (3,6% en 2018) y un 3,6% en 2020...

Según las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI el crecimiento del PIB mundial seguirá ralentizándose este año y se situará en el 3,3% (3,6% en 2018), para después aumentar ligeramente hasta el 3,6% en 2020. Estas previsiones implican para este año una revisión a la baja de dos décimas con respecto a las que publicó en su informe de enero. Buena parte del menor ritmo de avance de la actividad se debe a las restricciones a los intercambios comerciales, a la pérdida de impulso de factores que en el pasado tuvieron una repercusión positiva y a la presencia de diversas fuentes de incertidumbre políticas y financieras. En las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se situaría en el 1,9% este año (2,2% en 2018), siendo el de la zona del euro del 1,3% (1,8% en 2018) y el de EE. UU., del 2,3% (2,9% en 2018). En Europa, destacó el empeoramiento de los pronósticos para Alemania e Italia, de 1 punto porcentual en pocos meses (entre la rebaja de enero y la de abril), hasta tasas esperadas de crecimiento del 0,8% y el 0,1%, respectivamente, para este año. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan el avance en un 4,4% para este año y en un 4,8% el año que viene (1 décima menos en ambos casos respecto a su previsión anterior).

Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre este escenario son a la baja y se derivan tanto de los efectos negativos de las restricciones al comercio mundial como del efecto de la normalización de la política monetaria en EE. UU., de la presencia de otras fuentes de incertidumbre —entre las que destaca la posibilidad de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin acuerdo (*brexit* duro)— y de que se intensifiquen las dudas en torno a la sostenibilidad de la deuda en algunas economías europeas. En la zona del euro, el retraso en el proceso de subidas de los tipos de interés ocasionado por la fuerte desaceleración de la actividad prolonga un entorno en el que los bancos encuentran dificultades para incrementar su rentabilidad y en el que algunos participantes en los mercados se muestran más predispuestos a invertir en activos más arriesgados (*search for yield*) o a elevar su nivel de endeudamiento.

...en un escenario donde persisten varios riesgos relevantes de diferente naturaleza.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 4

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

Fuente: FMI.

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

Según las últimas previsiones del FMI publicadas en abril de 2019, el PIB de la economía española crecerá un 2,1% este ejercicio y un 1,9% en 2020. Estos pronósticos suponen una rebaja de 1 décima para este año respecto a la estimación de enero, y se mantiene la de 2020. Estas previsiones confirman la ralentización del crecimiento en España, pero también la diferencia respecto a las revisiones generalizadas y notables a la baja que esta institución ha realizado sobre otras economías importantes. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se situaría en 8 décimas este año y 4 décimas el próximo (0,8 p.p. de media entre 2016 y 2018).

En España, la actividad también está atravesando un periodo de ralentización en su crecimiento, pero menos intenso que en la zona del euro.

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional, algunos de los cuales son comunes a los de otras economías europeas, tienen que ver con: i) los desafíos que se plantean sobre el sector bancario para elevar su rentabilidad y fortalecer su solvencia; ii) la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda pública; iii) la elevada tasa de desempleo, aunque en descenso, junto con los retos derivados del envejecimiento de la población; iv) la repercusión negativa para el negocio de las empresas exportadoras españolas expuestas a los mercados con más restricciones al comercio; y v) la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre políticas de carácter nacional.

A pesar de esta fortaleza relativa, también se perciben fuentes de vulnerabilidad importantes.

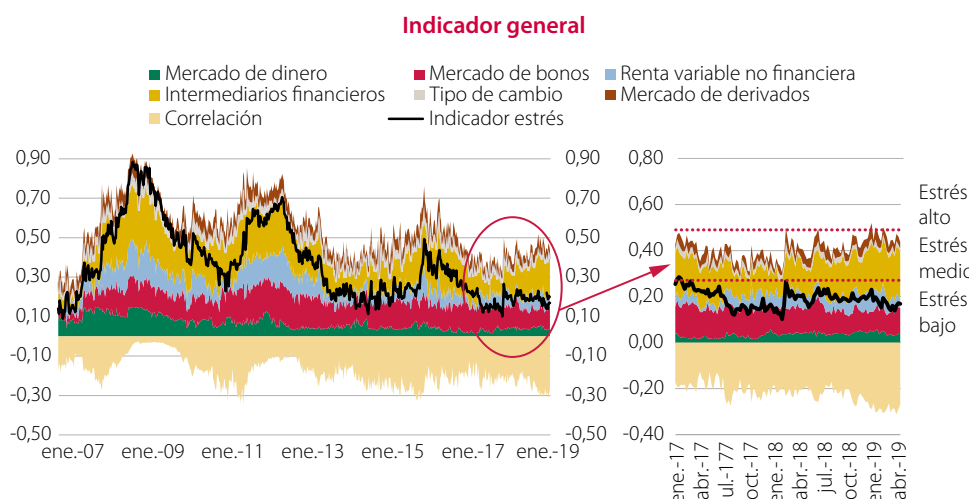
3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles permanece en niveles reducidos (0,17 a finales del primer trimestre), si bien se observa un grado significativo de estrés en algunos segmentos individuales como el de intermediarios financieros y el de deuda.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles⁶ se ha mantenido en niveles considerados compatibles con un estrés bajo durante los últimos meses (por debajo de 0,27), registrando únicamente leves incrementos en algunos momentos de incertidumbre relacionados con Italia. A finales de marzo, este indicador se situaba en 0,17. Buena parte del nivel reducido del indicador de estrés se explica por la escasa correlación que existe entre los seis segmentos considerados, ya que, al ser una medida de riesgo sistémico, el indicador general únicamente registra incrementos notables si el nivel de estrés aumenta en todos los segmentos al mismo tiempo y durante un periodo prolongado, cosa que no ocurre en la actualidad. Sin embargo, sí se detecta un nivel de estrés considerable en algunos de los segmentos individuales examinados. Como se observa en el panel inferior del gráfico 12, este es el caso en el segmento de intermediarios financieros (mayoritariamente bancos) y de deuda, cuyo nivel de estrés se situaba en 0,66 y 0,57, respectivamente, a finales del primer trimestre. En el primer caso, el elevado nivel de estrés se explica fundamentalmente por la caída de las cotizaciones del sector, mientras que en el segundo viene determinado por el deterioro de la liquidez del bono de deuda soberano.

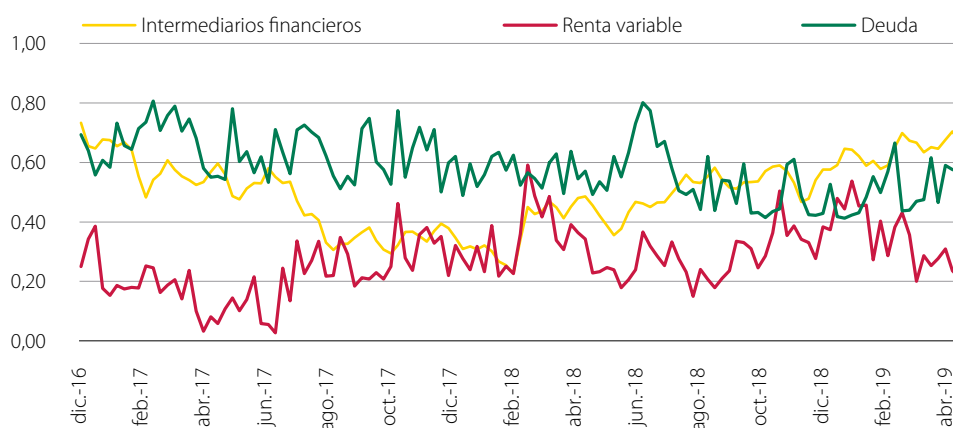
Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



6 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf

Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2018 con caídas significativas, comenzaron el año con ganancias notables que permitieron recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior. Aunque las incertidumbres relacionadas con el *brexit* siguieron presentes, las cotizaciones avanzaron gracias al impulso de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China —que dio como resultado un aplazamiento en la subida de aranceles y un relajamiento de la tensión comercial entre ambos países—, así como a las perspectivas de que el BCE mantendrá en el tiempo su política monetaria acomodaticia⁷ como consecuencia de la notable ralentización del crecimiento en la zona del euro. Además, los índices europeos se vieron favorecidos por la recuperación de los estadounidenses, donde la Reserva Federal⁸ mantuvo sin cambios sus tipos de interés y apuntó también a la posibilidad de que no haya más alzas en todo 2019.

El Ibex 35 inició el año con subidas que se fueron moderando conforme avanzaba el trimestre, ante las dudas sobre la evolución económica de la zona del euro, en la que el deterioro de la situación económica⁹ es cada vez más evidente. Los avances de las cotizaciones no fueron homogéneos entre todos los sectores y valores del mercado nacional, sino que se concentraron en las grandes compañías, especialmente en las empresas del sector eléctrico, así como en las compañías de los sectores de la construcción, la tecnología, y los bienes de equipo y de consumo. También presentaron un comportamiento positivo las empresas de pequeña capitalización, que se vieron

Los mercados de renta variable presentaron alzas significativas en el primer trimestre, que les permitieron recuperar parte de las pérdidas de 2018.

Las mayores alzas de las cotizaciones se concentraron en las grandes compañías del sector eléctrico, la construcción, la tecnología y los bienes de consumo, así como en las empresas de pequeña capitalización.

7 El presidente del BCE confirmó su intención de «aumentar la acomodación de la política monetaria», retrasando hasta finales de 2019 o más allá la primera subida de tipos, que vendrá acompañada a partir de septiembre por una nueva ronda de inyecciones de liquidez a la banca (el tercer TLTRO). Además, el BCE mostró su preocupación por el deterioro del entorno económico y recortó desde el 1,7% al 1,1% la previsión de crecimiento de la zona del euro para 2019.

8 Véase epígrafe 2.1.

9 Italia se encuentra en recesión (su PIB retrocedió un 0,1% y un 0,2% en el tercer y cuarto trimestre de 2018, respectivamente) y Alemania ha conseguido eludir la pero su actividad se ha resentido de forma significativa por la importancia relativa del sector exportador (su PIB retrocedió un 0,2% en el tercer trimestre y registró una expansión del 0,02% en el cuarto trimestre).

favorecidas por su menor exposición internacional y su mayor dependencia del mercado nacional, que sigue manteniendo una evolución favorable, en un contexto de desaceleración económica. Asimismo, los menores avances correspondieron a las compañías de mediana capitalización y a los bancos. Las primeras acusaron el deterioro de las expectativas y la ralentización de la economía europea por su mayor exposición a estos mercados, mientras que los segundos se vieron perjudicados por el mantenimiento del escenario de bajos tipos de interés, que presiona sus márgenes a la baja.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 5

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

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

El Ibex 35 avanzó un 8,2% en el primer trimestre del año...

Así, el Ibex 35, que en los últimos 2 trimestres había acumulado retrocesos del 2,4% y el 9%, respectivamente —hasta acumular unas pérdidas en 2018 del 15%—, recuperó parte de ellas y cerró el primer trimestre del ejercicio con una revalorización del 8,2%, con

lo que se situó en niveles similares a los de octubre del ejercicio anterior. Este movimiento alcista siguió la tendencia de los principales índices europeos de referencia¹⁰, aunque los avances del mercado español fueron los más moderados junto con los del alemán. Asimismo, las alzas de las cotizaciones en todos los mercados europeos se produjeron en un entorno de baja volatilidad y de caídas en los volúmenes de contratación. El avance del principal índice del mercado español se situó a medio camino entre la revalorización que presentaron las acciones de las compañías más pequeñas (9,4%) y las de mediana capitalización (4,7%), cuyo comportamiento fue más discreto. Por otra parte, en el caso de los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, durante el primer trimestre se observaron avances del 14% y el 11,7%, respectivamente, gracias a la evolución positiva de los mercados latinoamericanos¹¹—especialmente de Brasil, donde destaca la mejora de su economía¹²—, así como de la apreciación de sus divisas respecto al euro¹³.

Con la excepción de las compañías inmobiliarias, todos los sectores terminaron el trimestre con avances, aunque fueron muy heterogéneos entre sectores y compañías, como se ha comentado anteriormente. Un análisis más detallado revela que las subidas más significativas correspondieron a compañías de los sectores de la construcción y de los bienes de equipo, además de al sector de los bienes de consumo; dentro de este último destacó la recuperación de la principal compañía del sector textil (Inditex), que, a pesar de la fuerte competencia en el ámbito del comercio electrónico, consiguió mejorar sus ventas e incrementar sus beneficios. Asimismo, destacó la evolución de las empresas de los sectores del petróleo y la energía, así como las del sector de la tecnología y el *software*. Por un lado, las compañías eléctricas se vieron favorecidas por las perspectivas de mantenimiento de unos tipos de interés bajos, lo que resalta su carácter defensivo, y las expectativas de estabilidad en sus beneficios gracias a unos costes financieros reducidos y estables; por otro, la principal compañía petrolífera se benefició de la recuperación de los precios del petróleo¹⁴. Además, las compañías tecnológicas y de internet volvieron a subir de modo destacado, apoyadas por la recuperación de las cotizaciones del sector tecnológico en EE. UU. y por la confianza de los inversores en sus modelos de negocio.

El notable avance de las cotizaciones en el trimestre, junto con la ralentización en el crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitieron que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 aumentase desde 10,8 a mediados de diciembre —su nivel más bajo desde el primer semestre de 2012— hasta 11,5 en marzo. Como recoge el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global presentaron un comportamiento similar en el trimestre, recogiendo la recuperación de sus cotizaciones. A pesar de la mejora de las cotizaciones, con la excepción del índice estadounidense S&P 500, todas las ratios siguen por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2019.

... observándose alzas en la mayoría de los sectores del mercado, más intensas en construcción, bienes de equipo, sector textil, tecnología y compañías energéticas y petrolíferas.

El incremento de las cotizaciones durante el trimestre, junto con la ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales, propició un aumento de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) hasta 11,5, desde los mínimos de 2012 en los que se encontraba en diciembre (10,8).

10 Los principales índices europeos también presentaron registros positivos: Eurostoxx 50 (11,7%), Dax 30 (9,2%), Cac 40 (13,2%), destacando los avances del italiano Mib 30, que se revalorizó un 16,2%.

11 Los principales índices bursátiles de los mercados de Brasil y México acumulan una revalorización del 8,5% y el 3,9%, respectivamente, en moneda local.

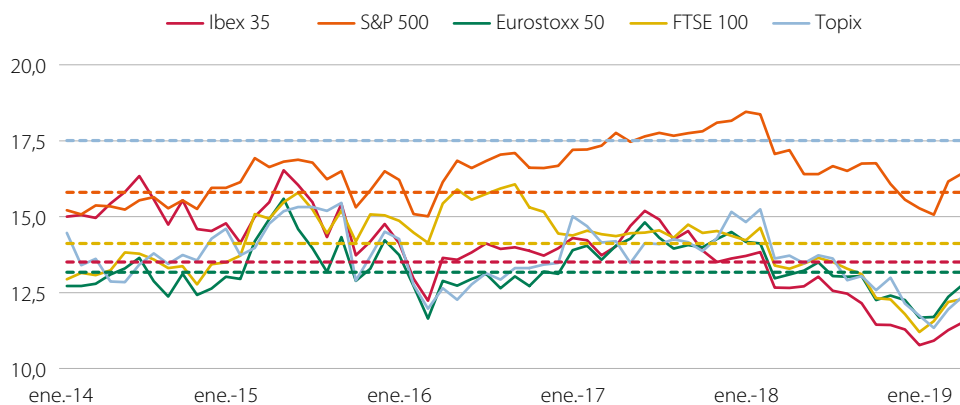
12 El PIB de Brasil creció un 1,1% y un 1% en 2018 y 2017, respectivamente, tras los descensos del 3,3% y el 3,5% de 2016 y 2015, respectivamente.

13 En el primer trimestre del año el real brasileño se apreció un 1% respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 3,4%.

14 Los precios del petróleo aumentaron un 27,1% en el primer trimestre de 2019, hasta situarse en 68 dólares por barril.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

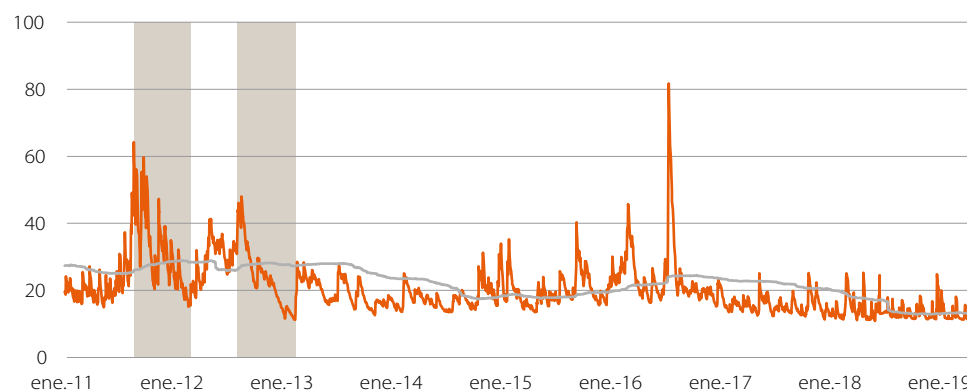
1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad, que se mantuvo en niveles reducidos durante la mayor parte de 2018, siguió descendiendo en los primeros meses de 2019, al igual que sucedió en las principales bolsas internacionales.

La volatilidad del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos durante la mayor parte del ejercicio 2018, observándose repuntes transitorios asociados a los distintos episodios de incertidumbre acaecidos en las bolsas estadounidenses y en Italia, volvió a disminuir en el primer trimestre de este año, al igual que sucedió en las principales bolsas internacionales. Así, al cierre del trimestre la volatilidad del Ibex 35 cayó hasta valores cercanos al 12%, ligeramente por debajo del valor medio de ese periodo (13,0%) y del promedio del trimestre anterior (14,5%), así como de los registros de 2018 (cierre: 18,6% y promedio: 15,1%). El comportamiento de la volatilidad del mercado español fue similar al de otros índices europeos como el Eurostoxx 50 (11,4% al final del trimestre), pero sus variaciones fueron menos pronunciadas que las observadas en los índices estadounidenses¹⁵ (la volatilidad del Dow Jones se movió en un rango de más de 20 puntos porcentuales en el trimestre).

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



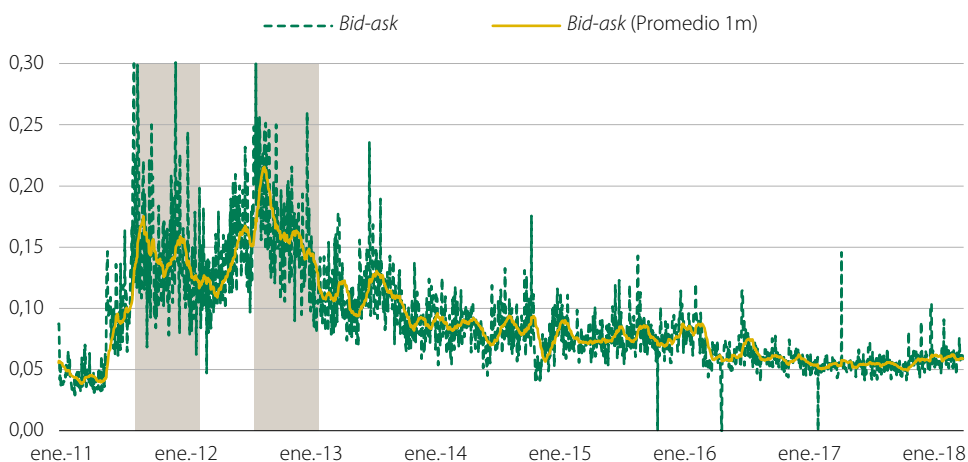
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. En azul se muestra la volatilidad condicionada y en rojo, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de

15 A finales de marzo, la volatilidad de los índices Dow Jones y VIX se situaba en valores cercanos al 10,4% y 13,7%, respectivamente, mientras que al cierre de 2018 alcanzaba valores superiores al 29% y 22%, respectivamente.

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.

Liquidez del Ibx 35. Bid-ask spread (%)

GRÁFICO 15



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

Las condiciones de liquidez del Ibx 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se han mantenido estables en el primer trimestre del año, observándose cierta dispersión en el *spread* a pesar de la caída de la volatilidad del mercado. Este diferencial se situó en el 0,057% en el primer trimestre del año, en niveles similares a los del trimestre anterior y muy por debajo de la media histórica de este indicador (0,092%).

Las condiciones de liquidez permanecieron en niveles satisfactorios, aunque se observó una cierta dispersión del diferencial de compra-venta.

A pesar de la recuperación de las cotizaciones de las bolsas, la contratación de renta variable española volvió a caer en el primer trimestre del año, puesto que el entorno de baja volatilidad desincentiva algunas modalidades de negociación, como la algorítmica y la de alta frecuencia¹⁶. Así, la negociación de valores de renta variable españoles disminuyó un 17,4% en términos interanuales, hasta situarse por debajo de 194.000 millones de euros¹⁷, en línea con la tendencia de la mayoría de las bolsas europeas, en las que también se ha producido una significativa caída de la contratación¹⁸. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo se situó en 1.696 millones de euros en el primer trimestre, un 25,9% menos que en el mismo

A pesar del avance de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió un 17,4% en términos interanuales.

16 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

17 De este importe se estima que alrededor del 58% corresponde a negociación *lit* y el resto, a negociación *dark*. Ambos tipos de negociación están sujetos a reglas de mercado pero sometidos a un régimen de transparencia diferente. Cabe señalar que los centros de negociación y mercados competidores de BME concentran aproximadamente el 60% de la negociación *dark* y que su cuota de mercado, teniendo en cuenta solo la negociación *lit*, se situó en el 35,9% en el primer trimestre del año.

18 Según los datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges) la contratación hasta febrero disminuyó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 16,7% en Euronext, un 26,3% en London Stock Exchange Group (Londres e Italia), un 22,6% en Deutsche Borse y un 13,9% en Cboe Europe.

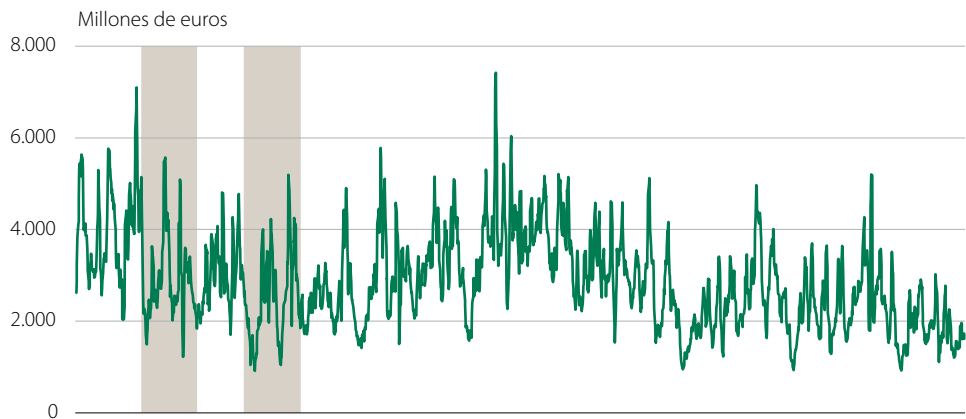
periodo de 2018 y por debajo del promedio de ese ejercicio (2.287 millones de euros). De hecho, la contratación media diaria del mercado continuo alcanzó su valor más bajo de los últimos años, lo que refleja además la caída de contratación de las bolsas internacionales, la fragmentación del mercado español y el descenso de la cuota de mercado de BME en favor de otros centros de negociación y mercados competidores.

La contratación de valores españoles en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen concentró el 45% de la negociación total en el primer trimestre.

En cuanto a la composición de la contratación de los valores españoles, un total de 106.000 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 25,9% interanual menos), mientras que 87.500 millones (un 4,2% interanual menos) se negociaron en centros de negociación y mercados competidores. Así, a pesar de la ligera caída de la contratación en estos últimos, su cuota de mercado continuó creciendo hasta alcanzar casi el 45% de la negociación total, su máximo histórico (casi 5 puntos porcentuales más que al cierre de 2018). Por lo que respecta a esta contratación en el exterior, siguió destacando el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, que, con casi 68.000 millones de euros contratados en el primer trimestre (un 7,7% interanual menos), concentró casi el 80% del total negociado en el exterior y casi dos tercios de lo contratado en el mercado de origen (véase cuadro 17). Asimismo, como ha sucedido en los trimestres anteriores, siguió cambiando su distribución entre ambos libros de órdenes en beneficio de BATS. Por su parte, el operador Turquoise continuó perdiendo cuota de mercado, hasta situarse en torno al 11% desde el 12% del trimestre anterior, mientras que el resto de los operadores mantuvo su importancia relativa (cercana al 11,5%).

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



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

¹ Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 6

Importes en millones de euros	2015	2016	2017	2018	III-18	IV-18	I-19
Total	1.161.482,8	877.413,3	932.771,9	930.616,1	193.976,4	220.784,3	193.634,8
Admitida en SIBE	1.161.222,9	877.402,7	932.763,1	930.607,1	193.974,0	220.782,2	193.633,8
BME	925.978,7	631.107,2	633.385,7	579.810,4	116.051,4	131.345,2	106.068,5
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	25.272,1	26.217,5	22.921,2
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.833,4	10.543,9	10.423,7	9.520,5
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	37.214,3	42.639,2	45.011,1
Otros ²	13.566,2	32.984,5	61.346,5	29.552,2	4.892,3	10.156,5	10.112,5
Corros	246,1	7,5	8,1	8,2	2,0	2,1	0,9
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	0,1	0,7	0,0
Bilbao	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	219,1	4,1	6,3	7,4	1,9	1,4	0,9
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	0,4	0,0	0,1
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	12.417,7	6.033,0	6.908,0	3.517,1	841,5	717,0	901,5
MAB	6.441,7	5.066,2	4.987,9	4.216,3	762,0	1.152,9	932,6
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	31,6	43,0	38,8
ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	456,6	623,7	467,1
Total contratación BME	957.990,5	648.418,9	649.885,3	590.732,0	118.145,5	133.772,4	108.409,4
% RV española en BME respecto al total RV española	80,1	71,9	68,3	62,6	60,1	59,8	55,1

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

En el primer trimestre del año, las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 1.897 millones de euros (véase cuadro 7), un 42% menos de lo emitido en el mismo trimestre de 2018, si bien en aquel periodo tuvo lugar la ampliación con contrapartida no monetaria correspondiente a la emisión de acciones de Bankia para la absorción del Banco Mare Nostrum (BMN). En los primeros meses de 2019 las ampliaciones de capital se concentraron en su mayoría en la modalidad de ampliaciones de capital con captación de recursos con derecho de suscripción preferente, entre las que destacó la operación de Cellnex Telecom por un importe cercano a 1.200 millones de euros. El resto de las ampliaciones correspondió en su mayoría a la modalidad dividendo elección, cuyo importe fue inferior a la cuarta parte del alcanzado en el mismo periodo de 2018¹⁹. Por otro lado, a pesar de la evolución positiva de las cotizaciones, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre, si bien diversas compañías preparan su estreno en el mercado bursátil para los próximos meses.

La emisión de nuevas acciones en el primer trimestre se concentró en la modalidad de ampliación de capital con derecho de suscripción preferente y, en menor medida, de dividendo elección. Asimismo, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre.

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

	2016	2017	2018	II-18	III-18	IV-18	I-19
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	45	47	46	12	19	24	14
Ampliaciones de capital	45	45	45	12	19	24	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	0	0	2	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	91	81	14	19	26	15
Ampliaciones de capital	79	84	80	14	19	26	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	0	0	2	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	2	7	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	13.846,7	25.787,7	7.389,9	426,1	1.776,7	3.288,2	1.586,0
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	63,0	109,2	141,5	1.552,5
Sin derecho de suscripción preferente	807,6	956,2	200,1	0,0	0,0	200,1	10,0
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	0,0	89,0	1.910,1	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.999,7	0,0	1.263,4	557,3	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	223,9	153,3	9,9	13,0
Otras	2.390,2	6.060,2	913,9	139,2	161,7	469,4	10,5
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.898,3	3.807,3	3.939,7	133,1	2.120,3	323,5	311,0
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	133,1	2.120,3	299,0	311,0
Total ampliaciones de capital	19.745,1	29.595,0	11.329,6	559,2	3.787,8	3.586,7	1.897,0
Ofertas públicas de venta	506,6	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	15	13	8	3	3	2	4
Número de emisiones	21	15	12	3	4	2	4
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	95,7	52,3	3,4	17,3
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	95,7	52,3	3,4	17,3
De ellas, mediante OPS	9,7	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 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.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

3.2 Los mercados de renta fija

El acuerdo del Gobierno italiano con la Unión Europea y la confirmación por el BCE de que los cambios de su política monetaria serían lentos y progresivos permitieron nuevos descensos de la rentabilidad de los activos de deuda...

Los mercados de renta fija tanto nacionales como europeos, en los que los rendimientos de los activos se habían relajado en los últimos meses del ejercicio anterior, mantuvieron esta tendencia en el primer trimestre de 2019 tras la confirmación del acuerdo del ejecutivo italiano con las autoridades europeas y el anuncio por parte de la autoridad monetaria europea²⁰ de que el crecimiento económico será más débil

20 El BCE reflejó en su comunicado de finales de enero una evolución de la economía europea más débil de lo esperado y una contención de la inflación. Posteriormente, a comienzos de marzo, retrasó hasta finales de 2019 o más allá la primera subida de tipos, además de anunciar que en septiembre pondrá en marcha una nueva ronda de inyección de liquidez al sector bancario (el tercer TLTRO).

de lo esperado —en un contexto de contención de la inflación—, lo que aleja en el tiempo las decisiones de endurecimiento de la política monetaria y deja la puerta abierta a nuevas medidas de carácter expansivo.

Los tipos de interés de la deuda pública española a medio y largo plazo, al igual que los de las principales economías europeas, presentaron ligeros retrocesos, que fueron más intensos en los plazos más largos al recoger las expectativas del mercado sobre el mantenimiento en el tiempo de una política monetaria de carácter acomodaticio. Por su parte, a pesar de la finalización del programa de compras de deuda corporativa del BCE²¹, los tipos de la renta fija privada a largo plazo también experimentaron descensos. La prima de riesgo de crédito de la deuda pública española se mantuvo sin cambios en 117 p.b., puesto que la magnitud del descenso de los tipos españoles fue similar a la de los alemanes.

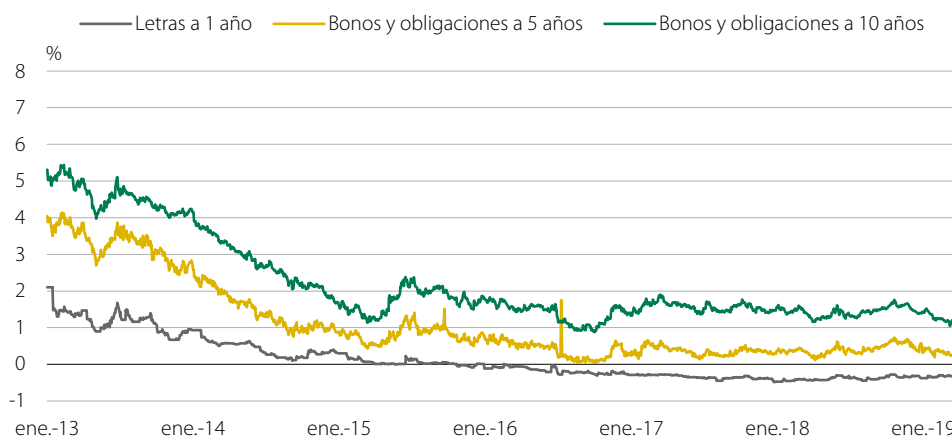
En este contexto de tipos con sesgo a la baja y estabilidad en los mercados, las emisiones de deuda de los emisores españoles se mantuvieron estables en el primer trimestre del año en términos interanuales, si bien su evolución no fue homogénea entre los diferentes tipos de activos. Así, se observaron avances interanuales destacados en las emisiones de bonos (tanto en las registradas en la CNMV como en el exterior), mientras que las emisiones del resto de activos retrocedieron, en especial los bonos de titulización. Después de un segundo semestre de incertidumbres e inestabilidad en los mercados, los emisores no financieros aprovecharon el buen momento del mercado para volver a financiarse a medio y largo plazo. Por su parte, es posible que los bancos hayan retrasado sus decisiones de financiación a la espera de que el BCE ponga en marcha en septiembre su anunciada tercera ronda de inyección de liquidez al sector²².

... tanto pública como privada, y de mayor cuantía en los plazos más largos, en línea con lo sucedido en las principales economías europeas.

Las emisiones de renta fija de los emisores españoles se mantuvieron estables en el primer trimestre, destacando el crecimiento de las emisiones de bonos, tanto registrados en la CNMV como en el exterior.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

21 El programa de compras de deuda corporativa finalizó el 19 de diciembre de 2018, pero mantiene la reinversión de los importes de los activos adquiridos bajo este programa cuando lleguen a su vencimiento. A 29 de marzo de 2019, el BCE mantenía en cartera deuda corporativa por importe de 177.700 millones de euros adquiridos en el marco de este programa.

22 El BCE realizará una nueva ronda de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo (TLTRO-III), que comenzarán en septiembre y finalizarán en marzo de 2021, con una duración de 2 años.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo siguió en valores negativos en el primer trimestre del año (y por cuarto año consecutivo), mientras que el de los pagarés de empresa presentó ligeras alzas.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo presentaron ligeras alzas en el primer trimestre que los alejaron de la zona de mínimos históricos en la que se encontraban al cierre de 2018. No obstante, esta evolución fue dispar en los diferentes plazos y entre la deuda pública y la renta fija privada, puesto que fue en esta última donde los avances fueron más significativos. Así, los tipos de interés de la deuda pública seguían en valores negativos para todo el tramo corto de la curva por cuarto año consecutivo, debido a la confirmación y extensión en el tiempo de la política monetaria ultraexpansiva del BCE. De este modo, a finales de marzo la rentabilidad en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,40%, -0,36% y -0,32%, respectivamente, unos valores ligeramente superiores a los del trimestre anterior pero cercanos al rendimiento mínimo anual del -0,40% establecido por el BCE²³ en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas de letras del mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos y las últimas, efectuadas en marzo, se resolvieron a tipos similares a los de las subastas previas. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la evolución de los tipos presentó una mayor dispersión, situándose los tipos de los pagarés a 6 y 12 meses en valores similares a los de finales de 2015. Su rendimiento en el momento de emisión oscilaba entre el 0,25% de la referencia a 3 meses y el 0,65% de los pagarés a 12 meses (véase cuadro 8).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 8

%	dic.-16	dic.-17	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18	mar.-19
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,47	-0,62	-0,50	-0,52	-0,46	-0,50	-0,40
6 meses	-0,34	-0,45	-0,41	-0,43	-0,41	-0,41	-0,36
12 meses	-0,25	-0,42	-0,33	-0,34	-0,37	-0,33	-0,32
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,18	0,39	0,24	0,25	0,31	0,24	0,25
6 meses	0,20	0,26	0,19	0,12	0,26	0,19	0,41
12 meses	0,15	0,19	0,07	0,18	0,36	0,07	0,65

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó gracias a la confirmación de la política monetaria acomodaticia del BCE.

Los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre con descensos, que se fueron intensificando tras la confirmación del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE, en un entorno de ralentización del crecimiento económico en la zona del euro y no exento de incertidumbres tanto de tipo económico como político. Los tipos a 3 y 5 años disminuyeron en torno a 20 p.b., hasta situarse en su nivel más bajo desde el primer semestre de 2017, mientras que la referencia a 10 años cedió casi 30 p.b., hasta su nivel más reducido desde el tercer trimestre del año 2016. Tras estos movimientos, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba en el promedio de marzo en el -0,14%, el 0,24% y el 1,14%, respectivamente (véase cuadro 9). En el transcurso del trimestre la curva

23 El BCE ha mantenido este límite de rendimiento para la reinversión de los activos adquiridos bajo sus programas de compras.

de tipos pasó de presentar valores negativos hasta el plazo de 3 años a hacerlo hasta el de 4 años, observándose solo valores ligeramente positivos a partir de la referencia de 5 años.

El comportamiento de los rendimientos de la deuda corporativa fue relativamente parecido al de la deuda pública, pero se observó una mayor dispersión, puesto que la referencia a 5 años apenas presentó cambios. En general, estos rendimientos volvieron a niveles similares a los de comienzos del segundo semestre de 2018, cuando el programa de compras de deuda de este tipo del BCE seguía activo (en la actualidad el banco central mantiene la reinversión de los vencimientos de estos activos). A finales del primer trimestre, las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,44%, el 0,56% y el 1,32%, respectivamente, observándose descensos cercanos a los 20 p.b. en los plazos de 3 y 10 años y estabilidad en el plazo de 5 años. Además, la prima de riesgo de la deuda privada a 10 años, que durante gran parte de 2018 había presentado valores negativos, siguió la tendencia iniciada al cierre del año, cuando volvió a situarse en positivo y creció hasta los 18 p.b.

El rendimiento de la deuda corporativa también disminuyó hasta niveles similares a cuando el programa de compras de deuda corporativa del BCE estaba activo, aunque las caídas fueron desiguales en los distintos plazos.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 9

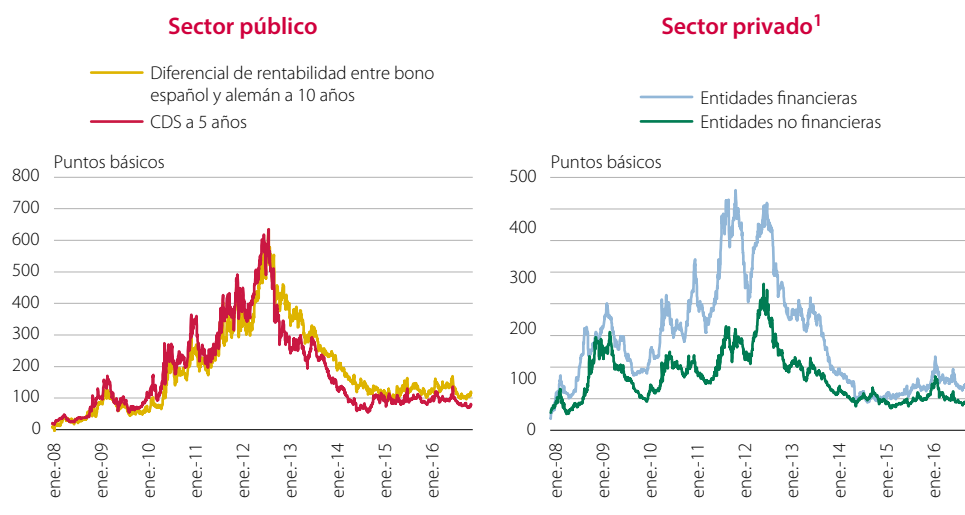
%	dic.-16	dic.-17	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18	mar.-19
Renta fija pública							
3 años	0,04	-0,09	-0,04	-0,06	0,00	-0,04	-0,14
5 años	0,35	0,31	0,44	0,41	0,49	0,44	0,24
10 años	1,44	1,46	1,43	1,38	1,51	1,43	1,14
Renta fija privada							
3 años	0,69	0,44	0,67	0,44	0,47	0,67	0,44
5 años	1,43	0,41	0,55	0,36	0,59	0,55	0,56
10 años	2,14	1,16	1,52	1,23	1,41	1,52	1,32

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano comenzó el trimestre con ligeras alzas, que fueron desapareciendo tras confirmarse la política expansiva de la autoridad monetaria europea y la disminución de las incertidumbres políticas en torno a las finanzas públicas italianas. En este contexto, la prima de riesgo —medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se situó en 117 p.b. a finales de marzo, unos valores similares a los del cierre de 2018, tras oscilar entre los 98 y los 129 p.b. Por el contrario, la prima de riesgo evaluada a través del CDS del bono soberano español —cuyo mercado se caracteriza por ser menos líquido que el del bono alemán— presentó un leve descenso de 16 p.b. y se situó al cierre del trimestre en 64 p.b. (véase panel izquierdo del gráfico 18).

La prima de riesgo soberano se mantuvo sin cambios en el primer trimestre y lo finalizó en 117 p.b.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

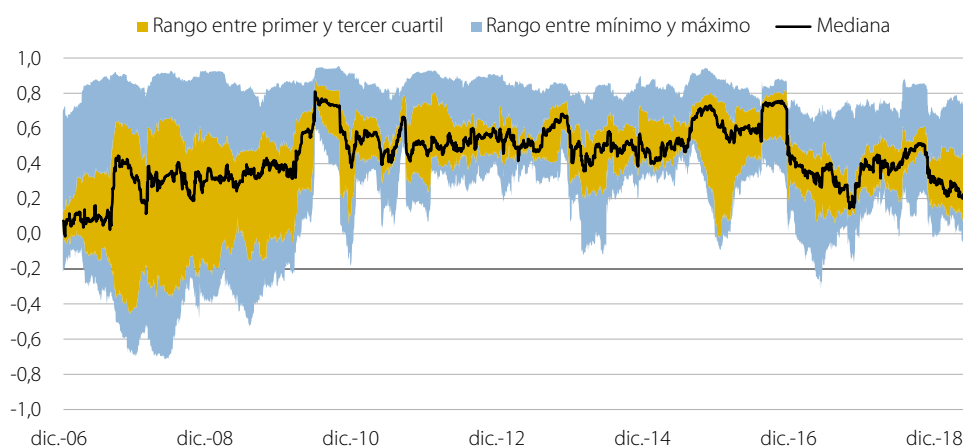
Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía disminuyeron ligeramente, lo que podría atribuirse al impacto positivo que tendría el mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE en sus gastos financieros y la disponibilidad de mayor liquidez.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía tuvieron un comportamiento ligeramente diferente al de la deuda soberana y presentaron leves descensos, que podrían atribuirse a las expectativas de mantenimiento de la política monetaria del BCE y a su impacto positivo sobre los costes de financiación de las empresas, especialmente de las más endeudadas. En el caso de los bancos —aunque, *a priori*, un escenario de alzas en los tipos de interés favorece la ampliación de su margen de intereses—, el nuevo panorama descrito por el BCE, sin subidas de tipos a corto plazo y con una tercera ronda de financiación a largo plazo para las entidades financieras (el denominado TLTRO-III), puede tener beneficios para el sector bancario, pues facilita el acceso a financiación a largo plazo y bajo coste y podría evitar un incremento de la morosidad en un entorno de ralentización económica y riesgos al alza. Además, tanto en el caso de las compañías no financieras como de los bancos, a pesar de la finalización de los programas de compras de deuda del BCE²⁴, los mercados siguen beneficiándose de las reinversiones de los vencimientos de los activos adquiridos en el marco de estos. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 94 p.b., por debajo de los 108 p.b. con los que inició el año; y en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo era de 64 p.b., frente a los 78 p.b. de cierre del trimestre anterior.

La correlación entre los precios de los activos, que había disminuido en el segundo semestre de 2018, se ha mantenido estable en los primeros meses de 2019 y en niveles reducidos.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que disminuyó de forma notable en el segundo semestre de 2018 coincidiendo con las caídas de las bolsas, se ha mantenido estable en niveles reducidos y se sitúa en su punto más bajo desde finales del año 2017. Este valor es inferior al promedio observado en la última década y es compatible con una discriminación de los inversores entre los diferentes tipos de activos disponibles.

24 Cabe recordar que estos incluían programas específicos de deuda corporativa (el denominado CSPP, por sus siglas en inglés), cédulas hipotecarias y titulaciones (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente).



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre de 2019 alcanzaron los 20.531 millones de euros, casi un 2% más que las registradas en el mismo periodo del año anterior. El volumen de emisiones, que se mantiene en valores reducidos, se ve condicionado por la existencia de otras fuentes de financiación alternativas con atractivo, entre las que destacan: i) las emisiones de deuda en el exterior, que siguen en aumento; ii) la financiación bancaria tradicional, cuya mayor facilidad de acceso respecto de periodos precedentes está haciendo que muchas compañías aprovechen el momento para refinanciarse en mejores condiciones²⁵; y iii) la tercera ronda de financiación a las entidades financieras anunciada por el BCE, que reduce las necesidades de financiación de estas últimas en los mercados de capitales.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV aumentó ligeramente en el primer trimestre, aunque se mantiene en niveles reducidos.

En cuanto a la composición de las emisiones, los mayores retrocesos (tanto en términos absolutos como relativos) se produjeron en las emisiones de bonos de titulización (-77%) y en las de cédulas hipotecarias (-46%). En el caso de las primeras, es posible que las entidades financieras hayan retrasado su financiación en el trimestre a la espera de que el BCE hiciese público su programa de financiación a largo plazo específico para los bancos, mientras que las segundas siguieron condicionadas por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que sigue cayendo²⁶, limitándose su actividad a la renovación de emisiones vencidas. A estos factores se puede añadir la posible incertidumbre regulatoria, al no haberse producido aún en España la adaptación

Crecieron las emisiones de bonos, sobre todo por las emisiones de la SAREB, y descendieron las de bonos de titulización y de cédulas hipotecarias.

25 Según datos del Banco de España, el saldo del crédito a las sociedades no financieras aumentó hasta febrero un 1,7% en tasa interanual, hasta situarse en 886.974 millones de euros.

26 Hasta febrero, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a los hogares caía un 1,1% en tasa interanual, hasta situarse en 518.841 millones de euros.

normativa al nuevo Reglamento europeo de titulizaciones, que entró en vigor el 1 de enero de 2019. El crecimiento de las emisiones se concentró en los bonos y las obligaciones simples, que se multiplicaron por tres, gracias a tres emisiones de la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), por un importe agregado superior a 10.200 millones de euros. Además, destacó una emisión del BBVA de participaciones preferentes perpetuas contingentemente convertibles destinada a inversores institucionales por un importe de 1.000 millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 10

	2015	2016	2017	2018	2018		2019
					III	IV	I ¹
Registradas en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	136.607	139.028	109.487	101.296	11.793	58.433	20.531
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	5.050	14.700	2.745
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	0	2.800	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.100	40.170	30.006	35.836	1.431	28.246	13.620
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	18.145	1.048	7.913	1.270
Pagarés de empresa ²	27.310	22.960	17.911	15.089	3.264	4.525	1.896
De titulización	2.420	1.880	1.800	240	0	0	0
Resto de pagarés	24.890	21.080	16.111	14.849	3.264	4.525	1.896
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	981	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.000	250	1.000
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	5.452	4.279	6.505	4.923	933	1.301	350
Emisiones aseguradas	0	421	0	0	0	0	0
					2018		2019
En el exterior por emisores españoles	2014	2015	2016	2017	III	IV	I ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	66.347	58.587	84.760	89.358	20.423	19.491	17.684
A largo plazo	33.362	31.655	61.095	38.425	7.662	6.337	7.845
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	500	0	1.051
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	0	0	1.000
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.852	34.175	7.162	6.337	5.794
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	32.984	26.932	23.665	50.933	12.762	13.153	9.839
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.665	50.933	12.762	13.153	9.839
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2017		2018
	2014	2015	2016	2017	III	IV	I ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	55.286	56.674	66.790	91.446	22.001	25.533	13.241
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.742	43.234	9.284	15.564	7.990
Sociedades no financieras	40.411	45.247	47.585	48.212	12.717	9.969	5.252

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

2 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados

3 Datos hasta el 28 de febrero.

Las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (datos hasta febrero) siguieron creciendo, con un importe cercano a los 17.700 millones de euros, un 19% más que en el mismo periodo de 2018. El mayor incremento correspondió a las emisiones de deuda a largo plazo, que avanzaron casi un 56%, mientras que las emisiones de pagarés a corto plazo apenas presentaron cambios. Las compañías parecen estar aprovechando el mantenimiento de los tipos en niveles reducidos para financiarse a largo plazo, pues las emisiones a este plazo representaron el 44% del total, frente al 34% que supusieron en el mismo periodo de 2018. En términos relativos, las emisiones en el exterior representaron el 47%²⁷ del total emitido por las empresas españolas en 2018 y los datos preliminares de 2019 indican que su importancia relativa tenderá a mantenerse o incluso ampliarse. Por otra parte, volvió a destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se situaron en 13.240 millones de euros, un 23% más que en 2018. De este importe, casi el 60% correspondió a bancos y el resto, a empresas no financieras. Las empresas españolas han seguido emitiendo deuda a través de sus filiales en el marco de su proceso de internacionalización y crecimiento en otras regiones.

También se incrementaron las emisiones de deuda en el exterior, que volvieron a concentrarse en mayor medida en deuda a largo plazo.

La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI) RECUADRO 3

La política macroprudencial tiene como finalidad la preservación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante el refuerzo de su resistencia y la atenuación de los riesgos de carácter sistémico. Tradicionalmente, el enfoque de las políticas relacionadas con la estabilidad financiera se ha orientado hacia el sistema bancario, poniendo un énfasis especial en el tamaño de las entidades. Sin embargo, la última crisis financiera puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del negocio bancario podían ser fuente o canal de transmisión de riesgo sistémico en determinadas circunstancias. Desde entonces, y a raíz de las recomendaciones del G20, las autoridades nacionales e instituciones internacionales han trabajado en la mejora de la resistencia de las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocidas como *shadow banking*) y en la construcción de un marco institucional y regulatorio para la detección y el análisis de los riesgos sistémicos que incluya todos los segmentos del sistema financiero. En el ámbito europeo, estos trabajos se plasmaron en la creación en 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) para que se encargase de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico.

La JERS emitió en 2011 una recomendación¹ en la que instaba a los países de la Unión Europea a designar a una autoridad responsable de la supervisión macroprudencial. Esta recomendación se justificaba por la mejora en la eficacia de la política macroprudencial, al situarse a nivel nacional la responsabilidad de adoptar medidas para mantener la estabilidad financiera. Además, en su última revisión del sistema financiero español², el FMI también indicó, entre otros aspectos, que España debía establecer un Consejo de Riesgo Sistémico para la coordinación

27 En 2017, las emisiones en el exterior representaron el 46% del total emitido.

entre agencias sobre los factores y la supervisión relacionados con el riesgo sistémico, y las políticas para el conjunto del sistema en el sector financiero. A raíz de la recomendación de la JERS, la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea (a excepción de Italia) han constituido a lo largo de los últimos años sus autoridades macroprudenciales, bien creando dicha autoridad de nuevo cuño con la participación de las autoridades de supervisión preexistentes, o bien designando en muchos casos al banco central como autoridad, o bien articulando una estructura de cooperación interinstitucional con un papel de liderazgo por parte del banco central o de la autoridad de supervisión integrada preexistente.

Aunque en España la creación formal de una autoridad macroprudencial propiamente dicha se inició en los últimos meses del año pasado, lo cierto es que durante muchos años existió un comité con unas funciones parecidas a algunas de las que están previstas para la autoridad macroprudencial. Este comité precursor se denominó CESFI (Comité de Estabilidad Financiera), se creó en 2006 y se componía de miembros representantes del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y el Ministerio de Economía. Se constituyó con el fin de facilitar el intercambio de información entre estas instituciones en materias relacionadas con la estabilidad financiera, mejorar los mecanismos de prevención de riesgos y realizar ejercicios de simulación de crisis y pruebas de estrés para coordinar la gestión de una crisis financiera con impacto potencialmente sistémico. El CESFI se reunió con frecuencia durante los años más complicados de la crisis de deuda soberana en Europa y después tuvo varios años de inactividad, para acabar reanudando sus reuniones en 2018. En esta etapa más reciente, el CESFI decidió poner en marcha un proyecto para crear una autoridad macroprudencial en España, que venía a satisfacer las recomendaciones tanto de la JERS como del FMI.

Como consecuencia de esta decisión se publicó a finales de 2018 un proyecto de Real Decreto de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se sometió a audiencia pública hasta el 26 de diciembre y se aprobó finalmente el 1 de marzo³. De acuerdo con el contenido de este real decreto, la AMCESFI, que ya ha celebrado su primera reunión en abril, sustituye al CESFI y busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería contribuir a que el sistema financiero pueda apoyar y no lastrar el crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. Estos órganos están formados por representantes del Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España y la CNMV, con posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. La ministra de Economía y Empresa preside el Consejo y el gobernador del Banco de España asume la vicepresidencia. En el Comité Técnico, la subgobernadora del Banco de España actúa como presidenta y el secretario general del Tesoro y Financiación Internacional asume la vicepresidencia.

La AMCESFI tiene como misión el seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, por un lado, y por otro, emitir opiniones,

alertas y recomendaciones, cuando así lo estime oportuno a la luz de su análisis previo. Puede incluso realizar recomendaciones en materia de política macroprudencial a los supervisores para que adopten medidas específicas. Los destinatarios de las recomendaciones de la Autoridad deberán explicar cómo van a darles cumplimiento o justificar adecuadamente, en su caso, los motivos por los que consideran innecesario o inadecuado seguirlas. Las competencias de supervisión las mantienen las autoridades nacionales competentes que venían ejerciéndolas hasta ahora, quienes cuentan con mayor información y experiencia en el seguimiento de los entes supervisados. De este modo, se respeta su independencia.

Por otra parte, los supervisores sectoriales deberán informar con antelación a la AMCESFI acerca de su intención de activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macroprudenciales. En particular, deberán notificar sobre las medidas relacionadas, por ejemplo, con los requisitos de colchones de capital, el establecimiento de límites a la concentración sectorial, la fijación de condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones, o la aplicación de mayores ponderaciones de riesgo para las exposiciones inmobiliarias. Entre las medidas relacionadas con el ámbito de actuación de la CNMV, destacan la suspensión del reembolso de las participaciones en instituciones de inversión colectiva, las decisiones dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las instituciones de inversión colectiva y la prohibición o restricción de las ventas en corto. Anteriormente, el Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, ha atribuido facultades adicionales al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para abordar posibles riesgos del sistema financiero español desde una perspectiva macroprudencial. En el caso de los fondos de inversión, en particular, se atribuye a la CNMV potestad para, en determinadas circunstancias, poder fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva⁴.

Finalmente, para contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera dentro de la Unión Europea, se regula la obligación de cooperación con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros así como con las instituciones europeas competentes. La AMCESFI rendirá cuentas mediante la elaboración de un informe anual y la comparecencia de la presidenta de la Autoridad ante la comisión correspondiente del Congreso de los Diputados.

1 Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e

2 Spain Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral de conformidad con el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.

3 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

4 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 2,3% en 2018 debido al rendimiento negativo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes.

Las categorías de fondos más arriesgadas siguieron atrayendo las mayores suscripciones, al menos hasta el tercer trimestre del año.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue negativo en todas las categorías excepto en los garantizados de renta fija, en los que fue casi cero.

El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó de forma leve en 2018 (-2,3%) tras 5 años de incremento continuo y se situó en 259.095 millones de euros a finales de año. La caída del patrimonio de los fondos se explica por el rendimiento negativo de los activos en sus carteras, que no pudo compensarse con el volumen de suscripciones netas, más reducido que en ejercicios anteriores. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el -4,89% en 2018, lo cual se explica fundamentalmente por las fuertes caídas de las cotizaciones en los mercados de renta variable a nivel mundial y, en especial, durante la última parte del año. Las suscripciones netas fueron positivas durante los 3 primeros trimestres de 2018 y negativas en el último (-3.941 millones de euros) coincidiendo con el periodo de mayor bajada en las bolsas²⁸. En el conjunto del año, las suscripciones netas fueron de 7.842 millones de euros, lo que representa un tercio de las de 2017.

Como en años anteriores y en un contexto de tipos de interés reducidos, los partícipes siguieron mostrando una preferencia mayor por las categorías de fondos de mayor riesgo y, en paralelo, una expectativa de rentabilidad superior. Este comportamiento fue relativamente estable hasta el periodo de turbulencias en las bolsas del tramo final del año, que dio lugar a un aumento de la aversión por el riesgo de los inversores y, en consecuencia, detuvo las inversiones en los fondos de mayor riesgo. Con todo, en el conjunto del ejercicio, la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue la de fondos globales, con un total de 9.449 millones de euros, seguida de las categorías de renta variable internacional (3.864 millones de euros) y, a cierta distancia, renta variable mixta (2.486 millones de euros) y renta variable euro (1.790 millones de euros). Por el contrario, las categorías de fondos con menor nivel de riesgo —garantizados de renta fija y variable, fondos de renta fija y mixtos de renta fija— experimentaron reembolsos netos en 2018 (véase cuadro 11).

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2018 fue negativo en todas las categorías excepto en la de garantizados de renta fija, con una rentabilidad cercana a 0 (0,09%). Las categorías que registraron un peor comportamiento fueron las de renta variable puras, como consecuencia de las caídas de las cotizaciones bursátiles en el año: -13% en el caso de la de renta variable euro y -12,34% en la categoría de renta variable internacional. Las categorías con un componente mixto mostraron un rendimiento algo menos negativo: -6,45% en la de renta variable mixta y un -5,69% en la de fondos globales.

28 De hecho, en el último trimestre del año se observó un incremento en el volumen de depósitos a la vista de los hogares cercano a los 25.000 millones de euros que, en parte, pudo deberse a su consideración de activo refugio.

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	8.913,3	2.014,0	856,1	-3.941,6
Rta. fija ¹	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	-1.145,9	30,0	-887,2	-762,9
Rta. fija mixta ²	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	731,3	448,9	-295,7	-1.948,2
Rta. vble. mixta ³	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	1.878,4	40,4	634,5	-67,4
Rta. vble. euro ⁴	-538,0	2.549,7	1.790,0	1.768,8	257,4	-124,6	-111,6
Rta. vble. internacional ⁵	-32,5	4.514,0	3.864,1	1.638,4	813,6	961,8	450,3
Gar. rta. fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-198,5	-262,9	-168,1	53,7
Gar. rta. vble. ⁶	5.465,9	-309,5	-667,2	-268,5	-368,1	-245,6	215,0
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	5.055,6	2.695,5	1.836,9	-139,1
De gestión pasiva ⁷	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-1.275,4	-1.447,8	-77,2	10,0
Retorno absoluto ⁷	943,5	4.287,3	-1.899,6	729,0	-193,1	-794,1	-1.641,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y Monetarios (desde III-11, los monetarios incluyen la vocación Monetario y Monetario a corto plazo, tal y como los define la 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 llevado a cabo por las sociedades gestoras continuó en 2018, aunque de forma más moderada que en ejercicios anteriores. Así, el número de fondos a finales de año era de 1.725, 16 menos que al cierre de 2017. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos de gestión pasiva, con 30 fondos menos. La categoría de gestión pasiva engloba tanto los fondos de objetivo de rentabilidad no garantizados como los fondos cuya política de inversión consiste en replicar un determinado índice bursátil. Pues bien, todas las bajas de fondos de gestión pasiva excepto una correspondieron a fondos con objetivo de rentabilidad no garantizada (29 bajas), a las que siguieron en importancia las bajas de fondos con objetivo de rentabilidad garantizada de renta variable (25 bajas) y de renta fija (12 bajas). En muchos de los fondos el vencimiento del objetivo de rentabilidad se produjo en 2018 y sus gestoras decidieron no establecer un nuevo objetivo.

El número de fondos continuó descendiendo en 2018, en especial aquellos con objetivos de rentabilidad, que no se renovaron al vencimiento.

A diferencia de lo ocurrido con el patrimonio y el número de fondos, el número de partícipes experimentó un incremento del 9% durante 2018, de modo que cerró el año con un total de 11,2 millones de partícipes, frente a los 10,3 millones del año anterior. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En las categorías de fondos de gestión pasiva (con objetivo de rentabilidad no garantizado), así como en las de objetivos de rentabilidad garantizados de renta variable y de renta fija, el número de partícipes disminuyó, en línea con el descenso del número de fondos. Por el contrario, las categorías de fondos globales y de renta variable internacional experimentaron importantes incrementos en el número de partícipes (414.000 y 360.000 partícipes respectivamente).

El número de partícipes superó los 11 millones a finales de año, destacando el avance en aquellas categorías más arriesgadas, que fueron las que atrajeron mayores suscripciones.

Número	2016	2017	2018	2018			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.748	1.724	1.719	1.725
Rta. fija ¹	306	290	279	284	281	280	279
Rta. fija mixta ²	148	155	168	154	161	166	168
Rta. vble. mixta ³	168	176	184	177	176	179	184
Rta. vble. euro ⁴	112	111	113	106	108	111	113
Rta. vble. internacional ⁵	201	211	236	224	229	229	236
Gar. rta. fija	122	79	67	76	69	67	67
Gar. rta. vble. ⁶	198	188	163	186	175	167	163
Fondos globales	203	225	242	241	236	238	242
De gestión pasiva ⁷	220	202	172	201	187	181	172
Retorno absoluto ⁷	106	104	99	99	102	99	99
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	237.862	265.195	259.095	271.264	273.774	274.645	259.095
Rta. fija ¹	74.226	70.564	66.889	69.325	68.881	67.936	66.889
Rta. fija mixta ²	40.066	43.407	40.471	43.766	43.979	43.641	40.471
Rta. vble. mixta ³	16.311	22.387	23.256	23.860	24.040	24.783	23.256
Rta. vble. euro ⁴	8.666	12.203	12.178	13.714	14.282	13.985	12.178
Rta. vble. internacional ⁵	17.679	24.065	24.405	24.808	26.484	27.648	24.405
Gar. rta. fija	8.680	5.457	4.887	5.311	4.983	4.780	4.887
Gar. rta. vble. ⁶	15.476	15.418	14.556	15.204	14.664	14.294	14.556
Fondos globales	20.917	35.512	42.137	39.909	42.634	44.676	42.137
De gestión pasiva ⁷	23.602	19.478	16.139	18.098	16.687	16.580	16.139
Retorno absoluto ⁷	12.215	16.706	14.173	17.269	17.140	16.307	14.173
Participes							
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.217.569
Rta. fija ¹	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.711.617	2.840.000	2.726.028	2.709.547
Rta. fija mixta ²	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.239.848	1.252.577	1.245.007	1.188.157
Rta. vble. mixta ³	448.491	584.408	624.290	618.234	615.754	623.901	624.290
Rta. vble. euro ⁴	395.697	710.928	831.115	877.146	929.169	833.260	831.115
Rta. vble. internacional ⁵	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.071.665	2.186.454	2.237.176	2.225.366
Gar. rta. fija	307.771	190.075	165.913	184.036	175.776	166.125	165.913
Gar. rta. vble. ⁶	552.445	527.533	494.660	519.396	505.574	499.529	494.660
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.236.975	1.366.657	1.444.064	1.501.730
De gestión pasiva ⁷	746.233	638.966	543.192	601.927	554.981	552.612	543.192
Retorno absoluto ⁷	565.325	858.170	930.641	959.090	1.008.213	1.002.252	930.641
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,98	2,42	-4,89	-1,04	0,23	0,02	-4,13
Rta. fija ¹	0,52	-0,13	-1,44	-0,26	-0,68	-0,09	-0,42
Rta. fija mixta ²	0,27	1,10	-4,27	-0,84	-0,53	-0,10	-2,85
Rta. vble. mixta ³	1,19	3,23	-6,45	-1,69	0,62	0,43	-5,83
Rta. vble. euro ⁴	2,61	11,16	-13,01	-1,77	1,88	-1,29	-11,94
Rta. vble. internacional ⁵	4,15	8,75	-12,34	-3,51	3,59	0,88	-13,06
Gar. rta. fija	-0,03	0,72	0,09	1,02	-1,30	-0,75	1,14
Gar. rta. vble. ⁶	0,19	1,61	-1,33	0,35	-1,16	-0,86	0,34
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	-1,58	0,66	0,49	-5,27
De gestión pasiva ⁷	1,16	2,13	-3,16	-0,51	0,23	-0,15	-2,74
Retorno absoluto ⁷	0,38	1,44	-4,81	-0,93	-0,57	-0,23	-3,14

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 III-11, 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 2016, 2017 y 2018. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Según los datos provisionales del mes de febrero de este año, el patrimonio de los fondos recuperó durante los dos primeros meses de 2019 toda la pérdida registrada durante 2018. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,8%, hasta superar los 266.000 millones de euros al cierre de febrero, mientras que el número de fondos y de partícipes disminuyó ligeramente, hasta situarse en 1.714 fondos y 11,17 millones de partícipes. El aumento de patrimonio durante estos primeros meses del año se explica en gran medida por los rendimientos netos de las carteras de renta variable, dada la revalorización experimentada en los mercados bursátiles.

Durante los dos primeros meses de 2019 los fondos recuperaron todo el patrimonio perdido durante 2018 debido a la revalorización de los activos de renta variable.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron de forma sustancial entre los años 2010 y 2014. Desde entonces, el peso de los activos con liquidez reducida se ha mantenido en niveles moderados, oscilando entre el 7% y el 9% de las carteras de renta fija privada de los fondos. Durante el ejercicio 2018, el peso de estos activos se redujo 1 p.p., al pasar del 8,4% al cierre de 2017 al 7,4% a finales de 2018. A 31 de diciembre de 2018 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 3.493 millones de euros, lo que representa el 1,35% del patrimonio total de los fondos.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo un 1% durante 2018 y se situó en niveles mínimos de los últimos años...

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo de 2018 (véase cuadro 13). Los activos de renta fija con un *rating* inferior a AA constituyen la categoría en la que los activos de liquidez reducida experimentaron una disminución más elevada en valor absoluto, 393 millones de euros desde junio hasta diciembre de 2018, producto de las ventas realizadas por los fondos de estos activos. Las titulaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, alcanzando un 90,5%; no obstante, estos activos tienen un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

... con disminuciones en todas las categorías de activos de renta fija.

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.-18	sep.-18	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	163	177	169	18,3	15,5	14,4
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.972	1.891	1.579	7,2	6,8	6,1
Renta fija no financiera	974	880	790	4,9	4,4	4,2
Titulaciones	969	943	955	94,7	94,8	90,5
Titulización AAA	108	90	101	100	100	100
Resto de titulaciones	861	853	853	94,1	94,3	89,5
Total	4.079	3.890	3.493	8,3	7,8	7,4
% sobre patrimonio FI	1,49	1,42	1,35			

Fuente: CNMV.

- 1 Se han considerado activos con liquidez reducida aquellos activos de renta fija privada con un vencimiento mayor a 1 año y para los que no existe un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja en 2018, con 114 bajas y tan solo 6 altas, hasta situarse en 2.833...

Al igual que en 2017, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2018, ya que se produjeron 114 bajas y tan solo 6 altas, aunque la cantidad total de estas instituciones se mantiene en una magnitud similar a la de los últimos años. Así, a finales del ejercicio había 2.713 SICAV registradas frente a las 2.833 de diciembre de 2017. La mayor parte de las bajas (67) fueron consecuencia de procesos de liquidación, 32 fueron absorbidas en procesos de fusión y 15 se transformaron en otro tipo de entidades (9 de ellas en S.L., 5 en S.A. y 1 en SIL). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 1,2% hasta alcanzar los 416.029. Prácticamente todas las SICAV (más del 99%) cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

...lo que unido a la caída de su rendimiento dio lugar a un descenso del patrimonio del 11,4%.

El patrimonio de estas IIC descendió un 11,4%, al pasar de 31.425 millones de euros a finales de 2017 a 27.836 millones a finales de 2018. De esta variación, 7,1 p.p. se explican por las recompras de acciones por parte de las SICAV, así como por las SICAV que se dieron de baja y los 4,35 p.p. restantes se justifican por el rendimiento neto obtenido por estas, en línea con el de los FI (-4,89%). El patrimonio medio por SICAV descendió desde los 11,1 millones de euros en 2017 hasta los 10,3 millones en 2018.

En los dos primeros meses de 2019 el patrimonio de las SICAV creció, pero el número de entidades continuó a la baja.

En los dos primeros meses de 2019, el patrimonio de las SICAV ha recuperado un 4,9%, de modo que a finales de febrero se situaba en 29.277,3 millones de euros. Este aumento es consecuencia principalmente de la revalorización de los activos de renta variable en cartera. Respecto al número de SICAV registradas en la CNMV, a finales de febrero había 2.694, 17 menos que a finales de 2018.

IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre, que siguen teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España,...

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

... experimentaron un leve incremento de su patrimonio en 2018 (1,6%), que se centró, sobre todo, en las IIC de inversión libre puras.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un leve avance del 1,6% en 2018, hasta situarse a finales de noviembre en 2.812 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un aumento de 45,7 millones de euros, hasta los 2.343,9 millones, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio apenas experimentó cambios, con un retroceso de 1 millón de euros, hasta los 467,8 millones.

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue negativa, en línea con las caídas de los precios de los activos de renta variable.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue negativa para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del -5,15% en la cartera hasta noviembre, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -1,16%. Al igual que en los FI, el menor rendimiento se produjo en el último trimestre del año.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2018 ascendía a 56, 1 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 13,

el número de IIC de inversión libre aumentó de 47 a 49 tras producirse 4 altas y 2 bajas, mientras que las IIC de IIC de inversión libre pasaron de 8 a 7 como consecuencia de 1 baja. De estas 7 últimas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en diciembre de 2018 con un patrimonio de 254,7 millones de euros, importe superior al de la totalidad de los 6 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró pocas variaciones en 2018, con tan solo 15 menos que al cierre de 2017, por lo que a finales de diciembre había un total de 7.237. No obstante, el análisis por tipología de las IIC revela que, en el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un aumento del 21,4% durante los primeros 11 meses del año, hasta los 4.437, mientras que las IIC de IIC de inversión libre experimentaron una disminución del 22,1% y finalizaron noviembre con 2.800 partícipes. Estas variaciones son consecuencia de las 2 nuevas altas (en términos netos) de IIC de inversión libre y la baja de la IIC de IIC de inversión libre.

En los dos primeros meses del año, el número de IIC de inversión libre aumentó en 1, hasta situarse en 50, mientras que el número de IIC de IIC de inversión libre se mantuvo en 7.

... y el número de partícipes y accionistas mostró pocas variaciones, al compensarse el aumento observado en las IIC de inversión libre con el descenso de las IIC de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 14

	2016	2017	2018 ¹	2018			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	7	8	7	8	7	7	7
Partícipes	1.237	3.596	2.800	3.605	2.797	2.802	2.800
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	467,8	470,0	469,0	472,2	467,8
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,16	-0,37	-0,27	0,42	-0,94
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	41	47	49	47	46	49	49
Partícipes	2.930	3.656	4.437	3.973	4.077	4.350	4.437
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.343,9	2.329,7	2.335,3	2.397,7	2.343,9
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-5,15	-0,91	1,35	-0,75	-4,84

Fuente: CNMV.

¹ Datos hasta noviembre, excepto en el número de entidades, que son hasta diciembre.

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 siguieron retrocediendo en 2018. Esto se debe a que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando en los últimos años principalmente a través de SOCIMI (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y en el inmobiliario, las magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron retrocediendo por el trasvase del negocio hacia las SOCIMI.

los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento, o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT). Las SOCIMI cotizan en un segmento específico del MAB, que presentó un gran dinamismo a lo largo de 2018, con la incorporación de 20 nuevas sociedades, hasta alcanzar 64 empresas a finales del ejercicio.

Los FII muestran el comportamiento más desfavorable, pues solo quedan dos, ambos en proceso de liquidación.

En cambio, durante los últimos años, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar el proceso. Así, desde un máximo de 9 FII con un patrimonio total de 8.586 millones de euros a mediados de 2008, se ha pasado a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, con un patrimonio total de 309 millones de euros. A lo largo de 2018, un tercer fondo existente al cierre de 2017 finalizó su proceso de liquidación y causó baja en el registro de la CNMV.

Por el contrario, las SII experimentaron un incremento notable del patrimonio (18%), aunque este resulta muy poco significativo en el total de la inversión colectiva.

Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), a diferencia de los FII, experimentaron un incremento de un 18% de su patrimonio durante 2018, aunque el volumen total de patrimonio captado por este tipo de vehículos resulta poco significativo en el conjunto de la inversión colectiva española, ya que alcanzaba los 752,7 millones de euros a finales de 2018. Las suscripciones netas fueron ligeramente positivas, lo que contribuyó a un moderado incremento del patrimonio de 1,8 p.p., mientras que el resto de la variación del patrimonio, algo más de 16 p.p., se explica por los rendimientos positivos obtenidos en el periodo. El número de SII se mantuvo constante en 4 a lo largo de 2018, con una de ellas en proceso de liquidación.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras continuó en expansión en 2018, superando los 180.000 millones a finales del tercer trimestre (un 37% del patrimonio total de las IIC comercializado en España)...

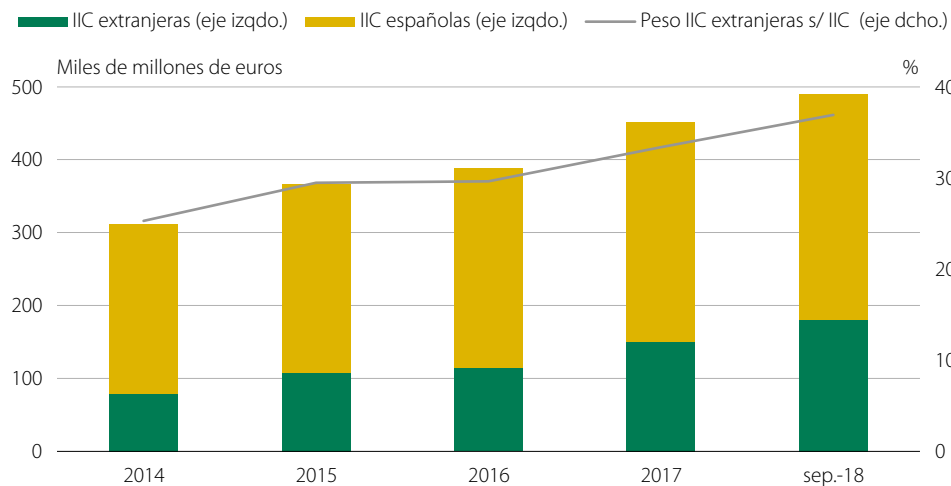
El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España no ha dejado de aumentar durante los últimos años. De hecho, se ha multiplicado por 10 desde 2008 y ha pasado de 18.000 millones de euros a finales de 2008 a 180.924 millones en septiembre de 2018. El aumento registrado solamente en los tres primeros trimestres de 2018 fue de 30.503 millones de euros, lo que representa un incremento en el año del 20,3% respecto a finales de 2017. Como se observa en el gráfico 20, este fuerte ritmo de crecimiento ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC haya crecido de forma significativa en los últimos 5 años para situarse en un 37% en septiembre de 2018.

... aunque cabe señalar que la entrada en vigor de la Circular 2/2017, que obliga a remitir un volumen superior de información, puede hacer que los datos no sean completamente comparables con los existentes hasta finales de 2017.

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

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 A partir del primer trimestre de 2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2018 en 11 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.024 vehículos de este tipo (429 fondos y 595 sociedades). Este incremento se debió exclusivamente al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 26. La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 18 y 16 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversiones en nuestro país registró un descenso de 29.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 11 durante 2018, hasta un total de 1.024 vehículos (429 fondos y 595 sociedades).

Perspectivas

La evolución de la industria de la inversión colectiva en 2018 parece indicar que la expansión iniciada en 2013 tendió a moderarse, pues el volumen de suscripciones netas de los partícipes (algo inferior a los 8.000 millones de euros) fue cerca de tres veces inferior a la cifra de 2017, al verse influido por las turbulencias de las bolsas a final de año. En paralelo, los fondos extranjeros siguieron atrayendo un volumen de inversión sustancial y superior al que recibieron los fondos españoles. En principio, el entorno de rentas crecientes de los hogares y el contexto de tipos de interés tan bajos siguen favoreciendo la inversión en la industria de los fondos de inversión y, en particular, en las categorías de mayor riesgo. Sin embargo, la ralentización económica, que puede influir en la evolución de las rentas de los hogares, junto con una tasa de ahorro en mínimos históricos, puede limitar el volumen de recursos que finalmente se dedique a estos productos, teniendo en cuenta, además, la elevada sensibilidad que los partícipes muestran en periodos de turbulencias. La posibilidad de que alguna de las fuentes de incertidumbre presentes en los mercados acabe propiciando rebotes puntuales de volatilidad puede incrementar la aversión al riesgo de estos inversores y dar lugar a reembolsos significativos.

Las perspectivas sobre la inversión colectiva son moderadamente positivas, aunque factores como la baja tasa de ahorro de los hogares o la posibilidad de que se produzcan nuevas turbulencias en los mercados pueden limitar el volumen de recursos que finalmente se dedique a estos productos.

4.2 Prestación de servicios de inversión

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan las de crédito —las principales proveedoras de estos servicios— y las sociedades y agencias de valores.

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan, por un lado, las de crédito y, por otro, las sociedades y agencias de valores. Las primeras son, con notable diferencia, las principales proveedoras de estos servicios en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (más del 90% del total). Las segundas siguen aún conservando un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios (véase cuadro 15). Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2018 Importes en millones de euros

CUADRO 15

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	385	3.649	4.033	90,5
Colocación y aseguramiento	12	187	199	94,0
Compraventa de valores	180	367	547	67,1
Gestión de patrimonios	29	459	488	94,1
Administración y custodia	44	562	606	92,7
Comercialización fondos de inversión	119	2.074	2.193	94,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye las sociedades gestoras de cartera.

La CNMV ejerce labores de supervisión en relación con el cumplimiento de las normas de conducta sobre todas ellas y además, en el caso de las sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y entidades de asesoramiento financiero, realiza una supervisión prudencial.

En este epígrafe se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera²⁹ y las entidades de asesoramiento financiero. También se ofrece información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito que están autorizadas para ello y sobre las que la CNMV realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes.

29 Con respecto a estas últimas, al cierre de 2018 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2017. Debido a la menor relevancia de este tipo de entidades en relación con las demás, no se les dedica un subepígrafe específico.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017. Este descenso guarda relación con la consolidación del proceso de reorganización del sector bancario resultado de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 467, 1 menos que el año anterior. De ellas, 412 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 56 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea.

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión se situaba en 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017.

El cuadro 16 muestra los ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión y de otros productos financieros no bancarios³⁰. En 2018, los ingresos por servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión se situaron cerca de los 3.650 millones de euros (un 2,1% menos que en 2017), un importe que supone el 25% de las comisiones totales de las entidades de crédito. Este porcentaje ha oscilado en los últimos años entre el 25% y el 28%, lo que pone de manifiesto la relevancia de estos ingresos para dichas entidades.

En 2018, estas entidades percibieron casi 3.650 millones de euros por la prestación de servicios de valores y la comercialización de fondos de inversión, lo que supone casi la cuarta parte de sus ingresos totales por comisiones.

Ingresos de las entidades de crédito (EE. CC.) por la prestación de servicios de valores y la comercialización de productos financieros no bancarios CUADRO 16

Importes en millones de euros	2015	2016	2017	2018	% sobre total comisiones EE. CC.
Por servicios de valores	1.476	1.334	1.436	1.575	10,6
Aseguramiento y colocación de valores	218	190	231	187	1,3
Compraventa de valores	488	410	457	367	2,5
Administración y custodia	632	596	551	562	3,8
Gestión de patrimonio	138	138	197	459	3,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.211	4.389	4.380	4.268	28,6
Fondos de inversión ¹	2.296	2.187	2.290	2.074	13,9
Fondos de pensiones ¹	458	520	498	492	3,3
Seguros	1.224	1.446	1.330	1.507	10,1
Otros	236	236	262	195	1,3
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión	3.772	3.521	3.726	3.649	24,5
Ingresos totales por comisiones	13.617	13.486	14.295	14.924	100,0

Fuente: Banco de España.

¹ Datos de 2018 estimados.

30 Cabe señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España; esto hace que los datos de 2017 y 2018 no sean totalmente comparables con los de años anteriores.

Sociedades y agencias de valores

La competencia de las entidades de crédito y el aumento de la negociación de renta variable fuera de las bolsas españolas han lastrado el beneficio de las sociedades y agencias de valores (-34% en 2018).

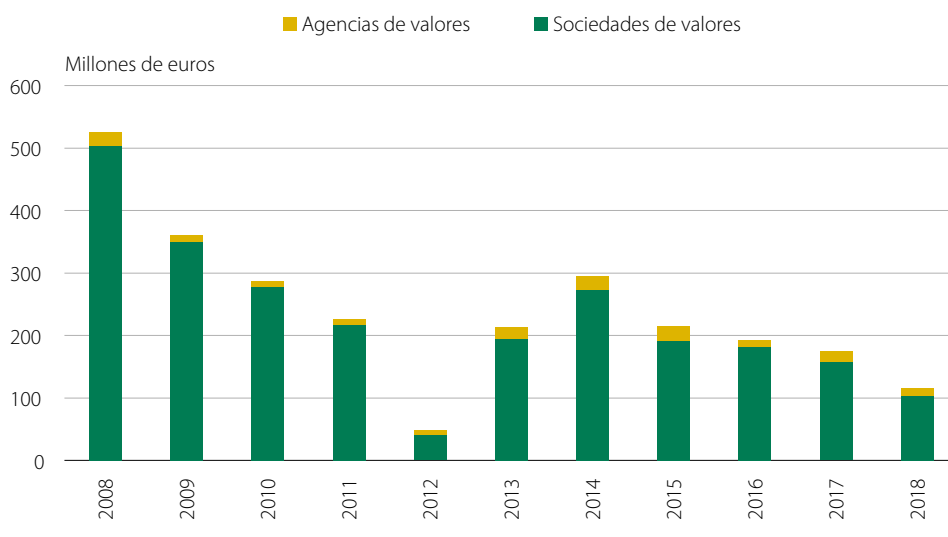
El número de entidades registradas volvió a crecer (2 más, hasta 91), después de unos años de ajuste en el sector.

En 2018 la actividad de las sociedades y agencias de valores se siguió viendo lastrada por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros y el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas de negociación establecidas fuera del territorio nacional. Así, los beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 34,0% respecto a la cifra de 2017, hasta los 116,4 millones de euros. En este contexto las empresas de servicios de inversión, de forma paulatina, siguen reorientando su modelo de negocio, en el que su principal y tradicional fuente de ingresos (la 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 se contabilizaba un total de 91 sociedades y agencias de valores a finales de 2018, 2 más que a finales de 2017, tras producirse 7 altas y 5 bajas. Este aumento, que comenzó en 2017, interrumpe la tendencia a la baja de los últimos años a consecuencia del proceso de ajuste del sector. Como es habitual, más de la mitad de las entidades prestaban servicios en la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 48 (2 más que al cierre de 2017) y tan solo 5 entidades mantenían sucursales en otros países. Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España continuó creciendo en 2018, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 2.816 a 2.941, como mediante sucursal, que lo hizo de 53 a 61.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

El beneficio de las sociedades de valores se redujo un 34,5% en 2018, hasta los 104 millones de euros, debido a la disminución de la mayoría de los ingresos por comisiones...

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos se redujo un 34,5% a lo largo de 2018, lo que lo situó en 104 millones de euros. Como se puede apreciar en el cuadro 14, el margen bruto de estas entidades experimentó un descenso del 16,6%, como consecuencia, principalmente, de la significativa contracción de las comisiones netas percibidas, que pasaron de 402 millones de euros

en 2017 a 296 millones en 2018. Como ya se ha mencionado con anterioridad, 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 26,3% en 2018, hasta situarse en 160,3 millones de euros —estas comisiones llegaron a superar, justo antes de la crisis, los 700 millones—. También descendieron con fuerza las comisiones asociadas a la gestión de carteras y la comercialización de IIC, que habían experimentado importantes avances en 2017. En cambio, las procedentes del asesoramiento en materia de inversión, aunque siguen siendo residuales, crecieron un 72,1% hasta alcanzar los 9,6 millones de euros (véase cuadro 17). Por otra parte, la cuantía de los ingresos percibidos por comisiones clasificadas como «Otras» (el 29% de las comisiones totales percibidas), que están asociados a los servicios auxiliares que prestan las sociedades de valores, disminuyó un 10,8%

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-18)

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-17	dic.-18	% var.	dic.-17	dic.-18	% var.
1. Margen de intereses	21.377	73.969	246,0	3.127	1.583	-49,4
2. Comisiones netas	402.154	296.037	-26,4	120.194	135.782	13,0
2.1. Comisiones percibidas	549.298	414.595	-24,5	142.323	156.624	10,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	-26,3	20.459	20.018	-2,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	-36,8	3.427	1.120	-67,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	12,5	924	824	-10,8
2.1.4. Gestión de carteras	49.720	13.505	-72,8	12.492	15.412	23,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.555	9.562	72,1	11.572	25.725	122,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.500	543	-63,8	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	83.354	55.483	-33,4	59.398	63.821	7,4
2.1.9. Otras	135.815	121.134	-10,8	34.052	29.704	-12,8
2.2. Comisiones satisfechas	147.144	118.558	-19,4	22.129	20.842	-5,8
3. Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	-38,0	1.139	-51	-
4. Diferencias de cambio netas	4.353	283	-93,5	-578	85	-
5. Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.331	-32,4	-1.128	-364	67,7
MARGEN BRUTO	495.763	413.708	-16,6	122.754	137.035	11,6
6. Gastos de explotación	342.176	315.951	-7,7	103.052	121.611	18,0
7. Amortizaciones y otras dotaciones	7.369	11.267	52,9	2.782	3.381	21,5
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	854	653	-23,5	-10	12	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	145.364	85.837	-41,0	16.929	12.031	-28,9
9. Otras ganancias y pérdidas	13.197	18.016	36,5	-163	501	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	158.561	103.853	-34,5	16.766	12.532	-25,3
10. Impuesto sobre beneficios	37.878	12.082	-68,1	4.876	5.073	4,0
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	120.683	91.771	-24,0	11.890	7.459	-37,3
11. Resultado de actividades interrumpidas	36.382	0	-100,0	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	157.065	91.771	-41,6	11.890	7.459	-37,3

Fuente: CNMV.

... y a pesar del aumento del margen de intereses y de la disminución de los gastos de explotación.

El aumento del margen de intereses, que se triplicó durante 2018, y la reducción de los gastos de explotación (un 7,7%) no pudieron compensar la contracción de los ingresos por comisiones mencionada, por lo que el resultado de explotación registró un retroceso del 41,0%, hasta situarse en 85,8 millones de euros.

La distribución de los resultados no fue homogénea entre entidades, pues solo 3 de ellas concentraron más del 82% del beneficio total y el número de entidades en pérdidas creció hasta las 18.

En línea con el patrón observado durante los últimos años, un número reducido de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En particular, 3 sociedades de valores acumularon el 82% del beneficio total, lo que apunta a que cada vez se está produciendo una mayor concentración. La polarización también tuvo su reflejo en el número de entidades que incurrió en pérdidas, que fue de 18 frente a las 7 del año anterior. El volumen de esas pérdidas también fue muy superior a la cifra de 2017, ya que ascendió a 28,8 millones de euros, el doble que un año antes. En general, de las cifras parece deducirse que las entidades más grandes son cada vez más rentables, mientras que las de menor tamaño encuentran cada vez más dificultades.

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

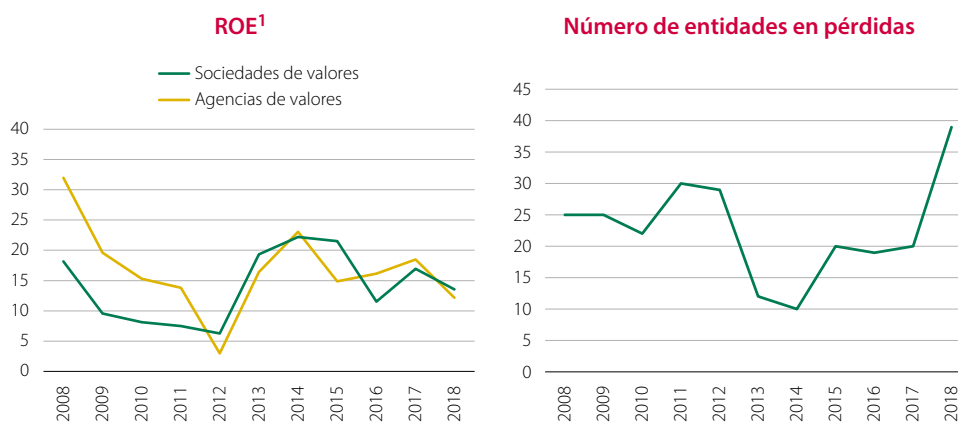
Las agencias de valores (AV) no pueden, por su propia naturaleza, realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Algunas de ellas —cada vez menos— obtienen la mayor parte de sus ingresos de la tramitación 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 subsector que en el caso de las sociedades de valores, ya que representan prácticamente el 60% del total de agencias (30 de 52), mientras que en el caso de las sociedades este porcentaje ronda el 20%.

Su beneficio agregado antes de impuestos disminuyó un 25% en 2018, hasta los 12,5 millones de euros, por el mayor aumento de los gastos de explotación en relación con los ingresos por comisiones.

El beneficio antes de impuestos de las agencias de valores se redujo un 25,2% en 2018, hasta los 12,5 millones de euros, pues el aumento de los gastos de explotación, especialmente los de personal, fue superior al avance de los ingresos por comisiones. En relación con esta última partida, que aumentó un 10,0%, los avances más relevantes en términos absolutos se produjeron en las partidas de asesoramiento en materia de inversión (122,3%, hasta los 25,7 millones de euros) y en comercialización de IIC (7,4%, hasta los 63,8 millones). Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, por el contrario, retrocedieron un 2,2% hasta situarse en los 20 millones de euros. Esta evolución de las comisiones, junto con el aumento de un 18,0% de los gastos de explotación ya mencionado dio lugar a una disminución del 28,9% del resultado de explotación, hasta situarse cerca de los 12 millones de euros.

El descenso de los beneficios de las ESI dio lugar a una caída notable de su rentabilidad.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un retroceso durante el ejercicio, al pasar del 18,4% al 12,3%, como consecuencia del comportamiento desfavorable de los resultados. Esta contracción se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, aunque fue mayor en las primeras, cuyo ROE se redujo más de 6 puntos porcentuales hasta situarse en el 12,1%. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 16,9% al 13,5% (véase panel izquierdo del gráfico 22).



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El análisis por entidad revela que la disminución de los resultados antes de impuestos afectó de manera muy desigual a las agencias de valores, ya que el 57% de las entidades que estaban registradas tanto a finales de 2017 como de 2018 experimentaron una mejora de sus resultados. El número de entidades en pérdidas, por su parte, se incrementó desde 13 en 2017 hasta 21 en 2018, con un volumen total de 10,9 millones de euros, 3 millones por encima de la cifra del ejercicio anterior.

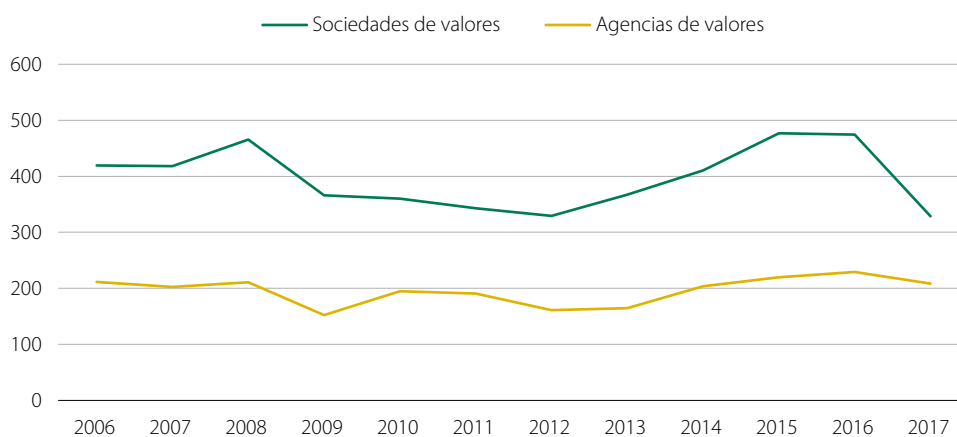
El número de entidades en pérdidas aumentó de 13 a 21, al igual que lo hizo su volumen agregado.

Los niveles de solvencia del sector continuaron siendo elevados durante 2018, produciéndose, además, un aumento de los valores respecto al año previo. Así, a finales de 2018 el exceso de recursos propios era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2017 se situaba en 3,2. Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Además, en el caso de las primeras la ratio se incrementó desde 3,3 hasta 4,7, mientras que para las segundas se contrajo desde 2,1 hasta 1,7 (véase gráfico 23). En cuanto a la distribución de esta ratio, la mayoría de las sociedades de valores siguieron teniendo un margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles superior al 200%; las agencias de valores, por su parte, presentaron una dispersión mayor. Cabe mencionar, además, que dos agencias de valores cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque de escasa cuantía. Es relevante señalar que estos márgenes de solvencia holgados en términos relativos representan cifras absolutas reducidas, que podrían devenir insuficientes en caso de impactos significativos.

Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2018, aunque aumentaron en las sociedades de valores y disminuyeron en las agencias.

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 volumen de patrimonio asesorado por las EAFI aumentó un 2,8% en 2018, hasta los 31.700 millones de euros, a pesar de la disminución del número de entidades.

El número de empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que había crecido con fuerza desde su creación, se contrajo por primera vez en 2018, al pasar de 171 a 158. El volumen de patrimonio asesorado, por el contrario, se incrementó un 2,8% en relación con las cifras de cierre de 2017 y se situó en 31.700 millones de euros, una cifra que supone más del doble de la que existía en 2012. Como se puede observar en el cuadro 18, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se modificó, como ya sucedió en 2017, a favor de los clientes minoristas y profesionales. Así, los primeros pasaron de representar el 29,5% del patrimonio gestionado al 32,5%, mientras que para los segundos el porcentaje se incrementó del 21,1% al 22,3%. En cambio, la importancia relativa de las contrapartes elegibles³¹ (epígrafe «Otros») disminuyó 4 puntos porcentuales, hasta el 45,2%.

Los ingresos por comisiones cayeron un 6%, tanto por la disminución de las comisiones percibidas de sus clientes como de aquellas procedentes de otras entidades.

A pesar de gestionar un mayor volumen de activos, los ingresos por comisiones disminuyeron un 6,0% en 2018, hasta los 61 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades se contrajeron durante 2018, especialmente las segundas (-21,3%, hasta los 10,8 millones de euros), como consecuencia del descenso de los ingresos por retrocesiones.

31 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	2016	2017	2018	% var. 18/17
NÚMERO DE ENTIDADES	160	171	158	-7,6
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	30.174.877	30.790.535	31.658.460	2,8
Clientes minoristas	7.588.143	9.096.071	10.281.573	13,0
Clientes profesionales	5.654.358	6.482.283	7.052.031	8,8
Otros	16.932.376	15.212.181	14.324.856	-5,8
NÚMERO DE CLIENTES^{1,2}	5.923	6.775	6.542	-3,4
Clientes minoristas	5.510	6.321	6.020	-4,8
Clientes profesionales	327	359	431	20,1
Otros	86	95	91	-4,2
INGRESOS POR COMISIONES³	52.534	65.802	61.852	-6,0
Comisiones percibidas	51.687	65.191	61.021	-6,4
De clientes	40.717	51.475	50.220	-2,4
De otras entidades	10.970	13.716	10.800	-21,3
Otros ingresos	847	611	831	36,0
PATRIMONIO NETO	24.119	32.803	33.798	3,0
Capital social	6.834	8.039	6.894	-14,2
Reservas y remanentes	12.123	13.317	15.469	16,2
Resultado del ejercicio ²	7.511	11.361	10.746	-5,4
Resto de fondos propios	-2.349	86	688	700,0

1 Datos al final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son algo inciertas como consecuencia, por un lado, de la competencia que ejercen las entidades de crédito en la prestación de servicios de inversión y, por otro, del desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros mercados y SMN diferentes de los mercados tradicionales. Estas tendencias están dando lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, que en los últimos años han empezado a fomentar otras líneas de negocio que antes eran minoritarias, en detrimento del servicio relacionado con la tramitación y la ejecución de órdenes. También será relevante comprobar si se mantiene la polarización del sector, es decir, el hecho de que las entidades que evolucionan de forma favorable puedan seguir haciéndolo, mientras que aquellas con peores resultados encuentran mayores dificultades para superar esta situación.

Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son inciertas, debido al entorno de competencia que sufren y a la necesidad de fomentar otras líneas de negocio.

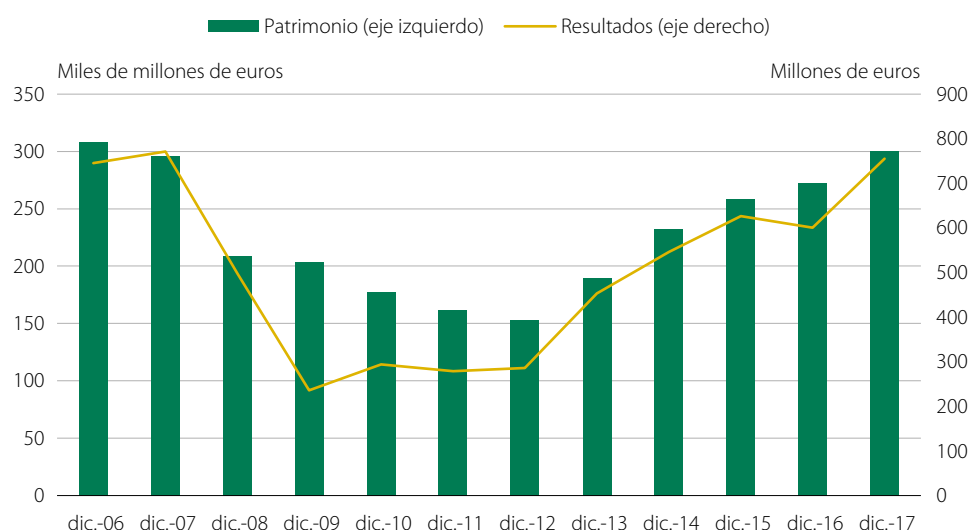
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las SGIIC cayó un 3,2% en 2018, hasta los 290.000 millones, lo que interrumpió la expansión que comenzó en 2013...

A finales de 2018 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 10 más que al cierre de 2017, tras haberse producido 11 altas y 1 baja. Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014 y se aleja del proceso de reestructuración del sector que se produjo en los años anteriores. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró 2018 con una contracción del 3,2%, hasta situarse ligeramente por encima de los 290.000 millones de euros, con lo que se interrumpe la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase gráfico 24). Cerca de dos terceras partes del descenso tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio se vio afectado por las caídas de las bolsas, y el resto se debió a las SICAV. El grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2018, pues las tres mayores gestoras seguían manteniendo una cuota conjunta del 42% del patrimonio total (una cifra similar a la de 2016 y 2017).

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

... pero no impidió un fuerte aumento de los beneficios de estas instituciones, que se originó por el avance de las comisiones de gestión de carteras (las comisiones por gestión de IIC permanecieron estables).

A pesar de la disminución del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 47,8% con respecto a 2017, hasta los 1.115,4 millones de euros. Este avance se explica por el incremento de las comisiones netas y, dentro de ellas, aquellas referidas a la gestión de carteras, que doblaron su importe. Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 83% del total de las comisiones percibidas por las gestoras (casi el 90% en 2017)— permanecieron prácticamente estables (1,5 millones de euros más, hasta los 2.649 millones). Estas comisiones alcanzaron un importe total equivalente al 0,91% del patrimonio, por encima del 0,88% de finales de 2017, debido posiblemente a la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo que, en general, llevan asociadas unas comisiones más elevadas. El crecimiento de los beneficios dio lugar a un aumento sustancial de la rentabilidad agregada sobre fondos

propios (ROE), si bien cabe señalar que la mejora no fue homogénea entre entidades, pues el número de sociedades en pérdidas aumentó de 19 a 26 entre 2017 y 2018, y el volumen de dichas pérdidas casi se dobló, al pasar de 6,6 millones a 12,3 millones.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
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	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.438	2.649	0,91	56,13

Fuente: CNMV.

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 participativa (PFP)

Capital riesgo

En línea con la tendencia alcista que está experimentando el sector del capital riesgo, a lo largo de 2018 el número de entidades pertenecientes a esta categoría registradas en la CNMV se incrementó en 48 (43 vehículos de inversión y 5 gestoras), tras producirse 67 altas y 19 bajas.

El sector del capital riesgo continuó en expansión en 2018, con un aumento de 48 entidades en el registro de la CNMV.

En relación con las entidades de capital riesgo tradicionales³², se produjeron un total de 37 altas y 13 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 181 fondos de capital riesgo (FCR) y 121 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se registraron 2 altas en 2018, hasta alcanzar los 27 vehículos (10 fondos y 17 sociedades) a 31 de diciembre de 2018. También se inscribieron 3 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 8, y 1 fondo de emprendimiento social europeo (FESE), el primero que existe en España³³.

La expansión fue generalizada entre los distintos tipos de entidades, afectando tanto a las entidades de capital riesgo tradicionales como a otras figuras relativamente recientes...

32 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

33 Los FCRE y los FESE son figuras contempladas en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital-riesgo europeos y el Reglamento (UE)

... entre las que se incluyen las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tienen una elevada flexibilidad en su política de inversión.

Las entidades de inversión colectiva cerradas también experimentaron un importante dinamismo, ya que al cierre de 2018 había un total de 31 frente a las 15 del ejercicio anterior (12 fondos, FICC, y 19 sociedades, SICC). Esta figura de inversión goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo. Así, a modo de ejemplo, 6 de los 10 nuevos FICC registrados en 2018 eran antiguos FCR.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2017

CUADRO 18

	Situación a 31/12/2017	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2018
Entidades				
Fondos de capital riesgo	173	21	13	181
Fondos de capital riesgo Pyme	12	1	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	5	3	0	8
Fondos de emprendimiento social europeo	0	1	0	1
Sociedades de capital riesgo	105	16	0	121
Sociedades de capital riesgo Pyme	16	1	0	17
Total entidades de capital riesgo	311	43	16	338
Fondos de inversión colectiva cerrados	2	10	0	12
Sociedades de inversión colectiva cerradas	13	6	0	19
Total entidades de inversión colectiva cerradas	15	16	0	31
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	89	8	3	94

Fuente: CNMV.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo creció un 17,9% en 2018, hasta situarse en 5.844 millones de euros. Destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que suelen realizar operaciones de mayor tamaño.

Los datos preliminares para 2018 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) indican, como ya se ha mencionado, que el sector continuó creciendo a buen ritmo, con un volumen de inversión de 5.844 millones de euros, un 17,9% más que en 2017. En este periodo cabe destacar la intensa actividad de los fondos internacionales, que concentraron el 77% del volumen total de inversión, con una cifra de casi 4.500 millones de euros repartidos en 118 operaciones, y que tuvieron un protagonismo especial en las operaciones de gran tamaño o *mega-deals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Estas grandes operaciones, que fueron 8 en total (11 en 2017), representaron, en términos de volumen, un 63% de la inversión del sector. Por su parte, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) continuaron en cifras similares a las de 2017, año en el que se alcanzaron máximos históricos, con un volumen de 1.468 millones de euros en 56 inversiones.

La inversión en *venture capital* (fase semilla y arranque) se mantuvo elevada, aunque con un volumen algo inferior al de 2017, y la siguieron realizando mayoritariamente los fondos nacionales.

Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, la inversión en *venture capital* (fases semilla y arranque) se mantuvo elevada, aunque las cifras fueron inferiores a las de 2017, con un volumen de inversión de 417 millones de euros (538

n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos.

millones un año antes) efectuado en 510 operaciones (560 en 2017). Estas inversiones, como sucediera en otros ejercicios, estuvieron protagonizadas por los fondos nacionales privados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se mantuvo el dinamismo de los años anteriores, con una inversión de 2.151 millones de euros, un 15,3% más que en 2017.

La iniciativa del ICO, a través de FOND-ICO Global, FCR, continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión. En este sentido, se produjo un incremento de alrededor de 500 millones de euros en 2018.

La iniciativa a través de FOND-ICO Global, FCR continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

En 2018 continuó descendiendo el número de plataformas de financiación participativa registradas en el ejercicio, después de unos primeros años de intensa actividad en los que, tras la publicación de la Ley 5/2015, la mayoría de las solicitudes se referían a plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

Tras unos primeros años de intensa actividad, el número de plataformas de financiación participativa registradas disminuyó hasta 5 en 2018...

De esta forma, en 2018 se registraron 5 nuevas plataformas (8 en 2017), por lo que al cierre del año había un total de 26 en el Registro de la CNMV. En el transcurso del año se recibieron 12 solicitudes de inscripción (9 en 2017), se denegó 1 proyecto (4 un año antes) y desistieron o se dieron por desistidos otros 13, 9 más que en 2017.

... con lo que el número total de plataformas en el Registro a finales de año era de 26...

De las 26 plataformas registradas al cierre de diciembre, 11 se correspondían con vehículos de valores, 10 eran de préstamos y 5 eran mixtas. En cuanto al sector objeto de la inversión, cabe mencionar que 4 de ellas eran inmobiliarias (2 de valores, 1 de préstamos y 1 mixta). Además, 2 plataformas estaban controladas por sociedades extranjeras.

... de las cuales 11 eran de valores, 10 de préstamos y 5 eran mixtas.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo PFP	2017			2018			Total acumulado desde 2015		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales ¹		Total	de las cuales ¹	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	3	0	2	3	1	1	11	5	4
Préstamos	1	1	0	1	1	0	10	6	2
Mixtas	4	3	0	1	0	1	5	3	1
TOTAL	8	4	2	5	2	2	26	14	7

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.

