

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	27
2.3	Perspectivas	32
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	44
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
4.2	Empresas de servicios de inversión	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	65

Índice de recuadros

Recuadro 1:	La apreciación del euro y la política monetaria del BCE	18
Recuadro 2:	Breve nota sobre la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público	42
Recuadro 3:	Integración de Iberclear en TARGET2-Securities (T2S)	50
Recuadro 4:	Ciberseguridad en los mercados de valores	68

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional de los últimos meses viene marcado por la mejora generalizada de los datos de actividad y la consolidación de las divergencias entre la política monetaria en Estados Unidos y la del resto de las economías avanzadas. En Estados Unidos los avances de la actividad y los progresos en el mercado laboral permitieron nuevos incrementos en los tipos de interés oficiales en junio, mientras que en la zona del euro, en el Reino Unido y en Japón los bancos centrales mantuvieron un tono ampliamente acomodaticio. En el corto plazo, las perspectivas de crecimiento son positivas, aunque persisten algunos elementos de incertidumbre relacionados, por ejemplo, con la evolución de algunos conflictos geopolíticos. En Europa, aunque se ha observado un crecimiento más homogéneo entre países, se mantienen los riesgos relacionados con la fortaleza del sector bancario y con el *brexít*, en un entorno en el que la reciente apreciación del euro frente al dólar puede complicar aún más las próximas decisiones del BCE.
- En los mercados financieros internacionales las rentabilidades de la deuda a largo plazo han mostrado un comportamiento relativamente estable en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro se han observado incrementos¹. Estos últimos tienen que ver con algunos elementos de incertidumbre de naturaleza política, que han tendido a disiparse conforme se conocían los resultados de los diferentes procesos electorales, pero también con la consolidación de un escenario de mayor crecimiento e inflación en la zona. Por su parte, los principales índices de renta variable han acumulado revalorizaciones notables en el ejercicio, con fuertes ascensos en los precios en el primer trimestre seguidos de una mayor estabilidad. Los índices estadounidenses han crecido por encima del 11,5 % y los europeos (con excepción del índice británico) por encima del 7 %, en un entorno en el que la volatilidad se mantiene en mínimos históricos.
- En España los últimos datos trimestrales de la Contabilidad Nacional confirman el mantenimiento del crecimiento del PIB por encima del 3 % en términos interanuales, casi un punto por encima de los registros de la zona del euro. El dinamismo de la economía tiene su reflejo, además, en el mercado laboral, en el que prosigue el proceso de creación de empleo y la disminución de la tasa de paro, y en las cuentas públicas, pues parece factible que el déficit público se reduzca a tasas próximas al 3 % a finales de año. La mayoría de los riesgos que afronta la economía española son comunes a los de otras economías europeas. Destacan los relacionados con la evolución del sector bancario

1 Como es habitual, la fecha de cierre de este informe es el 15 de septiembre. Por tanto, algunos indicadores económicos o financieros se presentan en su equivalencia mensual o trimestral para facilitar las comparaciones interanuales, pero no reflejan la información más reciente de los acontecimientos relacionados con la crisis política relacionada con Cataluña. Este último análisis se publicará en la próxima Nota de Estabilidad Financiera correspondiente a octubre.

y, más recientemente, con el impacto de la apreciación del euro sobre la actividad de las empresas exportadoras. Entre los riesgos de carácter nacional destacan los retos que aún plantea el elevado número de personas desempleadas y algunas incertidumbres políticas.

- El desarrollo del negocio bancario continúa condicionado por un entorno de tipos de interés muy reducidos y por la consolidación de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*). En el caso español este entorno es más favorable porque el crecimiento se ha afianzado, con la consecuente disminución en la tasa de morosidad, que se situó en el 8,4 % en junio. La cuenta de resultados de las entidades ha dado síntomas de mejoría en los primeros meses del año, a pesar de que el crédito aún muestra tasas de variación negativas (en contraste con los registros positivos de la zona del euro), debido al proceso de desapalancamiento en que aún se encuentran los agentes en España.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés que elabora la CNMV ha permanecido todo el año en valores cercanos o inferiores a 0,20, que son indicativos de un nivel de estrés reducido. Por segmentos, el mayor estrés se ha observado en el mercado de bonos, debido al empeoramiento de la liquidez y al aumento de la volatilidad observado en los últimos meses. Sin embargo, acontecimientos potencialmente generadores de incertidumbre, como el proceso de resolución del Banco Popular o los ataques terroristas en Barcelona, no tuvieron un efecto significativo sobre el indicador.
- En los mercados españoles de renta variable el Ibex 35, que había comenzado el año con revalorizaciones muy elevadas y se había estabilizado en el segundo trimestre, finalizó el tercero con leves descensos (-1,2 %), que fueron superiores a los de otros índices europeos. Diversos conflictos geopolíticos, la fortaleza del euro y la incertidumbre política nacional son los factores que han influido en la evolución del índice, que a pesar de todo presenta un crecimiento acumulado en el año del 10,3 %. En este contexto los indicadores de volatilidad han permanecido en niveles muy reducidos y las condiciones de liquidez han sido positivas. En cuanto a la contratación, se ha producido un pequeño descenso de la negociación de los valores españoles en el mercado regulado español (-3 % en el año), mientras que continúa aumentando en el exterior² (llegando ya al 35 %).
- En los mercados de renta fija nacionales los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en mínimos históricos, mientras que los tipos a medio y largo plazo aumentaron transitoriamente en el primer semestre y después se estabilizaron. Las subidas de tipos en Estados Unidos, la mejora de la economía de la zona del euro, junto con el repunte de la inflación y algunas incertidumbres de tipo político fueron los principales detonantes del aumento de los tipos de interés. Posteriormente la publicación de algunos datos macroeconómicos algo más desfavorables y las dudas sobre las próximas decisiones de los bancos centrales dieron lugar a pocas variaciones en los rendimientos de la deuda. La prima de riesgo del bono español de deuda soberana se incrementó muy levemente en el tercer trimestre (12 p.b.). Por su parte, las emisiones de renta fija de los emisores españoles en el exterior han crecido un 36 % en lo que va de año, en detrimento de las

2 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*).

emisiones registradas en la CNMV, que han caído un 29 %. Dentro de estas últimas se han observado retrocesos en las emisiones de todos los instrumentos salvo en los bonos simples, impulsados por el programa de compras del BCE.

- El patrimonio de los fondos de inversión nacionales creció un 6,6 % en el primer semestre del año, hasta situarse en 253 mil millones de euros. El 77 % del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones netas de los partícipes, cuyo número creció de forma extraordinaria (1.300.000 más en el semestre), y el resto se debió a la revalorización de la cartera. Como en trimestres anteriores y en el contexto de las estrategias que persiguen una rentabilidad más elevada, se observaron reembolsos en las categorías de fondos más conservadoras y fuertes inversiones en las de mayor riesgo. Tras varios años de fuerte expansión en la industria de IIC, las cifras de patrimonio se acercan a los niveles existentes antes de la crisis y el número de partícipes ya es superior. Las sociedades gestoras también reflejan esta expansión con un aumento del número de entidades (seis entre enero y junio) y un aumento de los beneficios cercano al 20 %.
- Los intermediarios financieros (ESI) registrados en la CNMV han experimentado un descenso de los beneficios agregados antes de impuestos del 6,7 %, hasta los 111,3 millones de euros en el primer semestre del año. Este descenso tuvo su origen en las sociedades de valores (-8,6 %), mientras que las agencias de valores mostraron un avance del 39 %. En general disminuyeron las comisiones derivadas de la contratación en los mercados y se incrementaron aquellas relacionadas con la comercialización de IIC y con la gestión de carteras. El número de entidades en pérdidas se situó en 24 a mediados de año, cinco más que en diciembre de 2016. Aun así, las condiciones de solvencia del sector son favorables, aunque se ha observado una ligera disminución del exceso de recursos propios.
- En el sector de capital-riesgo la expansión que se observó en 2016 parece haber continuado en 2017. Se ha producido un aumento tanto del número de entidades registrado en la CNMV (de los vehículos tradicionales y de los nuevos que se pueden crear al amparo de la Ley 22/2014) como de los volúmenes de inversión. Estos últimos se han visto impulsados por varias operaciones de gran tamaño cerradas por operadores internacionales.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primer recuadro describe la fuerte revalorización del euro frente a las principales divisas durante el año y sus posibles consecuencias en términos económicos y para las autoridades monetarias.
 - En el segundo recuadro se resumen los principales aspectos de la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre las comisiones de auditoría de las entidades de interés público aprobada el 27 de junio.
 - El tercer recuadro comenta los elementos más relevantes de la incorporación de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S) el pasado 18 de septiembre. Este hito culmina la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado español.
 - Finalmente, el cuarto recuadro aborda los retos que la ciberseguridad plantea en relación con los mercados de valores, sus participantes y sus supervisores, así como algunas de las iniciativas emprendidas.

2 Entorno macrofinanciero

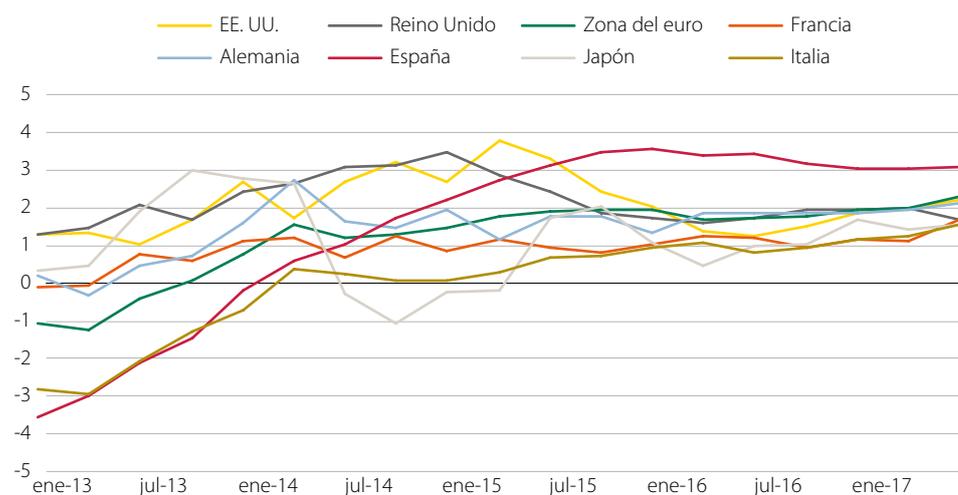
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La economía mundial prosiguió su proceso de recuperación durante el primer semestre de este año, con un crecimiento más homogéneo entre las economías europeas.

La economía mundial continuó su proceso de recuperación durante la primera mitad de 2017. Así, en Estados Unidos, tras el débil crecimiento mostrado en el primer trimestre (0,3 %), la actividad recuperó dinamismo en el segundo (0,8 %) debido a la demanda interna. Dentro de la zona del euro, el tono acomodaticio de la política monetaria favoreció el fortalecimiento de la expansión económica, que durante el primer semestre del año fue más homogénea entre sus regiones que en el pasado reciente. La variación del PIB en el segundo trimestre respecto del primero fue similar en Alemania (0,6 %), Francia (0,5 %) e Italia (0,4 %), mientras que destacó en España (0,9 %). Por el contrario, en el Reino Unido se produjo una ralentización del crecimiento económico (0,3 % en el segundo trimestre) como consecuencia del aumento de la inflación originado tras la depreciación de la libra, que tuvo un impacto negativo sobre el gasto de los hogares. En Asia destacó el avance de la actividad en Japón (0,6 % en el segundo trimestre) y en China, cuya variación anual del PIB se situó en el 6,9 % al final de la primera mitad del año.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En EE. UU. la Reserva Federal continuó el proceso de normalización del tono de la política monetaria con una nueva subida de tipos de interés en junio...

El proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos siguió contrastando con su tono acomodaticio en el resto de las economías avanzadas, sobre las que no se prevé un giro significativo en el corto plazo. La Reserva Federal volvió a aumentar los tipos de interés en junio, hasta el rango de 1-1,25 %, basándose en el avance moderado de la actividad económica, el aumento del gasto de los hogares y los progresos observados en el mercado laboral, y a pesar de que la inflación continúa por debajo de su objetivo (2 %). En su reunión de julio, aunque mantuvo los tipos de interés, la institución estadounidense expresó su intención de comenzar a reducir el tamaño de su balance de forma gradual y con relativa celeridad.

... mientras que el BCE decidió mantener el tono acomodaticio de la misma.

En su reunión de septiembre, el BCE mantuvo sin variaciones el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito en

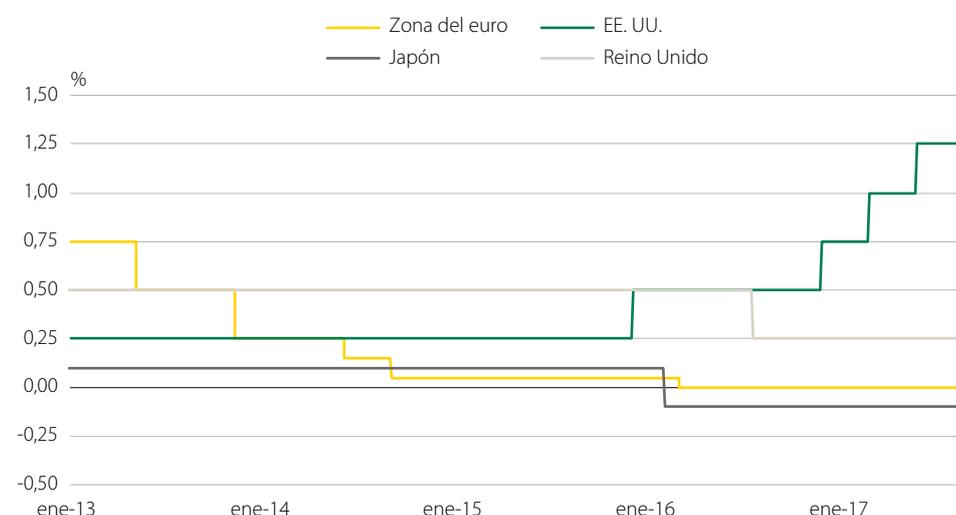
el 0 %, el -0,4 % y el 0,25 % respectivamente, y confirmó que mantendría su programa de compra de activos con un volumen de 60 mil millones de euros mensuales hasta diciembre de 2017, o más allá de ese plazo si fuese necesario. El BCE considera que el tono de la política monetaria en la zona del euro debe seguir siendo acomodaticio ya que, a pesar de que la expansión económica se ha fortalecido y la inflación subyacente ha aumentado ligeramente en los últimos meses, esta se mantiene en niveles reducidos y aún tiene que mostrar una tendencia ascendente más firme. Por otra parte, la fuerte apreciación de la cotización del euro respecto al dólar, que alcanzó máximos desde enero de 2015 al situarse en 1,20 dólares por euro en septiembre, ha introducido algo de incertidumbre respecto a las futuras decisiones de la autoridad monetaria europea (véase el recuadro 1).

Por otra parte, en los últimos meses la política monetaria ha permanecido sin cambios tanto en el Reino Unido como en Japón. En septiembre el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,25 % y decidió continuar su programa de compras de activos de renta fija pese a que la inflación se situó en el 2,9 % en agosto (por encima de su objetivo del 2 %) y a que, según sus previsiones, alcanzará el 3 % en octubre debido a la depreciación de la libra. Sin embargo, el banco central británico anunció que es posible que se produzca un endurecimiento de su política monetaria mayor del que espera el mercado y que podría resultar apropiada una retirada de estímulos en los próximos meses. El Banco de Japón, por su parte, mantuvo el tipo de interés oficial en el -0,1 % y continuará su programa de compra de activos con el objetivo de controlar la curva de tipos de interés.

El Banco de Inglaterra, que no había llevado a cabo grandes cambios en los últimos meses, ha empezado a considerar probable un endurecimiento de su política monetaria a corto plazo, debido al repunte de la inflación.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante los meses centrales de 2017 reflejó las diferencias en las políticas monetarias aplicadas en las distintas regiones. En Estados Unidos los tipos de interés en el mercado interbancario para el plazo de tres meses aumentaron 33 p.b. desde el inicio de año y se situaron en el 1,32 % a mediados de septiembre, condicionados por los dos incrementos que se produjeron en el tipo de interés oficial durante ese periodo. La evolución de los tipos de interés a doce meses fue, por el contrario, más estable (permanecieron en torno al 1,70 %), debido en parte

En la primera mitad del año los tipos de interés a corto plazo en EE. UU. mostraron repuntes que se corresponden con las subidas del tipo oficial, mientras que en la zona del euro se adentraron aún más en terreno negativo.

a las dudas sobre la evolución futura de la inflación y el ritmo de la normalización de la política monetaria. En la zona del euro³ los tipos a tres meses apenas mostraron variaciones durante el año y se situaron en el -0,33 % en septiembre (prácticamente el mismo registro que al cierre de 2016), mientras que los tipos a doce meses disminuyeron ligeramente, adentrándose un poco más en terreno negativo. A mediados de septiembre su nivel era del -0,17 %, nueve puntos básicos menos que a finales de 2016.

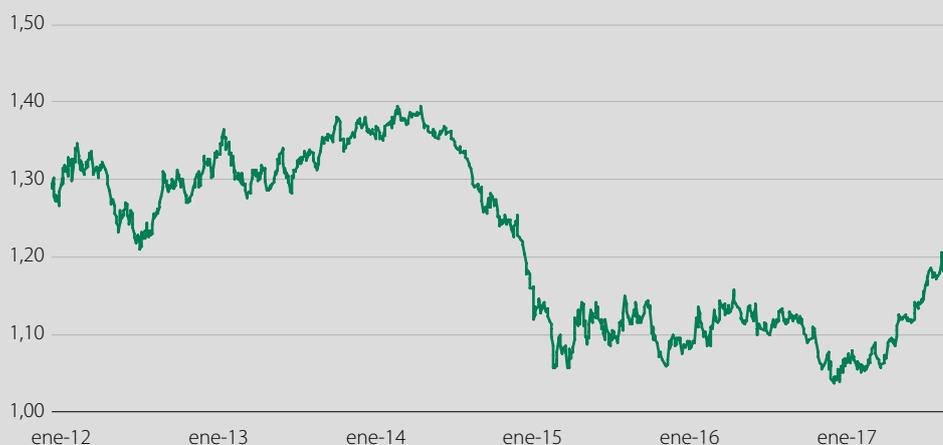
La apreciación del euro y la política monetaria del BCE

RECUADRO 1

En 2017 el euro se ha revalorizado de forma significativa en relación con las principales divisas internacionales. El tipo de cambio respecto al dólar se situaba en 1,20 dólares a mediados de septiembre¹, lo que supone una apreciación del 13,5 % en el año, y la cotización respecto al yen y a la libra esterlina quedaba en 133 yenes y 0,88 libras, que implica una revalorización del 7,7 % y el 2,8 %, respectivamente, en el mismo periodo. La ganancia de valor de la moneda europea es notable también en comparación con los registros de los últimos años: frente al dólar, esta tendencia contrasta con la depreciación de los últimos tres ejercicios (un 12 % en 2014, un 10,3 % en 2015 y un 3,2 % en 2016), y frente a la moneda británica, el valor del euro ha alcanzado sus máximos de los últimos cinco años.

Tipo de cambio del euro frente al dólar

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

El contexto de política monetaria ultraexpansiva del BCE (cuyo tipo de interés oficial y tasa de depósito se sitúan en la actualidad en el 0 % y el -0,4 % respectivamente), que ha incluido un conjunto de paquetes de programas de compras de deuda², ha facilitado la depreciación del euro frente al dólar en los últimos años. La implantación o las expectativas relacionadas con una política monetaria de carácter laxo suelen repercutir a la baja sobre el tipo de cambio (depreciación). De hecho, el balance del BCE se ha duplicado en los últimos tres años³ debido a estas medidas no convencionales de política monetaria.

3 Tipos de interés Euribor.

Teniendo en cuenta que la política monetaria aplicada por el BCE no ha experimentado cambios relevantes en los últimos meses, ¿qué causas pueden explicar el comportamiento de la moneda europea? Se puede argumentar que las razones son de diversa índole (económica, política, etcétera) y que no todas tienen origen europeo. A continuación se explican las más relevantes:

- i) La reducción de la incertidumbre política en Europa tras varios procesos electorales, principalmente en Francia. En los meses previos a las elecciones francesas, la posibilidad de que las opciones políticas rupturistas con el proyecto europeo pudiesen resultar vencedoras generó incertidumbre en los mercados, pero el resultado de las mismas despejó las amenazas al proyecto europeo y el euro salió fortalecido.
- ii) La situación económica de la zona del euro, cuya evolución reciente y perspectivas son mejores de lo esperado. El BCE constató en septiembre que la expansión económica se había acelerado en la primera mitad del año y mejoró las previsiones de crecimiento para la zona del euro en 2017 hasta el 2,2 % (frente al 1,9 % anterior), a la vez que confirmó las de 2018 y 2019 en el 1,8 % y 1,9 % respectivamente.
- iii) Las expectativas de un cambio de sesgo en la política monetaria acomodaticia del BCE por parte de los mercados durante buena parte del año (retirada de estímulos).
- iv) En Estados Unidos la ralentización del crecimiento a mediados de año, que ha favorecido el aplazamiento del calendario de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal, y los retrasos en la implantación de diversas medidas fiscales y estímulos de gasto anunciados por la nueva Administración estadounidense.

El impacto en la economía europea de la revalorización del euro aún es limitado, pero podría tener los primeros efectos en el corto y medio plazo. Así, gran parte de la recuperación europea, que proviene de países como Alemania y de algunas economías periféricas que han basado su expansión en el sector exterior⁴, podría verse afectada. Una revalorización significativa del euro podría reducir las ganancias en competitividad de las principales empresas exportadoras debido al tipo de cambio y perjudicar sus cuentas de resultados⁵. Además, hay que tener en cuenta que una moneda fuerte introduce mayor presión deflacionista al abaratar las importaciones, lo cual podría afectar a medio plazo al objetivo del BCE de incrementar la inflación hasta que se sitúe ligeramente por debajo del umbral del 2 %.

La evolución de la divisa europea está jugando un papel importante en la toma de decisiones de la autoridad monetaria europea. En su última reunión de comienzos de septiembre, el BCE optó por retrasar cualquier decisión sobre su política monetaria hasta su próxima reunión de octubre, dejando la puerta abierta a una expansión, tanto en tiempo como en cuantía, de su programa de compras de deuda, lo que retrasaría las expectativas de los mercados sobre un cambio de sesgo hacia la normalización monetaria. El BCE ha advertido que la volatilidad del tipo de cambio representa una fuente de incertidumbre en la formulación de la política monetaria y requiere un seguimiento de sus posibles implicaciones para las

perspectivas a medio plazo de la estabilidad de precios. Así, en su reunión de octubre, podría desvelar algún detalle sobre la evolución de los programas de compras, pero se espera poco más mientras no haya datos adicionales sobre la evolución de la inflación. En principio, si las previsiones del BCE sobre esta se cumplen (1,5 % en 2017, 1,2 % —frente al 1,3 % anterior— para 2018 y 1,5 % —frente al 1,6 % anterior— para 2019), parece que la institución no tendría ninguna prisa por alterar su política monetaria.

A corto plazo, es posible que la cotización de la divisa europea frente al dólar se mantenga en los mismos niveles, o algo inferiores, pues no se esperan cambios relevantes en la mayoría de los factores que han originado su revalorización. En Europa las expectativas sobre la actividad son positivas y las incertidumbres de carácter político no tienen por qué empeorar, aunque la reciente victoria más ajustada del partido gobernante en Alemania y la crisis política en Cataluña han introducido algo de incertidumbre sobre la agenda de reformas en Europa. En Estados Unidos sigue pendiente la negociación del techo de gasto y la concreción de las medidas de la reforma fiscal del presidente Trump, por lo que no parece que vayan a producirse cambios relevantes desde el punto de vista fiscal a corto plazo, a la vista de los últimos datos macroeconómicos, tampoco resulta probable que el calendario de subidas de tipos de interés sea más rápido de lo previsto.

1 Datos a 15 de septiembre.

2 El BCE mantiene activos cuatro programas diferentes de compras de deuda: deuda pública (o PSPP, Public Sector Purchase Programme), deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme), cédulas hipotecarias (CBPP3, Third Covered Bonds Purchase Programme) y titulizaciones (ABSPP, Asset-Backed Securities Purchase Programme).

3 El tamaño del balance del BCE ha crecido desde 2 billones de euros en 2014 hasta 4,3 billones de euros en la actualidad.

4 Las exportaciones españolas crecieron a un tasa del 11,7 % interanual hasta julio (frente al 7,5 % del conjunto de la zona del euro).

5 A modo de ejemplo, las últimas cuentas publicadas por Inditex (septiembre de 2017) reflejaron el menor crecimiento de los beneficios esperados por la compañía debido a la revalorización del euro.

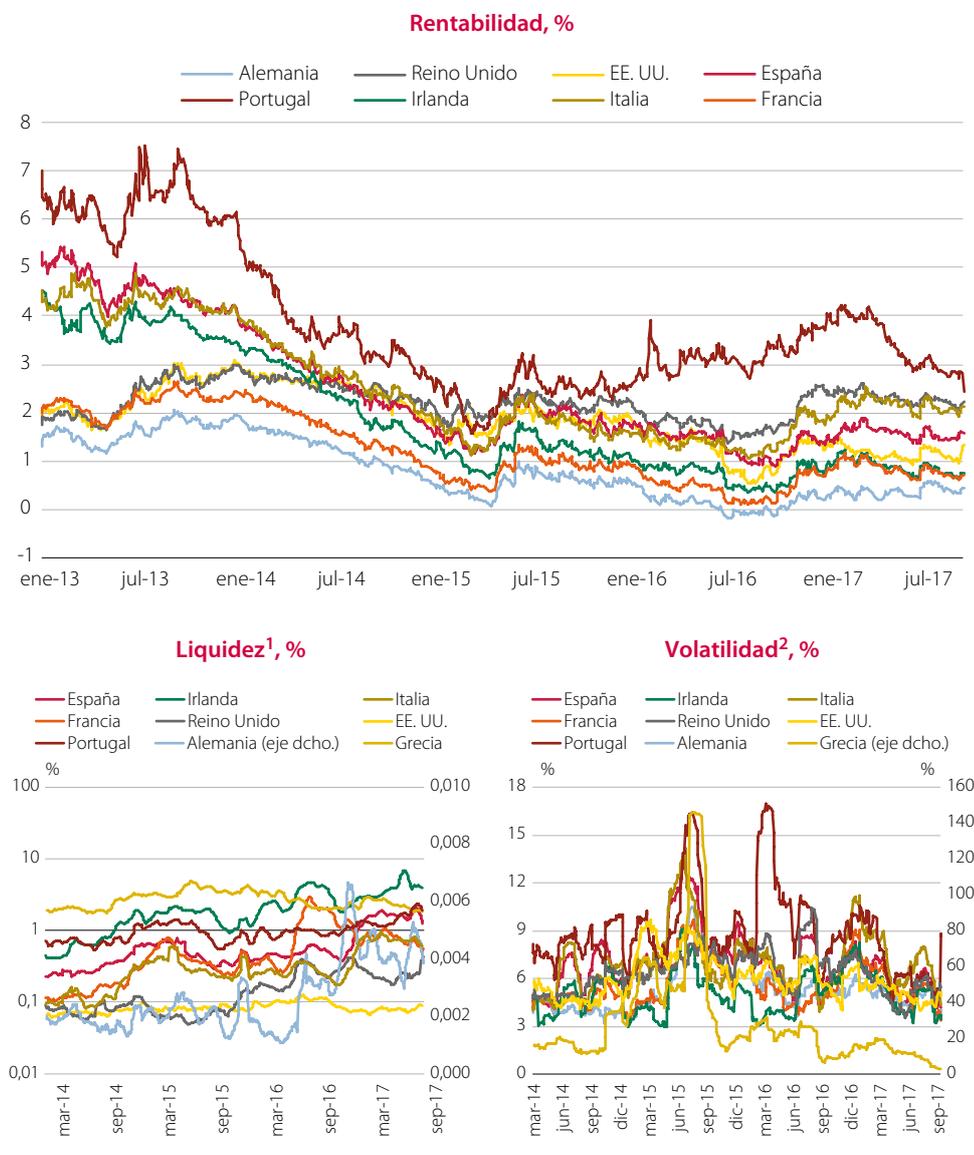
La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo ha descendido en lo que va de año en EE. UU., mientras que en las economías de la zona del euro se han observado leves repuntes originados por varias fuentes de incertidumbre y por el aumento de la inflación.

En los mercados internacionales de renta fija, las rentabilidades de la deuda pública a diez años siguieron en niveles más elevados en Estados Unidos en comparación con las economías más sólidas de la zona del euro, debido principalmente a la divergencia del tono de las políticas monetarias mencionada antes. Desde principios de año, el rendimiento de los bonos soberanos estadounidenses a este plazo ha mostrado una ligera disminución, situándose a mediados de septiembre en el 2,2 % (23 p.b. menos que al cierre de 2016). Esta caída se debió, en parte, a los bajos registros de la inflación y a la expectativa de que el paquete de estímulos fiscales propuesto por la Administración, aún sujeto a un alto grado de incertidumbre, tenga un alcance menor del anticipado. En cambio, las rentabilidades de la deuda pública en los países de la zona del euro mostraron en general aumentos moderados hasta septiembre a causa del repunte de la inflación y, en determinados países, por varias fuentes de incertidumbre, entre ellas algunas de carácter político. El mayor incremento se registró en Italia, donde existe una cierta preocupación en torno a la estabilidad política nacional y a la debilidad del sector bancario. Allí, el rendimiento de la deuda alcanzó el 2,15 % (32 p.b. más que a principios de año), mientras que en Alemania, Francia y España las rentabilidades se situaron en el 0,44 %, el 0,72 % y el 1,61 % respectivamente (23, 4 y 22 p.b. más

respectivamente que a principios de año). Por su parte, el rendimiento del bono soberano en Portugal cayó hasta el 2,8 % (96 p.b. menos que al cierre de 2016) ante la notable mejoría en la percepción de su riesgo de crédito.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuentes: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

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

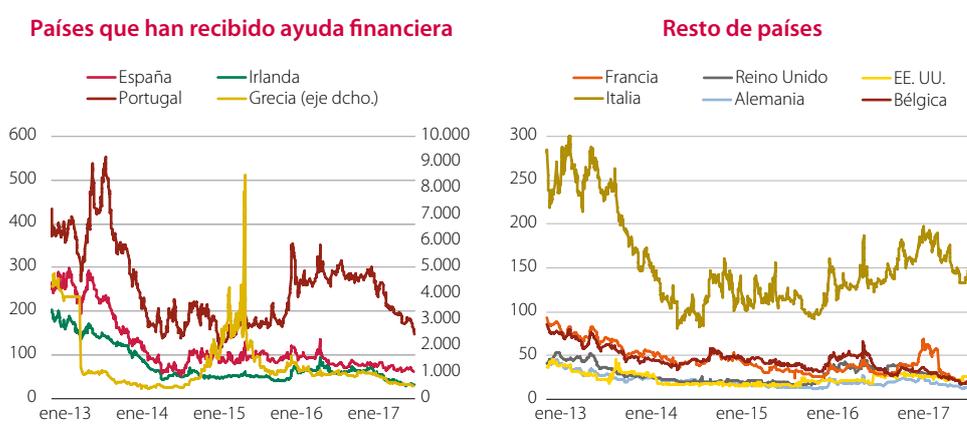
Las primas de riesgo de crédito soberano, evaluadas mediante los CDS a cinco años de los bonos soberanos, han mostrado descensos desde el comienzo de 2017 en la mayoría de las economías avanzadas (véase el gráfico 4). Estos descensos fueron más elevados en los países de la zona del euro, a causa de la mejora en las perspectivas de crecimiento, confirmadas por el dinamismo de la actividad en el primer semestre del año, y a la disminución del riesgo político en la región, ya que

Durante 2017 las primas de riesgo de crédito han mostrado descensos en la mayoría de las economías avanzadas, que han sido más intensos en los países de la zona del euro.

el desenlace de los diferentes eventos políticos se ha interpretado como favorable para la estabilidad de la UE. De este modo, a mediados de septiembre las primas de riesgo de crédito se situaban en 12 p.b. en Alemania, 20 p.b. en Francia (donde han caído más de 30 p.b. desde marzo), 59 p.b. en España y 136 p.b. en Italia. En todos estos países las reducciones con respecto a los registros de principios de año oscilaron entre los 10 p.b. y los 30 p.b. Destacó el drástico descenso de la prima de riesgo en Grecia, que cayó desde los 1.000 p.b. al cierre de 2016 hasta los 478 p.b. en septiembre, coincidiendo con la aprobación del desembolso de un tramo adicional de 8.500 millones de euros en la ayuda financiera que ofrece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Por su parte, el CDS de la deuda soberana en Estados Unidos se mantuvo estable durante ese mismo periodo, en torno a los 25 p.b., mientras que en el Reino Unido se redujo 8 p.b., hasta los 24 p.b.

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

GRÁFICO 4



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

Las primas de riesgo de la deuda privada se estabilizaron en EE. UU., mientras que en la zona del euro registraron nuevos descensos.

En los mercados de renta fija privada, la evolución de la prima de riesgo de crédito en Estados Unidos fue diferente respecto a la de la zona del euro. Así, mientras que en EE. UU. apenas se han registrado cambios durante el año (la prima de riesgo de los bonos con *rating* AAA aumentó 2 p.b. y la de los bonos con *rating* BBB disminuyó 6 p.b.), con la excepción de los instrumentos con peor calidad crediticia (cuya prima de riesgo cayó 20 p.b.), en la zona del euro se han observado disminuciones considerables. En particular, la prima de los instrumentos *high yield* descendió 84 p.b., hasta los 383 p.b., y la de los instrumentos con calificación crediticia BBB cayó 34 p.b. debido a las compras de los inversores que tienen incentivos para buscar activos de mayor rentabilidad. La de aquellos con *rating* AAA se redujo 19 p.b., hasta los 57 p.b., debido a la disminución del riesgo político percibido en la zona.

El volumen de emisiones de deuda en los mercados internacionales ha caído un 35 % en lo que va de año debido al retroceso de las emisiones de deuda soberana...

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija han alcanzado los 1,8 billones de dólares en lo que va de año⁴, un 35 % menos que en 2016. Esta disminución se ha producido por la caída de las emisiones soberanas (-70 %) y a pesar del ligero aumento de las emisiones netas del sector privado, que han crecido un 4 % con respecto al año anterior. Así, las

4 Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

emisiones netas del sector público acumuladas durante el año se han situado en 503 mil millones de dólares, mientras que las del sector privado han registrado un volumen de 1,36 billones de dólares.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales¹



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

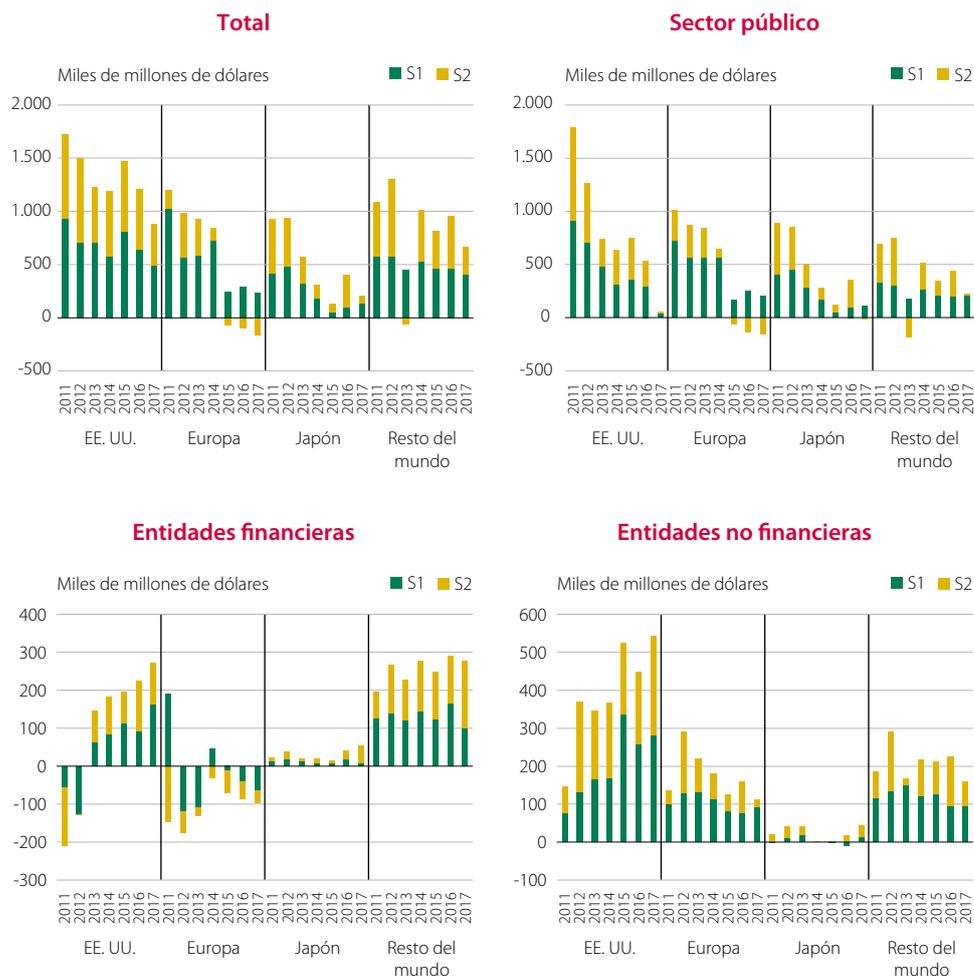
1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

Todas las regiones han mostrado reducciones en el importe de las emisiones netas del sector público a lo largo de 2017 debido, principalmente, a la disminución de las emisiones brutas (véase el panel superior derecho del gráfico 6). Destaca la caída en Estados Unidos, donde el volumen de emisiones netas se ha situado en 60 mil millones de dólares, 474 mil millones menos que en 2016. Sin embargo, tras el aumento del techo de deuda aprobado por el Congreso, es probable que dicho importe muestre una recuperación en el último cuatrimestre. En Europa y Japón los volúmenes de emisiones netas han continuado condicionados por los procesos de consolidación fiscal en marcha y la recuperación de la actividad económica, y han mostrado descensos anuales de 62 mil millones y 254 mil millones de dólares respectivamente.

... que ha sido generalizado en las economías avanzadas y responde a la disminución de las emisiones brutas.

Las emisiones netas del sector financiero han aumentado hasta los 503 mil millones de dólares a lo largo de 2017, 33 mil millones más que en el año previo. No obstante, el volumen de las emisiones en Europa ha continuado adentrándose en terreno negativo y se ha situado en -97 mil millones de dólares, frente a los -86 mil millones de 2016. Esta evolución negativa refleja el proceso de desapalancamiento en el que está inmersa la banca europea, cuya rentabilidad se ve afectada por un contexto de tipos de interés muy reducidos, un alto porcentaje de activos no productivos en algunos países, unos costes operativos elevados y una competencia creciente en la prestación de algunos servicios financieros. Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón los volúmenes de emisiones han crecido, situándose en 272 mil millones y 54 mil millones de dólares respectivamente, un 21 % y un 31 % más que en 2016.

Las emisiones de deuda de las entidades financieras han retrocedido en Europa y han avanzado en EE. UU. y Japón...



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

... y lo mismo ocurrió con las emisiones de deuda corporativa.

Por su parte, el volumen de deuda corporativa emitido durante el año, 861 mil millones de dólares en términos netos, fue superior al observado en el mismo periodo de 2016 (841 mil millones). Tanto en Estados Unidos como en Japón aumentaron las emisiones, favorecidas por el sesgo acomodaticio de las políticas monetarias aplicadas, que han mejorado sensiblemente las condiciones de financiación de las corporaciones, los programas de compras de deuda de los bancos centrales y el avance de la actividad económica, que permite reanudar los proyectos de inversión. En concreto, las emisiones netas alcanzaron los 542 mil millones de dólares en Estados Unidos y los 46 mil millones de dólares en Japón, 94 y 37 mil millones de dólares más, respectivamente, que en 2016. Sin embargo, en Europa el importe emitido fue de 113 mil millones de dólares, frente a los 160 mil millones del año anterior, debido al adelanto de las emisiones en el primer semestre ante la perspectiva de un giro en la política monetaria del BCE, que meses después se disipó.

Los principales índices de renta variable internacional han mostrado avances en lo que va de año...

En el conjunto del año, los principales índices de renta variable internacional han mostrado avances que han sido especialmente notables en el primer trimestre y que han permitido mantener el ritmo de las alzas registradas en 2016. Las ganancias más cuantiosas se han observado en los índices bursátiles estadounidenses y en algunos índices europeos.

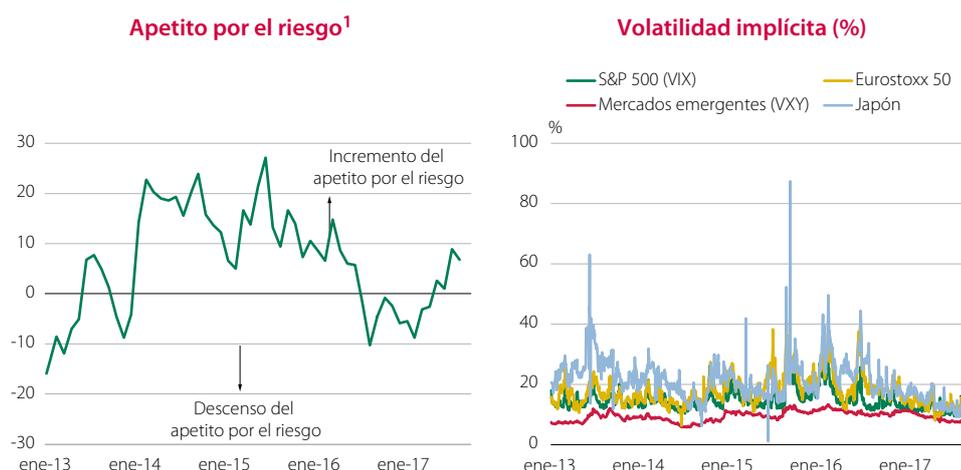
En Estados Unidos, el Dow Jones, el S&P 500 y el tecnológico Nasdaq han obtenido rentabilidades del 12,7 %, el 11,7 % y el 19,8 % respectivamente. En los países periféricos de la UE y en la mayoría de las economías de la zona del euro, la evolución de los precios en las bolsas se vio apoyada por una reducción notable del riesgo político y por el fortalecimiento del crecimiento económico en la región. Así, desde principios de año los avances han sido del 15,6 % para el índice italiano Mib 30, del 10,3 % para el Ibex 35, del 9 % para el alemán Dax 30 y del 7,2 % para el francés Cac 40. Las ganancias han sido menores en el caso del índice británico FTSE 100 (1 %), en lo que han influido la ralentización del crecimiento económico de los últimos trimestres y la incertidumbre relacionada con las elecciones celebradas en junio. El índice nipón Nikkei 225 ha mostrado un avance de menor cuantía en el año (4,2 %), debido al retroceso del tercer trimestre (-0,6 %).

Las revalorizaciones bursátiles han venido acompañadas de unos niveles de volatilidad implícita muy reducidos, que se mantuvieron entre el 10 % y el 20 % en el primer semestre y entre el 7 % y el 15 % en lo que va del segundo (véase el panel derecho del gráfico 7). El buen comportamiento de la renta variable a nivel global también refleja el incremento del apetito por el riesgo observado desde el inicio del año (véase el panel izquierdo del gráfico 7).

... que se han visto acompañados por niveles de volatilidad implícita muy reducidos y reflejan un incremento del apetito por el riesgo.

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Los mercados bursátiles emergentes también han mostrado, en general, importantes avances en el año. Así, en China, donde el crecimiento económico se ha mantenido estable y el sector financiero obtuvo buenos resultados en el primer semestre, el índice Shanghai Composite se ha revalorizado un 8,1 %. Las alzas en el sector tecnológico han apoyado también los avances de otros índices asiáticos, como el coreano KOSPI, que ha registrado una subida del 17,7 % a pesar de las tensiones políticas que existen en la región. En Latinoamérica, el índice brasileño Bovespa se ha revalorizado un 25,8 % después de que la economía saliera de la recesión y ante la expectativa de que se aplique una agenda de reformas que el mercado percibe de forma favorable, y el argentino Merval ha avanzado un 40,2 %. La bolsa rusa ha mostrado un comportamiento muy irregular, con fuertes descensos en el segundo trimestre (-10,1 %) por las dudas relativas a la evolución del precio del petróleo y por el efecto de las sanciones

Los índices de renta variable emergente, en general, han mostrado importantes avances en lo que va de 2017.

impuestas por varios países, y alzas significativas en el tercero (12,2 %). En el conjunto del año, el índice ruso presenta un retroceso del 2,5 %.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2013	2014	2015	2016	III16	IV16	I17	II17	III-17 (hasta el 15 de septiembre)		
									% s/trim. ant.	% s/dic.	
Mundo											
MSCI World	24,1	2,9	-2,7	5,3	4,4	1,5	5,9	3,4		3,7	13,5
Zona del euro											
Eurostoxx 50	17,9	1,2	3,8	0,7	4,8	9,6	6,4	-1,7		2,1	6,8
Euronext 100	19,0	3,6	8,0	3,0	4,1	5,9	5,6	0,0		3,0	8,8
Dax 30	25,5	2,7	9,6	6,9	8,6	9,2	7,2	0,1		1,6	9,0
Cac 40	18,0	-0,5	8,5	4,9	5,0	9,3	5,4	0,0		1,8	7,2
Mib 30	16,6	0,2	12,7	-10,2	1,3	17,3	6,5	0,4		8,0	15,6
Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	7,5	6,5	11,9	-0,2		-1,2	10,3
Reino Unido											
FTSE 100	14,4	-2,7	-4,9	14,4	6,1	3,5	2,5	-0,1		-1,3	1,0
Estados Unidos											
Dow Jones	26,5	7,5	-2,2	13,4	2,1	7,9	4,6	3,3		4,3	12,7
S&P 500	29,6	11,4	-0,7	9,5	3,3	3,3	5,5	2,6		3,2	11,7
Nasdaq-Composite	38,3	13,4	5,7	7,5	9,7	1,3	9,8	3,9		5,0	19,8
Japón											
Nikkei 225	56,7	7,1	9,1	0,4	5,6	16,2	-1,1	5,9		-0,6	4,2
Topix	51,5	8,1	9,9	-1,9	6,2	14,8	-0,4	6,6		1,7	7,9

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

Las emisiones de renta variable han mostrado avances en 2017 en todas las regiones excepto en China.

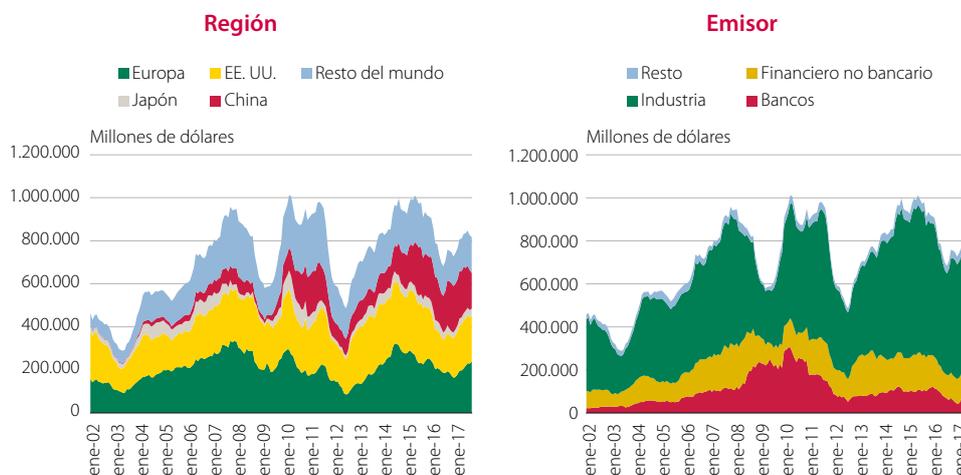
El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable acumulado en los tres primeros trimestres del año⁵ alcanzó los 632 mil millones de dólares, lo que representa un incremento del 16,7 % con respecto al mismo periodo de 2016 (véase el gráfico 8). Por zonas geográficas, destacaron los aumentos de las emisiones en Estados Unidos, Europa y Japón, que han acumulado volúmenes de 174, 194 y 25 mil millones de dólares respectivamente, un 20 %, un 64 % y un 33 % más que en 2016. En estas regiones los avances notables de las bolsas han favorecido el dinamismo de los mercados primarios de renta variable. En China, por el contrario, el importe acumulado de las emisiones en lo que va de año se ha situado en 113 mil millones de dólares, un 31 % menos que en 2016. El hecho de que el crecimiento de esta economía asiática fuera algo inferior a lo esperado pudo incidir en este descenso. El desglose por sectores muestra incrementos generalizados en las emisiones a excepción de las empresas de *utilities*, cuyo volumen cayó un 26 %. En particular, las emisiones de las empresas industriales aumentaron un 7 % y las de las empresas financieras no bancarias un 18 %. En las emisiones del sector bancario se observó

⁵ Los datos de septiembre de 2017 son hasta el día 15, pero se muestran en su equivalencia mensual con fines comparativos.

un aumento extraordinario (del 173 %) que se debe a la comparación con la débil actividad emisora de 2016.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 15 de septiembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En la primera mitad del año, la economía española mantuvo la fuerte expansión que viene mostrando desde finales de 2014, con una tasa de crecimiento del PIB muy superior a la registrada en la zona del euro. En el segundo trimestre del año, la variación trimestral del PIB fue del 0,9 % (3,1 % en tasa interanual), mientras que en la zona del euro esta variación fue del 0,6 % (2,3 % en tasa interanual).

El PIB de la economía española sigue creciendo casi un punto porcentual más que el de la zona del euro.

El crecimiento económico continuó mostrando una composición equilibrada y tanto la contribución de la demanda nacional como la del sector exterior fueron positivas. En particular, la aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se situó en 2,4 puntos porcentuales (p.p.) al final del primer semestre del año (2,2 p.p. al cierre de 2016) y la del sector exterior fue de 0,68 p.p., algo menos que en diciembre (0,78 p.p.). Dentro de los componentes de la demanda interna, el consumo privado registró una variación anual del 2,5 % en el segundo trimestre, lo que implica un descenso de 0,5 p.p. con respecto al dato de final de 2016, mientras que los avances del consumo público y de la formación bruta de capital fijo se situaron en el 1,4 % y el 3,4 % respectivamente, variaciones considerablemente superiores a las observadas al cierre de 2016 (0 % y 2,2 % respectivamente). En relación con los componentes del sector exterior, cabe señalar la estabilidad de las exportaciones (en torno al 4,5 %) y la aceleración de las importaciones (0,5 p.p., hasta el 2,8 %).

El crecimiento fue equilibrado pues la contribución tanto de la demanda interna como del sector exterior fue positiva.

Desde el punto de vista de la oferta, los avances de las ramas principales en el segundo trimestre fueron más intensos que en diciembre del ejercicio anterior, a excepción del sector servicios, que mostró una ligera desaceleración (desde el 3,1 % hasta el 2,8 %). Destacaron los avances del valor añadido de las ramas primarias y de la construcción, con unas variaciones anuales del 4,1 % y el 4,8 %, respectivamente, en

Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores intensificaron sus avances en 2016 salvo el sector de los servicios, que mostró una ligera desaceleración.

el segundo trimestre (por encima del 2,9 % y el 3 %, respectivamente, de finales de 2016). El avance del sector industrial fue del 2,6 % (2,2 % en diciembre de 2016).

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2013	2014	2015	2016	CE ¹	
					2017P	2018P
PIB	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,8	2,4
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,5	2,0
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	0,8	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-3,4	3,8	6,0	3,1	3,4	3,9
Construcción	-8,6	1,2	4,9	1,9	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,3	8,4	8,9	5,1	3,9	3,7
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	4,4	5,7	4,8
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	3,3	4,8	4,4
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,4	-0,5	-0,1	0,4	0,4	0,3
Empleo²	-3,4	1,1	3,0	2,9	2,3	2,1
Tasa de paro	26,1	24,4	22,1	19,6	17,6	15,9
Índice de precios de consumo³	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	1,1	1,4
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,1	1,4	1,9	1,6	1,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-7,0	-6,0	-5,1	-4,5	-3,2	-2,6
Deuda pública (% PIB)	95,5	100,4	99,8	99,4	99,2	98,5
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	-85,2	-90,1	-80,7	-70,9	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2017.

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 2013, 2014, 2015 y 2016 por una cuantía del 0,4 %, 0,1 %, 0,1 % y 0,2 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

La inflación, que repuntó significativamente en los primeros meses de 2017 por el encarecimiento de los precios de la energía, ha caído por debajo del 2 % a mediados de año.

La tasa de inflación, que volvió a niveles positivos en la segunda mitad de 2016 tras haber permanecido en terreno negativo más de un año, alcanzó el 3 % en enero y se mantuvo por encima del 2 % durante el primer cuatrimestre del año. Sin embargo, este repunte fue transitorio, pues en buena parte se debió al incremento de los precios de la energía. Así, en los meses posteriores la tasa de inflación se estabilizó en torno al 1,6 % (dato de agosto). Mientras tanto, la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles como la energía o los alimentos frescos, mostró una tendencia ligeramente ascendente durante los primeros meses del año y en agosto se situó en el 1,2 % (1 % en diciembre de 2016). El diferencial de inflación con la zona del euro, que llegó a los 1,2 p.p. en diciembre de 2016, se fue reduciendo durante el año hasta los 0,5 p.p. en agosto (véase el gráfico 9).

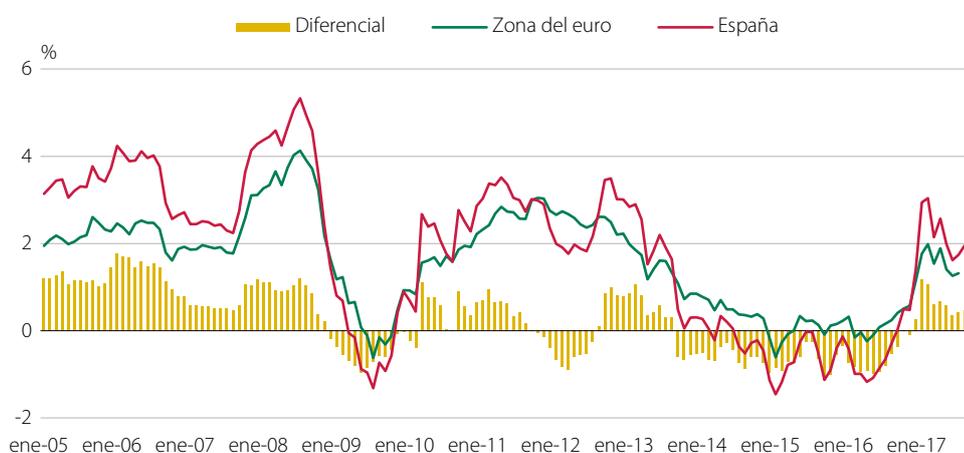
El empleo continuó creciendo a tasas ligeramente inferiores al 3 % en la primera mitad de año y dio lugar a nuevos descensos en la tasa de desempleo...

En el mercado laboral, el proceso de creación de empleo continuó a buen ritmo con una variación anual del 2,8 % en el segundo trimestre del año, un avance muy similar al observado en 2016 (2,7 %). La generación de 284.000 puestos de trabajo durante la primera mitad del año permitió que el número de ocupados aumentase hasta los 17,8 millones en junio y que la tasa de paro disminuyera hasta el 17,2 % (18,6 % a final de 2016). La creación de empleo vino acompañada de una reducción en los costes laborales unitarios, cuya variación anual fue negativa en junio, continuando con la

tendencia que se observa desde 2015. La caída de los costes laborales unitarios se explica por el mayor avance de la productividad aparente del trabajo (0,28 % en el segundo trimestre) respecto al crecimiento de la remuneración por asalariado (-0,1 %).

IPC armonizado: España versus zona del euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El déficit de las administraciones públicas (AA. PP.)⁶ acumulado en el primer semestre del año fue del 2,32 % del PIB, siete décimas por debajo del registrado en el mismo periodo de 2016 (3,01 %). El desglose por subsectores revela que el déficit de la Administración central se situó en el 1,06 % del PIB, mientras que el de las Comunidades Autónomas alcanzó el 0,7 %, una décima por encima del dato observado en el mismo periodo del año anterior. El déficit de los Fondos de la Seguridad Social fue del 0,54 % del PIB, 0,05 puntos menos que en 2016, debido a la evolución favorable de los ingresos por cotizaciones sociales. Por su parte, la deuda consolidada de las AA. PP. según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), tras haberse reducido hasta el 99,4 % del PIB a final de 2016 (99,8 % al cierre de 2015), aumentó hasta el 100,4 % en el primer trimestre del año⁷. De acuerdo con las proyecciones presupuestarias de la última actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2017-2020, el déficit se situará en el 3 % del PIB en 2017, en el 2,2 % en 2018, en el 1,3 % en 2019 y en el 0,5 % en 2020. Estas estimaciones son algo más optimistas que las publicadas por la Comisión Europea en el mes de mayo (3,2 % en 2017 y 2,6 % en 2018).

El desarrollo del negocio bancario en la zona del euro continúa condicionado por un entorno de tipos de interés muy reducidos y por la consolidación de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*) como actores determinantes. El alto porcentaje de activos improductivos y el lento proceso de recuperación económica también son factores relevantes en algunos países de la periferia. En el caso español, este entorno es más favorable porque el crecimiento se ha afianzado, con la consecuente disminución en la tasa de morosidad, pero el sector no está exento de riesgos. Asimismo, en un contexto en el que las entidades muestran dificultades para aumentar

... al tiempo que favorece la disminución del déficit público vía ingresos por cotizaciones. A finales de este año el déficit quedará cerca del 3 % del PIB, dentro de los límites que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El negocio bancario continúa desarrollándose en un entorno complejo, algo más favorable en el caso español por la consolidación del crecimiento, aunque tampoco aquí exento de riesgos.

6 Excluyendo las Corporaciones Locales y el saldo neto de las ayudas a las instituciones financieras.

7 Dato avanzado del Banco de España.

la partida de ingresos, el proceso de racionalización de costes del sistema bancario sigue siendo un reto clave para mejorar su eficiencia.

Los beneficios del sector se redujeron en 2016 por diferentes causas, algunas de ellas de carácter regulatorio, pero se han incrementado en el primer trimestre de 2017...

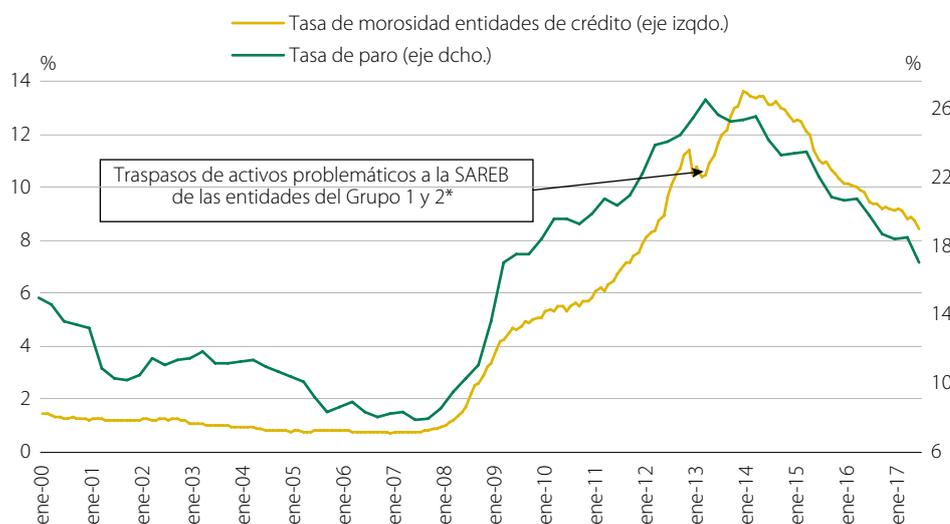
A pesar de este entorno más positivo, el beneficio neto de las entidades de crédito se redujo un 35 % en 2016, hasta los 6.078 millones de euros. Las causas que explican esta disminución son las siguientes: (i) la reducción del margen bruto, pues la caída de los costes financieros no llegó a compensar la de los ingresos; (ii) el impacto en el resultado de explotación del considerable aumento de las dotaciones realizadas por una entidad en el último trimestre del año⁸, y (iii) la repercusión sobre el beneficio antes de impuestos de los cambios ocasionados por la entrada en vigor de la Circular 4/2016 del Banco de España, que modifica la contabilidad bancaria española para adaptarla a la IFRS 9. En los primeros meses de 2017 se ha observado un cambio de tendencia en la cuenta de resultados del sector: hasta marzo, el beneficio fue de 3.514 millones, un 31 % superior al del mismo periodo de 2016. La disminución del resultado de la actividad de explotación quedó compensada por la sensible mejoría de las pérdidas que genera el deterioro de los activos no financieros.

... al tiempo que ha seguido reduciéndose la tasa de morosidad.

La tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes (hogares y empresas no financieras)⁹ continuó la tendencia descendente que se observa desde hace tres años y se situó a finales de junio en el 8,4 %, su registro mínimo desde 2012. Esta caída se explica, en buena medida, por la solidez de la recuperación económica, el entorno actual de tipos de interés reducidos y el descenso de la tasa de paro (véase el gráfico 10).

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

GRÁFICO 10



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

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).

8 Banco Popular.

9 Debido a la adaptación a los criterios de elaboración y formatos de los estados FINREP (Financial Reporting) de la normativa de la Unión Europea, los datos ofrecidos por el Banco de España a partir de abril de 2017 tienen carácter provisional.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) revirtió de forma temporal su tendencia decreciente en el primer trimestre del año, mostrando tasas de variación positivas entre marzo y junio, algo que no ocurría desde 2011. Sin embargo, la tasa interanual volvió a ser negativa en julio (-0,3 %). En el caso de las sociedades no financieras, la tasa interanual se situó en el 0,6 % en julio (-0,3 % en el mismo mes de 2016). El crecimiento de la financiación originada por valores distintos de acciones compensó la contribución negativa de los préstamos otorgados por las entidades de crédito residentes y de los préstamos del exterior. La financiación a los hogares, sin embargo, continuó retrocediendo y en julio su tasa de variación interanual fue del -1,4 % (-1,5 % en el mismo mes de 2016), debido a la reducción de los préstamos para la adquisición de vivienda, cuya contribución a la tasa fue de -2,4 p.p. En la zona del euro las tasas de crecimiento del crédito concedido a las corporaciones no financieras y a los hogares se situaron en el 1,6 y el 2,7 %, respectivamente, en el mes de mayo.

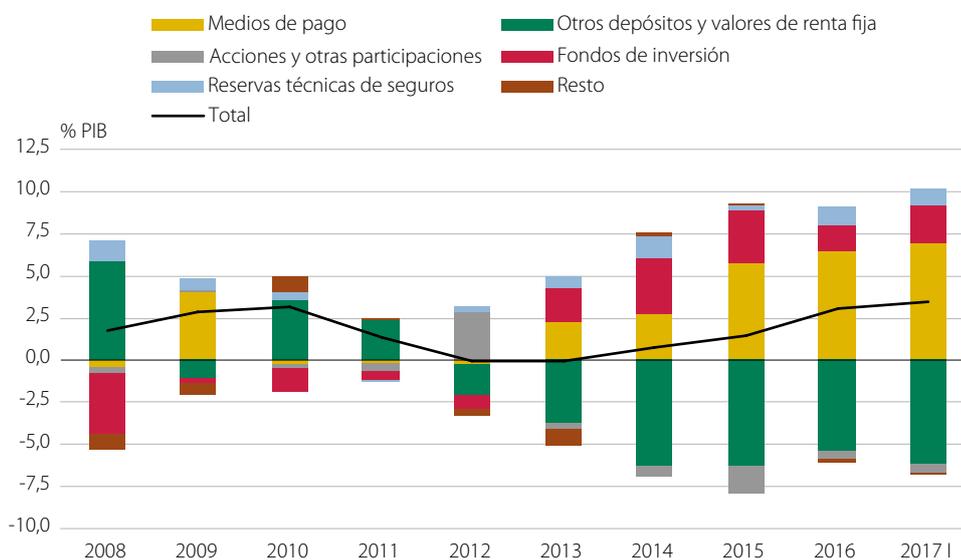
La financiación bancaria al sector no financiero de la economía (hogares y empresas) revirtió su tendencia decreciente en el primer trimestre del año y creció por primera vez desde 2011.

El tamaño del sector bancario se redujo durante el primer semestre de 2017, si bien a un ritmo menor al observado en años recientes. Así, en junio, el volumen total de activos se situaba en 2,63 billones de euros, 15 mil millones menos que al cierre de 2016. La evolución de las principales fuentes de financiación de los bancos fue desigual: el saldo de los depósitos y el volumen de financiación neto procedente del Eurosistema aumentaron (21 mil millones de euros, hasta los 1,89 billones, y 32 mil millones, hasta los 170 mil millones, respectivamente), mientras que el volumen de deuda emitida y el patrimonio presentaron descensos (de nueve hasta los 192 y 350 mil millones, respectivamente).

Prosigue la disminución del tamaño del sector bancario, aunque a menor ritmo que en años anteriores.

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

GRÁFICO 11



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

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro cayó hasta el 7 % de su renta bruta disponible (RBD) en el primer trimestre de 2017, 0,7 p.p. menos que a final de 2016. Por otra parte, la disminución del saldo de la deuda, así como el aumento de las rentas, contribuyó a que la ratio de endeudamiento mantuviese su tendencia descendente y en marzo cayese hasta el 101,2 % de la RBD, frente al 105,6 % observado en el mismo mes de 2016. La ratio de carga financiera se ha estabilizado en

La situación patrimonial de los hogares ha continuado mejorando, con una disminución de la ratio de endeudamiento y una inversión del 3,4 % del PIB en activos financieros, por encima de los registros de los últimos años.

torno al 11,7 % de la RBD. En este contexto, la adquisición neta de activos financieros por parte de las familias españolas alcanzó el 3,4 % del PIB en el primer trimestre¹⁰, favorecida por la consolidación de la recuperación económica y la creación de empleo. Por tipos de instrumento financiero, las adquisiciones netas mantienen el mismo patrón de los últimos años, mostrando fuertes desinversiones en depósitos a largo plazo y en valores de renta fija (-6,1 % del PIB), debido a la baja rentabilidad que ofrecen estos productos, e inversiones sustanciales en efectivo y en depósitos transferibles (7 % del PIB) y, en menor medida, en fondos de inversión y en seguros (2,2 % y 1 % del PIB respectivamente).

2.3 Perspectivas

La economía mundial crecerá un 3,45 % en 2017, por encima del registro de 2016 (3,2 %).

Según las previsiones publicadas en julio por el FMI, el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,5 % en 2017 y el 3,6 % en 2018. Estas tasas están por encima del registro de 2016 (3,2 %), pero no alcanzan la media histórica previa a la crisis financiera¹¹. Para las economías avanzadas, en las que algunos factores como la evolución demográfica, las bajas tasas de inversión y los avances lentos en la productividad ralentizan el avance de la actividad económica, se espera un crecimiento del 2 % en 2017 y del 1,9 % en 2018 (1,7 % en 2016). Para las emergentes, el pronóstico de la variación del PIB se sitúa en el 4,6 % para 2017 y el 4,8 % para 2018 (4,3 % en 2016).

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 3

	2013	2014	2015	2016	FMI ¹	
					2017P	2018P
Mundial	3,3	3,4	3,4	3,2	3,5 (0,0)	3,6 (0,0)
EE. UU.	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1 (-0,2)	2,1 (-0,4)
Zona del euro	-0,3	1,1	2,0	1,8	1,9 (0,2)	1,7 (0,1)
Alemania	0,6	1,6	1,5	1,8	1,8 (0,2)	1,6 (0,1)
Francia	0,6	0,6	1,1	1,2	1,5 (0,1)	1,7 (0,1)
Italia	-1,7	-0,3	0,8	0,9	1,3 (0,5)	1,0 (0,2)
España	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,1 (0,5)	2,4 (0,3)
Reino Unido	1,9	3,1	2,2	1,8	1,7 (-0,3)	1,5 (0,0)
Japón ²	2,0	0,3	1,1	1,0	1,3 (0,1)	0,6 (0,0)
Emergentes	5,0	4,6	4,3	4,3	4,6 (0,1)	4,8 (0,0)

Fuente: FMI.

- 1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2017 respecto a abril de 2017.
- 2 Las cuentas nacionales históricas de Japón fueron revisadas en diciembre de 2016 debido a un cambio en la metodología del cálculo del PIB.

En el contexto internacional, el alcance de la política fiscal expansiva anunciada por la Administración estadounidense es aún desconocido y es posible que algunas de las medidas propuestas no se aprueben o se apliquen de forma parcial y más tarde de lo previsto. Por otra parte, un giro hacia políticas de carácter proteccionista

10 Con datos de cuatro trimestres acumulados hasta el primero de 2017.

11 Entre 2000 y 2007 el PIB mundial creció en media un 4,5 %.

(en concreto, las restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración) podría tener un impacto negativo en el crecimiento mundial en el medio y largo plazo. En este escenario existe el riesgo de que se revisen a la baja las expectativas sobre los beneficios futuros de las corporaciones de algunos sectores y se produzcan descensos en sus cotizaciones. El riesgo de una normalización de la política monetaria de Estados Unidos más rápida de lo anticipado, menos probable que hace algunos meses, podría tener un impacto significativo en los mercados financieros, con fuertes caídas en los precios de los instrumentos de renta fija y aumentos en las primas de riesgo a nivel global.

Además de estos riesgos, cabe señalar la presencia de otras fuentes de incertidumbre como, por ejemplo, el aumento de las tensiones geopolíticas o la posibilidad de que se produzcan atentados terroristas a escala mundial. Todos estos elementos pueden tener un impacto significativo en los mercados financieros.

En Europa, el riesgo político ha disminuido en los últimos meses tras el desenlace de varios procesos electorales, cuyos resultados han sido percibidos como positivos para la continuidad del proyecto de la UE. Las negociaciones relacionadas con el *brexit* y la reciente apreciación del euro son otras fuentes de incertidumbre que pueden generar episodios de volatilidad en los mercados financieros. Por su parte, se mantienen los riesgos en torno al sector bancario, como ya se ha mencionado anteriormente.

En cuanto a la economía española, el FMI prevé una ligera moderación del crecimiento que, según sus pronósticos, se situará en el 3,1 % en 2017 y en el 2,4 % en 2018, lo que supone una revisión al alza de cinco y tres décimas, respectivamente, desde su última previsión. Aunque estas tasas están por encima de las esperadas para el conjunto de la zona del euro (1,9 % en 2017 y 1,7 % en 2018), persisten diversas fuentes de incertidumbre que amenazan la sostenibilidad de este crecimiento y la estabilidad de los mercados financieros. Algunos de los riesgos, como por ejemplo los relacionados con el negocio bancario o la creciente relevancia de algunos conflictos geopolíticos, son comunes a otras grandes economías. En el caso del sector bancario, cabe mencionar la mejor situación relativa de las entidades españolas en relación con las del resto de la UE debido al avance de su proceso de reestructuración, que se refleja en una ratio de eficiencia más favorable, y al vigor del crecimiento de la actividad nacional. Entre los riesgos de carácter doméstico, cabe señalar aquellos que se derivan de la elevada tasa de paro, del proceso de consolidación fiscal y, más recientemente, de la incertidumbre derivada de la crisis política en Cataluña. Por último, destacan los riesgos que afectan a las empresas españolas con una exposición elevada a algunos países emergentes y al Reino Unido, ya que podrían verse condicionadas por un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales y por el *brexit*.

En el contexto internacional, la actividad económica y la estabilidad de los mercados financieros se pueden ver afectados por las incertidumbres sobre el alcance de las medidas de la Administración estadounidense...

... sobre la retirada de los estímulos monetarios y sobre la evolución de algunos conflictos geopolíticos.

*En Europa, donde la incertidumbre política se ha reducido, las negociaciones relacionadas con el *brexit* y la debilidad del sector bancario son los riesgos más relevantes.*

La economía española seguirá creciendo a tasas superiores a los registros de la zona del euro. Persisten los retos relacionados con la elevada tasa de paro y con el proceso de consolidación fiscal.

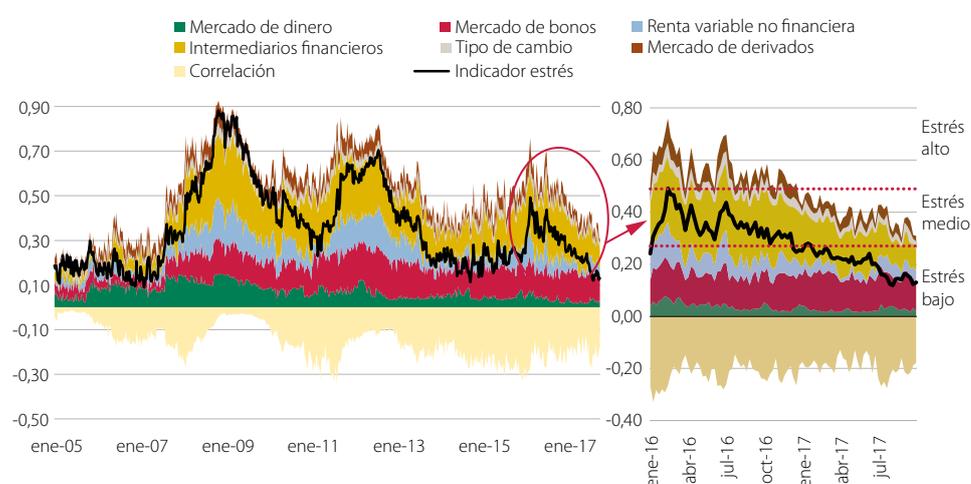
3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles se ha mantenido en niveles de estrés reducidos (por debajo de 0,27) durante todo el año.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha mostrado una tendencia descendente durante la mayor parte del año, con valores que se corresponden con niveles de estrés reducidos¹². Este indicador alcanzó un mínimo anual en los primeros días de agosto (0,12) y después se ha incrementado levemente, hasta 0,16. Por segmentos, los niveles de estrés más elevados se observan en el mercado de bonos, donde se ha producido un incremento de la volatilidad y una disminución de la liquidez¹³. Acontecimientos relevantes como, por ejemplo, el proceso de resolución del Banco Popular o los atentados terroristas de Barcelona no han incidido significativamente en el nivel general de estrés del sistema financiero español.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado y el de liquidez son los más relevantes, sobre todo en los activos de deuda.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado y el de liquidez son los más relevantes. Estos riesgos se perciben con más intensidad en los activos de renta fija, cuyos precios (muchos de ellos en máximos históricos) se ven directamente afectados por el nivel tan reducido de tipos de interés. Además, las condiciones de

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

13 Un análisis detallado de la evolución de la liquidez de los bonos españoles de deuda se presenta en un artículo independiente de este boletín, «Una medición de la liquidez de la renta fija española (2005-2016)», realizado en el Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

liquidez de estos activos se han visto afectadas durante los últimos años por algunos cambios regulatorios¹⁴, así como por los programas de compras de activos del BCE. En este contexto, es importante realizar un seguimiento continuo de todas las circunstancias que pueden dar lugar a un incremento de los tipos de interés o de las primas de riesgo y a ventas sustanciales de activos y espirales de contagio negativas entre diferentes países, mercados o clases de instrumentos financieros.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían experimentado revalorizaciones significativas en los primeros meses del año, detuvieron los ascensos en la parte central del mismo y mostraron ligeros descensos en el tercer trimestre, que situaron los índices bursátiles en su nivel más bajo desde el mes de abril. La caída de las cotizaciones tuvo origen en la ralentización del crecimiento de la economía estadounidense, las tensiones geopolíticas en Asia con Corea del Norte y la fortaleza del euro, que puede reducir la competitividad de la economía europea y retrasar la normalización de la política monetaria del BCE. En el plano nacional, las incertidumbres de carácter político también influyeron en la evolución de los índices. Así, el Ibex 35 retrocedió un 1,2 % en el tercer trimestre, registrando un comportamiento peor que el de los principales índices europeos de referencia¹⁵, en un entorno de volatilidad moderada y de caídas en los volúmenes de contratación. El comportamiento de las cotizaciones fue desigual entre sectores y valores, concentrándose las mayores caídas en las compañías del sector industrial y de consumo, turístico y textil, así como en las del sector eléctrico. En el lado positivo, destacó la evolución de las compañías petroleras, siderúrgicas, inmobiliarias y de autopistas.

Los mercados de renta variable retrocedieron ligeramente en el tercer trimestre debido a diversas incertidumbres de carácter nacional e internacional.

El Ibex 35, que en el primer trimestre del año había avanzado un 11,9 % y en el segundo apenas había variado, mostró suaves caídas en el tercer trimestre. En el conjunto del año¹⁶ este índice acumula unas ganancias del 10,3 %. Los descensos del tercer trimestre fueron más intensos para las empresas de mediana capitalización (-3,5 %), más expuestas al sector exterior que las compañías de pequeña capitalización, que retrocedieron un 1,3 %. Los índices que recogen la evolución de valores latinoamericanos que cotizan en euros presentaron avances significativos en el tercer trimestre que compensaron los retrocesos observados en el segundo. En particular, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top presentan unas ganancias del 12,6 % y 14,5 %, respectivamente, en lo que va de año y se benefician del comportamiento positivo de las principales economías latinoamericanas —Brasil salió de la recesión en el segundo trimestre—¹⁷, así como de la apreciación de sus divisas respecto al euro¹⁸.

El Ibex 35 retrocedió un 1,2 % en el tercer trimestre, mostrando un comportamiento relativo peor que otros índices europeos, aunque acumula unas ganancias del 10,3 % en el año.

14 La regulación financiera que se originó en la crisis endureció los requisitos de capital de la actividad de *market making* de los bancos, desincentivando esta actividad que, en principio, es beneficiosa para la liquidez de los mercados.

15 Los principales índices europeos registraron ligeras alzas: Dax (1,6 %), Cac (1,8 %), Eurostoxx 50 (2,1 %), destacando los avances del Mib 30 (8 %).

16 Con datos hasta el 15 de septiembre.

17 La economía brasileña creció un 0,2 % en el segundo trimestre y encadena dos trimestres seguidos de crecimiento del PIB.

18 En lo que va de año, el real brasileño se ha apreciado respecto al euro un 8,4 %.

Índices	2014	2015	2016	IV-16 ¹	I-17 ¹	II-17 ¹	III-17 (hasta el 15 de septiembre)	
							% s/trim. ant.	% s/dic. 2016
%								
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	6,5	11,9	-0,2	-1,2	10,3
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	6,7	11,8	-0,2	-1,3	10,1
Ibex Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	3,5	4,3	3,3	-3,5	4,0
Ibex Small Cap	-11,6	6,4	8,9	6,3	15,1	2,2	-1,3	16,0
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	14,3	10,0	-9,7	12,6	11,8
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	17,0	12,4	-9,6	14,5	16,2
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios								
Banca	1,4	-24,2	-1,6	21,0	15,2	-0,5	-0,4	14,2
Seguros	1,6	-26,0	-1,8	22,5	16,0	-0,9	-0,5	14,3
Inmobiliarias y otros	-9,2	-5,0	15,5	16,8	9,7	-0,4	-5,7	3,0
Petróleo y energía	36,3	18,4	-2,3	0,9	8,0	8,1	3,2	20,5
Petróleo	11,8	0,6	0,8	1,7	7,2	-0,4	0,4	7,2
Electricidad y gas	-15,1	-34,9	32,6	11,1	7,9	-7,4	12,1	11,9
Mat. básicos, industria y construcción	21,7	9,6	-4,3	-0,2	7,0	1,2	-2,5	5,6
Construcción	-1,8	2,1	2,0	-0,4	8,9	-0,9	-7,8	-0,5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	8,9	4,9	-7,9	-1,9	9,0	3,6	-3,8	8,6
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-18,3	49,0	7,8	-6,1	11,4	-7,7	-24,2	-22,1
Ingeniería y otros	4,5	-30,8	48,8	11,6	6,8	-5,4	3,1	4,2
Tecnología y telecomunicaciones	-17,0	-39,6	9,9	6,5	-1,4	-6,5	-3,3	-10,8
Telecomunicaciones y otros	2,5	-5,2	-9,0	2,8	16,2	-6,1	1,5	10,8
Electrónica y <i>software</i>	2,6	-12,3	-14,2	-2,7	18,6	-12,3	0,6	4,7
Bienes de consumo	2,3	22,2	7,9	-3,0	10,7	9,3	3,2	24,8
Textil, vestido y calzado	-1,5	30,9	0,2	-0,9	4,4	3,0	-3,0	4,4
Alimentación y bebidas	-1,1	33,6	2,6	-1,5	1,9	1,6	-2,8	0,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	-5,2	26,4	-5,4	-2,2	0,4	4,9	-0,8	4,5
Servicios de consumo	-1,0	23,5	-6,4	1,3	15,5	4,4	-6,5	12,8
Autopistas y aparcamientos	10,0	10,4	-8,0	0,9	13,0	7,2	-3,4	17,0
Transporte y distribución	6,8	-7,9	-3,1	-4,1	13,6	7,4	4,9	28,0
	27,9	29,6	-15,7	4,3	16,3	13,2	-6,7	22,9

Fuentes: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Con la excepción de las compañías del sector del petróleo y de las autopistas, favorecidas por la recuperación de los precios del crudo y la posible presentación de ofertas competidoras a la opa sobre la principal compañía española del sector de las concesiones de autopistas, la mayoría de los sectores presentó un comportamiento negativo en el tercer trimestre, aunque su evolución no fue totalmente homogénea. Las mayores caídas correspondieron al sector industrial y de la construcción, así como a los de bienes y servicios de consumo. Asimismo, los valores ligados al sector financiero y de seguros volvieron a retroceder puesto que, a pesar de las mejoras observadas en el sector, han persistido los problemas en algunas entidades. El proceso de resolución del Banco Popular determinado por el FROB y la Junta Única de Resolución a principios de junio, o la decisión de la CNMV de restringir las posiciones cortas en acciones de Liberbank, que se adoptó el 12 de junio y ha sido prorrogada dos veces, son algunos ejemplos de estas dificultades.

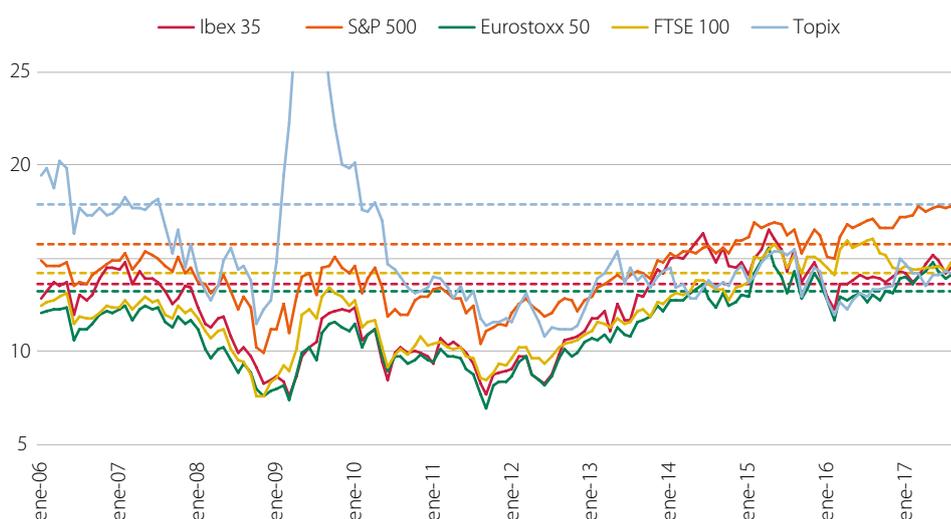
La evolución de las cotizaciones no fue homogénea entre sectores. A pesar de las mejoras, siguen persistiendo elementos de incertidumbre en el sector financiero.

La caída de las cotizaciones en el tercer trimestre y la mejora de los beneficios empresariales, junto con la perspectiva de que esta tendencia se mantenga en los próximos meses, permitieron que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 cayera desde 14,9 a mediados de junio a 13,9 a mediados de septiembre. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, situándose en la mayoría de los casos por encima de sus valores medios durante el periodo 2000-2017¹⁹. Así, la ratio PER del índice estadounidense S&P 500 apenas varió, puesto que la mejora de los beneficios empresariales estuvo acompañada de revalorizaciones similares del índice. En el europeo Eurostoxx y en el japonés Topix se observó una ligera caída de las ratios, pues en ambos casos la mejora de los beneficios por acción fue mayor que el incremento en las cotizaciones. Por otro lado, en el británico FTSE 100 la caída de esta ratio tuvo su origen en un retroceso de las cotizaciones.

El retroceso de las cotizaciones durante el trimestre junto con el aumento de los beneficios empresariales dio lugar a una ligera disminución de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER).

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

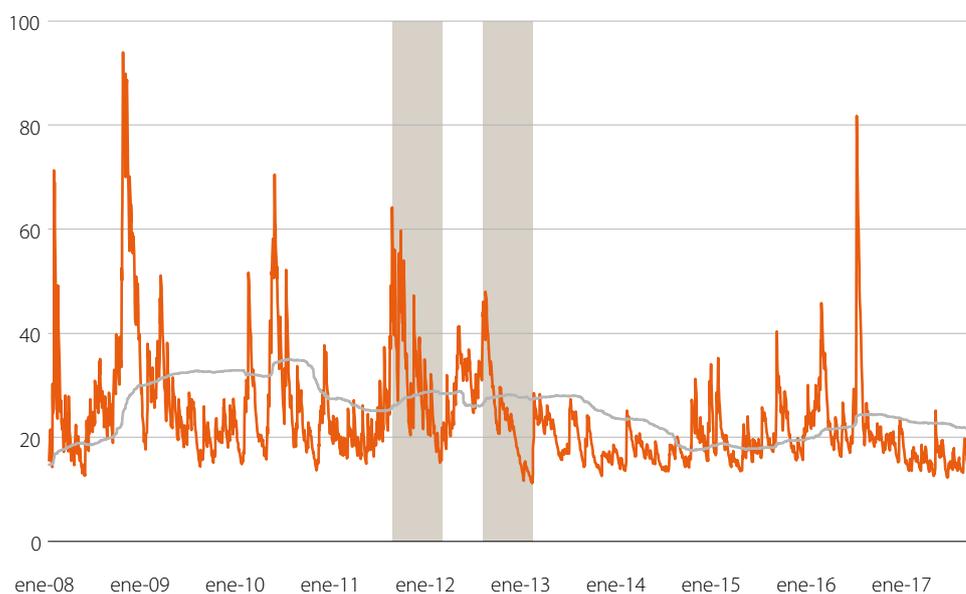
19 Excepto el índice japonés Topix.

La volatilidad apenas varió, manteniéndose en niveles reducidos en términos históricos (por debajo del 14 %).

La volatilidad del Ibex 35 se mantuvo estable en el tercer trimestre del año, sin apenas cambios respecto a los dos trimestres anteriores. Su comportamiento fue moderado durante todo el trimestre, situándose al final del mismo por debajo del 14 %. Este valor es ligeramente inferior a la media de los dos trimestres anteriores (15,4 % y 15,8 % respectivamente) y a la media en el conjunto del año (15,4 %), y refleja un descenso notable de la volatilidad respecto al ejercicio 2016, cuando se situó en torno al 24 %. La evolución de la volatilidad en el mercado español es similar a la de otras plazas internacionales en las que parece haberse producido una cierta disociación entre la incertidumbre (elevada en determinados momentos por tensiones o conflictos geopolíticos) y la volatilidad del mercado, que se sitúa en mínimos históricos. En el caso del Eurostoxx 50, este indicador finalizaba el trimestre por debajo del 10 %, y en el del estadounidense VIX quedaba en torno a este valor.

Volatilidad histórica del Ibex 35

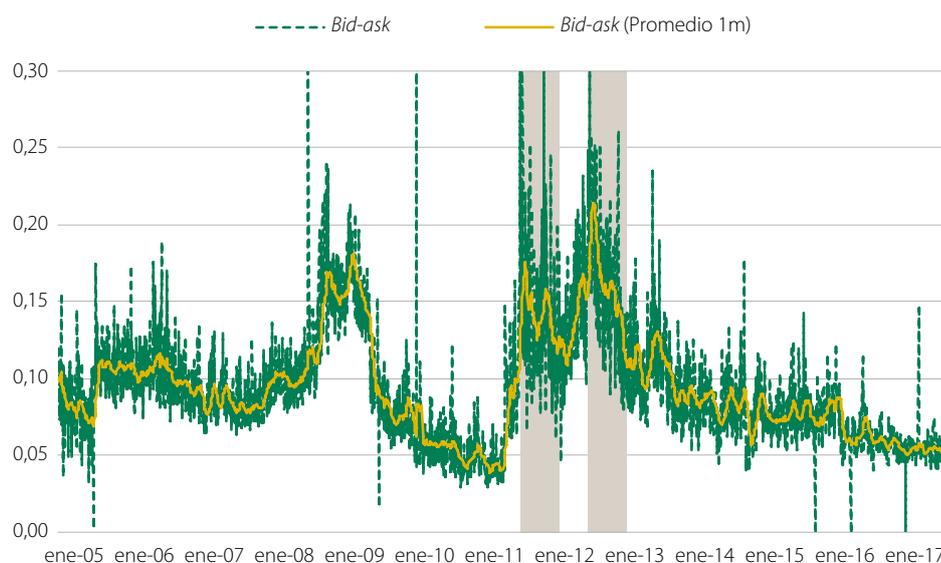
GRÁFICO 14



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En gris se muestra la volatilidad condicionada y en rojo la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda a todas las entidades.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron estables y permanecen en niveles satisfactorios.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), permanecieron estables en el tercer trimestre, siguiendo la tendencia observada en los dos anteriores. El *spread* se ha beneficiado de la caída de la volatilidad en el año, así como de la mejora de los volúmenes de contratación en relación con los registros de la segunda mitad de 2016. En particular, este diferencial se situaba en el 0,05 % a finales del tercer trimestre, unos niveles similares a los del segundo, pero por debajo de la media del conjunto de 2016 (0,064 %) y de la media histórica del indicador (0,096 %).



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda a todas las entidades.

La contratación de renta variable española, que había presentado alzas en los últimos tres trimestres en relación con los datos de finales de 2016, cayó en el tercer trimestre acusando el retroceso habitual del periodo estival, a lo que se añadieron la creciente competencia de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y la propia negociación OTC, así como las incertidumbres por las tensiones geopolíticas en Asia. En el conjunto del año el volumen de contratación de renta variable en el mercado regulado español se situó en 460.000 millones de euros, un 3 % menos que en el mismo periodo de 2016²⁰. Por otro lado, la contratación total de renta variable admitida en las bolsas españolas aumentó hasta superar los 668.000 millones de euros a mediados de septiembre, lo que supone un aumento interanual del 3 %. El mercado regulado español sigue concentrando la mayor parte de la negociación, pero su peso relativo en el total de la negociación de los valores admitidos en él sigue disminuyendo en favor de otros mercados regulados y SMN europeos, que ya representan más de un tercio del total. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 1.918 millones de euros en el tercer trimestre, por debajo de los 2.408 y 3.266 millones de los trimestres anteriores, así como de la media acumulada en lo que va de año (2.552 millones), tal y como se aprecia en el gráfico 16.

A pesar de la leve recuperación de la contratación en los últimos meses, el acumulado del año muestra un retroceso del 3 %.

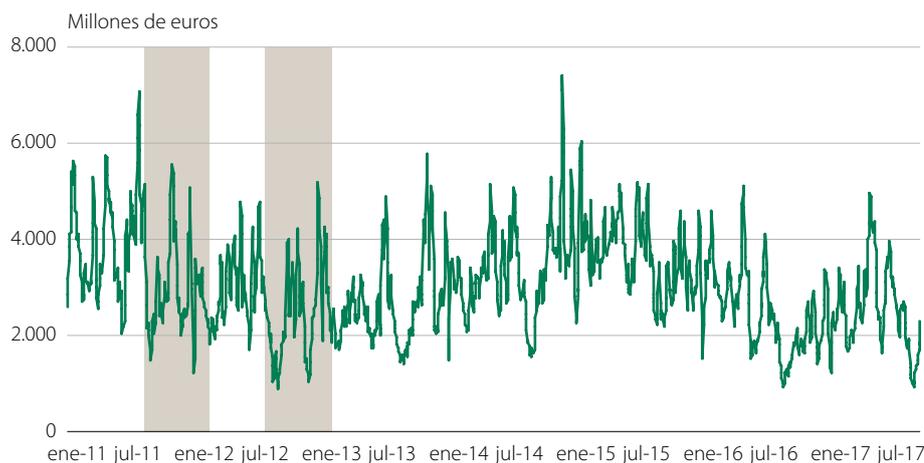
En cuanto a la contratación de valores españoles en el exterior, su cuota de mercado sigue ganando peso relativo y alcanza casi el 35 % de la negociación total, destacando la plataforma Chi-X, con más de 84.000 millones contratados en lo que va de año, lo que representa el 40 % de la negociación exterior. Entre el resto de los competidores, destaca el retroceso de Turquoise y el crecimiento de BATS y el resto de los operadores, que muestran avances significativos (51 % y 111 %, respectivamente, en términos interanuales) y son los más favorecidos por la expansión de la negociación en el exterior.

La contratación de valores españoles en el exterior ya representa casi el 35 % de la contratación total de estos valores.

20 Descontando la contratación en el MAB, Latibex y ETF.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de septiembre. 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 5

Importes en millones de euros	2013	2014	2015	2016	I-17	II-17	III-17 ²
Total	764.986,6	1.002.189,0	1.161.482,8	877.413,3	224.055,9	284.277,4	160.226,8
Admitida en SIBE	764.933,4	1.002.095,9	1.161.222,9	877.402,7	224.051,1	284.276,1	160.226,4
BME	687.527,6	849.934,6	925.978,7	631.107,2	154.769,9	200.614,7	104.433,6
Chi-X	53.396,7	95.973,0	150.139,9	117.419,4	28.193,9	33.434,1	22.860,7
Turquoise	11.707,9	28.497,5	35.680,5	51.051,8	11.945,3	12.293,0	8.005,6
BATS	10.632,1	18.671,0	35.857,6	44.839,8	13.446,4	19.511,0	15.733,0
Otros ³	1.669,2	9.019,8	13.566,2	32.984,5	15.695,6	18.423,3	9.193,5
Corros	51,4	92,4	246,1	7,5	4,7	0,8	0,4
Madrid	7,3	32,7	19,4	3,2	1,6	0,1	0,1
Bilbao	0,1	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	44,1	45,2	219,1	4,1	3,1	0,7	0,4
Valencia	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	1,7	0,7	13,8	3,2	0,1	0,4	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	5.640,0	14.508,9	12.417,7	6.033,0	2.535,4	1.911,0	1.179,4
MAB	5.896,3	7.723,2	6.441,7	5.066,2	1.396,2	1.261,8	667,9
Latibex	367,3	373,1	258,7	156,7	71,2	31,3	10,0
ETF	4.283,9	9.849,4	12.633,8	6.045,2	1.095,7	1.196,3	537,7
Total contratación BME	703.768,7	882.482,3	957.990,5	648.418,9	159.873,2	205.016,3	106.829,1
% RV española en BME respecto al total RV española	89,9	84,8	80,1	71,9	68,4	68,4	65,4

Fuentes: 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 Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.

² Datos hasta el 15 de septiembre.

³ Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y SMN.

	2014	2015	2016	IV-16	I-17	II-17	III-17
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	49	50	45	18	16	16	17
Ampliaciones de capital	47	45	45	18	15	13	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	0	1	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	0	2	3	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	143	111	81	23	27	18	18
Ampliaciones de capital	136	99	79	23	25	14	18
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	0	1	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	7	12	2	0	2	4	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	32.759,2	37.065,5	20.251,7	4.154,3	8.723,5	11.068	8.591
Ampliaciones de capital	27.872,3	28.733,9	19.745,1	4.154,3	7.364,2	10.049,8	8.590,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	0,0	100,0	687,5	68,8
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.898,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.152,5
De las cuales dividendo elección ³	12.573,8	9.627,8	5.898,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.152,5
Ampliaciones de capital por conversión	3.645,6	1.868,7	2.343,9	76,3	0,1	23,6	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁴	2.811,3	365,2	1.791,7	1.502,6	58,0	8.122,6	238,8
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	4,6	185,3	11,7	7.102,9
Otras ampliaciones	3.022,2	8.939,7	2.390,2	18,6	5.936,4	354,1	27,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	0,0	1.359,3	1.018,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	16	15	7	2	6	1
Número de emisiones	15	18	21	7	2	6	1
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	30,1	2,2	84,2	10,9
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	30,1	2,2	84,2	10,9
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	2,4	0,0	14,1	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 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.
- 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.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 8.591 millones en euros en el tercer trimestre²¹, por debajo de los valores alcanzados en los dos primeros del año, pero casi cinco veces más que lo emitido en el mismo periodo de 2016. Entre todas las operaciones, destacó la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente del primer banco nacional, que superó los 7.100 millones de euros de valor y constituye la mayor ampliación de este tipo por parte de una compañía española en los últimos años. Por otro lado, tuvo lugar la salida a bolsa de un banco de tamaño pequeño mediante una oferta pública de suscripción de valores (OPS), que se unió a las tres compañías listadas en el primer semestre mediante ofertas públicas de venta de acciones (OPV). El mercado espera

El volumen de emisión de acciones en el trimestre creció de modo significativo en términos interanuales gracias al tamaño de la ampliación de capital realizada por el primer banco español.

21 Datos hasta el 15 de septiembre.

que en los próximos meses se produzcan operaciones similares de nuevas compañías que pasen a cotizar en el mercado. Asimismo, destacó el importe de las ampliaciones de capital bajo la modalidad de dividendo elección, que alcanzó valores similares a los del mismo periodo de 2016, coincidiendo con el pago habitual de dividendos al comienzo del verano por varias compañías de gran tamaño.

Breve nota sobre la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público

RECUADRO 2

El 27 de junio de 2017 el Consejo de la CNMV aprobó esta guía técnica con el fin de difundir determinadas buenas prácticas sobre el funcionamiento, alcance de funciones y responsabilidades que deben asumir las comisiones de auditoría en su desempeño.

La importancia de las comisiones de auditoría dentro de la estructura de gobierno corporativo de las entidades quedó plasmada por primera vez en España en el Código Olivencia, una de cuyas principales y más novedosas recomendaciones fue que las sociedades cotizadas crearan, en el seno del consejo de administración, una comisión de auditoría integrada exclusivamente por consejeros externos, encargada de la información y control contable y de las relaciones con el auditor externo, y donde ya se recomendaba la presencia de independientes en proporción al *free float*. A partir de ese momento, las comisiones de auditoría han adquirido una importancia creciente y, así, en 2002, con la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, la recomendación del Código Olivencia se convirtió en obligación legal para las entidades con valores cotizados.

Posteriormente, ya en 2015, la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, extendió esta obligación, con algunas excepciones, a las denominadas entidades de interés público (EIP), cuya definición incluye, además de las sociedades cotizadas, a determinadas entidades financieras sujetas a supervisión y a las empresas que excedan de cierto tamaño¹.

Hay dos aspectos importantes que deben tenerse en cuenta para entender esta guía. El primero es que, como ella misma establece a la vista de la diversidad del colectivo de entidades al que se dirige, no todos sus principios o recomendaciones serán aplicables a todas las entidades con la misma extensión. En consecuencia, cada EIP deberá adaptar dichos principios y recomendaciones a sus circunstancias y características particulares. El segundo es que la guía no está concebida para aplicarse bajo el principio de «cumplir o explicar», a diferencia del Código de Buen Gobierno, dado que se refiere a buenas prácticas basadas, en última instancia, en el sentido común y la experiencia supervisora; pero aun así, si una entidad decide no aplicarla en toda su extensión debería estar preparada para dar una explicación de las razones por las que considera que la comisión de auditoría consigue sus fines y desarrolla adecuadamente las funciones que tiene encomendadas por ley pese a no aplicar en su integridad esos principios o recomendaciones.

La Guía se estructura en dos grandes capítulos. El primero recoge unos principios básicos que sirven de orientación a las comisiones de auditoría en el desempeño de sus funciones. El segundo desarrolla una serie de criterios y buenas prácticas para el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a estas comisiones.

Los principios básicos recogen las ideas que actúan como inspiradoras del resto de criterios y buenas prácticas, que se concretan en la segunda parte de la guía. Estos principios son los siguientes:

Responsabilidad. La comisión de auditoría es responsable de asesorar al consejo de administración y de supervisar y controlar los procesos de elaboración y presentación de la información financiera, así como de velar por la independencia del auditor de cuentas y de la eficacia de los sistemas internos de control y gestión de riesgos.

Escepticismo. Los miembros de la comisión deben actuar con una actitud crítica, cuestionando los datos y juicios que se les suministren hasta formarse una opinión propia.

Diálogo constructivo que promueva la libre expresión de sus miembros. En el seno de la comisión se debe fomentar el diálogo constructivo, promoviendo la participación y libre expresión de todos sus miembros y una actitud crítica.

Diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección. Para un adecuado funcionamiento, la comisión debe establecer canales de comunicación efectivos con sus interlocutores habituales. Sin embargo, este diálogo continuo no debería amenazar la independencia de funcionamiento de la comisión ni la de los auditores de cuentas, por lo que la presencia de directivos, consejeros no miembros y otros agentes debería limitarse a aquellos puntos del orden del día en que esta sea imprescindible y para los que hayan sido previamente convocados.

Capacidad de análisis suficiente (utilización de expertos). La comisión debe tener la potestad de solicitar y obtener el asesoramiento o dictámenes de expertos, además del apoyo y asesoramiento interno cuando lo estime oportuno.

Como ya se ha mencionado, la segunda parte de la guía toma como base estos principios y desarrolla una serie de criterios y buenas prácticas para el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a las comisiones de auditoría.

Dada la naturaleza de este recuadro, cuyo propósito fundamental es informar acerca de la reciente publicación de la guía, destacando alguno de sus aspectos más relevantes, se remite para su conocimiento y lectura detallada al siguiente enlace: <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx>.

No obstante, es oportuno resaltar la importancia que tiene para los accionistas y otras partes interesadas conocer y comprender las actividades realizadas por la comisión de auditoría durante cada ejercicio, por lo que es fundamental que la comisión elabore un informe anual con el contenido mínimo sugerido en el apartado noveno de la guía y que este se haga público a través de la página web de la sociedad y se ponga a disposición de los accionistas con motivo de la convocatoria de su junta general ordinaria, fomentando de esta manera la transparencia de sus actuaciones y la mayor involucración de sus accionistas e inversores.

¹ Ver la definición completa en el artículo 3.5 de la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas, y en el artículo 15 del Real Decreto 1517/2011 que lo desarrolla.

3.2 Los mercados de renta fija

A pesar de las expectativas iniciales de repuntes de tipos, las perspectivas de que las políticas monetarias se mantendrán relativamente estables en el corto plazo, tanto en EE. UU. como en la zona del euro, han permitido que las rentabilidades de la deuda se mantengan sin apenas cambios en la mayor parte de los plazos de la curva.

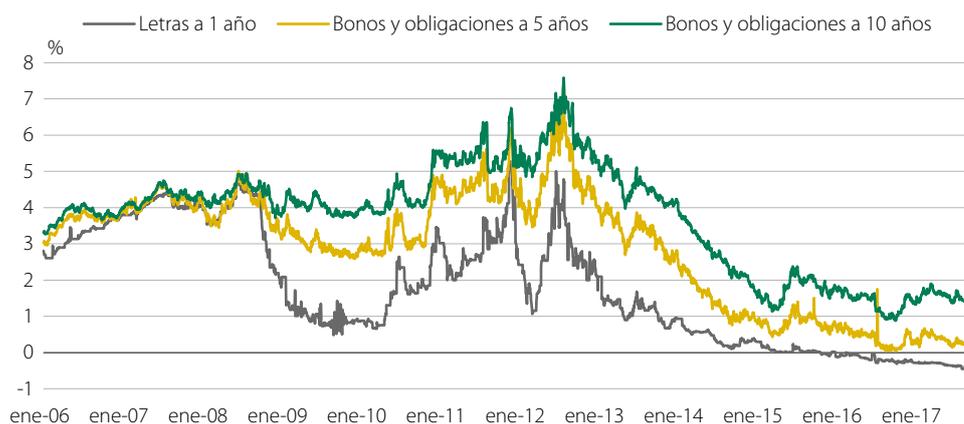
La prima de riesgo de crédito soberano se incrementó ligeramente en el tercer trimestre.

Los mercados de renta fija, tanto nacionales como internacionales, han tenido presente durante la mayor parte del año que las subidas de tipos de la Reserva Federal (la última, en junio), así como la mejora de la economía y la inflación en la zona del euro, obligaría al BCE a adoptar las primeras medidas de retirada de estímulos monetarios. Esta circunstancia permitió repuntes transitorios en los tipos a medio y largo plazo de la deuda pública y privada en la primera mitad del año, por encima de los mínimos históricos alcanzados durante el tercer trimestre de 2016. A pesar de esto, las recientes señales de ralentización de la economía estadounidense, unidas al fortalecimiento del tipo de cambio del euro y la moderación de la inflación en Europa, han alejado la perspectiva de una nueva subida de tipos por parte de la Reserva Federal antes de final de año. Asimismo, el BCE ha retrasado un posible endurecimiento de su política monetaria hasta el otoño, dejando abierta la puerta a una expansión del tamaño y de la duración de su programa de compra de activos. Las citadas dudas sobre la evolución de la política monetaria de ambas regiones han incidido sobre los tipos de la renta fija, tanto pública como privada, que han presentado un comportamiento relajado y apenas han variado para la mayor parte de los plazos de la curva durante el tercer trimestre.

En el caso de España, la prima de riesgo de crédito soberano ha repuntado suavemente (en torno a 12 p.b.) debido a las incertidumbres políticas nacionales, alejándose así de la tendencia en otros países similares de la eurozona que alcanzaron mínimos anuales en julio. En cuanto a las emisiones de deuda, continúa el proceso de sustitución de activos registrados en la CNMV (-29 % en 2017) por deuda emitida en el exterior (36 %), que ya representa el 45 % del total. Se han observado retrocesos en las emisiones de la mayoría de activos de renta fija, menos en los bonos simples, que se siguen beneficiando del programa de compras de deuda del BCE.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



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

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo lleva cerca de un año en mínimos históricos.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo se mantuvo sin cambios relevantes en el tercer trimestre, tanto en el mercado primario como en el secundario, de modo que cumple cerca de un año en una zona de mínimos históricos. Al contrario que los tipos de los plazos más largos, que han estado sujetos a mayor volatilidad, los movimientos del tramo corto de la curva de deuda continúan condicionados por

la política monetaria acomodaticia del BCE, que mantiene los tipos de interés oficiales en mínimos históricos, así como por su programa de compras de deuda pública (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés)²². A mediados de septiembre el rendimiento en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses alcanzaba el -0,42 %, el -0,39 % y el -0,37 % respectivamente, similar al del trimestre anterior y a la rentabilidad mínima anual del -0,4 % fijada por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas de letras del Tesoro han seguido resolviéndose a tipos negativos, siendo las últimas realizadas en septiembre a tipos similares a los de las subastas precedentes. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo el comportamiento fue menos homogéneo, registrándose un incremento de 19 p.b. en el plazo de tres meses y descensos en los plazos más largos (de entre 11 y 32 p.b.), que colocaron por primera vez los tipos de los pagarés a doce meses en valores negativos. De este modo, el rendimiento de estos activos en el momento de su emisión se situaba en el 0,37 %, el 0,10 % y el -0,01 % a tres, seis y doce meses respectivamente (véase el cuadro 7).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17	jun-17	sep-17 ²
Letras del Tesoro						
3 meses	0,12	-0,15	-0,47	-0,42	-0,41	-0,42
6 meses	0,25	-0,01	-0,34	-0,35	-0,39	-0,39
12 meses	0,34	-0,02	-0,25	-0,28	-0,36	-0,37
Pagarés de empresa³						
3 meses	0,55	0,31	0,18	0,36	0,18	0,37
6 meses	0,91	0,42	0,20	0,20	0,42	0,10
12 meses	0,91	0,53	0,15	0,14	0,10	-0,01

Fuentes: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

3 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo aumentó ligeramente a lo largo del tercer trimestre ante la perspectiva de que se produjesen nuevas alzas de tipos en Estados Unidos y un endurecimiento de la política monetaria en Europa. Sin embargo, estas perspectivas se atenuaron después reduciendo las alzas al rango de 5-7 p.b. y permitiendo, incluso, que los tipos de la deuda a tres años se mantuvieran en valores negativos. Así, en la fecha de cierre del informe (15 de septiembre), el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el -0,08 %, el 0,27 % y el 1,53 % respectivamente (véase el cuadro 8). La referencia a tres años acumula tres trimestres consecutivos de valores negativos, mientras que las referencias a cinco y diez años presentan suaves alzas en su rendimiento, que se mantiene próximo a sus mínimos históricos.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria, aunque después los mercados le han restado probabilidad a este escenario.

22 A principios de septiembre el BCE había adquirido deuda pública por importe de 1.720.024 millones de euros, de los cuales 206.189 millones de euros correspondían a títulos españoles.

En el caso de la deuda corporativa, su rendimiento disminuyó en los plazos medios por las expectativas de que el BCE pueda extender en volumen y en plazo su programa de compras de deuda de este tipo.

En el caso de la deuda corporativa, el rendimiento medio de los bonos a diez años registró un incremento similar al del bono soberano, mientras que el comportamiento de las rentabilidades en los plazos medios (tres y cinco años) fue ligeramente diferente al de la deuda pública. En general, estos activos se han visto favorecidos por la perspectiva de que el BCE pudiese ampliar el programa de compras de deuda de este tipo tanto en cuantía como en duración, cuando los mercados habían previsto nuevos recortes del mismo²³. Además, los inversores siguen apostando por este tipo de deuda en sus estrategias de búsqueda de rentabilidad, a pesar del riesgo de importantes caídas en sus precios ante un hipotético repunte de los tipos de interés. La caída de las rentabilidades en el medio y largo plazo fue de entre 7 y 14 p.b., pues estos tramos son los más sensibles a un posible cambio en el escenario de tipos. Así, a mediados de septiembre las rentabilidades de la deuda privada eran del 0,55 %, el 0,91 % y el 1,92 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

%	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17	jun-17	sep-17 ²
Renta fija pública						
3 años	0,65	0,24	0,04	-0,02	-0,15	-0,08
5 años	0,96	0,72	0,35	0,51	0,22	0,27
10 años	1,77	1,72	1,44	1,76	1,46	1,53
Renta fija privada						
3 años	0,84	0,66	0,69	0,45	0,62	0,55
5 años	1,88	1,95	1,43	1,50	1,05	0,91
10 años	2,32	2,40	2,14	1,96	1,82	1,92

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

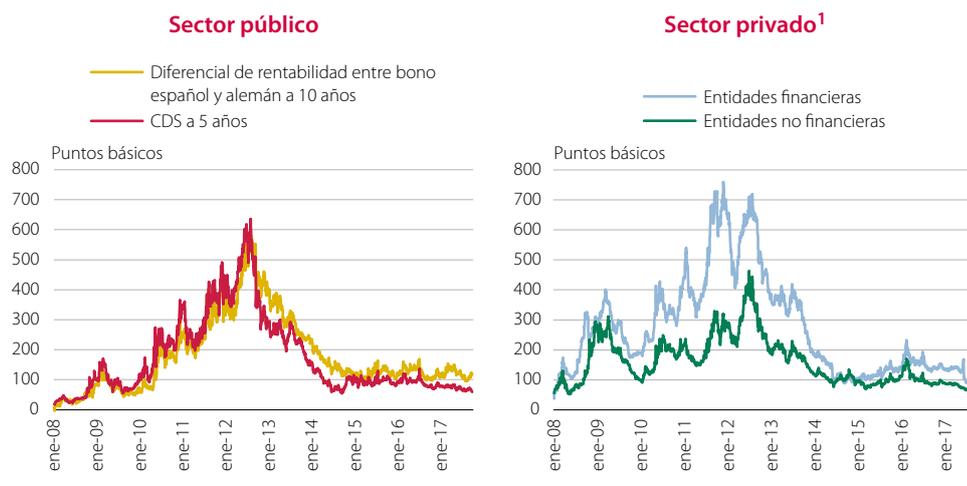
1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

La prima de riesgo soberano aumentó ligeramente en los últimos meses (12 p.b., hasta los 118 p.b.), situándose en niveles similares a los de principios de año.

Las primas de riesgo de los diferentes sectores privados de la economía siguieron una tendencia inversa a la de la deuda pública durante el tercer trimestre: mientras que las primeras presentaban ligeros descensos, continuando con la tendencia observada en todo el año, la segunda aumentaba 12 p.b. y se situaba prácticamente al mismo nivel en que comenzó en 2017. Así, el efecto positivo de los programas de compras de deuda soberana del BCE cada vez es más limitado, a la vez que ganan peso el importante nivel de endeudamiento del sector público y las incertidumbres de carácter político. De este modo, la prima de riesgo, medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a diez años y el alemán al mismo plazo, se situó en 118 p.b. Por el contrario, la prima de riesgo medida a través del CDS del bono español siguió una tendencia contraria y su valor al cierre del trimestre es incluso ligeramente inferior al del comienzo del mismo (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

23 El presidente del BCE señaló en la reunión del 7 de septiembre que la institución está lista para ajustar en otoño su programa de compras de activos tanto en volumen como en duración.



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

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

Asimismo, las primas de riesgo de los sectores privados de la economía siguieron beneficiándose del impacto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE. De hecho, los principales emisores españoles de deuda corporativa se encuentran en la lista de emisores y activos elegibles de este programa. Por otro lado, aunque no ha existido un programa de compras específico para la deuda emitida por las entidades financieras, sus primas de riesgo se ven favorecidas por el fortalecimiento de sus balances y por las expectativas relacionadas con un escenario de tipos al alza. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de septiembre en 79 p.b., por debajo de los 91 p.b. del cierre del trimestre anterior y lejos de los 136 p.b. de comienzos del año. Además, en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 61 p.b. en la misma fecha, frente a los 68 y 89 p.b. del trimestre anterior y del inicio del año respectivamente.

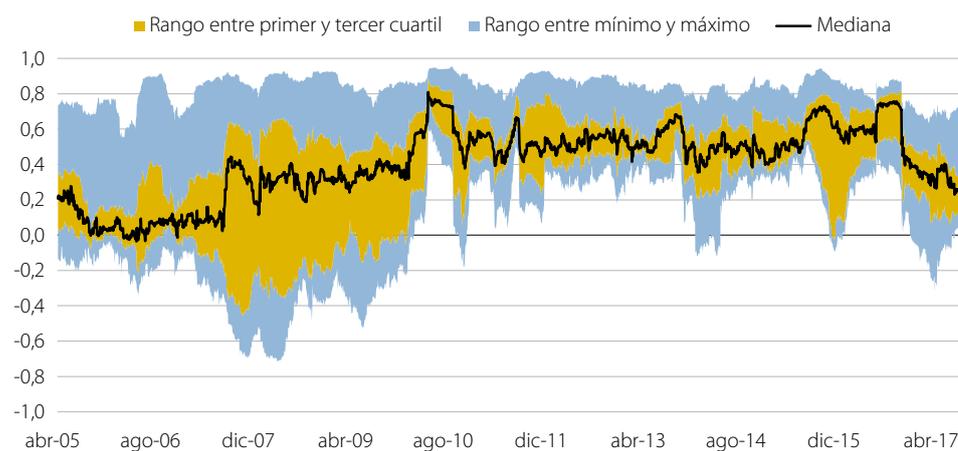
El grado de correlación entre los precios de diversos activos financieros españoles de renta fija y variable ha seguido cayendo (véase el gráfico 19), hasta situarse en el tercer trimestre en su nivel más bajo desde 2009. La mediana de las correlaciones entre estos activos ha caído durante la mayor parte del año, reflejando un menor riesgo de contagio entre las diferentes clases de instrumentos financieros. Asimismo, el rango de las correlaciones se ha mantenido relativamente estable.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre (hasta el 15 de septiembre) alcanzaron los 9.682 millones de euros, un 18,7 % menos que las registradas en el mismo periodo de 2016. A pesar del contexto de la época estival, este volumen es el más bajo de los últimos dos años y ha seguido condicionado por la mejoría de las condiciones en la financiación bancaria tradicional, tanto en volúmenes como en precios, por el hecho de que los principales emisores españoles ya han cubierto gran parte de sus necesidades de financiación para este año y por la sustitución de emisiones de deuda en el exterior. En términos absolutos, los mayores retrocesos correspondieron a las cédulas territoriales, pues no se produjo ninguna emisión en el trimestre, así como a los pagarés de empresa y a los bonos de titulización. Por el contrario, las emisiones de cédulas hipotecarias aumentaron casi 3.000 millones de euros en el trimestre.

Las primas de riesgo del sector privado siguieron disminuyendo al beneficiarse de la mejora de la situación patrimonial y del programa de compras de deuda del BCE.

La correlación entre los precios de los activos financieros españoles siguió disminuyendo y su mediana alcanzó el nivel más bajo desde el año 2009.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV cayó en el tercer trimestre y también en el conjunto del año...



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

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

... con retrocesos en las emisiones de la mayoría de los instrumentos, salvo en los bonos simples, que se benefician del programa de compras del BCE.

En el conjunto del año las emisiones de renta fija se han situado en 58.161 millones de euros, un 29 % menos que en 2016. Se observan retrocesos en todas las categorías de activos salvo en los bonos simples, cuyas emisiones se han incrementado un 26,7 %, hasta los 17.356 millones de euros. Estos activos se siguen beneficiando del programa de compras de deuda corporativa del BCE (el denominado CSPP). También destaca una emisión por un importe cercano a 1.000 millones de euros de obligaciones perpetuas contingentemente amortizables que ha sido registrada por la primera entidad financiera española para ofrecérsela a antiguos accionistas y tenedores de deuda del Banco Popular. Los descensos más acusados se observaron en los bonos de titulización, con 12.000 millones menos emitidos este año, en las cédulas (casi 11.000 millones menos entre hipotecarias y territoriales) y en los pagarés, con 5.000 millones menos. Las cédulas también se benefician en sus costes de emisión tanto de su calidad crediticia como del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3)²⁴, pero su volumen de emisión está limitado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, que sigue retrocediendo.

24 Hasta el 31 de agosto, este programa acumulaba compras por un importe cercano a 230 mil millones de euros, de las que el 33,27 % fueron en el mercado primario.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 9

	2013	2014	2015	2016	2017		
					I	II	III ¹
Registradas en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	138.839	130.258	136.607	139.028	25.429	23.050	9.682
Cédulas hipotecarias	24.800	23.838	31.375	31.643	2.250	9.050	2.925
Cédulas territoriales	8.115	1.853	10.400	7.250	0	350	0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.537	41.155	39.100	40.170	13.486	2.763	1.108
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803	750	53	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.593	29.008	28.370	35.505	6.525	3.594	2.969
Tramo nacional	24.980	26.972	25.147	32.229	5.463	1.899	2.969
Tramo internacional	3.613	2.036	3.222	3.276	1.062	1.695	0
Pagarés de empresa ²	43.991	33.654	27.310	22.960	3.168	6.293	1.700
De titulización	1.410	620	2.420	1.880	0	1.000	0
Resto de pagarés	42.581	33.034	24.890	21.080	3.168	5.293	1.700
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	1.500	0	0	981
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	1.000	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.776	7.999	5.452	4.279	1.520	1.956	1.370
Emisiones aseguradas	193	196	0	421	0	0	0
					2017		
En el exterior por emisores españoles					I	II	III ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	47.852	56.736	66.347	58.587	22.064	21.617	4.665
A largo plazo	34.452	35.281	33.362	31.655	17.723	16.996	3.802
Participaciones preferentes	1.653	5.602	2.250	1.200	0	2.000	750
Obligaciones subordinadas	750	3.000	2.918	2.333	3.381	968	1.000
Bonos y obligaciones	32.049	26.679	28.194	28.122	14.342	14.028	2.052
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	13.400	21.455	32.984	26.932	4.341	4.621	863
Pagarés de empresa	13.400	21.455	32.984	26.932	4.341	4.621	863
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		
					I	II	III ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	48.490	42.170	55.286	56.674	15.572	15.412	5.149
Instituciones financieras	7.951	10.201	14.875	11.427	3.785	4.036	1.450
Sociedades no financieras	40.539	31.969	40.411	45.247	11.788	11.376	3.699

Fuentes: CNMV y Banco de España.

1 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

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

3 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

Por el contrario, siguieron incrementándose las emisiones de renta fija en el exterior, que ya representan el 45 % de las emisiones totales.

Como viene sucediendo desde hace varios años, las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior continuaron avanzando y representan ya el 45 % de las emisiones totales (30 % en 2016). En lo que va de año hasta julio, estas emisiones se situaron en 48.345 millones de euros, un 36,3 % más que en el mismo periodo de 2016. El incremento se debió exclusivamente al fuerte avance de las emisiones de bonos a largo plazo, que ascendieron a 38.521 millones de euros, más del doble de lo emitido en 2016. Por el contrario, las emisiones de pagarés no llegaron a los 10.000 millones de euros (16.480 millones en 2016). Como en el caso de las emisiones registradas en la CNMV, el avance en el segmento de bonos a largo plazo está relacionado con su condición de activos elegibles dentro del programa de compras de deuda corporativa del BCE (el denominado CSPP). Las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior también presentan avances en el año (del 8 %, hasta los 36.133 millones de euros), que se explican por el repunte de las emisiones de las entidades financieras.

Integración de Iberclear en TARGET2-Securities

RECUADRO 3

El pasado 18 de septiembre Iberclear se incorporó a TARGET2-Securities (T2S). Este hito culmina la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado español.

Qué es T2S¹

T2S es la plataforma del Eurosistema para la liquidación centralizada de valores en dinero de banco central. T2S ofrece a los depositarios centrales de valores (DCV) un servicio de liquidación integrado, neutral y con funcionalidades avanzadas. Mediante este modelo de liquidación integrado, los DCV europeos utilizarán T2S como soporte técnico para la prestación de los servicios de liquidación de valores.

La plataforma permite la liquidación de operaciones de valores en euros y en otras monedas emitidas por bancos centrales que se conecten a la misma. T2S armoniza los procesos de liquidación en Europa y equipara la liquidación transfronteriza a la nacional, facilitando una gestión más económica y eficiente de las operaciones de valores transfronterizas en la Unión Europea.

La plataforma comenzó a funcionar en junio de 2015 y desde entonces veinte DCV de toda Europa se han incorporado a T2S.

Proceso de migración de Iberclear a T2S

En su sesión del 20 de marzo de 2013, el Consejo de la CNMV aprobó el acuerdo marco entre Iberclear y el Eurosistema, un documento en el que se establecen los derechos y obligaciones de ambas partes en relación con el desarrollo y funcionamiento de T2S.

Con la suscripción de este acuerdo por Iberclear se impulsó el desarrollo de los trabajos destinados a su integración en la plataforma. Migración que, como se ha señalado, ha tenido lugar en septiembre de este año, junto con la del DCV de los países bálticos.

De forma paralela, el mercado español, para armonizar su sistema de compensación, liquidación y registro de valores con sus homólogos europeos y facilitar la integración en T2S, puso en marcha un proceso de reforma que se dividió en dos etapas:

- Fase I, implementada en abril de 2016, que conllevó cambios significativos para las operaciones de renta variable. En esta fase se dispuso la intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central en la contratación multilateral; se eliminaron las referencias de registro para introducir un sistema de liquidación basado en saldos, y se estableció la irrevocabilidad de las órdenes de transferencia cuando dichas órdenes quedasen casadas frente al aseguramiento de la entrega en el momento de la contratación del sistema anterior. Además, en octubre de 2016 se redujo el plazo de liquidación, que pasó de D+3 a D+2.
- Fase II, finalizada en septiembre de 2017, que supuso la incorporación de los valores de renta fija al sistema de liquidación ARCO (en el que, hasta el momento, se liquidaban los valores de renta variable) y la conexión de este sistema a T2S.

Con el cierre de la Fase II ha concluido el proceso de reforma y se ha realizado la migración de Iberclear a T2S en las fechas comprometidas.

Esta migración forma parte de la última oleada de migraciones acordadas entre el Eurosistema y los DCV que se comprometieron a adherirse a T2S. El Banco Central Europeo espera que, tras esta última oleada, la plataforma alcance un promedio de 550.000 transacciones diarias.

Avances hacia el sistema integrado de poscontratación en la UE y principales retos

Por su contribución a la unificación de los mercados de valores europeos, T2S constituye una pieza clave en la integración financiera en Europa y en la consecución del mercado único de capitales. La plataforma de liquidación T2S fomenta la apertura del mercado interior de liquidación de valores con el objetivo de potenciar la liquidación transfronteriza.

Este es también uno de los objetivos que se persigue a través del Reglamento de DCV², que establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la UE, así como normas de organización y conducta de los DCV, con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura en la UE.

En este sentido, el Reglamento de DCV y T2S son iniciativas complementarias: por un lado, el Reglamento de DCV armoniza a nivel europeo los aspectos jurídicos de la liquidación de valores y las normas para los DCV y, por otro lado, T2S armoniza los aspectos operativos de la liquidación de valores. Con ello se permite a cualquier inversor de la UE invertir en todos los valores europeos con la misma facilidad y utilizando los mismos procedimientos que para los valores nacionales.

Los avances hacia el sistema integrado de poscontratación de la UE han sido reconocidos en el informe del Foro Europeo de poscontratación³ (publicado por la Comisión Europea el 23 de agosto de 2017). En él se señala que varias de las barreras identificadas por el grupo Giovannini⁴ fueron eliminadas con la introducción de T2S y del Reglamento de DCV (cuestiones tales como la firmeza intradía, las diferencias en los ciclos de liquidación o la armonización de los horarios de liquidación).

Pese a ello, el informe identifica elementos aún pendientes para la eliminación de las barreras. En consecuencia, son varios los aspectos sobre los que habrá que seguir trabajando, entre los que se puede destacar, por su impacto en el mercado español, la divergencia entre las legislaciones nacionales en materia de propiedad, insolvencia y tenencia de valores. Estas cuestiones están siendo objeto de análisis por la Comisión Europea, tal y como se recoge en el Mid-Term Review del Plan de acción para la creación de un mercado de capital único publicado en junio de 2017⁵.

- 1 Véase para mayor detalle el anexo del comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre la finalización del proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, de fecha 18 de septiembre de 2017: <http://10.10.1.33/portal/verDoc.axd?t={ff472ea8-8ab1-46bd-89e5-7e66b87df233}>
- 2 Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012.
- 3 «European Post Trade Forum Report». Informe disponible en la página web de la Comisión Europea: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-post-trade_en
- 4 Informes del grupo Giovannini disponibles en la página web de la Comisión Europea: https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en
- 5 Informe disponible en la página web de la Comisión Europea: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero²⁵

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 6,6 % en el primer semestre del 2017, hasta situarse en 253 mil millones de euros...

El patrimonio de los fondos de inversión nacionales se incrementó un 6,6 % en el primer semestre del año, hasta los 253 mil millones de euros, consolidando la expansión del sector que comenzó en 2013. Esta industria continúa beneficiándose del comportamiento de los inversores, cada vez más numerosos, que buscan inversiones financieras con una rentabilidad superior a la de activos tradicionales como los depósitos o la deuda pública, poco atractivos en el actual entorno de tipos de interés. Así, el 77 % del incremento del patrimonio de los fondos de inversión tuvo su origen en las inversiones netas de los partícipes, que superaron los doce mil millones entre enero y junio (véase el cuadro 10), y el resto se debió a la revalorización de la cartera de los fondos.

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

El desglose de las suscripciones en función de la vocación de los fondos revela que las categorías más conservadoras como, por ejemplo, los fondos de renta fija, los garantizados de renta fija o, en menor medida, los de gestión pasiva experimentaron desinversiones notables en el primer semestre del año (más de siete mil millones en conjunto). Por el contrario, otras categorías que implican una asunción de riesgos mayor recibieron la mayor parte de las inversiones. Entre estas últimas destacan los fondos globales, cuyas suscripciones netas superaron los 7.700 millones de euros (más del 60 % de las suscripciones totales) y las diferentes categorías de fondos de renta variable: los de renta variable mixta recibieron 3.200 millones, los de renta variable internacional 2.365 millones y los de renta variable euro 1.355 millones. Los fondos de retorno absoluto también fueron objeto de inversiones cuantiosas (cerca de 2.800 millones en el semestre).

... como consecuencia de las elevadas inversiones de los partícipes, que superaron los doce mil millones entre enero y junio.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	35.972,7	23.466,6	13.782,4	5.898,7	6.361,9	6.266,4	5.968,3
Rta. fija ¹	13.492,7	-5.351,4	7.613,8	2.400,8	1.298,4	-1.952,6	-1.181,5
Rta. fija mixta ²	15.712,0	21.167,5	-3.177,6	-1.200,0	189,1	1.151,3	395,1
Rta. vble. mixta ³	6.567,7	8.153,8	-3.030,2	-2.312,2	377,8	1.529,4	1.679,7
Rta. vble. euro ⁴	2.184,9	468,9	-542,9	-172,6	291,4	397,9	957,7
Rta. vble. internacional ⁵	531,8	4.060,5	346,6	237,2	533,4	1.961,7	403,2
Gar. rta. fija	-10.453,6	-6.807,4	-3.202,7	-813,1	-156,5	-832,0	-778,5
Gar. rta. vble. ⁶	-909,5	-2.599,8	5.478,4	770,1	1.434,9	844,6	-439,5
Fondos globales	2.182,3	5.805,3	3.579,9	3.537,5	403,6	3.350,4	4.353,3
De gestión pasiva ⁷	4.970,9	-6.264,2	5.790,0	2.983,2	1.631,1	-1.181,4	-1.215,0
Retorno absoluto ⁷	1.693,9	4.811,4	946,4	467,8	358,7	997,0	1.793,8

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

La rentabilidad acumulada de los fondos entre enero y junio fue del 1,5 %, superando los registros anuales de 2015 y 2016, que no llegaron al 1 %. La mejora del rendimiento de los fondos en este ejercicio está relacionada con la revalorización de la cartera de los fondos de renta variable, que es superior al 10 % en el caso de la renta variable euro y al 5 % en el de la renta variable internacional. Además, las rentabilidades más elevadas se produjeron en el primer trimestre del año, mientras que los registros del segundo fueron mucho más reducidos, en sintonía con el escaso dinamismo de los mercados durante estos meses (véase el cuadro 11).

La rentabilidad acumulada de los fondos (1,5 %) ya supera la de 2015 y 2016 por la revalorización de las acciones de la cartera.

Número	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.810	1.805	1.815	1.804
Rta. fija ¹	359	319	306	308	306	296	299
Rta. fija mixta ²	123	132	148	146	148	154	154
Rta. vble. mixta ³	131	142	168	166	168	172	173
Rta. vble. euro ⁴	103	109	112	112	112	114	112
Rta. vble. internacional ⁵	191	200	201	201	201	209	212
Gar. rta. fija	280	186	122	135	122	111	100
Gar. rta. vble. ⁶	273	205	198	196	198	201	197
Fondos globales	162	178	203	200	203	208	217
De gestión pasiva ⁷	227	213	220	221	220	218	212
Retorno absoluto ⁷	102	97	106	104	106	111	107
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1
Rta. fija ¹	70.330,9	65.583,8	74.226,4	73.001,3	74.226,4	72.038,9	71.124,9
Rta. fija mixta ²	24.314,3	44.791,8	40.065,6	39.644,2	40.065,6	41.468,7	41.777,8
Rta. vble. mixta ³	13.570,4	21.502,9	16.310,6	15.601,3	16.310,6	18.159,5	19.831,4
Rta. vble. euro ⁴	8.401,5	9.092,9	8.665,9	7.795,7	8.665,9	9.874,5	10.996,5
Rta. vble. internacional ⁵	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.274,4	17.678,8	20.687,1	20.994,3
Gar. rta. fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	9.066,1	8.679,8	7.694,5	6.858,1
Gar. rta. vble. ⁶	12.196,4	9.966,6	15.475,7	14.064,6	15.475,7	16.418,9	16.183,3
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	20.067,8	20.916,8	24.735,0	29.044,8
De gestión pasiva ⁷	23.837,5	17.731,1	23.601,6	21.872,0	23.601,6	22.701,7	21.601,5
Retorno absoluto ⁷	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.704,0	12.215,2	13.474,6	15.142,6
Participes							
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	8.022.685	8.253.611	9.332.934	9.569.922
Rta. fija ¹	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.315.533	2.347.984	2.554.194	2.656.675
Rta. fija mixta ²	603.099	1.130.190	1.043.798	1.033.454	1.043.798	1.169.480	1.114.668
Rta. vble. mixta ³	377.265	612.276	448.491	451.040	448.491	485.795	533.200
Rta. vble. euro ⁴	381.822	422.469	395.697	387.786	395.697	429.147	515.999
Rta. vble. internacional ⁵	705.055	1.041.517	1.172.287	1.138.697	1.172.287	1.505.724	1.547.970
Gar. rta. fija	669.448	423.409	307.771	325.955	307.771	273.188	239.787
Gar. rta. vble. ⁶	557.030	417.843	552.445	515.563	552.445	576.664	560.146
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	625.931	658.722	857.135	903.273
De gestión pasiva ⁷	686.526	554.698	746.233	681.545	746.233	723.472	697.071
Retorno absoluto ⁷	264.324	479.182	565.325	532.151	565.325	743.411	786.472
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	3,67	0,89	0,98	1,34	1,05	1,35	0,16
Rta. fija ¹	2,41	0,10	0,52	0,34	-0,21	-0,07	-0,03
Rta. fija mixta ²	3,67	0,16	0,27	0,69	0,56	0,58	0,02
Rta. vble. mixta ³	4,70	0,15	1,19	1,75	2,35	1,95	-0,12
Rta. vble. euro ⁴	2,09	3,44	2,61	7,89	7,06	8,57	2,06
Rta. vble. internacional ⁵	6,61	7,84	4,15	4,00	5,46	5,67	-0,46
Gar. rta. fija	2,54	0,27	-0,03	0,27	-0,58	-0,35	0,48
Gar. rta. vble. ⁶	2,64	1,07	0,19	0,97	-0,27	0,41	0,68
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	2,10	2,13	2,08	0,07
De gestión pasiva ⁷	7,74	0,53	1,16	1,63	0,71	1,30	0,52
Retorno absoluto ⁷	1,98	0,12	0,38	0,65	0,12	0,50	0,27

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

El número de fondos de inversión permaneció durante el primer semestre prácticamente estable, con 1.804, solo uno menos que en diciembre de 2016. Las bajas en las categorías más conservadoras —fondos garantizados de renta fija (-22), de gestión pasiva (-8) y de renta fija (-7)— fueron compensadas por las altas en las categorías de mayor riesgo: los fondos globales (14) y los de renta variable (16).

El número de fondos permaneció casi invariable, pero se produjo una recomposición hacia las categorías de mayor riesgo.

El número de partícipes en fondos de inversión se ha incrementado de forma significativa entre enero y junio de este año, con una variación del 16 %, hasta situarse en 9.570.000²⁶. El aumento del número de partícipes (más de 1.300.000 en seis meses) fue superior al observado en el conjunto de 2015 (1.273.000) y de 2016 (570.000). Por categorías, los incrementos más relevantes se produjeron en aquellas vocaciones que también mostraron un crecimiento significativo en su patrimonio. Así, el 29 % de los nuevos inversores eligió fondos de renta variable internacional, el 19 % fondos globales y el 17 % fondos de retorno absoluto. Solo contrasta el incremento de los partícipes en fondos de renta fija con el descenso de su patrimonio (por los fuertes reembolsos), que puede explicarse por la existencia de ahorradores que invierten en estos productos pequeñas cantidades de dinero, algunas de ellas originadas por el vencimiento de depósitos bancarios.

El significativo incremento del número de partícipes, más de 1.300.000 inversores en seis meses, dejó el número total de inversores en niveles superiores a los existentes antes de la crisis.

Los datos provisionales correspondientes al mes de julio revelan que la mayoría de estas tendencias se ha mantenido. Así, el patrimonio de los fondos volvió a crecer (más de 2.200 millones), por el dinamismo de las categorías de mayor riesgo percibido (fondos globales, retorno absoluto y renta variable) y también lo hizo el número de partícipes (227.000 más en ese mes).

Los datos provisionales de julio indican que la expansión de la industria de fondos de inversión continuó, sobre todo por el dinamismo de las categorías de mayor riesgo.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-16	mar-17	jun-17	dic-16	mar-17	jun-17
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	43	39	39	4%	4%	5%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.174	1.406	1.644	5%	6%	6%
Renta fija no financiera	760	833	898	6%	6%	6%
Titulizaciones	984	949	963	73%	81%	71%
Titulización AAA	116	124	120	100%	100%	100%
Resto de titulizaciones	869	825	843	71%	78%	92%
Total	2.960	3.227	3.544	7,7%	8%	8%
% sobre patrimonio FI	1,2	1,3	1,4			

Fuente: CNMV.

El volumen de activos poco líquidos de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión creció cerca de 600 millones de euros entre diciembre de 2016 y junio de 2017, hasta situarse en 3.544 millones. Como se observa en el cuadro 12, estos activos representan apenas el 1,4 % del patrimonio total de los

El volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión, que registró un leve repunte en el primer semestre del año, concentra el 1,4 % de su patrimonio total.

26 Desde marzo de este año el número total de partícipes en fondos de inversión supera los niveles máximos observados antes de la crisis (algo más de nueve millones de partícipes en 2006).

fondos, dos décimas más que en diciembre, y están concentrados en los instrumentos de deuda emitidos por entidades financieras con *rating* inferior a AA (el 46 % del total de los activos poco líquidos) y, en menor medida, en las titulaciones (27 %) y en la renta fija no financiera (25 %). El 80 % del incremento de estos activos de escasa liquidez se produjo en la deuda financiera de menor calidad crediticia.

IIC inmobiliarias

En conjunto, las IIC inmobiliarias han experimentado ligeros avances en lo que va de año, aunque se observan diferencias notables entre los FII...

Durante el primer semestre las IIC inmobiliarias en conjunto han experimentado ligeros avances, de acuerdo con la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015. No obstante, la situación es muy dispar entre los distintos tipos de instituciones (fondos y sociedades).

... que han ido reduciendo su cartera durante los últimos años y previsiblemente se darán de baja en los próximos meses, y...

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), de los cuales llegó a haber un máximo de diez en 2007, fueron las instituciones que más sufrieron durante la crisis. Su número disminuyó hasta los tres que hay actualmente registrados en la CNMV. Estos tres fondos fueron reduciendo su cartera inmobiliaria progresivamente y finalizaron este proceso durante los primeros meses del año. A finales de julio su patrimonio ascendía a 360,4 millones de euros, un 2,6 % por debajo de la cifra de diciembre de 2016. La causa de esta contracción fue la rentabilidad negativa que han experimentado los FII durante los siete primeros meses, que en términos acumulados ha sido del -2,5 %. El número de partícipes, por su parte, se mantuvo prácticamente constante hasta julio, ligeramente por encima de los 3.900.

... las SII, cuyo patrimonio se incrementó un 2,4 % en el primer semestre del año.

En cuanto a las sociedades de inversión, permanecen siete activas, una más que a finales de 2016. Su patrimonio total creció un 2,4 %, hasta situarse en 724,3 millones de euros a finales de julio, mientras que el número de accionistas experimentó una contracción importante: pasó de 674 a 490. Este hecho tiene su origen en dos sociedades de inversión pertenecientes a la misma SGIIC, que durante el primer trimestre experimentaron una reducción del 65 % en el número de sus partícipes.

IIC de inversión libre

Tras varios años de duro ajuste, el segmento de IIC de IIC de inversión libre ha empezado a expandirse de nuevo...

La evolución de las principales magnitudes de las IIC de inversión libre durante el primer semestre del año muestra que el segmento de IIC puras de inversión libre siguió en expansión y que el segmento de IIC de IIC de inversión libre, que sufrió un duro ajuste durante la crisis, ha cambiado de tendencia y ha empezado a expandirse. Así, el número de estas últimas instituciones a mediados de año era de nueve, dos más que en diciembre de 2016, el número de partícipes se situaba en 2.426 (1.189 más) y el patrimonio ascendía a 328 millones de euros (34,3 millones más).

... una tendencia que se mantiene en las IIC de inversión libre puras, cuyo patrimonio supera ya los 2.000 millones de euros.

Por su parte, las IIC puras de inversión libre mantuvieron los avances observados en años anteriores. En junio el número de estas instituciones era de 45, cuatro más que en diciembre del año pasado, el número de partícipes era de 3.254 (324 más) y el patrimonio quedaba cerca de los 2.100 millones de euros (202 millones más). Se observa un elemento diferencial entre la evolución de las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre, que está relacionado con la rentabilidad de estas instituciones. Como se puede apreciar en el cuadro 13, esta es mucho más elevada en las

IIC de inversión libre, con rendimientos del 4,1 % y el 3 % en el primer y segundo trimestre, mientras que en las IIC de IIC estos rendimientos fueron muy pequeños o negativos.

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

CUADRO 13

	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	18	11	7	10	7	8	9
Participes	2.734	1.265	1.237	1.244	1.237	1.231	2.426
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	293,7	286,7	293,7	293,2	328,1
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,90	0,48	2,83	0,16	-1,16
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	37	37	41	40	41	41	45
Participes	2.819	3.089	2.930	2.916	2.930	3.080	3.254
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.889,2	1.793,0	1.889,2	1.972,0	2.091,3
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	4,32	3,62	2,51	4,08	3,00

Fuente: CNMV.

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

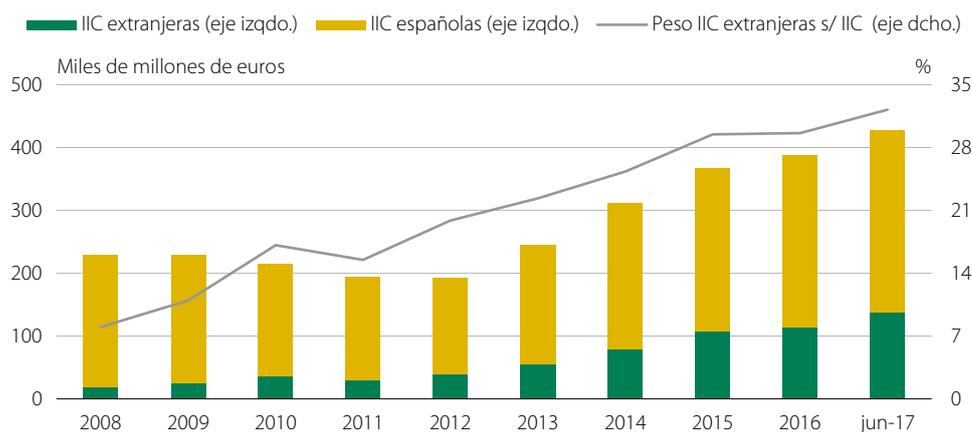
IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó con fuerza en 2012 (el volumen de inversión de ese año se había triplicado para 2015) y que pareció detenerse en 2016, ha continuado durante el primer semestre de 2017. Así, el patrimonio de estas instituciones creció un 19,4 % durante los seis primeros meses, hasta los 137.342 millones de euros. Como puede observarse en el gráfico 20, este volumen representa el 32,2 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, un porcentaje que no ha dejado de crecer desde 2011.

La expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España continuó en el primer semestre. Sus inversiones (137 mil millones de euros) suponen ya más del 32 % del patrimonio total de este sector.

Este incremento de la inversión de las IIC extranjeras se produjo tanto en los fondos como en las sociedades de inversión. El patrimonio de los primeros aumentó un 25,9 % durante el primer semestre de 2017, hasta situarse en 26.864 millones de euros. Las sociedades, por su parte, registraron un incremento patrimonial del 18 %, hasta los 110.477 millones. De forma similar a la evolución de la inversión, el número de inversores creció un 4 % en los fondos y un 8,5 % en sociedades. El número total de inversores se situó en 2,1 millones, un 7,5 % más que en diciembre de 2016. En cambio, el número de instituciones disminuyó en el caso de los fondos, concretamente en siete, hasta los 430. Pero esta cifra se vio más que compensada por el incremento del número de sociedades, que alcanzaron las 527, siendo 37 más que al cierre de 2016. De esta forma, a finales de junio había un total de 957 IIC extranjeras registradas en la CNMV. La mayoría de estas altas procedían de Luxemburgo e Irlanda, al igual que en años anteriores.

Se observaron avances tanto en el patrimonio de los fondos (25,9 %) como en el de las sociedades (18 %).



Fuente: CNMV.

Perspectivas

Los inversores tienen más recursos para invertir y, además, desean hacerlo en activos algo más arriesgados para obtener mayor rentabilidad, como los fondos de inversión, pero deben ser conscientes de sus características.

Las perspectivas relacionadas con la inversión colectiva son positivas pues, por una parte, los inversores disponen de una renta mayor para invertir como consecuencia del actual contexto de recuperación económica y, por otra, una parte sustancial de inversores está buscando alternativas más rentables a productos tradicionales como los depósitos bancarios, cuyos rendimientos son escasos en el entorno de tipos de interés tan reducidos. El mundo de la inversión colectiva ofrece una variedad tan amplia de productos en función del riesgo que se desea tomar que se ha convertido en una de las opciones preferidas por los inversores durante los últimos años. El hecho de que los fondos de renta variable, los fondos globales o los de retorno absoluto sean los que reciben mayores suscripciones confirma esta búsqueda de activos más rentables por parte de los inversores. En este contexto, es importante que los partícipes en fondos de inversión tengan la oportunidad de conocer suficientemente las características de los fondos en los que invierten. Estas tienen que ver no solo con las comisiones que deben desembolsarse, la rentabilidad y el riesgo esperado del producto sino también con las condiciones de liquidez del mismo. Conviene tener presente que un cambio de escenario en los mercados en el que se produzcan incrementos notables de los tipos de interés puede dar lugar a ventas de determinados activos, reduciendo la liquidez de algunas carteras más expuestas a determinados activos de renta fija y, en general, a activos financieros más complejos.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Sociedades y agencias de valores

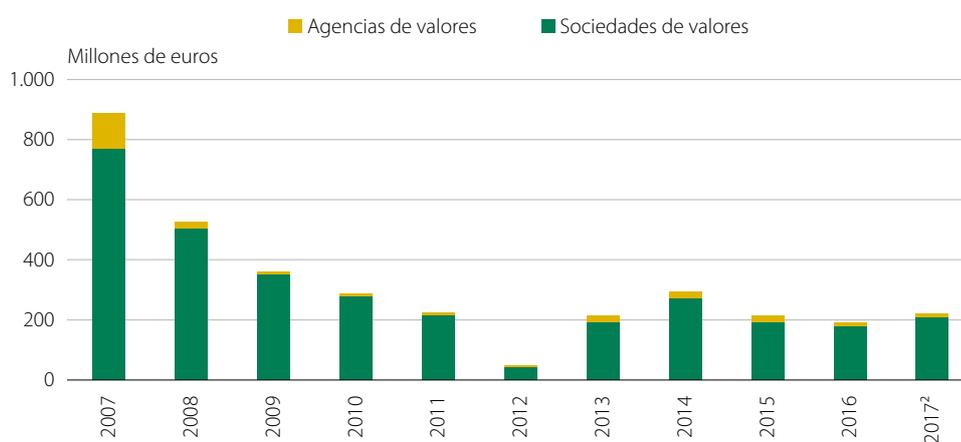
Los beneficios de las ESI disminuyeron un 6,7 % en 2017 (en términos anualizados) por el comportamiento más desfavorable de las sociedades de valores.

Como ha venido sucediendo en los dos últimos años, durante la primera mitad de 2017 las empresas de servicios de inversión (ESI) han desarrollado su actividad en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros. Así, entre enero y junio los beneficios agregados antes de impuestos ascendieron a 111,3 millones de euros, lo que supone una contracción interanual del 6,7 %. En términos anualizados, los beneficios muestran un leve incremento en comparación con la cifra de 2016,

debido a los débiles resultados de estos intermediarios durante la segunda mitad de ese año (véase el gráfico 21). El retroceso de los resultados en el primer semestre de 2017 estuvo causado por la evolución de las sociedades de valores (SV), las entidades de mayor peso dentro del sector, cuyos beneficios se redujeron un 8,6 %. Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores (AV) aumentó un 39 %. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 88²⁷, frente a las 83 de finales de 2016, ya que se produjeron seis altas, todas ellas de agencias de valores. Del total de entidades, cinco poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física (sucursal), la misma cifra que el año pasado, y 44 lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, cinco más que seis meses antes.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

- 1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera. Los resultados de 2017 son hasta junio, representados en su equivalencia anual para facilitar la comparación con años anteriores.
- 2 Datos anualizados.

Las sociedades de valores experimentaron una contracción de su actividad durante el primer semestre de 2017, que se plasmó en una reducción del beneficio agregado antes de impuestos del 8,6 %, hasta situarse en 104,8 millones de euros. Este importe representa más del 90 % de los beneficios totales del sector (véase el cuadro 14). La contracción tuvo su origen en el descenso de los ingresos procedentes de las inversiones financieras, que se han ido reduciendo de forma significativa los últimos años, y, en menor medida, de las comisiones percibidas. Los primeros se redujeron un 77,8 % con relación a las cifras del mismo periodo del año anterior, hasta los 20,2 millones de euros, mientras que las comisiones bajaron solo un 0,7 %, hasta situarse en 276,2 millones de euros. Las comisiones que más descendieron en términos absolutos fueron aquellas obtenidas por la tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en 120,1 millones de euros, un 6,8 % por debajo de las obtenidas en el mismo periodo de 2016. Estas comisiones, a pesar de seguir siendo las más relevantes para las SV con bastante distancia respecto a las demás, han ido reduciendo su peso relativo durante los últimos años hasta alrededor del 45 % (habían llegado a

Los resultados antes de impuestos de las SV cayeron un 8,6 % por el descenso de los ingresos de las inversiones financieras y de las comisiones percibidas.

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

alcanzar un 70 % del total en 2010). Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las originadas por la comercialización de IIC, crecieron un 9,4 %, hasta los 40,1 millones, mientras que las derivadas de la gestión de carteras alcanzaron los 25,5 millones de euros, más del doble que en el periodo enero-junio de 2016.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-17)

CUADRO 14

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-16	jun-17	% var.	jun-16	jun-17	% var.
1. Margen de intereses	38.447	49.527	28,8	392	818	108,7
2. Comisiones netas	191.507	199.702	4,3	51.128	55.773	9,1
2.1. Comisiones percibidas	278.225	276.224	-0,7	61.487	66.788	8,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	128.808	120.062	-6,8	13.647	10.759	-21,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	3.346	10.789	222,4	520	1.804	246,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	23.559	19.632	-16,7	296	355	19,9
2.1.4. Gestión de carteras	10.674	25.648	140,3	5.258	5.797	10,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	1.266	1.670	31,9	3.371	4.483	33,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.385	947	-31,6	40	0	-100,0
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	36.698	40.148	9,4	24.561	26.491	7,9
2.1.9. Otras	72.488	57.328	-20,9	13.795	17.099	24,0
2.2. Comisiones satisfechas	86.718	76.522	-11,8	10.359	11.015	6,3
3. Resultado de inversiones financieras	90.667	20.153	-77,8	-133	157	-
4. Diferencias de cambio netas	-40.353	4.109	-	-131	-358	-173,3
5. Otros productos y cargas de explotación	7.964	11.660	46,4	-618	-748	-21,0
MARGEN BRUTO	288.232	285.151	-1,1	50.638	55.642	9,9
6. Gastos de explotación	180.188	179.369	-0,5	45.058	48.100	6,8
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.926	6.776	14,3	1.022	892	-12,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	164	377	129,9	0	-3	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	101.954	98.629	-3,3	4.558	6.653	46,0
9. Otras ganancias y pérdidas	12.696	6.168	-51,4	154	-102	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	114.650	104.797	-8,6	4.712	6.551	39,0
10. Impuesto sobre beneficios	13.175	14.878	12,9	1.037	909	-12,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	101.475	89.919	-11,4	3.675	5.642	53,5
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	101.475	89.919	-11,4	3.675	5.642	53,5

Fuente: CNMV.

Las diferencias de cambio netas y las comisiones satisfechas repercutieron positivamente en la cuenta de resultados de las SV.

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, los efectos positivos derivados tanto de la reducción de las comisiones satisfechas (en un 11,8 %) como del cambio de signo de las diferencias de cambio netas (de ser negativas por valor de 40 millones pasaron a ser de 4 millones) hicieron que el margen bruto se situara a finales de junio en 285,1 millones de euros, un 1,1 % inferior al de junio de 2016. Por último, el resultado de explotación, tras mantenerse los gastos de explotación prácticamente constantes, experimentó una reducción del 3,3 %, hasta los 98,6 millones de euros, por el incremento de las amortizaciones.

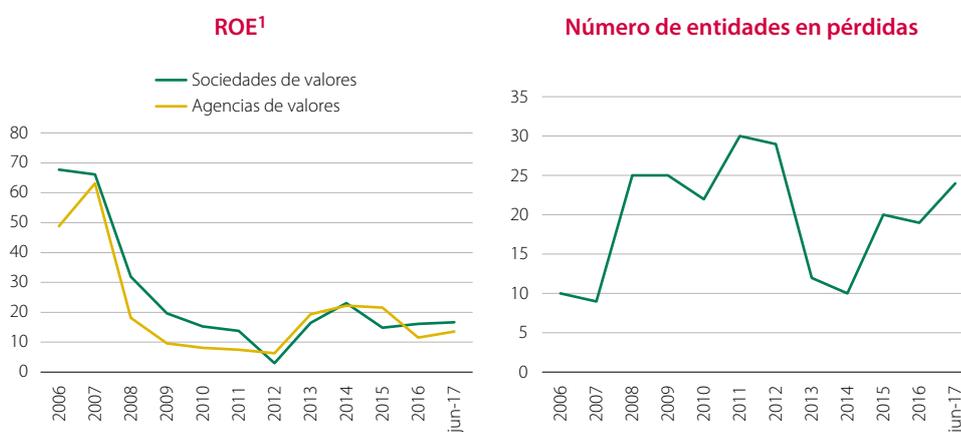
Las agencias de valores (AV), al contrario que las SV y tras dos años de retrocesos, mostraron una mejora de los beneficios agregados antes de impuestos del 39 % durante el primer semestre, hasta los 6,6 millones de euros. La causa principal de estos buenos resultados se encuentra en el aumento de los ingresos procedentes de las comisiones, especialmente de aquellas relacionadas con la comercialización de IIC, las más cuantiosas en el caso de las AV, con un avance del 7,9 %, hasta los 26,5 millones de euros. En cambio, las comisiones derivadas de la tramitación y ejecución de órdenes, igual que sucedía en el caso de las SV, fueron las que más se redujeron, situándose al cierre del primer semestre en 10,8 millones de euros, un 21,2 % menos que en el mismo periodo de 2016. Cabe mencionar que las comisiones por gestión de carteras, que han pasado a ser las terceras en importancia, experimentaron un avance del 10,3 %, hasta los 5,8 millones. Como consecuencia de todo ello, el margen bruto agregado del primer semestre se incrementó un 9,9 %, hasta los 55,6 millones de euros, que, unido a un aumento menor de los gastos de explotación (6,8 %, hasta los 48,1 millones de euros), hizo que el resultado de explotación experimentara un avance del 46 %, hasta los 6,7 millones de euros.

En cambio, los beneficios antes de impuestos de las AV se incrementaron un 39 % en el primer semestre por el buen comportamiento de las comisiones. Se interrumpe así la tendencia negativa de los dos últimos años.

A pesar del comportamiento desfavorable de los resultados, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de ESI experimentó un ligero incremento entre finales de 2016 y mediados de 2017, al pasar del 16 % al 16,4 %. El mayor avance se produjo en las agencias de valores, cuya rentabilidad pasó del 11,5 % al 13,6 %, mientras que en el caso de las sociedades de valores el aumento fue más moderado, pasando de un 16,2 % a un 16,6 % (véase el panel izquierdo del gráfico 22).

A pesar de la disminución de los beneficios, la rentabilidad del conjunto de las ESI aumentó ligeramente entre diciembre de 2016 y junio de 2017.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

A la par que el retroceso de los beneficios experimentado por el sector, el número de entidades en pérdidas se incrementó durante el primer semestre hasta 24, cinco más que a finales del año pasado. En concreto, había nueve sociedades de valores en pérdidas, dos más que en diciembre, y 15 agencias de valores, tres más que en esa misma fecha (véase el panel derecho del gráfico 22). El valor total de las pérdidas acumulado durante los dos primeros trimestres ascendió a 26 millones de euros, frente a los 16,2 millones en el mismo periodo del ejercicio anterior.

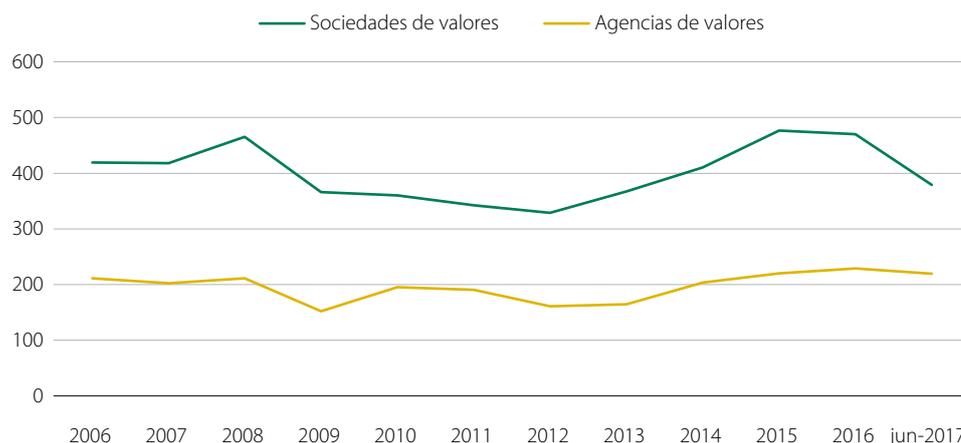
El número de entidades en pérdidas era de 24 a mediados de año, cinco más que a finales de 2016.

Las condiciones de solvencia del sector en términos agregados continuaron siendo satisfactorias a pesar de la disminución del exceso de recursos propios durante el primer semestre del año.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en términos relativos durante el primer semestre de 2017, a pesar de que el margen de solvencia (definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles) de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia²⁸ se redujo tanto para las sociedades como para las agencias de valores. Así, entre diciembre de 2016 y junio de 2017, esta ratio pasó de 4,7 a 3,8 para las SV y de 2,3 a 2,2 para las AV (véase el gráfico 23).

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

Con la información de todas las EAFI registradas en la CNMV, podemos confirmar la expansión del sector en 2016 con un incremento del patrimonio asesorado del 12,6 %.

En el número anterior de este informe (correspondiente al mes de abril), se proporcionó un avance de la evolución del sector con información del 94 % de las EAFI registradas en la CNMV. En este número se ofrece una actualización de estas cifras una vez incorporada toda la información, que muestra pocos cambios en relación con dicho avance. Así, la expansión del sector de EAFI fue notable en 2016, con seis entidades más (hasta 160) y un incremento del patrimonio asesorado del 12,6 %, hasta los 28,6 mil millones de euros (casi el doble de la cifra de 2012). La distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes fue muy parecida a la del año anterior: los clientes minoristas representaban un 26,6 %, los profesionales un 19,8 % y las contrapartes elegibles²⁹ (epígrafe «Otros») un 53,6 %. Finalmente, y a pesar del incremento del patrimonio gestionado, los ingresos por comisiones se contrajeron un 7,9 % por la disminución de aquellas que se obtienen directamente de los clientes (-10,1 %).

28 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. En concreto, 12 de las 83 empresas de servicios de inversión estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

29 «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	2014	2015	2016	% var. 16/15
NÚMERO DE ENTIDADES	143	154	160	3,9
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	21.379.858	25.366.198	28.555.839	12,57
Clientes minoristas	5.707.640	6.777.181	7.592.441	12,03
Clientes profesionales	4.828.459	5.109.979	5.657.508	10,71
Otros	10.843.759	13.479.037	15.305.890	13,55
NÚMERO DE CLIENTES^{1,2}	4.635	5.544	5.899	6,40
Clientes minoristas	4.319	5.156	5.480	6,28
Clientes profesionales	276	319	326	2,19
Otros	40	69	93	34,78
INGRESOS POR COMISIONES³	47.616	56.726	52.244	-7,90
Comisiones percibidas	47.037	55.781	51.508	-7,66
De clientes	37.940	45.180	40.640	-10,05
De otras entidades	9.098	10.602	10.868	2,51
Otros ingresos	579	945	736	-22,12
PATRIMONIO NETO	26.454	25.107	24.402	-2,81
Capital social	5.576	5.881	6.834	16,20
Reservas y remanentes	8.993	7.585	11.697	54,21
Resultado del ejercicio ²	11.885	11.531	7.965	-30,93
Resto de fondos propios	-	110	-2.094	-

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

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

3 Datos acumulados del periodo.

Perspectivas

Los menores volúmenes de contratación en los mercados regulados españoles y la creciente competencia de las entidades de crédito nacionales en las actividades que tradicionalmente llevan a cabo las empresas de servicios de inversión han afectado de forma importante a las principales líneas de negocio de estas entidades durante los dos últimos ejercicios, después de algunos años de crecimiento. Especialmente se han visto afectados los ingresos derivados de la contratación en los mercados de renta variable y de la tramitación y ejecución de órdenes. El primero de los factores puede tener un cierto carácter transitorio, de manera que los volúmenes de negociación pueden volver a aumentar a medida que se vayan disipando los diferentes tipos de incertidumbres presentes en los mercados. El segundo factor tiene un carácter más estructural y puede continuar lastrando la actividad de las ESI. Los incrementos observados en los ingresos por comercialización de IIC y por la gestión de carteras parecen indicar que las ESI estarían en la línea de reorientar su modelo de negocio modificando su estructura de ingresos por comisiones.

El negocio de las ESI se ve afectado tanto por factores de carácter temporal (el descenso de la negociación) como por otros de carácter más permanente (la competencia de las entidades de crédito). Por tanto, no descartamos que una parte del sector tenga que reorientar sus principales líneas de negocio a medio plazo.

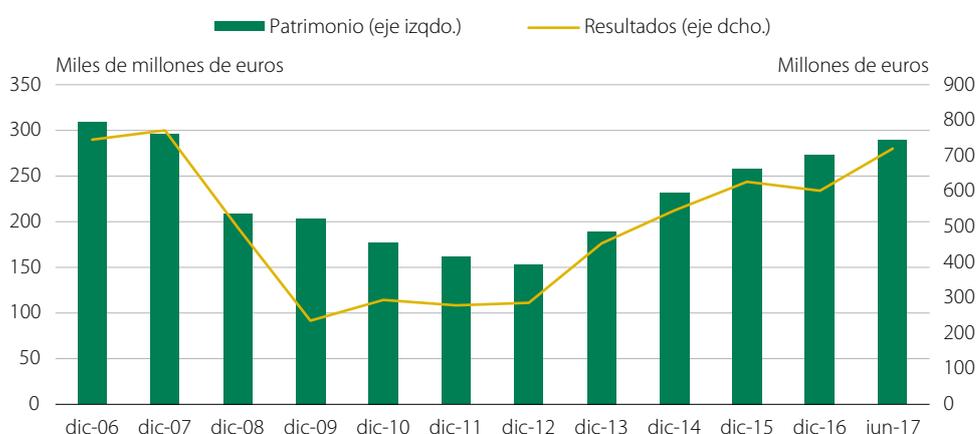
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Las sociedades gestoras de IIC se han vuelto a beneficiar del incremento del patrimonio de las IIC (un 5,7 % entre enero y junio)...

Las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se han vuelto a beneficiar de una expansión del patrimonio gestionado, una tendencia que se mantiene desde 2013. Este patrimonio se situaba a mediados de 2017 en 288 mil millones de euros, un 5,7 % más que en diciembre de 2016 (véase el gráfico 24), un nivel muy superior a los mínimos alcanzados durante la crisis (153 mil millones) y cercano a los registros máximos anteriores a la misma (308 mil millones). Cabe destacar que el avance del patrimonio tuvo su origen exclusivamente en el incremento del patrimonio de los fondos de inversión, pues el de las sociedades de inversión disminuyó un 0,7 % en el primer semestre.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

... que ha permitido un aumento de los beneficios antes de impuestos cercano al 20 %.

El incremento del patrimonio gestionado permitió que los beneficios agregados de las SGIIC antes de impuestos crecieran casi un 20 % entre enero y junio, hasta situarse en 720 millones de euros (en términos anualizados), y que la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) pasara del 55 % en diciembre de 2016 al 69,2 % en junio de 2017. Los ingresos por comisiones de gestión experimentaron un crecimiento del 6,7 %, hasta los 2.500 millones de euros, favorecidos por el leve incremento de la comisión media de gestión, que pasó del 0,86 % a finales de 2016 al 0,87 % en junio de este año. Este pequeño aumento se explica por la recomposición del patrimonio de los fondos hacia categorías que implican un riesgo mayor y que, en general, llevan asociadas comisiones más altas. Por otra parte, a pesar de la mejora de los beneficios agregados, su distribución no fue homogénea entre las entidades pues el número de SGIIC en pérdidas se incrementó en dos entre enero y junio, hasta un total de 15. Sin embargo, el volumen de las pérdidas fue menor (3,16 millones de euros frente a 7,37 en diciembre de 2016).

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
jun-17 ²	288.552	2.504	0,87	59,64

Fuente: CNMV.

1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

Los datos del registro de la CNMV indican que la disminución del número de gestoras que comenzó a raíz del proceso reorganizativo del sistema financiero español durante la crisis ha finalizado. La fuerte expansión de la industria de la inversión colectiva durante los últimos años ha propiciado la creación de nuevas gestoras. Así, entre enero y agosto de este año, el número de estas entidades aumentó en seis como consecuencia de siete altas y una baja, hasta un total de 107 SGIIC. Todas las nuevas gestoras eran independientes excepto una, que pertenecía a un banco.

El número de SGIIC ha vuelto a aumentar en 2017, consolidándose la recuperación del año pasado.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abrió la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital-riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 42 vehículos de nueva tipología, nueve de ellos durante los primeros seis meses de 2017 (véase el cuadro 17). Así, a finales de junio de este año, había doce fondos de capital-riesgo pyme, dos fondos de capital-riesgo europeos, catorce sociedades de capital-riesgo pyme y catorce entidades de inversión colectiva cerrada (dos fondos y doce sociedades).

En el primer semestre de 2017 continuó el crecimiento del número de entidades de capital-riesgo, tanto de los nuevos vehículos que se pueden crear al amparo de la Ley 22/2014 (nueve más)...

En relación con los vehículos tradicionales, en el primer semestre de 2017 se produjeron once altas y tres bajas de fondos de capital-riesgo (FCR), por lo que a finales de junio había 174, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital-riesgo fue de ocho y tres, respectivamente, hasta las 104. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital-riesgo (ECR) a 30 de junio (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 306, frente a las 291 de finales de 2016. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 14 vehículos de tipo cerrado y 86 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido ocho altas y tres bajas entre enero y junio.

... como de los tradicionales (ocho fondos de capital-riesgo más y cinco sociedades). El número de gestoras también aumentó en cinco durante el primer semestre del año.

	Situación a 31/12/2016	Altas	Bajas	Situación a 30/06/2017
Entidades				
Fondos de capital-riesgo	166	11	3	174
Fondos de capital-riesgo pyme	11	1	0	12
Fondos de capital-riesgo europeos	2	0	0	2
Sociedades de capital-riesgo	99	8	3	104
Sociedades de capital-riesgo pyme	13	1	0	14
Total entidades de capital-riesgo	291	21	6	306
Fondos de inversión colectiva cerrados	1	1	0	2
Sociedades de inversión colectiva cerradas	6	6	0	12
Total entidades de inversión colectiva cerradas	7	7	0	14
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	81	8	3	86

Fuente: CNMV.

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

El patrimonio de las ECR creció un 2,5 % en 2016...

A lo largo de 2016 el patrimonio de las ECR se incrementó un 2,5 %, hasta situarse en 7.949 millones de euros. Este avance se debió exclusivamente a los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 11,3 %, hasta los 4.835 millones de euros, en parte por el elevado número de altas producido. En cambio, las sociedades experimentaron una contracción patrimonial del 8,6 %, hasta alcanzar los 3.114 millones.

En cuanto a los fondos de capital-riesgo (se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, en este caso los fondos pymes y los europeos), se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2016. Por un lado, se incrementó de forma importante la inversión realizada por las IIC, que pasó de ser prácticamente residual en 2015 (65 millones de euros) a situarse en 358 millones de euros. También destacó el aumento de la inversión realizada por las entidades extranjeras, que creció un 41,2 %, hasta los 880 millones de euros, lo que las convierte en el inversor principal en la cartera de los fondos de capital-riesgo (véase el cuadro 18). En el lado opuesto, destacó la reducción de la inversión de las ECR extranjeras, que fue del 33,1 %, hasta los 242 millones de euros y, en menor medida, la de las administraciones públicas, que lo hizo un 6,3 % y se situó en 663 millones de euros.

El patrimonio de las SCR disminuyó un 8,6 % en 2016. La inversión de los bancos en estas entidades disminuyó de forma significativa (un 55 %), repitiendo el patrón del año anterior.

En las sociedades de capital-riesgo (como el caso de los fondos, están incluidas también las sociedades de capital-riesgo pymes), los dos tipos de inversores más relevantes, las empresas no financieras y otras empresas financieras, aumentaron ligeramente su inversión un 2,4 % y un 1,8 %, hasta alcanzar los 880 y 998 millones de euros, respectivamente. Por su parte, los bancos, como ya sucedió el año anterior, redujeron su inversión en este tipo de entidades de forma sustancial en 2016, concretamente un 55,6 %, hasta los 225 millones (su inversión había llegado a superar los 1.600 millones en 2013). Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, la presencia de las personas físicas se situó en el 8,3 % del patrimonio total en los fondos, mientras que en el caso de las SCR fue de un 8 %, cifras ligeramente superiores a las de 2015.

Importes en millones de euros	Fondos		Sociedades	
	2015	2016	2015	2016
Personas físicas				
Residentes	317,73	390,59	99,72	100,82
No residentes	6,78	13,19	153,31	148,56
Personas jurídicas				
Bancos	291,86	207,90	506,93	225,34
Cajas de ahorros	49,98	42,05	21,98	12,82
Fondos de pensiones	541,92	594,81	26,20	28,10
Compañías de seguros	208,17	264,54	43,75	51,31
Sociedades y agencias de valores	1,34	2,02	0,22	0,34
Instituciones de inversión colectiva	65,43	358,24	3,96	6,41
Entidades de capital-riesgo nacionales	166,44	196,59	45,31	112,81
Entidades de capital-riesgo extranjeras	362,37	242,30	0,00	0,00
Administraciones públicas	707,28	663,06	407,61	409,73
Fondos soberanos	31,74	4,63	0,00	0,00
Otras empresas financieras	306,25	378,21	980,31	998,24
Empresas no financieras	463,59	459,55	859,57	880,05
Entidades extranjeras	623,07	879,82	114,67	92,86
Otros	201,91	137,84	142,96	46,13
TOTAL	4.345,86	4.835,34	3.406,50	3.113,52

Fuente: CNMV.

Los datos preliminares del primer semestre de 2017 facilitados por ASCRI indican que el sector mantuvo la tendencia expansiva iniciada a mediados de 2016, después de un primer semestre y últimos meses de 2015 marcados por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. Precisamente estas últimas, conocidas como *megadeals* y caracterizadas por tener un importe superior a los cien millones de euros, han evolucionado de forma muy positiva en el semestre, con un total de ocho operaciones, todas ellas cerradas por operadores internacionales. Solo ellas concentraron el 66,5 % del volumen total invertido, que alcanzó los 3.046 millones de euros, cifra muy similar a la del segundo semestre de 2016, pero que multiplica por tres el dato del primer semestre de ese mismo año. Por otro lado, las operaciones de tamaño mediano (o *middle market*, de entre diez y cien millones de euros) también experimentaron un avance importante, con un incremento de la inversión entre enero y junio del 61 % respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que las operaciones más reducidas (hasta cinco millones) siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 84 %.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases de semilla y arranque) concentraron la mayoría de las operaciones, con un total de 205, aunque lejos de las 436 de la segunda mitad de 2016. En términos de volumen, la inversión en *buy-outs* destacó por encima del resto, con un 62 % del total invertido. Por otra parte, la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) siguió mostrando resultados muy positivos, con más de mil millones captados por parte de los operadores nacionales privados en el primer semestre.

Los datos preliminares del primer semestre de 2017 facilitados por ASCRI revelan una fuerte expansión del sector de capital-riesgo por el buen comportamiento de las operaciones de gran tamaño.

Las inversiones en venture capital (fases de semilla y arranque) concentraron la mayoría de las operaciones.

Las perspectivas para el sector son favorables pues se espera cerrar con éxito varias operaciones importantes antes de que finalice el año.

Las perspectivas para el sector, al menos para lo que resta de año, son muy positivas, con varias operaciones importantes todavía abiertas que previsiblemente se cerrarán a lo largo de este año. Además, FOND-ICO Global ha lanzado en julio la novena convocatoria para impulsar el *fundraising* y se prevé una décima en 2018.

Ciberseguridad en los mercados de valores

RECUADRO 4

La ciberseguridad se ha convertido ya en una de las principales preocupaciones de las autoridades y las empresas en todo el mundo. El sector financiero no es una excepción; al contrario, se ha convertido en un sector clave para la adopción de medidas de protección puesto que en él las amenazas cibernéticas pueden tener un impacto fuerte.

El sector financiero cuenta ya con algunas experiencias, afortunadamente limitadas en sus efectos, que acreditan el daño de los ataques cibernéticos y la necesidad de prevenirlos. Así, por ejemplo, en octubre de 2017 la Securities and Exchange Commission (SEC) reconoció que en 2016 se produjo en Estados Unidos una brecha de seguridad en su sistema de reporte de información financiera de empresas cotizadas (denominado EDGAR), que podría haber conllevado la utilización de información confidencial y del que la SEC no tuvo constancia hasta septiembre de 2017. Otro ejemplo reciente es el de la empresa de análisis de crédito Equifax, que opera en 23 países, entre ellos España, donde gestiona la lista de titulares de créditos impagados de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (ASNEF), y posee información crediticia sobre 200 millones de clientes. El pasado 7 de septiembre, debido a una deficiencia grave de su página web, fue objeto de un ataque que permitió el acceso a datos confidenciales. La entidad fue extorsionada con la amenaza de difundir la información confidencial de sus clientes si no hacía frente a un rescate. Desde que se conoció la noticia la compañía ha perdido el 30 % de su valor bursátil, debido entre otros factores al coste reputacional del ataque. Su presidente dimitió el 26 de septiembre.

Así pues, resulta esencial que la ciberseguridad figure entre las prioridades de los supervisores financieros, puesto que los ciberataques pueden perturbar el correcto funcionamiento de los mercados, afectar a la estabilidad financiera y sustraer información confidencial de los inversores y de las entidades financieras. Las infraestructuras de los mercados (plataformas de negociación, cámaras de contrapartida central, sistemas de liquidación y registro) cuentan desde hace tiempo con planes de ciberseguridad avanzados y específicos, realizados bajo la coordinación de diversos organismos nacionales e internacionales. Pero esta es una tarea en continua evaluación y evolución, a la que van a ir incorporándose en otra escala las empresas de servicios de inversión y gestoras de fondos.

Las infraestructuras de los mercados (negociación y poscontratación) se consideran críticas a efectos de ciberseguridad tanto en España como en el resto de países. En particular, un ciberataque a las infraestructuras de poscontratación (registro, pagos y contraparte central) puede generar eventos de importancia sistémica y efectos prolongados que presentarían una reversibilidad y recuperación más lentas que aquellos producidos en los sistemas de contratación.

Sin adoptar las medidas adecuadas, la tecnología asociada y la interoperabilidad de las infraestructuras de los mercados con otras plataformas y con sus participantes podrían facilitar la vía de entrada para la materialización de esas amenazas cibernéticas, así como la propagación y ampliación de sus efectos.

La ciberseguridad de las infraestructuras críticas es un asunto de seguridad nacional en la mayoría de los países avanzados, incluida España. En el ámbito de los mercados de valores, los foros internacionales de regulación como IOSCO y las asociaciones de la industria financiera como SIFMA han puesto ya de manifiesto que la ciberseguridad se encuentra entre sus máximas prioridades. Para hacer frente a este reto es necesaria una urgente y adecuada dotación de capital humano con marcado perfil tecnológico en las entidades supervisoras. Tal necesidad se ve reforzada además por el desarrollo creciente de las actividades del denominado *fintech* en el sector financiero.

La naturaleza de las amenazas cibernéticas está en continua evolución, por lo que su aproximación reguladora y supervisora debe revisarse también de forma continua. La cooperación internacional y el intercambio de información y experiencias (*cyber intelligence*) son elementos clave de la estrategia para lograr una mayor seguridad.

El Comité sobre Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) del BIS e IOSCO han abordado a lo largo de los últimos años, con la ayuda de grupos de trabajo específicos, la importancia de la ciberseguridad para las infraestructuras de los mercados financieros. Especialmente relevante es el esfuerzo conjunto de ambas organizaciones plasmado en el documento hecho público en junio de 2016 «Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures», cuyo objetivo es mejorar la resiliencia cibernética de las infraestructuras de los mercados. El documento deja claro que no busca establecer nuevos principios para las infraestructuras sino proporcionar una mejor guía y concreción a los principios ya existentes sobre gobierno (principio 2), marco de gestión de riesgos (principio 3), finalidad (principio 8), riesgo operacional (principio 17) e interconexiones (principio 20).

El documento de CPMI-IOSCO complementa otro previo de IOSCO publicado en abril de 2016, «Cyber Security in securities markets. An international perspective», que ofrece una visión de las diferentes aproximaciones reguladoras que los miembros de IOSCO han puesto en práctica hasta la fecha. Recientemente se ha creado un grupo de trabajo específico en IOSCO del que la CNMV formará parte, que incluye diversos ámbitos de actuación y cooperación con la industria y que realizará ejercicios y pruebas de resiliencia. El marco de actuación de IOSCO en materia de ciberseguridad se basa en cinco puntos:

1. **Gobernanza.** Se refiere a todos los acuerdos y procedimientos que la infraestructura ha puesto en práctica para gestionar los ciberriesgos. Las medidas no deben limitarse a aspectos técnicos sino que deben incluir a las personas; en concreto, la dirección y el consejo de la entidad serán los responsables últimos de establecer y hacer cumplir el plan de ciberseguridad.
2. **Identificación.** El objetivo es detectar aquellos procesos y operaciones críticos de la infraestructura que deben protegerse de manera prioritaria frente a los

ciberataques. Esta identificación permite priorizar la utilización de los recursos y deberá incluir los sistemas de gestión y ejecución de órdenes, los sistemas de gestión de riesgos, de supervisión y de difusión de información.

De nuevo se destaca la necesidad de involucrar en las tareas de ciberseguridad al mayor número posible de personas de la organización e incluso de crear un comité con representantes de sistemas de información, líneas de negocio, jurídicos, recursos humanos, comunicación y gestión de riesgos. La mayoría de las plataformas de negociación incluidas en el documento citado cuentan con la figura de un director de seguridad de la información (Chief Information Security Officer).

3. **Protección.** Las infraestructuras deben implantar mecanismos de control de acuerdo con los estándares más exigentes en materia de ciberseguridad. Las medidas pueden ser organizativas, como la creación de centros de seguridad de las operaciones, o técnicas, como antivirus y sistemas de prevención de intrusos.
4. **Detección.** Capacidad para reconocer potenciales incidentes o detectar que se ha cometido una ruptura de seguridad en los sistemas.
5. **Respuesta y recuperación.** Capacidad de la infraestructura para continuar con sus funciones, restaurar los sistemas críticos tras un ataque y reducir el riesgo sistémico que generaría una interrupción en su actividad.