

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



## Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	15
	2.1 La evolución económica y financiera internacional	15
	2.2 La evolución económica y financiera nacional	25
	2.3 Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
	3.1 Los mercados bursátiles	34
	3.2 Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	51
	4.1 Vehículos de inversión	51
	4.2 Empresas de servicios de inversión	58
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	63
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	64

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	El abandono gradual de los estímulos monetarios en EEUU y su impacto en los países emergentes	23
Recuadro 2:	Los fondos de activos bancarios	28
Recuadro 3:	Establecimiento de una pre-LOU ( <i>Local Operating Units</i> ) en España: el papel del Registro Mercantil	37
Recuadro 4:	Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA relativas a las evaluaciones de los acuerdos de interoperabilidad entre entidades centrales de contrapartida	42
Recuadro 5:	Requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR)	49
Recuadro 6:	Dictamen de ESMA sobre prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos	57



# 1 Resumen ejecutivo

- Durante los últimos meses de 2013 y los primeros de 2014, la actividad económica tendió a fortalecerse en la mayoría de las economías avanzadas, mientras que dio síntomas de agotamiento en varias economías emergentes. En EEUU, la Reserva Federal continuó con su programa de reducción de estímulos monetarios, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterado el tono de su política monetaria, a pesar del incremento del riesgo de deflación percibido por algunos analistas. Los mercados financieros internacionales se vieron afectados a lo largo del primer trimestre del año por las turbulencias observadas en algunas economías emergentes, por la debilidad de diversos indicadores en China y por la tensión política existente entre Rusia y Ucrania.
- En este contexto, los principales índices de renta variable invirtieron la tendencia alcista de los últimos meses y acabaron mostrando, en términos generales, retrocesos en el acumulado del primer trimestre del año<sup>1</sup>. En los mercados de deuda, las rentabilidades de las principales referencias descendieron durante los tres primeros meses del año.
- El PIB de la economía española empezó a crecer desde el tercer trimestre de 2013. El análisis de los principales componentes del PIB pone de manifiesto la tendencia hacia un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior. Por su parte, los datos más recientes relacionados con el mercado laboral sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin. En este contexto, la tasa de inflación ha descendido hasta niveles cercanos a cero, como consecuencia de la debilidad de la demanda, la caída de los precios de la energía y la desaparición del efecto base del IVA. En materia presupuestaria, el nivel de deuda pública finalizó 2013 en el 93,9% del PIB, mientras que el déficit público sigue siendo muy elevado. El crecimiento del PIB en 2014 podría ser cercano al 1%.
- El programa de asistencia al sector bancario español –en el que destacó el traspaso de los activos dañados a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) y el aumento de las provisiones de las entidades– concluyó de forma satisfactoria en enero de 2014. Sin embargo, el sector sigue afrontando retos considerables derivados fundamentalmente de la debilidad de la recuperación económica, que continúa deteriorando la calidad de los activos del sistema. A su favor, la mejora de la cuenta de resultados y el descenso de sus necesidades de financiación, que ha reducido la apelación al Eurosistema.

---

1 La fecha de cierre del informe es el 14 de marzo.

- El beneficio agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras se situó en 11.149 millones de euros en 2013, un 7,3% más que en 2012. Por sectores, destacó el crecimiento del beneficio de las sociedades del sector del comercio y los servicios y la reducción de las pérdidas de las empresas de la construcción y las inmobiliarias. Por su parte, el nivel agregado de las deudas de estas sociedades cayó un 10%, hasta los 270 mil millones de euros, lo que originó un leve descenso de la ratio de apalancamiento, que pasó de 1,41 a 1,38.
- En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones, que se habían incrementado notablemente durante la segunda mitad de 2013, se vieron afectadas por la inestabilidad de algunas economías emergentes y por las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania durante el primer trimestre del año. En este contexto, el Ibex 35 perdió un 1,1% de su valor, pero los índices de las empresas de capitalización media y pequeña siguieron creciendo. Las condiciones de volatilidad y de liquidez del mercado de renta variable continuaron siendo favorables y se registró un incremento del 16,6% en los volúmenes de contratación, en contraste con los retrocesos de los últimos años.
- Los mercados domésticos de renta fija continuaron reflejando el descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos y la mejora de las perspectivas económicas nacionales, mediante nuevas caídas en las rentabilidades de la deuda pública y privada y en las primas de riesgo de crédito durante el primer trimestre del año. La diferencia entre la rentabilidad del bono español de deuda pública a largo plazo y la del bono alemán disminuyó desde los 220 puntos básicos (p.b.) en diciembre de 2013 hasta los 180 p.b. a mediados de marzo. La mejora de la percepción de riesgo de crédito de la economía, y del sector público en particular, fue corroborada por la agencia de calificación crediticia Moody's, que elevó el *rating* de la deuda soberana desde el nivel Baa3 hasta el nivel Baa2 a finales de febrero, el primer movimiento en esta dirección desde el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa. El volumen de las emisiones de deuda privada fue reducido durante los primeros meses del año, debido a las menores necesidades de financiación de las entidades financieras.
- Después de cinco años de retrocesos, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26% en 2013, hasta los 156,7 mil millones de euros. Tres cuartas partes de este aumento fueron originadas por las suscripciones netas de los partícipes, que superaron los 24 mil millones de euros, y el resto por la revalorización de la cartera de estas instituciones. El número de partícipes volvió a superar la cifra de cinco millones. También fue relevante la expansión del patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España, que se situó en 55 mil millones a finales de 2013 (un 44% superior al de 2012). El mejor tono de la industria dio lugar a un incremento notable del importe de los beneficios de las sociedades gestoras de IIC (+58%) y a un descenso significativo del número de entidades en pérdidas, que pasó de 28 en 2012 a 11 en 2013.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) también fue favorable durante 2013 debido a la mejor evolución de las principales líneas de negocio de estas entidades: la contratación en los mercados, la comercialización de IIC, el asesoramiento financiero y el negocio de gestión de carteras. Como en la industria de la inversión colectiva, tras cinco años de retrocesos, en

2013 se observaron avances notables en las principales magnitudes de este sector: los beneficios antes de impuestos se cuadruplicaron (hasta los 217 millones de euros), el número de entidades en pérdidas se redujo (de 31 en 2012 hasta 12 en 2013) y los márgenes de solvencia continuaron siendo holgados. La expansión del negocio de las EAFI también fue significativo, ya que el volumen del patrimonio asesorado se incrementó un 19%, hasta los 17,6 mil millones de euros. En conjunto, las perspectivas del sector son favorables, si bien cabe tener presente el aumento de la competencia que las ESI están sufriendo por parte de otras entidades que prestan servicios de inversión, como las entidades de crédito nacionales u otras ESI extranjeras autorizadas para realizar su actividad en España.

- El informe contiene seis recuadros monográficos:
  - El primer recuadro aborda el impacto de la disminución de los estímulos monetarios en EEUU sobre los mercados financieros emergentes.
  - El segundo recuadro resume las principales características de los fondos de activos bancarios (FAB), patrimonios cerrados sin personalidad jurídica que forman parte de los instrumentos de la SAREB en el proceso de desinversión de activos.
  - El tercer recuadro expone el papel del Registro Mercantil en España como entidad de emisión y gestión de los identificadores que forman parte del código universal de identificación de entidades jurídicas (LEI, por sus siglas en inglés), impulsado por el G-20 y en fase de desarrollo.
  - El cuarto recuadro describe el contenido de las directrices publicadas por ESMA relativas a las evaluaciones de los acuerdos de interoperabilidad entre entidades centrales de contrapartida, que la CNMV aplica desde septiembre.
  - El quinto recuadro detalla la entrada en vigor de los requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR).
  - Finalmente, el sexto recuadro contiene los principales elementos del dictamen de ESMA sobre las prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

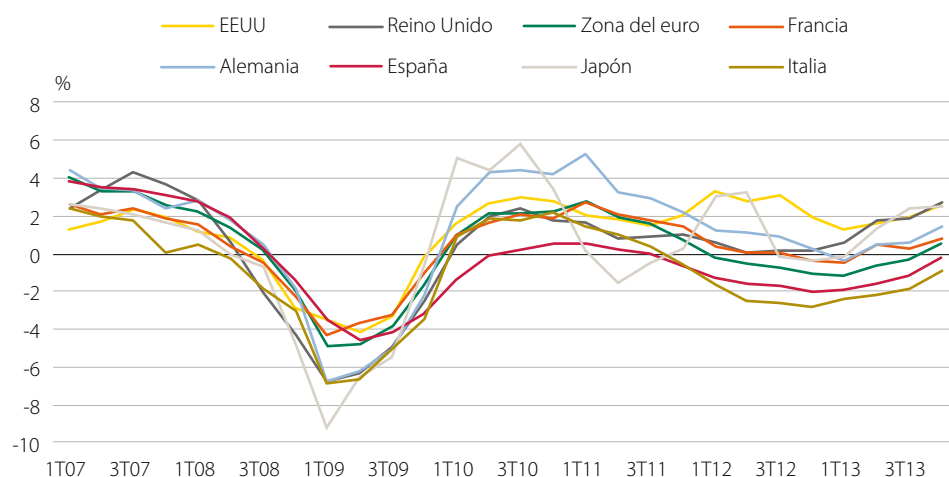
Los últimos datos de actividad correspondientes al cuarto trimestre de 2013 confirmaron la senda de recuperación en la mayoría de las economías avanzadas. Como en trimestres anteriores, los crecimientos más elevados del PIB siguieron produciéndose en EEUU y en el Reino Unido, con tasas anuales cercanas o superiores al 2,5% a finales del ejercicio, mientras que en los países de la zona del euro la variación del

*La actividad continuó ganando fuerza en la mayoría de las economías avanzadas durante los últimos meses de 2013...*

PIB fue mucho más reducida. Con todo, el PIB agregado de esta zona aumentó en términos anuales un 0,5% en el cuarto trimestre de 2013, después de siete trimestres en terreno negativo, y se observó una mejora generalizada en la actividad de la mayoría de sus economías, incluso en las de aquellas más frágiles (véase gráfico 1).

**Producto Interior Bruto, tasas de variación anual**

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

*...en un marco en el que las expectativas de inflación siguieron siendo reducidas, particularmente en la zona del euro.*

La evolución de los precios de las economías avanzadas a lo largo de los últimos meses pone de manifiesto la ausencia de presiones inflacionistas en estas áreas. En la zona del euro, donde la inflación ha caído con gran rapidez, se percibe incluso un cierto riesgo de deflación por parte de algunos analistas. La variación anual del IPC de la zona del euro, que se situaba cerca del 3% a finales de 2011, ha descendido hasta niveles inferiores al 1% desde hace varios meses como consecuencia de la debilidad de la demanda interna, en un contexto de moderación en los precios de las materias primas<sup>2</sup>.

*En Japón la inflación aumentó como consecuencia de la expansión monetaria, hasta niveles similares a los de otras economías avanzadas.*

El único incremento relevante de la inflación dentro de las economías avanzadas se ha producido en Japón, donde los precios han pasado de caer a ritmos cercanos al 1% en la primavera de 2013 a crecer a tasas cercanas al 1,5% desde finales de 2013. La fuerte expansión monetaria impulsada por el banco central en los últimos meses ha conseguido situar la tasa de inflación japonesa en niveles similares a los observados en otras economías avanzadas como EEUU o el Reino Unido.

*En EEUU la Reserva Federal inició la reducción de los estímulos monetarios en enero.*

En EEUU la inflación ha mostrado más variabilidad pero se ha mantenido entre el 1% y el 2% desde hace casi dos años. El anclaje de las perspectivas de inflación en esta economía, junto con la evolución favorable de la actividad y el empleo, hizo que la Reserva Federal confirmara en diciembre de 2013 su plan de reducción progresiva de los estímulos monetarios, que comenzó en enero de 2014. El primer anuncio de la institución monetaria estadounidense incluía una disminución de diez mil millones de dólares en el volumen de las compras de deuda en los mercados, que se situó

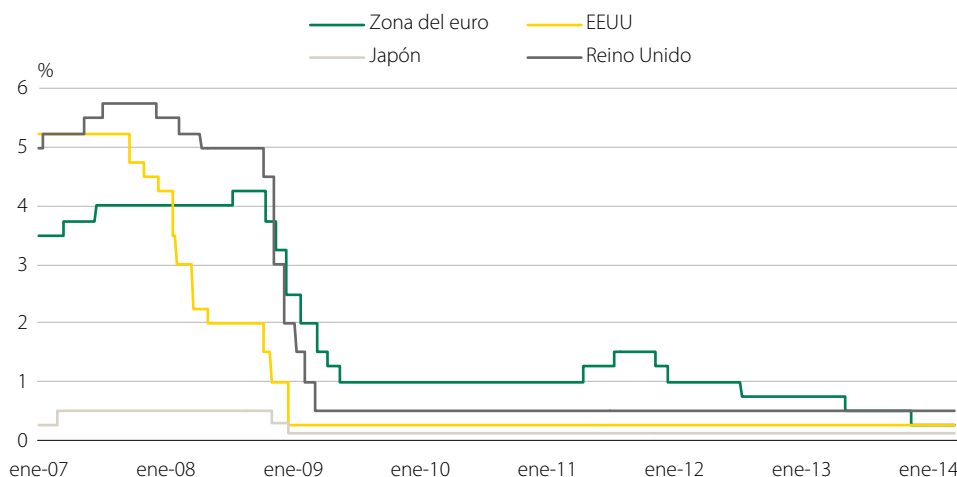
<sup>2</sup> La tasa de inflación subyacente de la zona del euro ha pasado del 2,0% al 1,1% en ese mismo periodo de tiempo.



en 75 mil millones al mes. A finales de enero y mediados de marzo, se produjeron dos nuevos anuncios que incluían descensos de diez mil millones de dólares cada uno, lo que dejaba el volumen mensual de las compras en 55 mil millones de dólares al mes. En relación con las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, la información de los contratos *forward* y los pronósticos de los analistas descartan que el proceso de subidas de tipos de interés empiece este año.

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



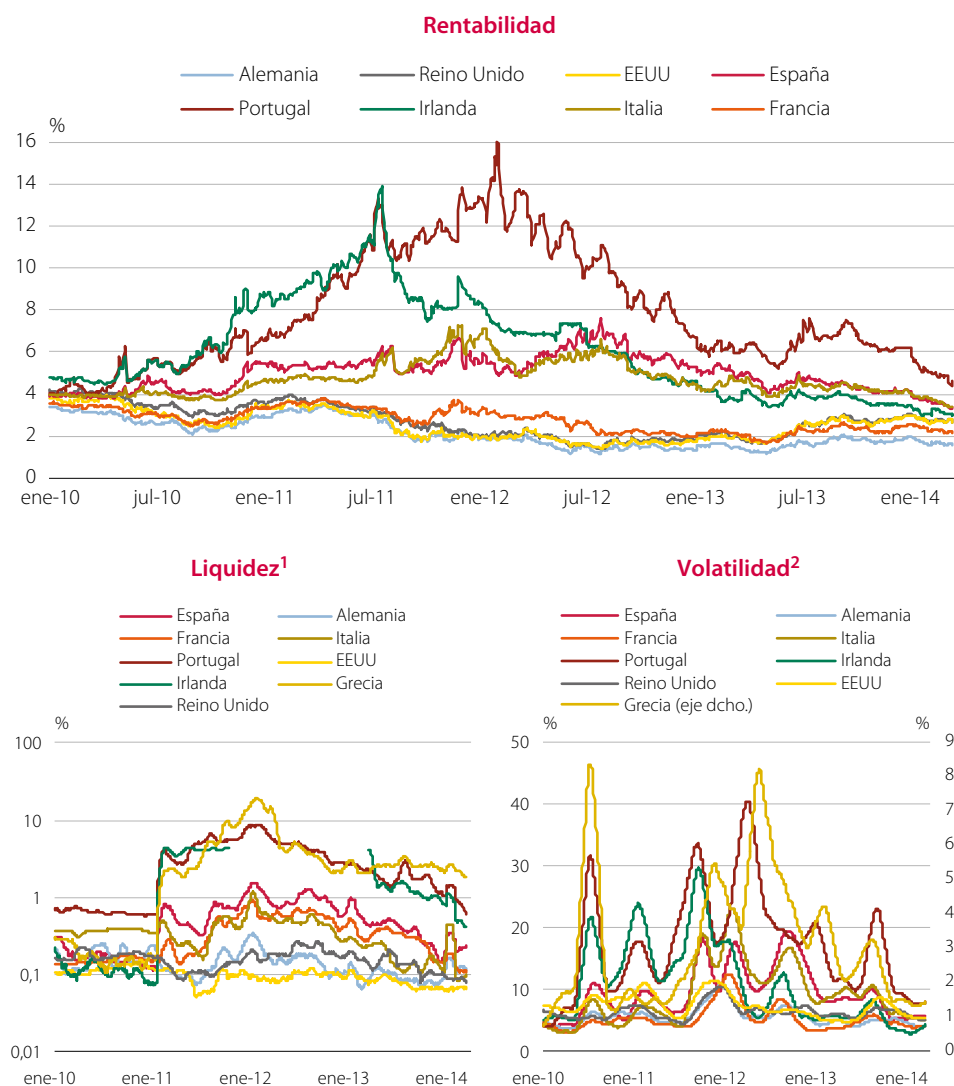
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

En los mercados internacionales de deuda se ha observado un agotamiento de algunas de las tendencias que se produjeron en la segunda mitad de 2013, cuando las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo de EEUU, Reino Unido y Alemania tendieron a incrementarse como consecuencia del mayor dinamismo relativo de sus economías y del menor atractivo de estos instrumentos en relación con los de las economías europeas más frágiles. Como se observa en el gráfico 3, la tendencia creciente de estas rentabilidades se invirtió en el primer trimestre de 2014, apreciándose descensos de cuatro décimas en relación con los niveles existentes a finales de 2013. Las turbulencias observadas en los mercados a lo largo de las primeras semanas del año –asociadas a la fragilidad de las economías emergentes (véase recuadro 1) y, posteriormente, a la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas en Ucrania– habrían impulsado las adquisiciones de deuda de estas economías, consideradas de máxima calidad, en un fenómeno de «huida hacia la calidad» (*flight to quality*).

Por el contrario, la mejora de la percepción de riesgo sobre las economías europeas más frágiles se prolongó a lo largo de los primeros meses de 2014, impulsando nuevamente las compras de deuda de estas economías, cuyas rentabilidades resultaban atractivas para un conjunto amplio de inversores, particularmente para aquellos orientados por las estrategias de «búsqueda de rentabilidad» (*search for yield*). Así, las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo de Irlanda, España, Italia y Portugal se situaban a mediados de marzo en el 3,0%, el 3,3%, el 3,4% y el 4,6% respectivamente, lo que supone un descenso de entre 42 p.b. y 158 p.b. en relación con los niveles de finales de 2013. Salvo en Portugal, las rentabilidades de estos bonos eran ya inferiores a las que existían antes de la crisis financiera y económica.

*En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias a largo plazo en EEUU, Reino Unido y Alemania disminuyeron durante el primer trimestre del año...*

*...así como también las de las economías europeas más frágiles.*



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo.

- 1 Promedio de un mes del *spread bid-ask* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años. Eje y en escala logarítmica.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días. Se ofrece media móvil de 50 periodos.

*El descenso de la incertidumbre sobre las economías europeas más débiles y las estrategias orientadas por la búsqueda de rentabilidad siguieron dando lugar a descensos en las primas de riesgo soberano...*

Las primas de riesgo soberano reflejaron el prolongado descenso de la incertidumbre sobre las economías europeas más débiles a lo largo del primer trimestre de 2014. Como se observa en el gráfico 4, las primas de riesgo de crédito de la deuda pública implícitas en los CDS a cinco años de Irlanda, España e Italia se situaban a mediados de marzo en 86 p.b., 115 p.b. y 147 p.b., respectivamente; es decir, entre 20 p.b. y 38 p.b. menos que a finales de 2013. En Portugal, donde la prima de riesgo del CDS finalizaba el trimestre en 225 p.b., este descenso fue mucho más intenso (120 p.b.).

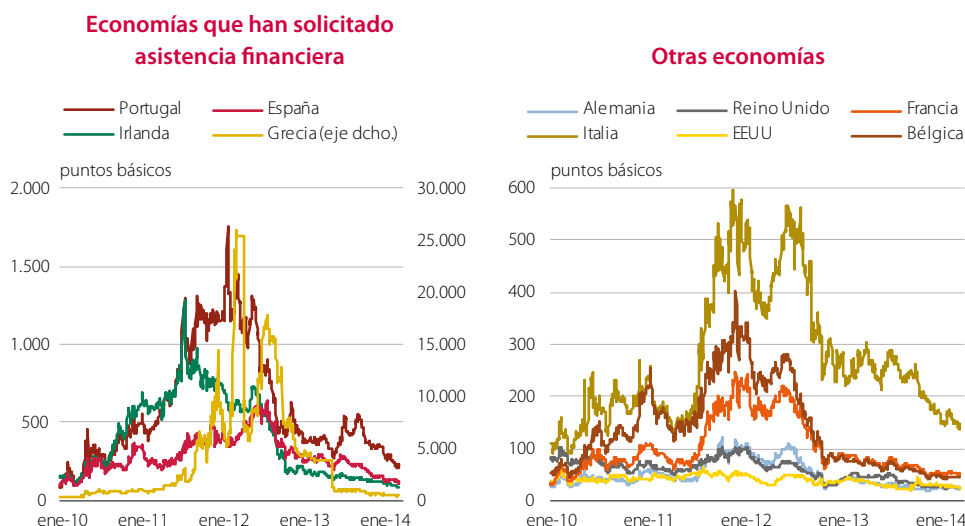
*...y en las primas de riesgo de crédito corporativo, particularmente en las modalidades de deuda de peor calidad crediticia.*

La evolución de las primas de riesgo del sector corporativo que se observa en el gráfico 5 para las emisiones de deuda efectuadas en EEUU y en Europa continúa reflejando el atractivo de estos instrumentos en relación con otras alternativas de inversión. El fuerte incremento de las compras de deuda corporativa desde hace varios trimestres, sobre todo en las categorías de mayor riesgo (*high yield*), responde a

aquellas estrategias que persiguen una rentabilidad más elevada y ha dado lugar a una reducción histórica en las primas de riesgo de algunas categorías de deuda. En el caso de la deuda de peor calidad crediticia, la prima de riesgo se ha reducido hasta niveles cercanos a los 350 p.b. en EEUU y a los 380 p.b. en Europa, que son similares a los que existían a mediados de 2007, justo antes del inicio de la crisis financiera.

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

GRÁFICO 4

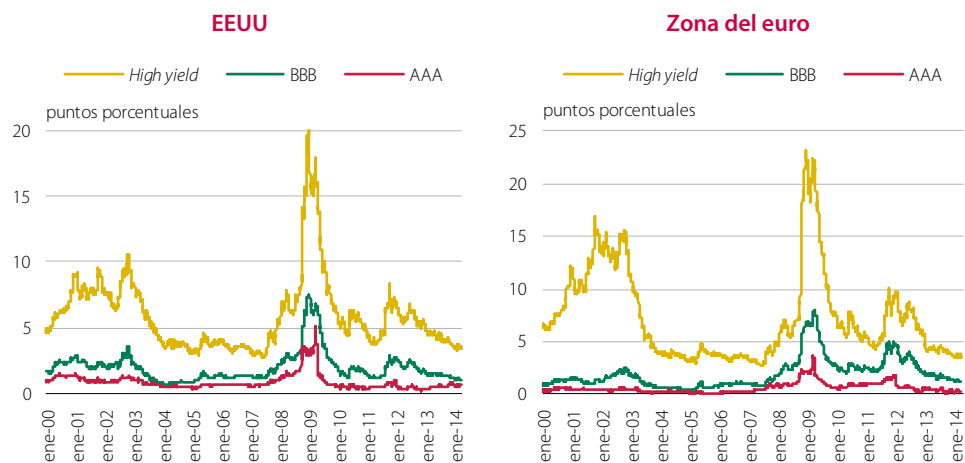


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

### Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

#### Diferencial respecto a la deuda pública a diez años<sup>1</sup>



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales ascendieron a 3,6 billones de dólares en 2013, lo que supone un retroceso del 23,7% en relación con las cifras del año anterior. El grueso del descenso tuvo su origen en las emisiones de deuda soberanas, que alcanzaron los 2,5 billones de dólares (3,7 billones en 2012). El descenso de la emisión neta de deuda pública se produjo en todas las áreas geográficas

*En 2013, el volumen de emisiones de deuda soberana (neto) descendió desde los 3,7 billones de dólares hasta los 2,5 billones.*

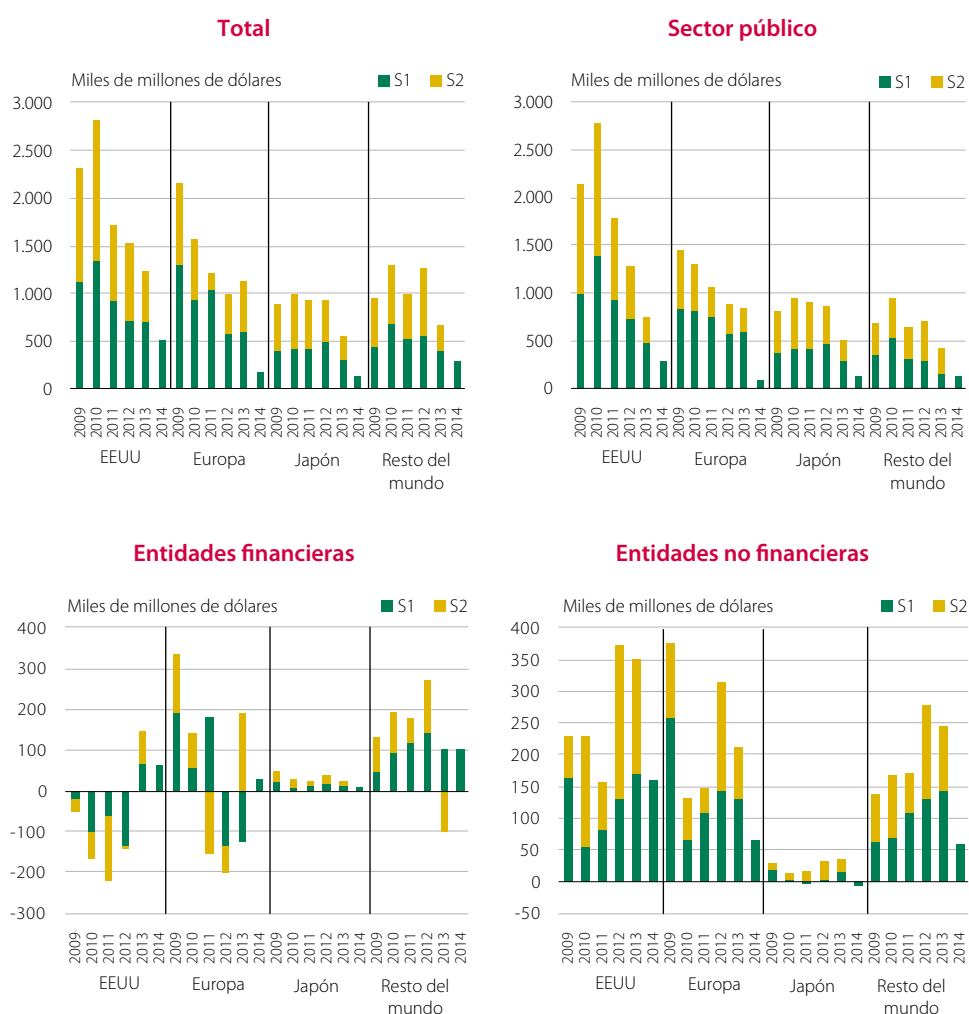
de referencia, si bien fue más intensa en EEUU (véase gráfico 6). Respecto a las emisiones efectuadas por el sector privado de la economía, cabe destacar la recuperación de la emisión neta de las entidades financieras tanto en EEUU como en Europa, después de varios ejercicios en terreno negativo. Por su parte, la emisión neta de las sociedades no financieras experimentó un descenso ligero en EEUU, pero notable en Europa.

*Durante el primer trimestre de 2014 se mantuvo la mayoría de las tendencias anteriores en relación con las emisiones de deuda.*

La información correspondiente al primer trimestre de 2014 apunta al mantenimiento de la mayoría de estas tendencias. Así, las emisiones netas de deuda soberana continuaron descendiendo, sobre todo en Europa, las emisiones netas de deuda efectuadas por las entidades financieras se mantuvieron en terreno positivo tanto en EEUU como en Europa y, finalmente, el volumen de deuda emitido por el sector privado no financiero se redujo con más intensidad en Europa.

### Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2014 son hasta el 14 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

*En el primer trimestre de 2014, las bolsas internacionales mostraron un agotamiento del recorrido alcista que experimentaron en 2013.*

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas –que habían experimentado revalorizaciones notables a lo largo de 2013– mostraron en el primer trimestre de 2014 un agotamiento en este recorrido alcista, que se vio influido por la incertidumbre en torno a la vulnerabilidad de las economías emergentes, el empe-

ramiento de los datos de actividad en China y las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania. En este contexto, la variación de los principales índices de renta variable estadounidenses osciló entre el -3,1% del Dow Jones y el 1,6% del Nasdaq, mientras que la variación de los índices en Europa se movió entre el -5,2% del índice alemán Dax 30 y el 6,9% del índice italiano Mib 30 (véase cuadro 1). En Japón se observaron los mayores retrocesos en las cotizaciones en el primer trimestre de 2014 (-10,6% en el caso del Topix y -12,1% en el Nikkei 225), así como un incremento de la volatilidad, hasta niveles cercanos al 30% (véase gráfico 7).

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

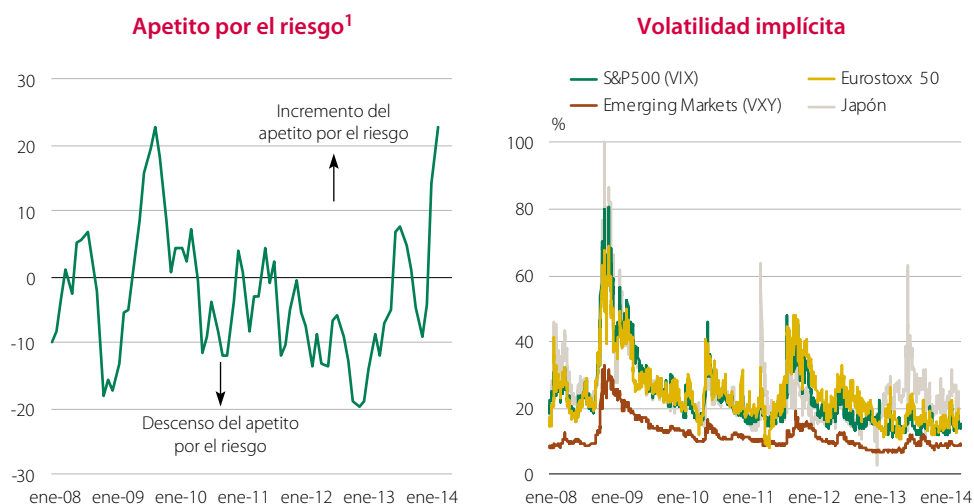
CUADRO 1

%	2010	2011	2012	2013	I-13	II-13	III-13	IV-13	I-14 (hasta el 14 de marzo)	
									% s/ trim. ant.	% inter- anual <sup>2</sup>
<b>Mundo</b>										
MSCI World	9,6	-7,6	13,2	24,1	7,2	-0,1	7,7	7,6	-1,2	14,0
<b>Zona del euro</b>										
Euro Stoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	17,9	-0,5	-0,8	11,2	7,5	-3,4	9,5
Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	19,0	4,7	-1,3	10,3	4,4	-1,6	9,3
Dax 30	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,4	2,1	8,0	11,1	-5,2	12,4
Cac 40	-3,3	-17,0	15,2	18,0	2,5	0,2	10,8	3,7	-1,9	8,9
Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	18,8	-2,6	-0,4	11,8	9,4	6,9	26,8
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	-3,0	-2,0	18,3	8,0	-1,1	13,3
<b>Reino Unido</b>										
FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	14,4	8,7	-3,1	4,0	4,4	-3,3	0,0
<b>Estados Unidos</b>										
Dow Jones	11,0	5,5	7,3	26,5	11,3	2,3	1,5	9,6	-3,1	10,5
S&P 500	12,8	0,0	13,4	29,6	10,0	2,4	4,7	9,9	-0,4	17,8
Nasdaq-Composite	16,9	-1,8	15,9	38,3	8,2	4,2	10,8	10,7	1,6	30,3
<b>Japón</b>										
Nikkei 225	-3,0	-17,3	22,9	56,7	19,3	10,3	5,7	12,7	-12,1	15,7
Topix	-1,0	-18,9	18,0	51,5	20,3	9,6	5,3	9,1	-10,6	12,2

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.



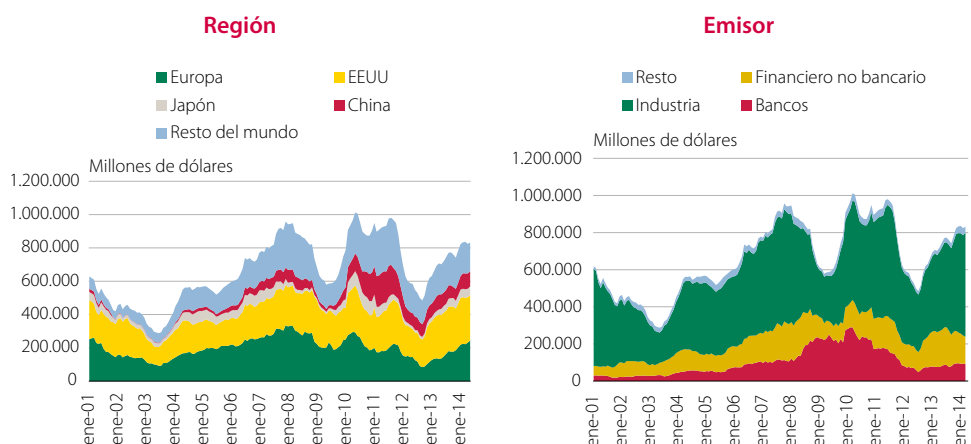
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de renta variable, que aumentaron un 26% en 2013, continuaron en niveles elevados durante el primer trimestre de 2014.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados financieros internacionales ascendió a 834 mil millones de dólares en 2013, lo que supone un incremento del 25,7% en relación con las cifras de 2012. A pesar de que las emisiones de renta variable aumentaron en las principales áreas económicas, se observó un dinamismo mucho mayor en Europa, donde avanzaron un 67%, hasta los 224 mil millones de dólares, y en Japón, donde prácticamente se doblaron (véase gráfico 8). En EEUU el volumen de las emisiones de renta variable se situó en 280 mil millones, un 13,7% más que en 2012. Por sectores, destacaron las emisiones efectuadas por las empresas industriales (un 38,3%, hasta los 535 mil millones de dólares) y por los bancos (un 26,1%, hasta los 96 mil millones). En el primer trimestre de 2014, las emisiones de renta variable se han mantenido en niveles elevados, particularmente en Europa, alimentadas por el aumento percibido en la inclinación al riesgo de los inversores (véase panel izquierdo del gráfico 7).

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 14 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual, con fines comparativos.

Durante la reciente crisis financiera y económica mundial, los tipos de interés de las principales economías avanzadas se redujeron hasta mínimos históricos. En algunas de ellas, además, las autoridades monetarias adoptaron medidas no convencionales que incrementaban aún más la liquidez en los mercados financieros. Así, la Reserva Federal de EEUU llegó a destinar 85 mil millones de dólares mensuales a la compra de deuda en los mercados financieros, en el marco de los programas conocidos como Quantitative Easing. Una parte del exceso de liquidez generado por estas medidas, en un contexto de tipos de interés muy reducidos, tuvo como destino las economías emergentes, que ofrecían rentabilidades atractivas en momentos en los que la mayoría de las economías avanzadas se encontraba en recesión.

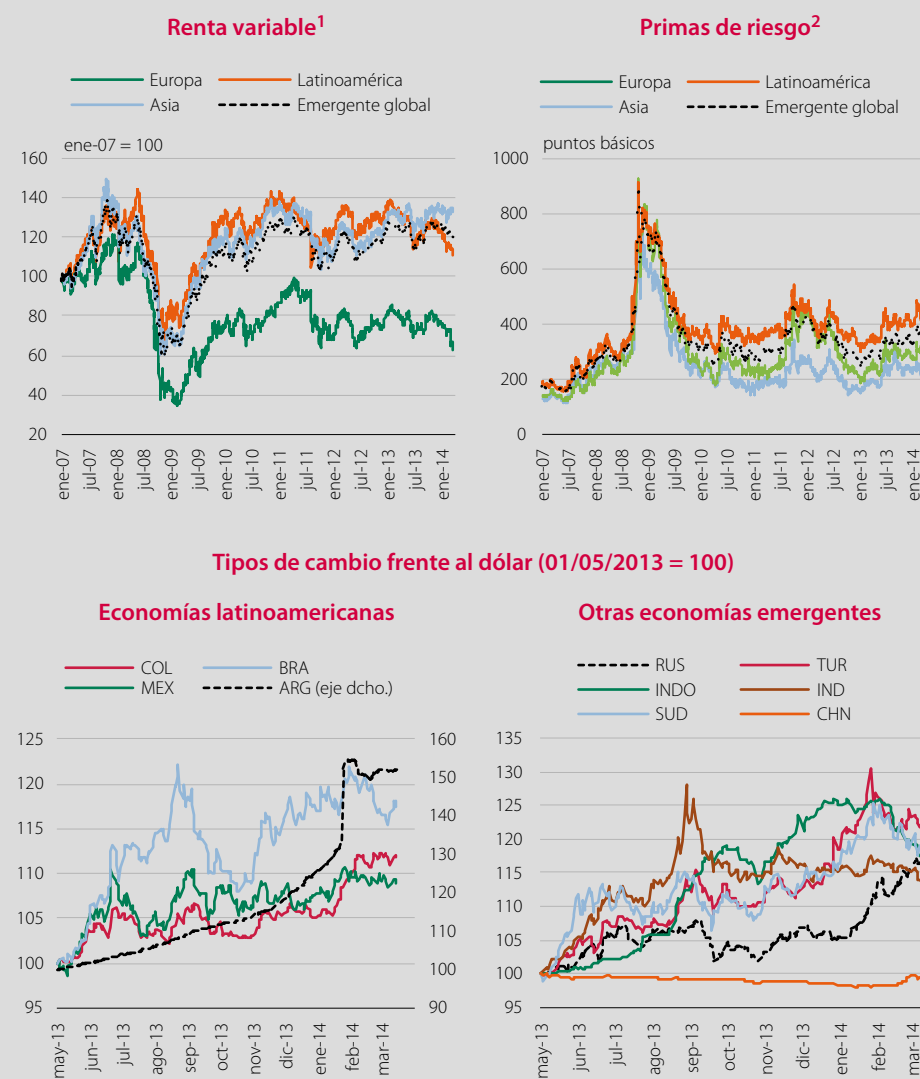
No obstante, esta situación cambió en mayo de 2013, cuando la Reserva Federal anunció su predisposición a reducir progresivamente los estímulos monetarios en función de la evolución de la actividad económica y el empleo estadounidenses, que empezaban a dar algunas señales positivas. Este anuncio tuvo un impacto notable en las áreas emergentes, que en las semanas centrales de 2013 vieron cómo sus condiciones de financiación se endurecían significativamente. Se produjo una reversión de los flujos de inversión<sup>1</sup> en estas economías que dio lugar a importantes descensos en las cotizaciones bursátiles, a incrementos de las primas de riesgo y, lo que es más importante, a fuertes depreciaciones de algunas divisas (véase gráfico R.1.1).

Las turbulencias volvieron a los mercados financieros a principios de 2014, después de conocerse que la predisposición de la Reserva Federal se había convertido en un hecho y que en enero comenzaría la reducción del volumen de las compras mensuales de deuda<sup>2</sup>. Las economías emergentes que hasta el momento se han visto más afectadas por la reducción gradual de los estímulos monetarios en EEUU han sido aquellas con mayor dependencia de la financiación exterior (déficit por cuenta corriente), si bien otros factores como son el nivel de las reservas, el crecimiento del crédito o las especificidades de las políticas nacionales se han mostrado también decisivos.

Brasil, Turquía, Indonesia, India, Sudáfrica y Rusia han sido las economías emergentes más afectadas. Las depreciaciones de sus monedas respecto al dólar en los momentos de mayores turbulencias en los mercados han oscilado entre el 10% y el 15% en la mayoría de los casos<sup>3</sup>. En ocasiones, la pérdida de valor de la moneda local fue tan elevada que los bancos centrales se vieron forzados a elevar sus tipos de interés para limitar la salida de capital, a pesar del efecto potencial de estos aumentos de los tipos sobre el nivel de actividad.

## Evolución de los mercados financieros emergentes

GRÁFICO R1.1



Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Índices FTSE.
- 2 Índices EMBI.

En general, las perspectivas económicas y financieras de las economías emergentes son favorables a pesar de la ligera desaceleración de su actividad, por lo que es factible que se mantenga un cierto volumen de inversión en estas regiones a corto y medio plazo. Sin embargo, el cambio en la política monetaria en EEUU seguirá favoreciendo un proceso de recomposición natural de las carteras de los inversores, que implicará posiblemente volúmenes de inversión financiera menores hacia estas economías que en el pasado reciente.

- 1 BIS (2013), *Quarterly Review*, diciembre.
- 2 El primer anuncio de la Reserva Federal incluía una disminución de 10 mil millones de dólares en el volumen de compras, que se situó en 75 mil millones al mes. A finales de enero, la Reserva Federal anunció una nueva reducción en dicho volumen, hasta los 65 mil millones de dólares al mes, y a mediados de marzo lo rebajó nuevamente hasta los 55 mil millones de dólares al mes.
- 3 Desde principios de mayo de 2013, es decir, desde una perspectiva temporal más amplia, la depreciación acumulada por algunas divisas ha superado el 20%.



## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2013 revelaron que la economía creció un 0,2% en términos trimestrales, una décima más que en el trimestre anterior. Este avance ayudó a amortiguar la caída del PIB en el conjunto del año, que se situó en el 1,2%, cuatro décimas menos que en 2012. El retroceso de la economía nacional en 2013 fue ocho décimas superior al de la zona del euro, que fue del 0,4%.

El análisis de los principales componentes del PIB pone de manifiesto la tendencia hacia un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior. Así, la contribución negativa de la demanda nacional al crecimiento se redujo desde 4,3 puntos porcentuales en el primer trimestre del año hasta 0,6 puntos en el último, mientras que la contribución positiva del sector exterior descendió desde 2,4 puntos porcentuales hasta 0,4 en los mismos periodos. Los dos componentes principales de la demanda nacional experimentaron avances a lo largo de la segunda mitad del año, pero no fueron suficientes para evitar el retroceso en el conjunto del mismo. Así, el gasto en consumo final caía un 2,1% (2,8% en 2012) y la formación bruta de capital fijo disminuía un 5,0% (7,0% en 2012). Dentro de esta última cabe señalar, no obstante, la divergencia entre la inversión en construcción, que retrocedía un 9,6%, y la inversión en bienes de equipo, que avanzaba un 2,3% (véase cuadro 2). En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones avanzaron con más intensidad durante el último trimestre del año. En promedio anual, las exportaciones crecieron un 4,9% (2,1% en 2012), mientras que las importaciones lo hicieron un 0,4% (-5,7% en 2012).

*El PIB mostró su segundo crecimiento trimestral en el cuarto trimestre de 2013 con un 0,2%. La caída media del PIB en el año se situó en el 1,2%.*

*El análisis de los principales componentes del PIB revela un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior.*

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

CUADRO 2

	2010	2011	2012	2013	CE <sup>1</sup>	
					2014P	2015P
<b>PIB</b>	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,0	1,7
Consumo privado	0,1	-1,2	-2,8	-2,1	0,6	1,1
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-0,9	-0,2
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-5,5	-5,4	-7,0	-5,0	0,1	2,0
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,0	5,6	-3,9	2,3	5,8	6,7
Exportaciones	11,7	7,7	2,1	4,9	5,4	6,4
Importaciones	9,4	0,0	-5,7	0,4	3,3	4,9
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,4	2,1	2,5	1,4	0,8	0,7
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,1	1,1
<b>Tasa de paro</b>	20,1	21,6	25,0	26,4	25,7	24,6
<b>Índice de precios de consumo</b>	1,8	3,2	2,4	1,4	0,3	0,9
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	-4,5	-3,8	-1,1	0,7	1,6	1,8
<b>Saldo de las AAPP (% PIB)<sup>3</sup></b>	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,8	-6,5
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	61,7	70,5	86,0	93,9	98,9	103,3
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)<sup>4,5</sup></b>	-92,0	-82,6	-67,1	-78,9	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2014.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012 y 2013 por una cuantía del 0,5%, el 3,8% y el 0,5% del PIB, respectivamente.

4 El dato de 2013 corresponde al tercer trimestre.

5 Sin Banco de España.

n.d.: dato no disponible.

La mayoría de las ramas de actividad mostraron retrocesos menos intensos a finales de año.

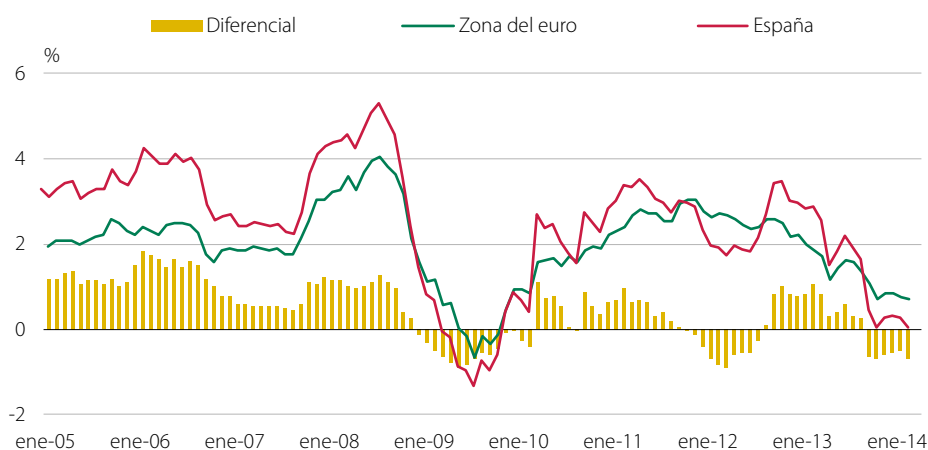
La evolución del PIB por el lado de la oferta muestra retrocesos cada vez menores en la mayoría de las ramas de actividad, e incluso avances interanuales en algunas a lo largo del último trimestre del año. En promedio anual, el valor añadido bruto de las ramas industriales descendió un 1,3%, el de los servicios un 0,5% y el de la construcción, que siguió siendo el componente más débil, un 7,7%. Por el contrario, el valor añadido de las ramas primarias registró un avance del 1,2%.

Fuerte caída de la inflación en España que ha originado un diferencial negativo con la zona del euro cercano a un punto porcentual en febrero.

La tasa de inflación española, que descendió con intensidad a lo largo de 2013, continuó a la baja en los primeros meses de 2014. Así, la tasa de variación anual de los precios pasó desde niveles ligeramente inferiores al 3% en los primeros meses de 2013 hasta tasas cercanas a cero en febrero de 2014 (véase gráfico 9). La inflación subyacente también mostró una tendencia marcadamente descendente, al pasar del 2,3% al 0,1% en los mismos periodos. La fuerte caída de la inflación en España es consecuencia de la debilidad de la demanda interna, de la moderación de los precios de la energía y del efecto base que sufrió el índice en los meses de septiembre y octubre, relacionado con la subida del IVA en 2012. La reducción de la inflación fue mucho más intensa en España que en la zona del euro, por lo que el diferencial de inflación entre ambas áreas, que rondaba un punto porcentual a principios de 2013, se tornó negativo en septiembre y se situó en -0,8 puntos en febrero.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

Los últimos datos del mercado de trabajo sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin.

Los datos más recientes relacionados con el mercado de trabajo sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin. Así, la tasa de paro se situó en el 26% de la población activa a finales de 2013, tras alcanzar un máximo del 27,2% en el primer trimestre, mientras que la caída del empleo se ralentizaba hasta el 1,2% en el cuarto trimestre. El descenso de la ocupación durante el ejercicio se cifró en 199 mil personas (121,4 mil en el sector público y 77,5 mil en el sector privado), muy por debajo de los 850 mil empleos perdidos en 2012 y de los 600 mil perdidos en 2011. Por otra parte, el número de afiliados a la Seguridad Social, que se situó en 16,2 millones en febrero de 2014, registraba el primer crecimiento anual desde mediados de 2008 (0,38%). En cuanto a los costes laborales unitarios, continuó la senda descendente iniciada en 2010. En 2013, estos costes disminuyeron en promedio un 1,5%, por el incremento del 2,3% en la productividad aparente del factor trabajo (producto por ocupado) y el aumento del 0,7% de la remuneración por empleado.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas (AAPP) revelan que en 2013 el déficit público se situó en el 6,62% del PIB<sup>3</sup> (7,08 del PIB si se incluye el importe de las ayudas al sistema financiero), apenas una décima por encima del objetivo previsto para el conjunto del ejercicio. De acuerdo con los objetivos presupuestarios para el periodo 2014-2016, el déficit público debe seguir reduciéndose hasta situarse en niveles inferiores al 3% del PIB en 2016. Por su parte, la deuda agregada de las AAPP pasó del 86% del PIB a finales de 2012 al 93,9% del PIB en diciembre de 2014.

*El déficit de las AAPP se situó en el 6,62% del PIB en 2013, apenas una décima por encima del objetivo previsto para el conjunto del año.*

El sector bancario español continúa inmerso en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, basado en los compromisos establecidos en el memorando de entendimiento (MoU) firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012. Dentro del programa de asistencia contemplado en el MoU, que concluyó en enero de 2014, cabe destacar el sustancial incremento de las provisiones de las entidades, así como el traspaso a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades del grupo 1 en diciembre de 2012 y de las entidades del grupo 2 en febrero de 2013, por un importe total superior a los 50 mil millones de euros. A lo largo de los últimos meses, el foco de la actividad del proceso de reforma se está trasladando desde la gestión de los procesos de reestructuración y resolución de las entidades a las actividades relativas a la enajenación de las participaciones del FROB en las entidades financieras y la promoción de operaciones corporativas.

*El programa de asistencia al sector bancario español concluyó en enero de 2014, pero el sector sigue afrontando importantes retos...*

A pesar del descenso de la incertidumbre en torno a la calidad de sus activos, la evolución del sector bancario doméstico ha continuado notablemente condicionada por la debilidad de la economía española en 2013 y por la fragmentación de los mercados financieros en Europa. La información disponible en torno al estado económico y financiero del sector es de carácter mixto. Por una parte, la tasa de morosidad de las entidades continuó aumentando, alcanzando un nuevo máximo histórico en diciembre al situarse en el 13,6%. Por otra parte, las cuentas de resultados del sector mejoraron sensiblemente. Hasta septiembre, las entidades de crédito habían obtenido un beneficio agregado de 2.132 millones de euros, que contrasta con las pérdidas mostradas en el mismo periodo del año anterior (5.803 millones). El margen bruto obtenido por el sector fue menor que el de 2012 (12.155 millones de euros en 2013 frente a 14.443 millones de euros en el ejercicio anterior) como consecuencia de la evolución más desfavorable tanto del margen de intereses como de los rendimientos de los instrumentos de capital. Sin embargo, el fuerte descenso de las pérdidas por el deterioro de activos financieros, que pasó de 13.525 millones de euros a 5.016 millones de euros, y del resto de los activos, que se redujo desde 2.624 millones de euros hasta 391 millones de euros, permitió que el sector volviera a obtener beneficios.

*...debido a la debilidad de la economía y a la fragmentación de los mercados en Europa.*

En este contexto, la financiación bancaria a los sectores residentes no financieros continuó descendiendo con intensidad durante 2013 y los primeros meses de 2014, aunque se observaron diferencias notables entre sectores. En diciembre de 2013, el saldo vivo de esta financiación caía un 5,1% (-5,0% en diciembre de 2012) y

*La financiación bancaria a los sectores residentes no financieros descendía cerca de un 5% a principios de 2014.*

---

3 El déficit de la Administración central, de la Seguridad Social y de las Comunidades Autónomas se situó en el 4,33%, el 1,16% y el 1,54% del PIB, respectivamente. Por su parte, las corporaciones locales lograron un superávit del 0,41% del PIB.

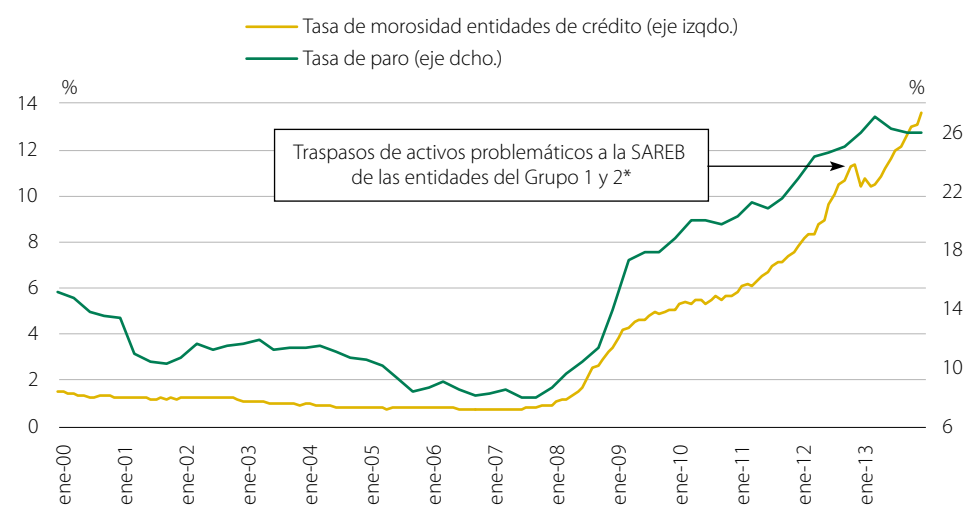
en enero de 2014 lo hacía un 4,8%. Este retroceso anual, que era relativamente similar para empresas (-4,6%) y hogares (-5,0%), tendió a atenuarse en el caso de las empresas y a intensificarse en el caso de las familias, debido a la caída del saldo de los préstamos destinados al consumo. En la zona del euro, el crédito a las sociedades no financieras descendió un 2,9% en tasa interanual en enero de 2014, mientras que el saldo del crédito a los hogares lo hizo un 0,2%.

*Las condiciones de financiación del sector bancario han mejorado, pero las emisiones de deuda se han reducido sensiblemente por las menores necesidades de financiación.*

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas han seguido mejorando en paralelo con el descenso de las tensiones en los mercados financieros, aunque la persistencia de un cierto grado de fragmentación en los mercados europeos ha supuesto un encarecimiento de las emisiones de deuda para las entidades de menor tamaño en comparación con otras entidades europeas similares. En cualquier caso, la continuidad del proceso de desapalancamiento en el sector ha reducido sensiblemente sus necesidades de financiación, lo que ha permitido una notable disminución de las emisiones de deuda y de la financiación obtenida del Eurosistema.

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre de 2013.

<sup>1</sup> 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).

### Los fondos de activos bancarios

RECUADRO 2

Los fondos de activos bancarios (FAB) son patrimonios cerrados carentes de personalidad jurídica creados en el contexto del proceso de reestructuración bancaria en España. Estos fondos forman parte de los instrumentos a disposición de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria<sup>1</sup> (SAREB) y tienen como finalidad última facilitar el proceso de desinversión de activos por parte de dicha sociedad. Los FAB –que comparten algunas características con otros instrumentos financieros preexistentes como los fondos de titulización– están integrados por activos y pasivos de la SAREB y solo pueden ser dirigidos a inversores institucionales. Su regulación se encuentra en el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de

agosto de 2012; en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre de 2012, donde se les reserva la denominación de «fondos de activos bancarios<sup>2</sup>»; y en el reglamento de desarrollo de esta última (Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos).

### **Constitución de los FAB y régimen de transmisión de activos y pasivos**

Los FAB se crean mediante escritura pública y deben inscribirse en un registro a cargo de la CNMV. Su gestión y representación está encomendada de manera exclusiva a las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos (SGFTA) que adapten su régimen jurídico según la Ley 9/2012 y el Real Decreto 1559/2012. Inicialmente los fondos se crean mediante la cesión, por parte de la SAREB, de activos y, en su caso, pasivos a dichos fondos. Posteriormente, si la escritura lo contempla, la SAREB podrá transmitir otros activos o pasivos adicionales a un FAB ya existente.

La transmisión de los activos, que está sujeta al régimen general establecido para las sociedades gestoras de activos contemplado en la Ley 9/2012, será plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, si lo hubiera. Además la SAREB no concede ninguna garantía al FAB, ni asegura de ninguna otra forma el buen fin de los derechos de créditos transmitidos ni, con carácter general, el valor o calidad de los bienes o derechos transmitidos. Las transmisiones se formalizan en un documento contractual. En toda nueva incorporación de activos al FAB, la sociedad gestora entregará a la CNMV un documento suscrito por la SAREB donde se detallen los activos y pasivos incorporados, así como sus características.

### **Emisiones de valores y compartimentos**

Los FAB pueden emitir valores<sup>3</sup> que pueden ser admitidos en mercados secundarios oficiales. La distribución de dichos valores solo puede realizarse entre inversores profesionales, con un valor unitario mínimo de 100.000 euros. Además, la escritura del FAB puede prever la creación de un sindicato de tenedores de los valores emitidos. Este sindicato se regirá por lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital, con ciertas adaptaciones.

La regulación existente también contempla la posibilidad de que el patrimonio de los FAB sea dividido en compartimentos independientes, siempre y cuando esté previsto en su escritura de constitución. A cargo de cada compartimento se pueden emitir valores o asumir obligaciones de diferentes clases. La parte de patrimonio atribuido a un compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento. Los acreedores de un compartimento solo podrán hacer efectivos sus créditos frente al patrimonio de dicho compartimento.

### **Régimen fiscal**

La disposición adicional decimoséptima de la Ley 9/2012 establece un régimen de tributación especial para los FAB y sus partícipes. Este régimen será de aplicación durante el periodo de exposición del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a los FAB, que como máximo será el de la existencia de la SAREB<sup>4</sup>. Según este régimen, los FAB tributarán al tipo del 1% en el Impuesto de Socieda-

des (IS), siéndoles de aplicación el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva (IIC) a los efectos de este impuesto.

En cuanto a la tributación de los partícipes, aquellos que sean sujetos pasivos del IS, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) o del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) y que tengan en España un establecimiento permanente tributarán con arreglo a las normas previstas para los socios y partícipes en IIC. Los sujetos pasivos del IRNR que carezcan de establecimiento permanente en España se podrán beneficiar de la exención prevista en la ley reguladora de dicho impuesto para los rendimientos derivados de la deuda pública española.

### **Obligaciones de información**

La sociedad gestora tiene la obligación de hacer públicas todas las circunstancias que puedan influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de cada fondo que gestione. Para cumplir con este fin, la sociedad gestora publicará en su página web la escritura de constitución del fondo, las demás escrituras públicas otorgadas con posterioridad, la documentación por la que en lo sucesivo se realicen aportaciones de activos o pasivos, la información significativa en relación con las transmisiones de activos y pasivos por parte de la SAREB y, periódicamente, los informes semestrales y anuales. Estas obligaciones de información quedarán sin efecto en el momento en que los títulos emitidos por el FAB sean admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Desde entonces serán de aplicación las obligaciones previstas en el artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.

La CNMV ha desarrollado el contenido y el formato de las obligaciones de información descritas anteriormente en la Circular 6/2013. Esta circular establece los modelos de estados semestrales y de cuentas anuales que las sociedades gestoras deben remitir a la CNMV y hacer públicos. También da formato al contenido mínimo de la memoria anual y del informe de gestión de cada fondo. La información semestral incluirá, además de los estados financieros principales previstos por el Plan General Contable, diferentes estados que incorporan desgloses adicionales sobre los activos y pasivos de los FAB, de forma que se proporcione una mayor transparencia e información a los inversores.

### **Número de fondos registrados y actividad hasta la fecha**

En la fecha de cierre de este informe, se habían dado de alta y registrado en la CNMV tres FAB. Para su creación, la SAREB transfirió 4.128 inmuebles y cuatro edificios de oficinas, por un valor de 326 millones de euros. Hasta el momento, los fondos han emitido valores por un importe de 184 millones de euros. Ninguna de las emisiones realizadas hasta ahora cotiza en ningún mercado secundario oficial.

- 1 Esta sociedad fue creada en noviembre de 2012 para dar cumplimiento a una de las condiciones que figuraban en el memorando de entendimiento (MoU) firmado por el Gobierno español y sus socios europeos en julio de 2012.
- 2 Disposición adicional décima.
- 3 Las emisiones de valores de los FAB están sujetas a lo previsto en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y disposiciones complementarias.
- 4 15 años desde su constitución en noviembre de 2012.

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras se situó en 11.149 millones de euros en 2013, un 7,3% más que en 2012. Por sectores, destacó el crecimiento del beneficio de las sociedades del sector del comercio y los servicios, que pasó de 4.716 millones de euros en 2012 a cerca de seis mil millones en 2013 y, en menor medida, el de las empresas industriales (desde 31 millones de euros hasta 609 millones en los mismos periodos). La contribución de las empresas de la construcción y las inmobiliarias también fue positiva, ya que sus pérdidas se redujeron desde los 4.933 millones de euros en 2012 hasta los 3.921 millones en 2013. Únicamente en el sector de las empresas energéticas los beneficios fueron inferiores a los del ejercicio previo (con una caída del 19%, hasta los 8.392 millones de euros), si bien siguieron siendo los más cuantiosos en el total (véase cuadro 3).

*En 2013, el resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 7,3%, hasta los 11.149 millones de euros...*

### Evolución de los resultados por sectores<sup>1</sup>: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Energía	27.241	24.114	16.968	13.829	10.346	8.392
Industria	3.466	3.830	1.853	2.273	31	609
Comercio y servicios	28.647	28.378	14.045	14.213	4.716	5.990
Construcción e inmobiliario	5.540	3.445	2.199	373	-4.933	-3.921
Ajustes	51	-72	190	20	231	79
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>64.945</b>	<b>59.695</b>	<b>35.256</b>	<b>30.709</b>	<b>10.391</b>	<b>11.149</b>

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 270 mil millones de euros a finales de 2013, lo que supone un descenso del 10% en relación con las cifras de finales de 2012. Por sectores, el descenso más cuantioso del volumen de las deudas se produjo en el de la construcción y las actividades inmobiliarias, con 11.102 millones de euros<sup>4</sup>; en el del comercio y los servicios, con 9.376 millones; y en el de la energía, con 9.087 millones. La ratio de apalancamiento agregada, que lleva varios ejercicios a la baja, descendió de forma moderada desde 1,41 en 2012 hasta 1,38 en 2013 (véase cuadro 4). Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda –medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación)– se incrementó ligeramente, desde 4,3 hasta 4,5, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) también empeoró ligeramente (pasó de 2,1 en 2012 a 1,8 en 2013). Estos dos indicadores se deterioraron en todos los sectores durante 2013 salvo en el del comercio y los servicios. En ese caso, la mejora de los indicadores se debió al descenso del nivel de las deudas y a la mejora de los diferentes márgenes de resultados<sup>5</sup>.

*...mientras que su nivel de deudas se contrajo un 10%, hasta los 270 mil millones.*

4 En este sector, el descenso está influido por la exclusión de Metrovacesa de la muestra en 2013. Descontando el efecto de esta entidad, la caída del nivel de deuda en este sector entre 2012 y 2013 fue cercano a los seis mil millones de euros.

5 Durante 2013, el resultado del ejercicio del sector aumentó un 27%, el EBIT (resultado antes de intereses e impuestos) avanzó un 1,2% y el EBITDA (resultado bruto de explotación) se mantuvo prácticamente constante (-0,9%).

**Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores:  
empresas cotizadas**

CUADRO 4

Millones de euros		2009	2010	2011	2012	2013
Energía	Deudas	100.572	98.283	95.853	91.233	82.146
	Deudas/patrimonio	1,08	0,95	0,92	0,85	0,75
	Deudas/EBITDA <sup>1</sup>	3,46	2,81	3,27	3,26	3,41
	EBIT <sup>2</sup> /carga financiera	3,38	4,15	3,30	3,14	2,90
Industria	Deudas	15.953	14.948	17.586	17.232	16.586
	Deudas/patrimonio	0,69	0,58	0,63	0,63	0,95
	Deudas/EBITDA	3,05	2,11	2,54	2,38	4,33
	EBIT/carga financiera	3,15	5,00	3,90	3,82	1,99
Comercio y servicios	Deudas	108.579	115.413	113.142	117.359	107.983
	Deudas/patrimonio	1,78	1,60	2,01	2,00	1,98
	Deudas/EBITDA	3,70	3,38	3,78	4,01	3,81
	EBIT/carga financiera	3,28	3,94	2,45	2,02	2,12
Construcción e inmobiliario	Deudas	104.762	99.917	83.716	76.236	65.134
	Deudas/patrimonio	4,08	3,42	2,98	3,51	4,45
	Deudas/EBITDA	22,48	11,18	15,00	15,17	18,90
	EBIT/carga financiera	0,31	0,98	0,52	0,32	0,09
Ajustes <sup>3</sup>		-1.908	-1.792	-1.404	-1.429	-1.395
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>Deudas</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>	<b>270.454</b>
	Deudas/patrimonio	1,63	1,43	1,44	1,41	1,38
	Deudas/EBITDA	4,82	3,84	4,29	4,32	4,53
	EBIT/carga financiera	2,42	3,12	2,30	2,06	1,83

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

*El ahorro de las familias se ha estabilizado en niveles similares a los existentes antes de la crisis (10,5% de la renta disponible)...*

Los indicadores más recientes relacionados con la posición patrimonial de los hogares revelan que la tasa de ahorro ha tendido a estabilizarse en niveles del 10,5% de la renta disponible. Tras aumentar de modo sustancial en el periodo 2008-2009, cuando alcanzó máximos históricos cercanos al 18% por un motivo de precaución, esta variable se ha reducido sensiblemente, hasta valores similares a los existentes antes de la crisis. Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias respecto a la renta bruta disponible también han descendido levemente, hasta niveles algo inferiores al 120% y al 14% respectivamente, como consecuencia de la disminución de sus pasivos.

*...mientras que el volumen de sus inversiones financieras se ha recuperado ligeramente, destacando el incremento de las participaciones en fondos de inversión.*

En relación con las inversiones financieras de las familias en 2013, es destacable tanto el aumento del volumen de la inversión respecto al del ejercicio anterior (0,9% del PIB<sup>6</sup>

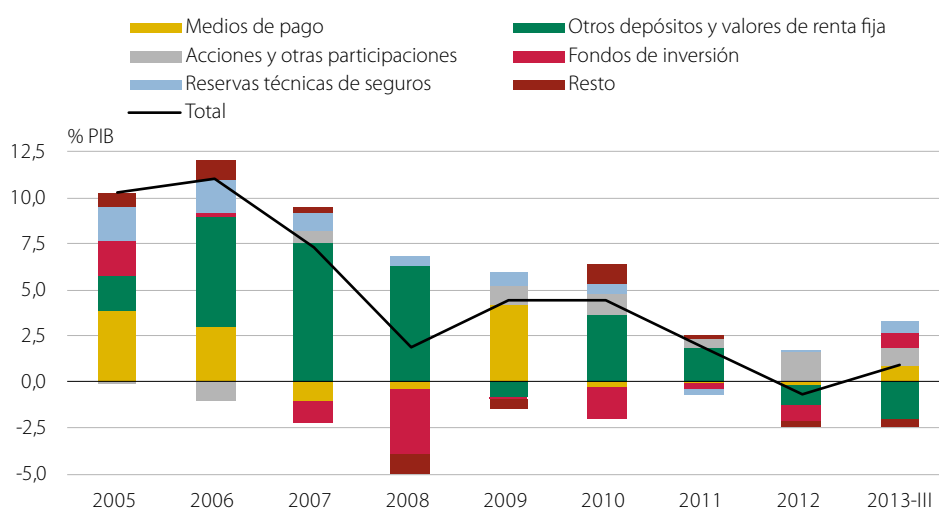
6 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2013.



en 2013 frente al -0,7% del PIB en 2012) como la variedad de los activos financieros adquiridos. Como se observa en el gráfico 11, las mayores inversiones financieras de las familias en 2013 tuvieron como destino las acciones, el efectivo, los depósitos transferibles, los fondos de inversión y los seguros, mientras que las desinversiones más importantes se produjeron en instrumentos de renta fija. Entre las novedades más destacables en materia de inversión de los hogares cabe mencionar la recuperación de las inversiones en fondos de inversión (0,8% del PIB en 2013), que llevaban en terreno negativo desde 2007 como consecuencia de los elevados reembolsos efectuados por los partícipes desde el inicio de la crisis financiera.

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

### 2.3 Perspectivas

De acuerdo con las últimas previsiones elaboradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,7% en 2014 y al 3,9% en 2015, cerca de un punto porcentual por encima del avance de 2013. El mayor dinamismo de la actividad económica a nivel global tendrá su origen tanto en la aceleración de las economías avanzadas, que crecerán a tasas del 2,2% en 2014 y del 2,3% en 2015 (1,3% en 2013), como de las emergentes, con avances del 5,1% en 2014 y el 5,4% en 2015 (4,7% en 2013).

Los riesgos más relevantes a los que se enfrentan ambos grupos de economías son de naturaleza diferente. En el conjunto de las economías avanzadas, los elementos de riesgo más importantes continúan ligados a la debilidad de la actividad económica y la posibilidad de deflación en algunas áreas, a la necesidad de finalizar el proceso de saneamiento bancario y de completar la Unión Bancaria en Europa y, por último, a la posibilidad de que se produzcan nuevas turbulencias en los mercados financieros si las primas de riesgo y los tipos de interés aumentan de forma notable en un plazo de tiempo breve. En el conjunto de las economías emergentes existe el riesgo de que el giro de la política monetaria en EEUU dé lugar a nuevos episodios de inestabilidad en sus mercados financieros, con salidas de capitales, retrocesos de

*El crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,7% en 2014 y al 3,9% en 2015, cerca de un punto porcentual más que el de 2013.*

*Entre los riesgos más relevantes destacan aquellos ligados a la debilidad de la actividad económica en algunas zonas y a las consecuencias de una reversión rápida de las primas de riesgo.*

las cotizaciones bursátiles, incrementos de las primas de riesgo y depreciación de sus divisas. En algunas de estas economías, la necesidad de lograr un crecimiento más equilibrado entre el sector exterior y el consumo doméstico constituye un reto adicional.

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

CUADRO 5

	2010	2011	2012	2013	FMI <sup>1</sup>	
					2014P	2015P
Mundial	5,3	3,9	3,1	3,0	3,7 (+0,1)	3,9 (=)
EEUU	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8 (+0,2)	3,0 (-0,4)
Zona del euro	1,9	1,8	-0,6	-0,4	1,0 (+0,1)	1,4 (+0,1)
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,5	1,6 (+0,2)	1,4 (+0,1)
Francia	1,6	2,0	0,0	0,3	0,9 (=)	1,5 (=)
Italia	1,7	0,6	-2,4	-1,8	0,6 (-0,1)	1,1 (+0,1)
España	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	0,6 (+0,4)	0,8 (+0,3)
Reino Unido	1,7	1,1	0,3	1,8	2,4 (+0,6)	2,2 (+0,2)
Japón	4,7	-0,4	1,5	1,5	1,7 (+0,4)	1,0 (-0,2)
Emergentes	7,5	6,2	4,9	4,7	5,1 (=)	5,4 (+0,1)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2014 respecto a octubre de 2013.

*La economía española crecerá cerca de un 1% en 2014 según el consenso de los analistas, pero aún debe afrontar retos importantes (mercado laboral, ajuste fiscal, reestructuración bancaria...).*

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 0,6% en 2014 y del 0,8% en 2015, tras el retroceso del 1,2% en 2013. Estas previsiones, que suponen una revisión al alza de cuatro y tres décimas respectivamente en relación con las anteriores, se situaban, no obstante, ligeramente por debajo del consenso de distintas instituciones privadas españolas. En general, diversos indicadores de actividad y empleo sugieren que la economía está ganando terreno de forma gradual, en un contexto caracterizado por la mejora notable de la competitividad, pero también por la necesidad de continuar el proceso de consolidación fiscal y de finalizar la reestructuración del sector bancario. Entre los riesgos más relevantes que se atisban para la economía destacan aquellos derivados de la prolongada debilidad del mercado laboral y de la dificultad de reavivar el flujo de crédito al sector privado.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados españoles de renta variable mostraron leves descensos en las cotizaciones debido a la inestabilidad de algunas economías emergentes y a la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania.*

La evolución de los mercados domésticos de renta variable durante el primer trimestre del año se caracterizó por el ligero retroceso de las cotizaciones y el aumento de los volúmenes de contratación, en un contexto de volatilidad reducida y de buenas condiciones de liquidez. Las cotizaciones, que habían crecido significativamente durante la segunda mitad de 2013, tendían a prolongar sus avances en 2014 –en línea con la evolución favorable de los diferentes indicadores de actividad y empleo publicados–, pero acabaron viéndose afectadas por la inestabilidad de algunas economías

emergentes y por la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania desde finales de febrero. Por su parte, el volumen de la contratación en los mercados españoles se incrementó un 16,6% durante el primer trimestre del año, en claro contraste con los retrocesos observados durante los últimos años. También aumentó la contratación de los valores españoles en los mercados alternativos a los nacionales, que concentraron casi el 14% de la misma. Las emisiones de renta variable alcanzaron los 4.590 millones hasta marzo, por debajo de las cifras de 2013, siendo lo más destacable la salida a bolsa de dos compañías.

En este contexto, el Ibex 35, que se había revalorizado significativamente durante los últimos meses de 2013, tendió a moderarse en los primeros compases de 2014 y acabó cediendo un 1,1% en el acumulado del trimestre<sup>7</sup>, debido a las caídas sufridas en los días centrales de marzo (véase cuadro 6). Otros índices de renta variable nacionales sí que prolongaron la tendencia expansiva del año anterior. Este fue el caso de los índices referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización, que avanzaron un 3,8% y un 14,5% respectivamente durante el primer trimestre del año. Por su parte, los índices referentes a los valores latinoamericanos negociados en los mercados bursátiles nacionales retrocedieron significativamente durante el primer trimestre del año, como consecuencia de las turbulencias asociadas a estos mercados desde que se anunciara la reducción de los estímulos monetarios en EEUU (véase recuadro 1). Así, el FTSE Latibex All-Share descendió un 17,4% y el FTSE Latibex Top, un 16,7%.

La evolución sectorial de las cotizaciones durante el primer trimestre del año pone de manifiesto que el sector más dinámico fue el de los materiales básicos, la industria y la construcción (4,6%, con un avance del 28,9% en 2013), seguido por el sector del petróleo y la energía (3,2%, con un avance del 19% en 2013) y del sector relacionado con los servicios financieros e inmobiliarios (1,3%, tras el ascenso del 19,9% en 2013). Por el contrario, los sectores que experimentaron retrocesos durante el primer trimestre de 2014 fueron los de los bienes de consumo (-9,1%, frente a un crecimiento del 17,1% en 2013), la tecnología y las telecomunicaciones (-5,9%, en contraste con un avance del 22,8% en 2013) y los servicios de consumo (-1,1%, con un notable crecimiento del 58,9% en 2013).

*El Ibex 35 cedió un 1,1% durante el primer trimestre del año, pero los índices de las empresas medianas y pequeñas siguieron avanzando.*

*La evolución sectorial de las cotizaciones fue heterogénea en los primeros meses del año.*

---

7 Con datos hasta el 14 de marzo.

**Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)**

CUADRO 6

Índices	2010	2011	2012	2013	III-13 <sup>1</sup>	IV-13 <sup>1</sup>	I-14 (hasta el 14 de marzo)	
							% s/trim. ant.	% inter- anual
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	18,3	8,0	-1,1	13,3
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	22,7	19,4	8,4	-0,7	14,8
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	52,0	22,5	12,5	3,8	48,8
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	44,3	22,8	13,0	14,5	47,8
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-20,0	5,4	-5,4	-17,4	-32,3
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,4	4,2	-1,4	-16,7	-30,0
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-31,7</b>	<b>-18,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>19,9</b>	<b>28,1</b>	<b>10,1</b>	<b>1,3</b>	<b>17,1</b>
Banca	-33,1	-20,3	-4,8	18,8	28,7	9,9	1,2	16,5
Seguros	-26,4	12,5	-2,0	47,3	12,7	17,1	-1,5	20,5
Inmobiliarias y otros	-53,3	-47,5	-14,4	38,3	23,6	24,0	34,2	92,6
<b>Petróleo y energía</b>	<b>-8,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>3,2</b>	<b>14,4</b>
Petróleo	10,2	14,9	-35,4	19,5	13,0	0,0	-5,1	0,1
Electricidad y gas	-14,2	-10,8	-5,4	18,7	3,5	11,1	6,5	20,6
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>-15,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>28,9</b>	<b>16,1</b>	<b>8,0</b>	<b>4,6</b>	<b>28,9</b>
Construcción	-14,9	-6,9	-9,3	26,5	15,6	5,9	7,0	29,4
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-29,2	-12,2	-8,8	55,4	22,1	10,3	-2,3	48,5
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-9,1	-33,7	-8,7	11,5	18,4	12,3	0,9	14,8
Ingeniería y otros	-0,1	-29,0	3,8	7,6	5,3	9,7	12,9	15,5
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-12,8</b>	<b>-20,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>22,8</b>	<b>15,5</b>	<b>5,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>3,2</b>
Telecomunicaciones y otros	-12,8	-20,8	-23,0	17,1	17,5	2,8	-6,3	-2,7
Electrónica y <i>software</i>	-12,0	-21,3	39,4	56,8	7,2	17,6	-4,1	40,3
<b>Bienes de consumo</b>	<b>17,0</b>	<b>5,7</b>	<b>55,6</b>	<b>17,1</b>	<b>16,6</b>	<b>6,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>5,6</b>
Textil, vestido y calzado	28,6	12,7	66,2	13,5	20,1	5,2	-15,1	-2,2
Alimentación y bebidas	25,3	-6,3	25,0	4,7	8,4	1,7	-7,5	1,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	-22,2	-7,3	68,3	39,6	8,4	13,6	10,5	34,4
<b>Servicios de consumo</b>	<b>-0,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>12,7</b>	<b>58,9</b>	<b>19,6</b>	<b>12,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>34,1</b>
Autopistas y aparcamientos	-10,1	-3,7	5,7	36,5	12,6	12,4	-2,2	21,9
Transporte y distribución	55,3	-34,9	29,7	116,4	30,9	19,8	3,7	67,6

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

La crisis financiera internacional puso de manifiesto las dificultades que plantea la inexistencia de un sistema universal de identificación de entidades. El problema más grave radica en la imposibilidad de determinar en algunos casos la identidad de las contrapartes en las transacciones financieras, lo cual dificulta tanto el desarrollo de modelos de gestión de riesgo adecuados como los procesos de resolución de entidades.

El G-20 abordó esta problemática y decidió impulsar el desarrollo de un código universal de identificación de entidades jurídicas (LEI, por sus siglas en inglés), que sería emitido y gestionado por unidades operativas locales (LOU, por sus siglas en inglés). Este código mejoraría la transparencia de los mercados financieros y atenuaría los problemas relacionados con la gestión del riesgo de contraparte y de resolución de entidades mencionados anteriormente. El órgano responsable de la supervisión y el buen funcionamiento del sistema global LEI es el Regulatory Oversight Committee (ROC).

Por el momento, este código se encuentra en fase de desarrollo. Sin embargo, hasta que esté finalizado el diseño definitivo del sistema LEI, se ha puesto en marcha una solución provisional que permite a las entidades obtener unos códigos equivalentes denominados «pre-LEI». Estos identificadores están siendo emitidos por unas entidades conocidas como «pre-LOU», que actúan en esta fase a modo de registros locales, asumiendo las tareas de asignación y registro de los códigos señalados. Una vez que el sistema LEI se haya completado, estas unidades operativas se transformarán en LOU, siempre que cumplan con determinados requisitos.

En el caso español, el Registro Mercantil es la entidad habilitada para actuar como pre-LOU. El 23 de noviembre de 2013, esta entidad obtuvo el prefijo que concede el ROC a cada pre-LOU potencial. Este prefijo se utiliza para conformar los cuatro primeros dígitos de los identificadores que se van a emitir, lo que contribuye a garantizar su unicidad. El Registro Mercantil español, que comenzó a asignar códigos con este prefijo el 11 de febrero de 2014, obtuvo el reconocimiento formal como entidad pre-LOU por parte del ROC el 5 de marzo. Dicho reconocimiento implica que todos los códigos pre-LEI que emita el Registro Mercantil deben ser aceptados automáticamente por todas las demás autoridades que integran el ROC, a los efectos de poder cumplir con los requerimientos regulatorios existentes<sup>1</sup>. Además, esta circunstancia posibilita que cualquier entidad que disponga de un código pre-LEI emitido en otra jurisdicción pueda, si así lo desea, solicitar su traslado y gestión al Registro Mercantil.

En el ámbito europeo, este proyecto se enmarca, entre otros, en la normativa de la UE que exige que las contrapartes de un contrato de derivados faciliten a los registros de operaciones un determinado conjunto de datos y queden identificadas de manera unívoca mediante un código LEI. Esta normativa está recogida en el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>2</sup> y su posterior desarrollo, y esta obligación es exigible desde el 12 de febrero de 2014.

1 Para obtener más información sobre la solicitud de códigos pre-LEI al Registro Mercantil, se puede visitar el portal <https://www.lei.mjusticia.gob.es/es>

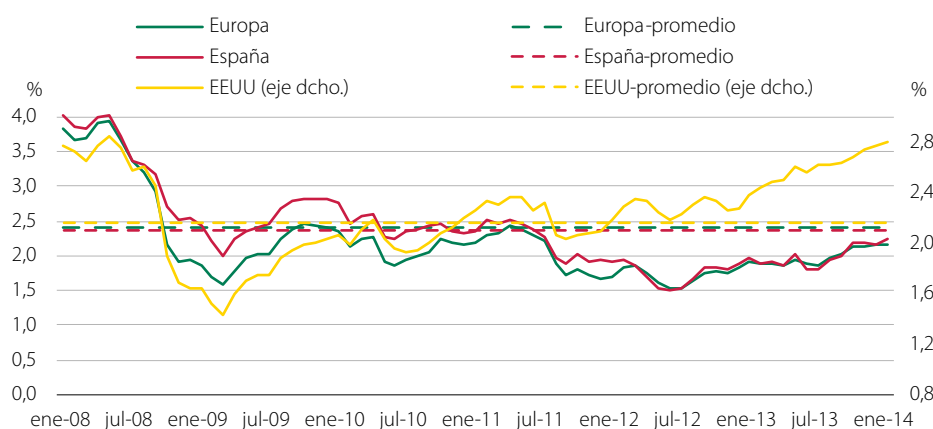
2 Conocido como EMIR.

La ratio PER del Ibex 35 siguió al alza durante el primer trimestre del año, situándose cerca de su promedio histórico.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 –que había crecido con intensidad durante la segunda mitad de 2013 (de 11,7 a 14,2), debido a la notable revalorización de las cotizaciones– prolongó su tendencia alcista durante el primer trimestre del año, hasta situarse en 15,3 a mediados de marzo. Desde un punto de vista temporal más amplio, los valores de esta ratio, calculada tanto en su versión tradicional<sup>8</sup> como en una versión algo más sofisticada donde se realiza un ajuste por el ciclo económico<sup>9</sup>, son cercanos a sus promedios históricos (véase gráfico 12). Esta evolución, similar a la observada en otros índices de renta variable europeos, difiere de la de algunos índices estadounidenses en los que la ratio PER (ajustada por el ciclo o no) es claramente superior a la media de los últimos años.

### Ratio PER ajustada por el ciclo<sup>1</sup> para índices representativos del mercado de renta variable en EEUU, la zona del euro y España

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de enero de 2014.

1 El gráfico ilustra una ratio PER mensual ajustada por el filtro de Kalman, que descompone la serie en su componente cíclico y tendencial. Unidades en términos de desviación estándar. Promedios mensuales entre marzo de 1987 y enero de 2014 para los índices representativos de EEUU, la zona del euro y España. La construcción del indicador está basada en la metodología proporcionada en el informe de ESMA<sup>10</sup>.

El *earning yield gap*, que descendió significativamente durante la segunda mitad de 2013, se estabilizó en marzo en niveles similares a los de su media histórica.

El *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, descendió con intensidad desde mediados de 2013 hasta enero de 2014 (al pasar del 4% al 2,8%) como consecuencia del fuerte incremento de la ratio PER, que compensó con creces el descenso de la rentabilidad de la deuda pública española. A mediados de marzo, el indicador avanzaba ligeramente hasta el 3,3%, unos valores que están en línea con su promedio histórico desde 1999 (3,2%), debido a la estabilización de las cotizaciones bursátiles y a la caída prolongada de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. De forma relativamente similar a la de la ratio PER, la convergencia de este indicador con su promedio histórico no se observaba desde los inicios de la crisis financiera.

8 Calculada como el cociente entre el precio de una acción y el beneficio esperado por acción (en ocasiones se utiliza el beneficio histórico).

9 Véase nota al pie del gráfico 12 para una explicación más detallada.

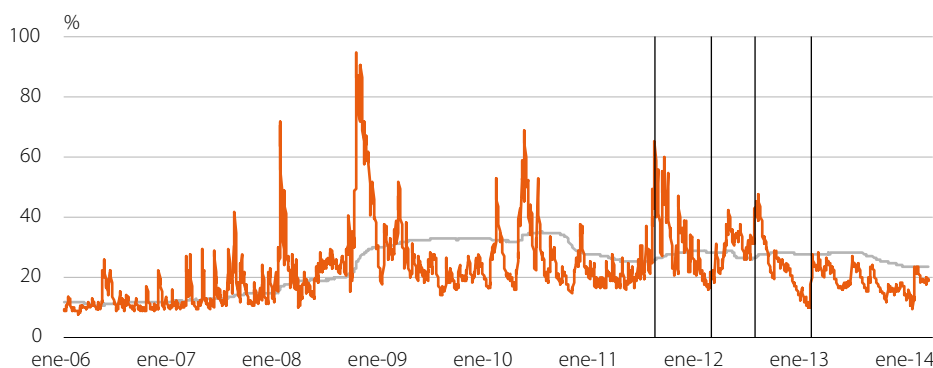
10 ESMA (2013). Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, septiembre. Disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1138\\_trends\\_risks\\_vulnerabilities\\_no\\_2\\_2013\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1138_trends_risks_vulnerabilities_no_2_2013_0.pdf)

La volatilidad del Ibex 35 mantuvo durante el primer trimestre de 2014 la senda de relativa estabilidad que viene mostrando desde hace varios meses, al moverse en valores que oscilaron entre el 10% y el 25%. Cabe únicamente resaltar el ligero repunte de la misma a finales de enero, cuando las cotizaciones retrocedieron con cierta intensidad a causa de la inestabilidad en algunas economías emergentes (véase gráfico 13).

*A pesar del ligero repunte a finales de enero, la volatilidad del Ibex 35 continuó siendo reducida...*

### Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 13



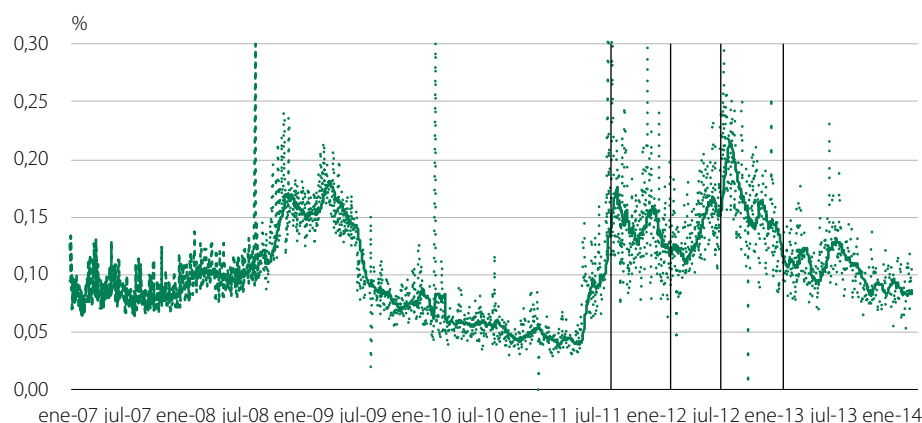
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto 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.

En el primer trimestre de 2014, las condiciones de liquidez del Ibex 35 continuaron mejorando, como se desprende del ligero descenso del diferencial entre los precios de compra y venta del índice (*spread bid-ask*). Este indicador, cuya tendencia a la baja, prácticamente ininterrumpida, comenzó a mediados de 2012, se situaba a mediados de marzo en el 0,08%, por debajo del 0,11% de finales de 2013 y en línea con el valor promedio de la serie histórica disponible desde 2003 (véase gráfico 14).

*...y su liquidez siguió mejorando.*

### Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 14



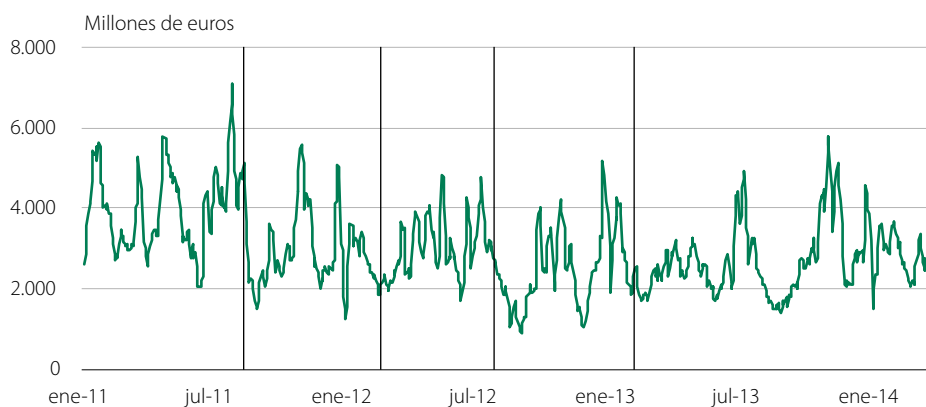
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 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 contratación en los mercados nacionales aumentó un 16,6% durante el primer trimestre del año, al igual que la contratación de valores españoles en otros mercados.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español ascendió a 155 mil millones de euros durante el primer trimestre del año, lo que supone un avance del 16,6% en términos interanuales. En promedio diario, los volúmenes contratados se acercaron a los tres mil millones de euros, una cifra algo inferior a la que se producía a finales de año, pero sensiblemente superior a la media del conjunto de 2013 (2.760 millones de euros al día) y de 2012 (2.730 millones de euros al día). El incremento de la contratación de valores españoles en los mercados nacionales durante los primeros meses de 2014, que contrasta con los descensos observados durante los últimos ejercicios, también se produjo en otros mercados regulados, MTF y otras plataformas alternativas de negociación. Como se observa en el cuadro 7, el volumen de la negociación de valores españoles en estos mercados ascendió a 23.771 millones de euros durante el primer trimestre del año, lo que representa el 13,8% de la contratación total de estos valores (10,1% en 2013). Dentro de estos mercados alternativos a los nacionales destacó el incremento de la negociación en Chi-X y BATS.

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

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos hasta el 14 de marzo de 2014. Las líneas verticales del gráfico ampliado 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.

Las emisiones de renta variable descendieron un 40% durante el primer trimestre del año. Dos compañías salieron a bolsa.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos alcanzaron un importe cercano a los 4.600 millones de euros durante el primer trimestre de 2014, un 39,4% inferior al volumen emitido durante el mismo periodo en 2013. Cerca del 91% del importe total se concentró en seis empresas: Banco Santander, Banco Popular, Iberdrola, Repsol, Lar España Real Estate Socimi e Hispania Activos Inmobiliarios. En estas dos últimas entidades, las ampliaciones se produjeron mediante oferta pública de suscripción (OPS) con salida a bolsa, aprovechando el buen momento de los mercados financieros españoles (existen otras dos operaciones similares en proceso). En conjunto, las instituciones financieras captaron más de 2.500 millones de euros. Las ampliaciones asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) permitieron captar 2.629 millones de euros, el 57% del importe total (véase cuadro 8).



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

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2010	2011	2012	2013	I-14 <sup>3</sup>
<b>Total</b>	<b>1.030.498,6</b>	<b>926.873,7</b>	<b>709.902,0</b>	<b>764.986,6</b>	<b>172.839,4</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>1.030.330,2</b>	<b>926.828,6</b>	<b>709.851,7</b>	<b>764.933,4</b>	<b>172.818,9</b>
BME	1.020.063,2	912.176,9	687.456,1	687.527,6	149.047,9
Chi-X	8.383,6	11.120,3	16.601,3	53.396,7	17.341,4
Turquoise	269,1	707,7	3.519,6	11.707,9	1.904,0
BATS	272,4	1.276,4	2.261,9	10.632,1	3.587,0
Otros <sup>2</sup>	1.341,9	1.547,3	12,8	1.669,2	938,6
<b>Corros</b>	<b>165,4</b>	<b>42,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>20,3</b>
Madrid	15,7	16,1	3,0	7,3	0,9
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,1	14,2
Barcelona	143,9	26,4	37,7	44,1	5,1
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>
<b>Pro memoria</b>					
Contratación en BME de RV extranjera <sup>1</sup>	6.415	5.206	4.102	5.640	2.090
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	5.896,3	1.662,6
Latibex	521,2	357,7	313,2	367,3	115,5
ETF	5.968,2	3.495,4	2.736,0	4.283,9	2.276,6
Total contratación BME	1.037.284,3	925.661,3	698.987,5	703.768,7	155.213,5
% RV española en BME respecto al total SIBE	99,0	98,4	96,8	89,9	86,2

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida 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 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 MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.
- 3 Datos hasta el 14 de marzo.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2010	2011	2012	2013	III-13	IV-13	I-14 <sup>1</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS</b> (millones de euros)	<b>17.542,4</b>	<b>20.970,3</b>	<b>29.557,4</b>	<b>39.171,9</b>	<b>8.010,3</b>	<b>4.982,5</b>	<b>4.589,7</b>
Ampliaciones de capital	16.932,8	20.843,3	28.326,0	39.171,9	8.010,3	4.982,5	4.589,7
De ellas, dividendo elección	2.021,2	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.607,9	2.466,6	2.629,4
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	900,0
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	98,7
Tramo internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	801,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	609,5	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>106</b>	<b>159</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>33</b>
Ampliaciones de capital	66	90	103	159	43	49	33
De ellas, liberadas	16	24	24	38	13	7	6
De ellas, mediante OPS	11	8	7	6	3	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	3	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>21</b>
Ampliaciones de capital	45	44	39	47	27	23	21
De ellas, mediante OPS	11	8	7	6	3	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	0	0	0	0

Fuente: CNMV.

- 1 Datos disponibles hasta el 15 de marzo de 2014.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA, según su acrónimo inglés) publicó el diez de junio de 2013 un documento de consulta<sup>1</sup> relativo al Reglamento EMIR<sup>2</sup>, para clarificar las obligaciones de los reguladores nacionales sobre la forma de considerar los acuerdos de interoperabilidad, ya existentes o de nueva creación, entre cámaras de contrapartida central (CCP). Las cámaras suscriben este tipo de acuerdos para permitir o facilitar a sus usuarios la ejecución de operaciones con una contraparte que elija una CCP distinta. El 12 de septiembre de ese mismo año, la CNMV dio a conocer su decisión de adoptar las directrices y recomendaciones propuestas por ESMA.

El Reglamento EMIR exige, desde 2013, que todas las CCP tengan que obtener autorización para actuar en la UE. El rigor y la uniformidad que resultan del establecimiento de unas directrices o estándares comunes sobre los acuerdos de interoperabilidad de CCP permiten la creación de un «entorno de adecuada competencia» para las CCP en la UE.

Las directrices definen qué aspectos deben valorar los reguladores nacionales en los acuerdos de interoperabilidad para que estos puedan considerarse seguros y prudentes. El documento propone cinco criterios que se refieren a los aspectos siguientes:

**1. Riesgo legal**

La adecuada gestión y mitigación del riesgo legal exige que todos los derechos y obligaciones resultantes del acuerdo de interoperabilidad, así como los procesos y procedimientos de las CCP puedan ser fácilmente identificables en cualquier momento. Por ello, las autoridades nacionales deben valorar que el acuerdo de interoperabilidad esté claramente definido y que sea transparente, válido y ejecutable en todas las jurisdicciones relevantes.

**2. Acceso justo y abierto**

La futura expansión de los acuerdos de interoperabilidad a otras CCP no puede ser restringida salvo en casos de riesgo, circunstancias que también podrían justificar la finalización del acuerdo. Por ello, las autoridades nacionales deben asegurarse de que las negativas o restricciones a la participación en el acuerdo de interoperabilidad se tengan su fundamento exclusivamente en el riesgo.

**3. Identificación, supervisión y gestión del riesgo**

Estos aspectos resultan esenciales para asegurar la gestión prudente de cualquier acuerdo de interoperabilidad y garantizar así la seguridad de las CCP que hayan adquirido la condición de interoperables y que estén, por lo tanto, comunicadas entre sí. Por ello, las autoridades nacionales, antes de que una

CCP entre en un acuerdo de interoperabilidad y después de forma continua, deben valorar si la CCP cuenta con un marco general para identificar, supervisar y gestionar los riesgos potenciales que resulten del acuerdo de interoperabilidad.

#### 4. Depósitos de garantías

Las garantías deben estar separadas (*ring-fenced*) y disponibles en cualquier momento, incluso en caso de quiebra o fallo de una CCP que hubiera entrado en un contrato de interoperabilidad. Por ello, las autoridades nacionales deben valorar que la CCP ha tomado las medidas para asegurar que la garantía que aporta cumple con los requisitos descritos.

#### 5. Cooperación

La cooperación entre reguladores nacionales es esencial para asegurar un proceso de aprobación del acuerdo de interoperabilidad libre de impedimentos.

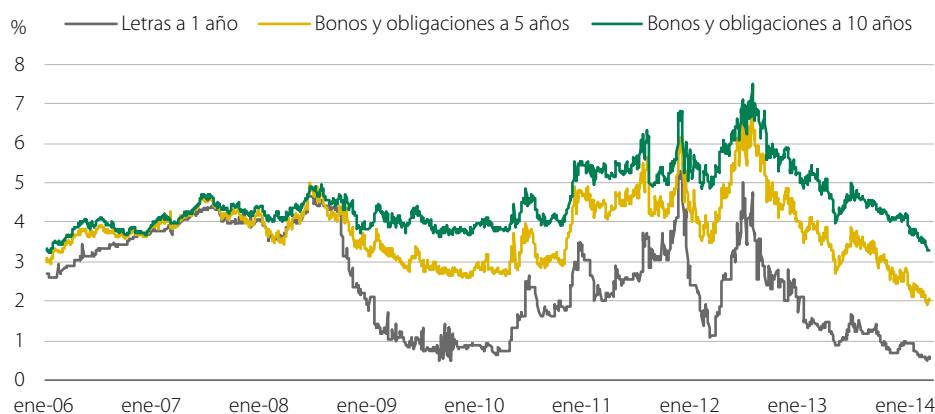
El documento contiene, además, dos anexos: el primero, con los textos relevantes sobre esta cuestión en el Reglamento EMIR y, el segundo, con un análisis coste/beneficio.

- 1 Informe disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323\\_annex\\_1\\_esma\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_interoperability.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323_annex_1_esma_final_report_on_guidelines_on_interoperability.pdf)  
[http://www.esma.europa.eu/es/system/files/esma\\_2013\\_00080000\\_es\\_tra.pdf](http://www.esma.europa.eu/es/system/files/esma_2013_00080000_es_tra.pdf) (versión en español).
- 2 Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales continuaron mostrando el notable descenso de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea y de las expectativas de inflación en la zona, junto con la menor percepción de riesgo sobre la economía española. Durante el primer trimestre del año, las compras de deuda fueron elevadas tanto por parte de los inversores residentes como de los no residentes y permitieron que las condiciones de financiación de los agentes siguieran mejorando. Los tipos de interés de la deuda pública y privada y las diferentes primas de riesgo prolongaban así su larga tendencia descendente en un contexto en el que los indicadores de contagio permanecían en niveles reducidos (véanse gráficos 16, 17 y 18). La agencia de calificación crediticia Moody's tuvo en cuenta estos factores a la hora de elevar el *rating* de la deuda soberana española desde el nivel Baa3 hasta el nivel Baa2 (con perspectiva positiva) a finales de febrero. Esta decisión, que constituyó la primera mejora de la calificación crediticia de la deuda pública española desde que comenzó la crisis de la deuda soberana europea, avalaba el cambio del panorama macroeconómico y financiero en España.

*Los mercados de renta fija nacionales siguieron mostrando el notable descenso de las tensiones en los mercados de deuda europea y la menor percepción de riesgo sobre la economía española.*



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

*En este contexto, continuaron los descensos en las rentabilidades de la deuda a corto plazo...*

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaron 2013 en el 0,54%, el 0,70% y el 0,91% en los plazos de tres, seis y doce meses respectivamente, continuaron descendiendo durante el primer trimestre de 2014. En marzo, el promedio de estos tipos de interés se situaba en el 0,25%, el 0,40% y el 0,54% respectivamente (véase cuadro 9). La reducción de los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública en los primeros meses de 2014 fue relativamente homogénea entre los diversos tramos de la curva, al oscilar entre los 29 p.b. y los 37 p.b. La tendencia descendente de los tipos de interés, que se mantiene de forma casi ininterrumpida desde finales de 2012, también se observó en la renta fija privada. Así, los tipos de interés de los pagarés, que habían descendido con mayor intensidad durante el primer semestre de 2013, continuaron su senda a la baja durante los primeros meses de 2014, principalmente en los tramos de mayor plazo de la curva (con caídas de 15 p.b. en promedio).

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

CUADRO 9

	dic-11	dic-12	dic-13	sep-13	dic-13	mar-14 <sup>3</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,26	0,54	0,25
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,92	0,70	0,40
12 meses	3,27	2,23	0,91	1,23	0,91	0,54
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>						
3 meses	2,74	2,83	1,09	1,28	1,09	0,94
6 meses	3,52	3,58	1,36	1,49	1,36	1,25
12 meses	3,77	3,83	1,59	1,77	1,59	1,39

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 14 de marzo.

*...y a largo plazo, tanto en el sector público como en el privado.*

Las rentabilidades a medio y largo plazo de los instrumentos de renta fija, tanto del sector público como del privado, también descendieron de forma notable durante los primeros meses de 2014. Como se observa en el cuadro 10, en marzo el promedio

de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 1,3%, el 2,0% y el 3,3% respectivamente, unos niveles notablemente inferiores a los registrados a finales de 2011, 2012 y 2013. De igual forma evolucionaron las rentabilidades de la renta fija privada a largo plazo, que se situaban en marzo en el 2,0%, el 2,3% y el 3,7% en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente, lo que representa en promedio unos valores inferiores en 4,7 puntos porcentuales a los máximos registrados en la parte central de 2012.

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

CUADRO 10

	dic-11	dic-12	dic-13	sep-13	dic-13	mar-14 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	4,01	3,40	2,00	2,45	2,00	1,28
5 años	4,65	4,22	2,68	3,21	2,68	2,00
10 años	5,50	5,33	4,14	4,42	4,14	3,35
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	5,43	4,19	2,63	2,71	2,63	1,96
5 años	5,91	4,66	2,84	3,58	2,84	2,26
10 años	8,06	6,79	4,46	5,26	4,46	3,70

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 14 de marzo.

La prima de riesgo soberano de la economía española, evaluada tanto mediante la prima negociada del CDS del bono español a cinco años como mediante el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, continuó descendiendo durante el primer trimestre de 2014, en línea con la mejora de la percepción de riesgo sobre los mercados de deuda y de las perspectivas macroeconómicas. Así, a mediados de marzo, la prima de riesgo del CDS se situaba en 115 p.b., muy por debajo de los 153 p.b. de finales de 2013 (véase gráfico 17), y el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el alemán caía hasta los 180 p.b., frente a los 220 p.b. del cierre de 2013.

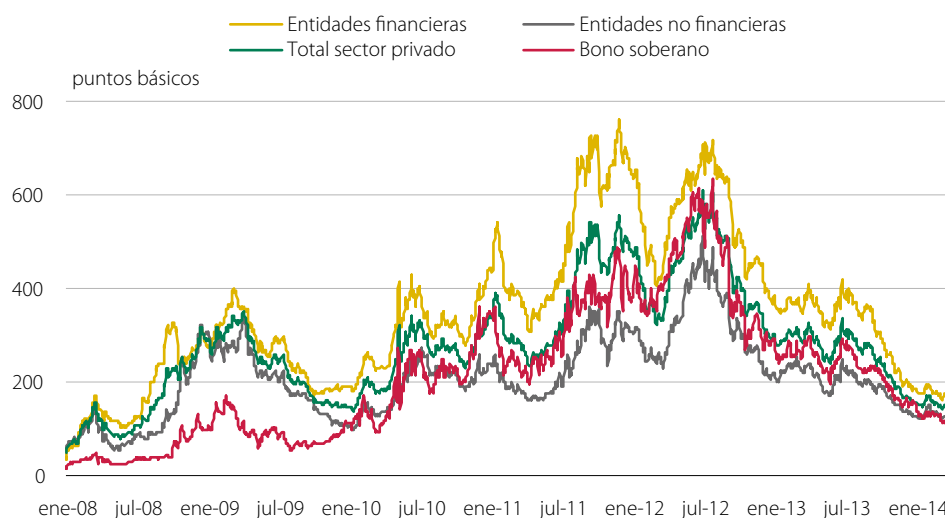
*La prima de riesgo soberano de la economía descendió de forma notable durante el primer trimestre del año...*

Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, que se incrementaron ligeramente en enero, finalizaban el trimestre con descensos, que fueron más intensos en el caso de las entidades financieras. Así, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de las entidades privadas españolas se situaba a mediados de marzo en 154 p.b. (158 p.b. a finales de 2013), ligeramente por encima de la prima de riesgo del CDS del bono soberano (véase gráfico 17). Cabe señalar la significativa convergencia entre las primas de riesgo de crédito de las entidades financieras y no financieras, cuya diferencia llegó a alcanzar los 400 p.b. en los momentos de mayores turbulencias. Así, la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras (en media) descendió desde los 186 p.b. de diciembre de 2013 hasta niveles cercanos a los 178 p.b. a mediados de marzo de 2014, y la de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente estable en niveles ligeramente inferiores a los 130 p.b.

*...así como las primas de riesgo de crédito del sector privado, donde continuó reduciéndose la diferencia entre las del sector financiero y del no financiero.*

## Prima de riesgo agregada<sup>1</sup> con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 17

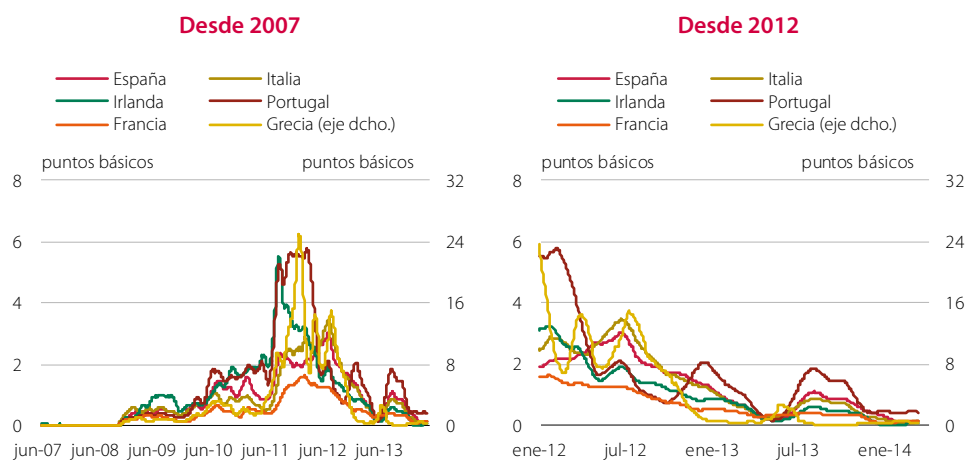


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 14 de marzo.

## Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 10 de marzo de 2014.

1 Se define como el impacto en el CDS del bono soberano alemán que resulta de un *shock* contemporáneo en el CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia y equivalente al 1% del nivel del CDS en cuestión en ese momento. Se calcula como el producto de dos componentes. El primer componente mide el grado de contagio de un país a otro y se aproxima como el porcentaje de variación del CDS del bono soberano alemán exclusivamente explicado por una variación contemporánea en el CDS del bono soberano de uno de los seis países anteriormente mencionados. Este porcentaje se calcula a partir de la descomposición de la varianza del error de predicción estimado mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con dos variables –la variable impactada (variación del CDS del bono soberano alemán) y la variable generadora del *shock* (variación del CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia)– y dos retardos. La estimación se implementa mediante una ventana móvil de los 100 periodos anteriores al primer periodo de predicción. El segundo componente mide el nivel del riesgo de crédito del emisor del *shock*, aproximado por su CDS. Finalmente, la serie obtenida como el producto de estos dos componentes es suavizada mediante una media móvil de 30 sesiones hábiles.

A pesar del abaratamiento de la financiación en los mercados, las emisiones de deuda efectuadas por los emisores españoles del sector privado descendieron sensiblemente durante 2013 como consecuencia de sus menores necesidades de financiación, en particular en el sector financiero. En total, el importe de las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendió a 138.839 millones de euros en el conjunto de 2013, lo que supone un descenso del 61,2% en relación con el importe de 2012 (véase cuadro 11). Las emisiones efectuadas por las sociedades no financieras siguieron teniendo un peso reducido en el total, pero este creció de forma notable en relación con las cifras de 2012. También se apreció un aumento significativo de las emisiones realizadas en el exterior por las filiales no residentes de estas sociedades. Cabe señalar que la comparación con los volúmenes emitidos en 2012 se ve afectada por el hecho de que estos fueron históricamente elevados por diferentes motivos<sup>11</sup>. La reducción de las emisiones fue generalizada entre los diferentes productos de renta fija, salvo en los bonos de titulización, cuyas emisiones crecieron un 20,1%.

*A pesar del abaratamiento de la financiación vía deuda, las emisiones disminuyeron un 61% en 2013 debido a las menores necesidades de financiación de las entidades...*

Durante el primer trimestre de 2014 se mantuvo la mayoría de estas tendencias: las condiciones de financiación de los emisores continuaron mejorando pero el volumen de las emisiones de deuda siguió contrayéndose. Hasta mediados de marzo, el volumen total de las emisiones de deuda registradas en la CNMV ascendió a 16.399 millones de euros, un nivel sensiblemente inferior al del mismo periodo de 2013 (40.803 millones de euros).

*...una tendencia que continuó en los primeros meses de 2014.*

Las emisiones de pagarés disminuyeron un 28% en términos interanuales durante el primer trimestre del año, hasta situarse en 6.652 millones de euros. Además de las menores necesidades de financiación de las entidades, es posible que una parte creciente de las emisiones a corto plazo se esté efectuando en el exterior (véase cuadro 11) y que se esté dando una mayor preferencia a las emisiones de más largo plazo debido a la fuerte caída de los tipos de interés.

*Las emisiones de pagarés registradas en la CNMV retrocedieron un 28% durante el primer trimestre, aunque fueron parcialmente sustituidas por emisiones en el exterior.*

También se observó un fuerte retroceso de las emisiones de bonos simples y de bonos de titulización. El volumen emitido de bonos simples alcanzó los 5.647 millones de euros hasta mediados de marzo, lo que supone un descenso del 64% en relación con las cifras de 2013. La caída de las emisiones de bonos simples guarda parcialmente relación con la disminución de las emisiones efectuadas por la SAREB<sup>12</sup>. Por su parte, el segmento de los bonos de titulización, que había mostrado un cierto dinamismo en 2013, perdió intensidad en los primeros meses de 2014. El importe de estas emisiones ascendió a 1.850 millones de euros, una cifra muy inferior a los 7.377 millones correspondientes al mismo periodo de 2013.

*También disminuyeron las emisiones de bonos simples (en parte por la caída de las emisiones de la SAREB), de bonos de titulización...*

La emisión de cédulas hipotecarias, que ascendió a 2.250 millones de euros durante el primer trimestre de 2014, retrocedió un 73% con respecto al mismo periodo de 2013. No se realizaron emisiones respaldadas por la cartera de préstamos a entes públicos (cédulas territoriales), ni tampoco de instrumentos de deuda híbridos (bonos convertibles y participaciones preferentes).

*...y de cédulas hipotecarias.*

---

11 Por ejemplo, el volumen de emisiones avaladas alcanzó los 42.635 millones de euros en 2012, mientras que en 2013 no se produjo ninguna emisión de este tipo.

12 El importe de las emisiones de la SAREB ascendió a 14.086 millones durante el primer trimestre de 2013 y a 4.085 millones durante el primer trimestre de 2014.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2010	2011	2012	2013	2013		2014
					III	IV	I <sup>2</sup>
<b>registradas<sup>1</sup> en la CNMV</b>							
<b>Número de EMISIONES</b>	<b>349</b>	<b>353</b>	<b>334</b>	<b>277</b>	<b>50</b>	<b>92</b>	<b>66</b>
Cédulas hipotecarias	88	115	94	40	6	5	4
Cédulas territoriales	9	42	18	6	2	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	170	33	63	54
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	8	0	4	0
Bonos de titulización	36	45	35	33	3	14	3
Programas de pagarés	59	53	46	20	6	5	5
De titulización	2	2	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	57	51	45	20	6	5	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	2	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>357.830</b>	<b>138.839</b>	<b>21.545</b>	<b>42.425</b>	<b>16.399</b>
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.800	6.015	2.250	2.250
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	4.000	2.500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	20.192	86.442	32.537	172	12.633	5.647
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	3.563	803	0	363	0
Bonos de titulización	63.261	68.413	23.800	28.593	904	14.695	1.850
Tramo nacional	62.743	63.456	20.627	24.980	904	12.802	1.389
Tramo internacional	518	4.957	3.173	3.613	0	1.893	461
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586	103.501	132.882	43.991	10.455	9.983	6.652
De titulización	5.057	2.366	1.821	1.410	440	400	200
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	42.581	10.015	9.583	6.452
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	9.154	29.199	7.633	4.776	92	2.149	0
Emisiones aseguradas	299	10	0	193	0	0	196
						<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>I<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>91.882</b>	<b>47.852</b>	<b>7.081</b>	<b>10.366</b>	<b>10.924</b>
A largo plazo	51.107	51.365	50.312	34.452	3.494	7.436	7.215
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	0	500	1.500
Obligaciones subordinadas	0	242	307	750	0	750	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.005	32.049	3.494	6.186	5.715
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.570	13.400	3.587	2.930	3.708
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.570	13.400	3.587	2.930	3.708
De titulización de activos	248	322	11.590	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>I<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>191.266</b>	<b>108.396</b>	<b>49.123</b>	<b>48.271</b>	<b>10.312</b>	<b>12.497</b>	<b>6.626</b>
Instituciones financieras	161.897	79.199	18.389	8.071	953	3.443	2.435
Sociedades no financieras	29.369	29.197	30.734	40.200	9.359	9.053	4.192

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.

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

4 Datos disponibles hasta el 28 de febrero.



Finalmente, las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles en el exterior se situaron en 10.924 millones de euros hasta febrero de 2014, lo que supone un descenso del 16% en relación con el mismo periodo de 2013 (13.043 millones de euros). Este comportamiento se debió exclusivamente al retroceso de las emisiones de los instrumentos de largo plazo, que ascendieron a 7.215 millones de euros (un 34% menos). Las emisiones a corto plazo, por su parte, fueron significativamente superiores a las de 2013, ya que alcanzaron los 3.708 millones de euros (2.087 millones en el mismo periodo del año anterior).

*Las emisiones de renta fija en el exterior también descendieron en los primeros meses de 2014 debido al retroceso de las emisiones de largo plazo.*

### Requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR)

RECUADRO 5

El Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central (CCP) y los registros de operaciones (en adelante, EMIR) entró en vigor el 16 de agosto de 2012. Este reglamento establece obligaciones para todos aquellos inversores que negocien contratos de derivados, con independencia de su nivel de sofisticación y ya sean estas entidades financieras o no financieras. No obstante, la intensidad de estas obligaciones será proporcional, en líneas generales, al nivel de actividad y al uso que se haga de los instrumentos derivados. Asimismo, se ha previsto una serie de exenciones para ciertas operativas, tales como la cobertura de los riesgos propios de la gestión de una empresa o los contratos realizados entre compañías de un mismo grupo. La puesta en marcha efectiva de las obligaciones de esta legislación requiere de la publicación de ciertas normas técnicas de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA, según su acrónimo en inglés) que desarrollan los contenidos del Reglamento EMIR. Una parte sustancial de estas se publicó el pasado 23 de febrero de 2013 y entró en vigor el 15 de marzo de 2013. Las instituciones europeas siguen trabajando en la elaboración del resto de normas de desarrollo del EMIR, las cuales afectan principalmente al intercambio de garantías en los contratos de derivados que no se compensen centralizadamente.

#### Principales obligaciones del EMIR

1. El uso de una CCP cuando se negocien ciertos contratos de derivados. La entrada en vigor de la obligación dependerá de la autorización final de las contrapartes centrales y de la determinación por parte de las autoridades europeas de la conveniencia de establecer dichas obligaciones. A título orientativo, se espera que esta obligación comience a tener relevancia a partir de mediados de 2014. No obstante, las entidades no financieras que excedan alguno de los umbrales de compensación que se han fijado en las normas técnicas deberán comunicarlo a partir del 15 de marzo de 2013 tanto a sus autoridades competentes nacionales como a ESMA.
2. La notificación a registros de operaciones autorizados o reconocidos por ESMA de todos los contratos de derivados que se negocien por todas las contrapartes financieras y no financieras. Esta obligación requiere de la existencia de registros de operaciones, que deben ser autorizados por ESMA. La autoridad europea autorizó el 7 de noviembre de 2013 a cuatro entidades a

realizar las actividades de registros de operaciones. En consecuencia, la obligación de notificación de contratos entró en vigor el 12 de febrero de 2014.

3. El uso de técnicas de mitigación de riesgos cuando se negocien contratos de derivados no compensados a través de una contraparte central, relacionadas con:
  - La confirmación puntual de los contratos y el establecimiento de procedimientos fijados de antemano para identificar y resolver posibles litigios entre las partes.
  - La conciliación y comprensión de las carteras, la valoración periódica de los contratos y el intercambio de garantías, cuando se superen determinados umbrales de actividad.

De forma genérica, estas obligaciones están vigentes desde el 16 de agosto de 2012. No obstante, a partir del 15 de marzo de 2013 las técnicas de mitigación de riesgos en contratos de derivados que actualmente utilizan las contrapartes financieras y no financieras deberán ajustarse al contenido íntegro de las normas técnicas publicadas hasta la fecha.

4. El establecimiento de requisitos organizativos, de conducta y prudenciales a las CCP.

El establecimiento de requisitos de funcionamiento y autorización por parte de ESMA a los registros de operaciones. El 7 de noviembre de 2013, ESMA autorizó a las siguientes entidades como almacenes de contratos: cuatro entidades del Reino Unido: CME Trade Repository Ltd. (CME TR), DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL), UnaVista Ltd.; una de Polonia: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW); y una de Luxemburgo (Regis-TR S.A.), que es una *joint venture* entre Clearstream e Iberclear.

### Ámbito de aplicación

Todos los contratos de derivados OTC –es decir, aquellos cuya ejecución no se ha realizado en un mercado regulado de acuerdo con la MiFID– se someterán a los requisitos de compensación centralizada cuando así lo determinen las autoridades europeas y, en el resto de los casos, deberán contemplar la aplicación de técnicas de mitigación de riesgos.

Todos los contratos de derivados, tanto los negociados en mercados regulados como los OTC, deberán comunicarse a un registro de contratos debidamente autorizado o reconocido por ESMA.

Por contraparte financiera se entiende: las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos UCITS y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones que se benefician de ciertas exenciones transitorias y los fondos de inversión alternativa.

Por contrapartes no financieras se entiende el resto de entidades cuando no tengan la consideración de contraparte financiera. Se considera que las contrapartes no financieras han superado el umbral de compensación cuando el valor nominal bruto de sus contratos de derivados OTC supere alguno de los siguientes límites considerados de manera individual: 1.000 millones de euros para derivados sobre crédito o renta variable y 3.000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, divisas, derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente.

Para elaborar este cálculo, la contraparte no financiera incluirá todos los contratos de derivados OTC suscritos por ella o por entidades de su grupo que no se utilicen para reducir los riesgos de actividad comercial o de la actividad de financiación de su tesorería.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>13</sup>

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26,3% durante 2013 hasta situarse en 156.680 millones de euros, después de cinco años de continuos descensos (véase cuadro 13). Aproximadamente tres cuartas partes del incremento tuvieron su origen en las suscripciones netas realizadas durante todo el año, que superaron los 24.000 millones de euros (véase cuadro 12), de las cuales casi 15.000 millones correspondieron al último semestre del año. Por categorías, las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en los fondos de renta fija (13.405 millones de euros) y en los de gestión pasiva (12.675 millones de euros), seguidos a bastante distancia por los fondos de renta variable mixta y renta fija mixta (2.673 y 2.370 millones de euros, respectivamente). Las únicas vocaciones cuyos fondos experimentaron salidas netas de recursos fueron las de fondos garantizados, tanto de renta fija como de renta variable, con unos reembolsos netos de 6.718 y 2.689 millones de euros, respectivamente. Este comportamiento de los flujos de inversión supone un cambio de patrón respecto al observado durante los últimos años, cuando las categorías de fondos garantizados, especialmente los de renta fija, eran las que recibían la mayoría de las suscripciones, en detrimento de los fondos de renta fija.

*Tras cinco años de descensos, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26% en 2013 debido a las elevadas suscripciones netas realizadas por los partícipes...*

---

13 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 para ellas.

Millones de euros	2013						
	2011	2012	2013	I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-10.853,1</b>	<b>-14.597,3</b>	<b>24.086,2</b>	<b>4.224,4</b>	<b>5.205,5</b>	<b>5.847,4</b>	<b>8.808,9</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-10.423,6	-7.739,7	13.405,0	1.729,5	3.934,9	3.329,4	4.411,2
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1.980,4	-18,8	2.369,7	419,0	668,7	132,6	1.149,4
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-375,5	35,8	2.673,3	349,0	315,7	668,0	1.340,6
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	142,0	-115,4	1.733,5	275,0	104,6	328,0	1.025,9
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-796,0	-425,3	865,9	122,3	133,3	175,4	434,9
Gar. rta. fija	7.809,3	-338,8	-6.717,5	537,8	-602,6	-2.334,0	-4.318,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-4.053,9	-4.225,9	-2.689,1	-651,9	-952,7	-593,3	-491,2
Fondos globales	972,2	-1.021,0	-176,7	-61,0	-197,9	42,0	40,2
De gestión pasiva <sup>7</sup>	60,8	823,8	12.675,2	1.477,0	1.851,1	4.150,7	5.196,4
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-2.207,9	-1.571,9	-53,2	27,7	-49,5	-51,4	20,0

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.

...y, en menor medida, al incremento de su rentabilidad.

Una cuarta parte del aumento del patrimonio de los fondos de inversión se debió a la mejora de la rentabilidad que experimentaron durante 2013. Así, a lo largo del año este patrimonio se revalorizó en su conjunto un 6,5%, del cual un 4,4% correspondió al segundo semestre del año (véase cuadro 13). En paralelo con el buen comportamiento de los mercados de renta variable, las categorías más rentables fueron las de renta variable euro y renta variable internacional, con una revalorización de la cartera del 28,1% y del 20,3% respectivamente (22,8% y 12,8% en los últimos seis meses del año). A pesar de la expansión del sector en términos de patrimonio, el número de fondos siguió reduciéndose durante 2013 debido al proceso de racionalización de productos que las sociedades gestoras están realizando desde hace varios años, que se vio acelerado como consecuencia de la reestructuración del sistema financiero español. A finales de 2013, el número de estas instituciones era de 2.045, lo que supone un descenso de 140 fondos, siendo los fondos de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (70 menos), seguidos por los fondos garantizados de renta variable (53 menos). La vocación de gestión pasiva fue la única que aumentó el número de fondos, y lo hizo de forma muy significativa, ya que pasó de 85 fondos a finales de 2012 a 169 en 2013.

Número	2011	2012	2013	2013			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.310</b>	<b>2.185</b>	<b>2.045</b>	<b>2.185</b>	<b>2.117</b>	<b>2.070</b>	<b>2.045</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	508	454	384	448	408	388	384
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	140	125	122	126	129	125	122
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	128	117	128	120	124	128	128
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	148	127	108	126	116	113	108
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	220	211	193	209	198	192	193
Gar. rta. fija	351	398	374	409	402	391	374
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	420	361	308	348	336	316	308
Fondos globales	203	192	162	182	174	168	162
De gestión pasiva <sup>7</sup>	59	85	169	103	126	148	169
Retorno absoluto <sup>7</sup>	133	115	97	114	104	101	97
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>132.368,6</b>	<b>124.040,4</b>	<b>156.680,1</b>	<b>130.295,4</b>	<b>135.933,5</b>	<b>145.168,5</b>	<b>156.680,1</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	46.945,5	40.664,6	55.058,9	42.690,3	46.736,8	50.381,0	55.058,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.253,6	5.500,9	8.138,0	5.965,6	6.618,4	6.873,4	8.138,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	2.906,1	3.179,9	6.312,4	3.593,6	3.911,9	4.783,4	6.312,4
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	4.829,2	5.270,2	8.632,8	5.691,8	5.867,8	7.021,5	8.632,8
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.224,0	7.297,3	7.967,6	8.849,0
Gar. rta. fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	37.653,1	37.316,1	35.504,7	31.481,2
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	18.014,5	14.413,2	12.503,8	13.925,5	13.032,2	12.767,2	12.503,8
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.366,9	4.157,3	4.352,8	4.528,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>	1.986,2	2.991,2	16.515,9	4.511,4	6.402,4	10.926,5	16.515,9
Retorno absoluto <sup>7</sup>	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.673,3	4.593,4	4.590,4	4.659,9
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>4.835.193</b>	<b>4.410.771</b>	<b>5.050.719</b>	<b>4.523.140</b>	<b>4.646.619</b>	<b>4.799.719</b>	<b>5.050.719</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.283.052	1.347.295	1.410.867	1.508.009
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	206.938	188.574	240.676	194.084	203.705	205.034	240.676
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	145.150	138.096	182.223	140.132	141.715	161.099	182.223
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	237.815	220.450	293.193	231.881	239.309	254.009	293.193
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	448.539	398.664	457.606	409.552	427.789	435.571	457.606
Gar. rta. fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.114.875	1.124.209	1.091.051	1.002.458
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	912.298	727.880	608.051	703.587	655.760	628.100	608.051
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	104.718	111.567	117.838	128.741
De gestión pasiva <sup>7</sup>	100.416	125.003	441.705	170.399	224.481	321.669	441.705
Retorno absoluto <sup>7</sup>	229.097	173.297	188.057	170.860	170.789	174.481	188.057
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>-0,08</b>	<b>5,50</b>	<b>6,50</b>	<b>1,65</b>	<b>0,36</b>	<b>2,50</b>	<b>1,85</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1,56	3,54	2,28	0,76	0,31	0,65	0,54
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1,34	4,95	4,16	0,83	-0,19	1,85	1,62
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-5,64	7,83	10,85	2,02	0,17	4,78	3,52
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-11,71	12,31	28,06	2,95	1,30	13,71	7,99
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-10,83	13,05	20,30	7,40	-0,69	6,87	5,54
Gar. rta. fija	3,28	4,85	4,96	1,82	0,70	1,46	0,89
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	0,14	5,07	6,15	1,16	0,42	2,62	1,83
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	1,70	-0,26	3,80	3,25
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-7,33	7,10	8,88	1,06	0,86	4,13	2,58
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-1,87	3,84	2,77	0,96	-0,32	1,07	1,04

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 2011, 2012 y 2013. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

También aumentó el número de partícipes, que superó los cinco millones a finales de 2013.

Los datos preliminares de enero de 2014 indican que la tendencia expansiva de la industria continúa.

En línea con el buen tono que está experimentando la industria, el número de partícipes de fondos de inversión aumentó en 640.000, hasta superar los cinco millones a finales de 2013. El incremento del número de partícipes se concentró en los fondos de gestión pasiva (317.000 partícipes) y en los de renta fija (246.000 partícipes). Únicamente los fondos garantizados mostraron un descenso en el número de partícipes, con una reducción conjunta de 200.000.

Los datos preliminares correspondientes al mes de enero de 2014 indican que la tendencia expansiva iniciada en 2013 ha continuado. El patrimonio de los fondos de inversión habría aumentado un 2,4% hasta los 160,4 mil millones de euros en dicho mes, mientras que el número de partícipes habría alcanzado prácticamente los 5,2 millones, 120.000 más que a finales de 2013. También continuaron las fusiones entre fondos.

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

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-13	sep-13	dic-13	jun-13	sep-13	dic-13
Renta fija financiera de rating AAA/AA	210	185	177	21	18	18
Renta fija financiera de rating inferior a AA	3.114	2.696	2.457	17	16	15
Renta fija no financiera	186	179	177	8	7	6
Titulizaciones	541	489	509	30	24	23
Titulización AAA	35	31	33	99	100	100
Resto de titulizaciones	506	458	476	28	23	22
<b>Total</b>	<b>4.051</b>	<b>3.549</b>	<b>3.320</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>			

Fuente: CNMV.

El volumen de los activos de liquidez reducida de la cartera de los fondos de inversión continuó a la baja en 2013, hasta situarse en el 2,1% del patrimonio total.

Siguiendo la tendencia de los últimos dos años, las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron a lo largo de 2013. Concretamente, el volumen de activos de liquidez reducida descendió en dos mil millones de euros durante el año, de los cuales más de 700 millones correspondieron al último semestre, hasta alcanzar poco más de 3.300 millones de euros (véase cuadro 14). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó del 4,4% del patrimonio total en 2012 al 2,1% en 2013. En relación con la composición de estos activos, se observa que, tanto en los valores de renta fija como en las titulizaciones, los activos de menor liquidez perdieron peso a lo largo de 2013.

### IIC inmobiliarias

En un contexto en el que el sector inmobiliario nacional no parece haber concluido aún su ajuste...

El sector inmobiliario y de la construcción no parece haber concluido todavía su ajuste, lo que ha continuado afectando a la actividad de las IIC inmobiliarias, aunque se observaron diferencias entre los fondos, cuyas magnitudes principales continuaron retrocediendo, y las sociedades, que experimentaron un comportamiento expansivo.

A finales de 2013, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2012. No obstante, solo cuatro de ellos se consideraban propiamente activos, ya que dos FII estaban en proceso de liquidación. El comportamiento de las variables más representativas de estos fondos fue similar al observado durante los últimos ejercicios, con retrocesos en el volumen de patrimonio, en el número de partícipes y en su rentabilidad. Así, el patrimonio gestionado se contrajo un 12,4% a lo largo del año hasta situarse por debajo de los 3,7 mil millones de euros, mientras que el número de partícipes se redujo un 77,2%, hasta quedar por debajo de los seis mil. Este cuantioso descenso se debió a los reembolsos efectuados por los partícipes de un fondo que tuvo su última ventana de liquidez durante el último trimestre del año, paso previo a la escisión del fondo. Por su parte, la rentabilidad de estas IIC volvió a ser negativa en todos los trimestres del año, lo que dio lugar a un retroceso anual del 11,28% (véase cuadro 15).

...se observaron diferencias notables entre los fondos de inversión inmobiliarios, cuyas magnitudes más relevantes continuaron descendiendo y...

Por el contrario, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) aumentó de ocho a diez a lo largo de 2013 (véase cuadro 15). El patrimonio, por su parte, pasó de 284 millones de euros en diciembre de 2012 a 854 millones en diciembre de 2013. Este elevado aumento se debió en exclusiva a una entidad, que se transformó de sociedad anónima a SII en enero de 2013. El número de accionistas alcanzó los 1.023 a finales de año, con un incremento de 86 respecto al año anterior.

...las sociedades de inversión inmobiliaria, que prolongaron su tendencia expansiva.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 15

	2010	2011	2012	2013	2013			
					I	II	III	IV
<b>FONDOS</b>								
Número <sup>1</sup>	7	6	6	6	6	6	6	6
Partícipes	75.280	29.735	25.218	5.750	24.048	21.541	21.466	5.750
Patrimonio (millones de euros)	6.116	4.495	4.202	3.683	4.071	3.986	3.899	3.683
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,53	-11,28	-2,59	-1,88	-2,13	-5,15
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	8	8	10	9	10	10	10
Accionistas	943	943	937	1.023	1.021	1.017	1.018	1.055
Patrimonio (millones de euros)	322	313	284	854	844	854	860	855

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

## IIC de inversión libre

En este apartado se incluyen los fondos de inversión libre (IIC de IL) y los fondos de fondos de inversión libre (IIC de IIC de IL). A grandes rasgos, las tendencias iniciadas durante la crisis en la industria de IIC de inversión libre en relación con el patrimonio continuaron en 2013. Así, el segmento de las IIC de IIC de inversión libre mostró una importante contracción, mientras que la expansión del segmento de las IIC de IL experimentada durante los últimos años se moderó sustancialmente. Además, el número de entidades pasó de 60 a 51, con una reducción de dos IIC de IIC de IL (dos bajas) y de siete IIC de IL (diez bajas y tres altas). A finales de año, había

Durante 2013 continuó la contracción del segmento de las IIC de IIC de inversión libre y se atenuó la expansión de las IIC de inversión libre.

un número significativo de entidades en proceso de liquidación, concretamente 13 IIC de IIC de IL y tres IIC de IL.

*El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre se contrajo un 22% en 2013 a pesar de que su rentabilidad fue positiva...*

El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) retrocedió un 21,6% durante los 11 primeros meses de 2013, hasta situarse en 423 millones de euros, mientras que el número de partícipes lo hizo un 6,7%, hasta los 3.114 (véase cuadro 16). A pesar de esta contracción, la rentabilidad de estas instituciones fue positiva, con una revalorización de la cartera del 4,2% entre enero y noviembre.

*...mientras que el patrimonio de las IIC de inversión libre se incrementó un 11% debido tanto a las suscripciones de los partícipes como a la revalorización de la cartera.*

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se incrementó un 10,9% entre diciembre de 2012 y noviembre de 2013, hasta superar los mil millones de euros. El aumento del patrimonio tuvo su origen tanto en las suscripciones de fondos efectuadas por los partícipes a lo largo del ejercicio como en la revalorización de la cartera (un 14,6%), que fue especialmente alta entre los meses de julio y noviembre, con una rentabilidad del 9,4%. El número de partícipes, por su parte, experimentó una ligera reducción del 1,8% durante el ejercicio, hasta quedar en 2.383.

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

CUADRO 16

	2010	2011	2012	2013			
				I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>1</sup>	28	27	24	24	22	22	22
Partícipes	4.404	3.805	3.338	3.211	3.230	3.218	3.114
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	536,2	468,0	418,3	423,3
Rentabilidad (%)	3,15	-1,70	0,60	2,73	-0,52	0,25	1,75
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>1</sup>	33	36	36	33	33	33	29
Partícipes	1.852	2.047	2.427	2.384	2.374	2.323	2.383
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	964,8	981,3	993,2	1.018,7
Rentabilidad (%)	5,37	-2,60	3,03	3,72	1,03	5,34	3,81

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta noviembre de 2013.

### IIC extranjeras comercializadas en España

*El patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 44% en 2013, hasta los 55 mil millones de euros.*

Durante el año 2013, continuó la expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España que se había iniciado el año anterior. Así, el volumen de inversión de estas IIC aumentó de forma considerable, concretamente un 43,7%, hasta situarse cerca de los 55 mil millones de euros. Estos avances se produjeron tanto en los fondos de inversión, con un incremento del 35,9% (hasta los 8.500 millones de euros), como en las sociedades, donde el aumento fue del 45,3% (hasta más de 46 mil millones de euros). La misma tendencia se observó en el número de inversores, que superaron el millón, lo que supone un 30,3% más que en 2012. En relación con el número de instituciones, se produjo un aumento importante en el número de sociedades (39 más, 372 en total) y una reducción en el número de fondos (13 menos, 408 en total).



## Perspectivas

La contracción de la industria de la inversión colectiva producida desde el inicio de la crisis, y cuyo origen se encuentra en el elevado volumen de reembolsos efectuados por los partícipes, parece haber finalizado en 2013, especialmente en el segmento de las IIC de carácter financiero. La recuperación de algunas de las magnitudes más relevantes de estas instituciones (el patrimonio y el número de partícipes) parece haber continuado a principios de 2014, según los datos disponibles en la fecha de realización de este informe. A corto plazo existen factores que pueden ayudar a consolidar la recuperación de la industria de los fondos de inversión, como es la mejoría de la confianza de los inversores en este tipo de productos gracias, en parte, a la estabilización de los mercados financieros. También puede actuar en favor de esta industria el menor atractivo de otros productos de inversión de riesgo reducido, especialmente de los depósitos bancarios, cuya rentabilidad se ha reducido a lo largo de los últimos meses.

*La recuperación de la industria de la inversión colectiva podría consolidarse en 2014 debido a la mejora de la confianza de los inversores en estos productos.*

### Dictamen de ESMA sobre prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos

RECUADRO 6

El 7 de febrero de 2014 ESMA publicó, en virtud de lo previsto en el artículo 29, apartado 1, letra a) del Reglamento UE 1095/2010, un dictamen en el que establece sus expectativas mínimas respecto a la conducta de las entidades en la venta de productos complejos. ESMA señala que, aunque los requerimientos de la Directiva de Servicios de Inversión (MiFID) deberían ser suficientes, el nivel de aplicación de las normas de conducta podría no haber estado a la altura necesaria en algunos casos. Sin perjuicio de otras iniciativas legislativas, ESMA emite este dictamen para recordar a los supervisores los preceptos de la Directiva MiFID relevantes en este ámbito, cuyo cumplimiento por parte de las entidades deben vigilar con especial celo en su práctica supervisora.

El dictamen cubre distintos aspectos regulados en la Directiva MiFID, entre los que cabe destacar los siguientes:

- **Organización y controles internos.** Las entidades deben establecer controles internos adecuados en el desarrollo de productos. Si del análisis realizado se desprende que un producto concreto nunca va a satisfacer el mejor interés del cliente, o si no hay suficiente información disponible para determinar las principales características y riesgos del producto, las entidades no deberían recomendar el producto ni comercializarlo. Las entidades deben también asegurarse de que los responsables de la definición del público objetivo, la redacción de los documentos comerciales y la prestación de servicios financieros a los clientes entienden los productos, así como de que su personal cuente con la formación necesaria. Asimismo, deben ponderar si los productos complejos a comercializar debieran ser vendidos con asesoramiento o sin él. ESMA señala también que las entidades deben identificar y gestionar los conflictos de interés que puedan surgir, en especial cuando el vendedor sea la entidad emisora o actúe como contrapartida. En particular, señala que la supervisión del cumplimiento normativo debería comprobar si los incentivos relacionados con el producto (incluidas las remuneraciones) crean conflictos de interés, valorando específicamente si son mayores que los de inversiones más tradicionales.

- **Evaluación de la adecuación del producto al cliente.** En el ámbito del asesoramiento, las entidades deben evaluar cuidadosamente el producto antes de tomar la decisión de recomendarlo. Además deben considerar qué información sobre el cliente, adicional a la requerida para productos menos complejos, deben solicitarle para poder evaluar adecuadamente las implicaciones para este de la inversión. Así, se indica a título de ejemplo, entre otros, los objetivos y actitud ante el riesgo, el horizonte temporal, la capacidad de absorber pérdidas o atender a compromisos futuros o los costes y gastos aplicables, analizando si otras inversiones alternativas menos complejas y con menor coste podrían servir mejor a las necesidades del cliente. Se señala que las entidades no deben confiar de forma indebida en la autoevaluación del cliente y que deben asegurarse de que la información de la que disponen es correcta y está actualizada. En el ámbito de la comercialización, las entidades que opten por procesos estandarizados para evaluar la conveniencia no deben limitarse a usar el proceso como un ejercicio de autocertificación. Además ESMA señala que, cuando una entidad considere que el producto no es conveniente para el cliente o no tenga información suficiente, si sigue dando acceso a este producto, debe advertir al cliente específicamente de que no es probable que entienda los riesgos asociados al mismo.
- **Información al cliente.** Se destaca la importancia de una información clara y no engañosa. En particular, ESMA indica que se debería informar al cliente de los costes totales aplicables (que podrían incluir el valor en términos monetarios, su impacto sobre el rendimiento y también una indicación del valor en caso de desinversión en ese momento) y de la posibilidad y consecuencias de vender o salir anticipadamente de la inversión. Asimismo, señala ciertos principios a tener en cuenta y destaca determinados elementos de información como el efecto del apalancamiento y de los derivados implícitos, y la naturaleza y limitaciones de cualquier garantía o protección del capital. Finalmente, se apunta la necesidad de facilitar advertencias claras y específicas sobre los principales riesgos en caso de ventas no asesoradas.
- **Seguimiento y evaluación del proceso de venta.** La venta de productos complejos debe ser identificada como prioritaria para la función supervisora del cumplimiento normativo, tanto más cuanto mayor sea la complejidad del producto. El seguimiento debiera tener también en cuenta los temas identificados en las reclamaciones recibidas.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

*El buen comportamiento de los mercados financieros durante 2013...*

En 2013, las empresas de servicios de inversión (ESI) desarrollaron su actividad de prestación de servicios en un contexto más favorable en los mercados financieros, lo que permitió una recuperación notable de los resultados del sector. El número de entidades registradas en la CNMV a finales de año ascendía a 82<sup>14</sup>, cinco menos que

---

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

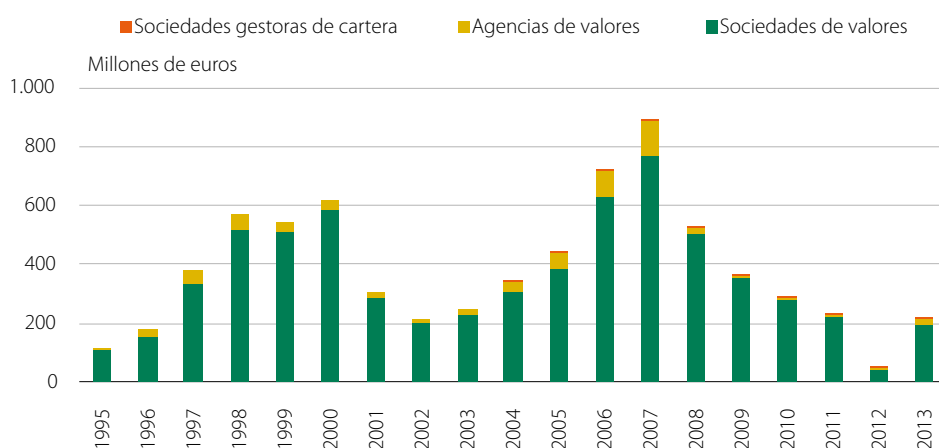
en 2012, y se produjeron seis cambios de control del capital en el sector (cuatro afectaron a sociedades de valores y dos, a agencias de valores). El número de entidades que realizaban actividades transfronterizas en 2013 se mantuvo prácticamente invariable en relación con las cifras de 2012: siete ESI disponían de pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física y 40 ESI lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios (una menos que en 2012). En esta parcela de prestación de servicios financieros de forma transfronteriza, cabe señalar que, en 2013, 284 entidades autorizadas en otros Estados Miembros comunicaron a la CNMV su intención de prestar servicios de inversión en España (la mayoría de las entidades estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios).

El resultado agregado antes de impuestos de las empresas de inversión se situó en 217,4 millones de euros en 2013 (véase gráfico 19), una cifra más de cuatro veces superior a la de 2012 (50,1 millones de euros). Este incremento está condicionado por las elevadas pérdidas que registró una sociedad de valores en 2012, por lo que descontando los efectos de dicha entidad, los resultados agregados del sector habrían aumentado un 19%.

*...permitió que los beneficios de las ESI se situaran en 217 millones, una cifra más de cuatro veces superior a la de 2012.*

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

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Excepto las EAFI.

Los beneficios antes de impuestos de las sociedades de valores (SV), que representaron cerca del 90% de los beneficios totales del sector, se situaron en 194,5 millones de euros en 2013, casi 153 millones más que en 2012. La mejora de los beneficios de estas entidades tuvo su origen tanto en el aumento de los resultados de algunas líneas de negocio –en particular, del resultado de las operaciones financieras– como en el descenso de las amortizaciones y de las pérdidas por el deterioro de activos financieros. El margen bruto agregado de las SV creció un 27,8% en 2013, hasta los 572 millones de euros, pero la evolución de sus partidas más relevantes fue algo heterogénea. Se incrementaron los beneficios relacionados con las inversiones financieras, como ya se ha comentado, y también el margen financiero. Sin embargo, las pérdidas por diferencias de cambio netas fueron voluminosas y las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión, que es la partida más cuantiosa del margen bruto, retrocedieron un 3,9%, hasta los 565,8 millones de euros. Los gastos de explotación de las SV se incrementaron un 2,3%, hasta los 384,6 millones de euros en 2013.

*Los beneficios de las SV crecieron significativamente como consecuencia del elevado resultado obtenido de las operaciones financieras y del descenso de las amortizaciones y de las pérdidas por deterioro de activos.*

Los beneficios de las AV también se incrementaron sustancialmente debido a la recuperación de las comisiones percibidas por la prestación de servicios financieros y a la contención de los gastos de explotación.

Las agencias de valores (AV) obtuvieron un beneficio antes de impuestos de 19,3 millones de euros en 2013, una cifra sensiblemente superior a los cerca de siete millones que registraron en 2012. El origen de la mejora de los resultados de las AV fue algo diferente al de las SV, ya que estuvo relacionado fundamentalmente con el mayor dinamismo de las comisiones percibidas. Así, los ingresos netos obtenidos por comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión se incrementaron un 18,4% en 2013, hasta los 130,7 millones de euros. Cabe resaltar el aumento generalizado de las comisiones en los servicios de inversión más relevantes para estas entidades: las comisiones asociadas a la tramitación de órdenes aumentaron un 5,5%, las de comercialización de IIC un 38,1%, las obtenidas por la gestión de carteras un 12,4%, las procedentes del asesoramiento en materia de inversión un 85% y aquellas originadas por la colocación y el aseguramiento de inversiones un 50,7% (véase cuadro 17). En conjunto, el margen bruto agregado de las AV avanzó un 16,5%, hasta los 110,6 millones de euros, y los gastos de explotación se incrementaron un 2,4%, hasta los 89,7 millones de euros.

### Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic-13)

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-12	dic-13	% var.	dic-12	dic-13	% var.	dic-12	dic-13	% var.
1. Margen de intereses	56.161	67.333	19,9	1.912	1.799	-5,9	733	667	-9,0
2. Comisiones netas	410.740	387.216	-5,7	93.246	110.422	18,4	7.879	9.362	18,8
2.1. Comisiones percibidas	589.027	565.787	-3,9	108.198	130.738	20,8	17.887	18.603	4,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	348.403	347.522	-0,3	38.112	40.196	5,5	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	6.869	4.824	-29,8	3.128	4.715	50,7	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	19.775	17.987	-9,0	576	505	-12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	14.883	15.581	4,7	14.476	16.267	12,4	16.307	17.028	4,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.137	10.500	104,4	3.092	5.707	84,6	1.579	1.575	-0,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	50	8.659	17.218,0	88	55	-37,5	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	8	22	175,0	30	11	-63,3	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	45.050	51.766	14,9	25.949	35.823	38,1	0	0	-
2.1.9. Otras	148.854	108.926	-26,8	22.746	27.459	20,7	1	0	-100,0
2.2. Comisiones satisfechas	178.287	178.571	0,2	14.952	20.316	35,9	10.008	9.241	-7,7
3. Resultado de inversiones financieras	9.403	256.110	2.623,7	1.255	5	-99,6	4	9	125,0
4. Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.033	-298,9	-105	-237	-125,7	-30	-24	20,0
5. Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.566	19,5	-1.354	-1.396	-3,1	29	-8	-
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>447.782</b>	<b>572.192</b>	<b>27,8</b>	<b>94.954</b>	<b>110.593</b>	<b>16,5</b>	<b>8.615</b>	<b>10.006</b>	<b>16,1</b>
6. Gastos de explotación	376.019	384.638	2,3	87.587	89.726	2,4	7.122	6.388	-10,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	23.556	-609	-	2.781	2.420	-13,0	87	64	-26,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12.903	3.123	-75,8	-12	25	-	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>35.304</b>	<b>185.040</b>	<b>424,1</b>	<b>4.598</b>	<b>18.422</b>	<b>300,7</b>	<b>1.406</b>	<b>3.554</b>	<b>152,8</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	6.449	9.529	47,8	2.371	854	-64,0	5	9	80,0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>41.753</b>	<b>194.569</b>	<b>366,0</b>	<b>6.969</b>	<b>19.276</b>	<b>176,6</b>	<b>1.411</b>	<b>3.563</b>	<b>152,5</b>
10. Impuesto sobre beneficios	53.810	53.764	-0,1	3.386	4.955	46,3	458	1.091	138,2
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>-12.057</b>	<b>140.805</b>	<b>-</b>	<b>3.583</b>	<b>14.321</b>	<b>299,7</b>	<b>953</b>	<b>2.472</b>	<b>159,4</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>-12.057</b>	<b>140.805</b>	<b>-</b>	<b>3.583</b>	<b>14.321</b>	<b>299,7</b>	<b>953</b>	<b>2.472</b>	<b>159,4</b>

Fuente: CNMV.

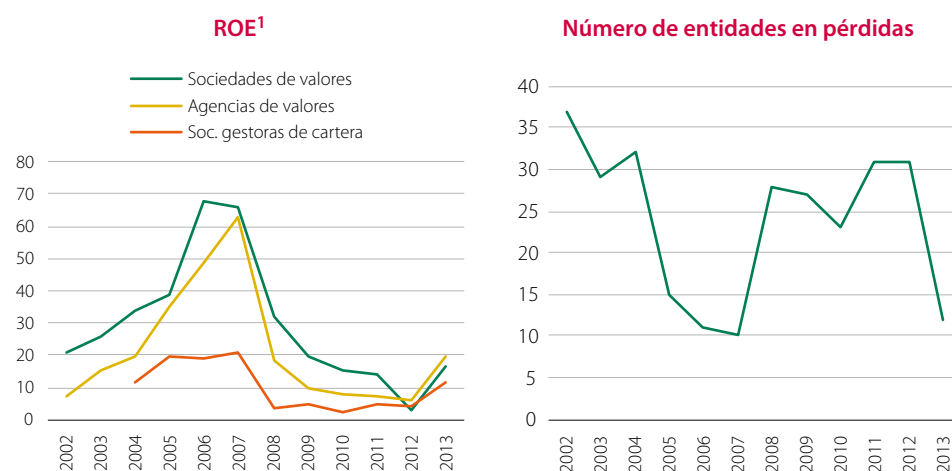
Por último, el beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera se situó en 3,56 millones de euros a finales de 2013, casi dos millones más que en 2012 (véase cuadro 17). Esta evolución tuvo su origen tanto en el notable aumento de las comisiones netas percibidas por estas entidades (del 18,8%) como en el retroceso de sus gastos de explotación (-10,3%). Estas entidades, de las que solo quedaban cinco registradas en la CNMV a finales de 2013<sup>15</sup>, han sufrido un fuerte aumento de la competencia durante los últimos años por parte de otras entidades como las EAFI y las SGIIC.

*Este último patrón también se observó en las SGC.*

La mejora de los resultados de las ESI durante 2013 dio lugar a un incremento notable de su rentabilidad y a una reducción significativa del número de ESI en pérdidas. Así, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) de las SV pasó del 3% en 2012 al 16,4% en 2013, la de las AV aumentó desde el 6,3% hasta el 19,3% y la de las SGC lo hizo desde el 4,2% hasta el 11,4%. Por su parte, el número de entidades en pérdidas disminuyó de 31 a finales de 2012 a doce a finales de 2013. De estas doce ESI, cinco eran SV (15 en 2012) y siete eran AV (14 en 2012). Dos SGC que mostraban pérdidas en 2012 dejaron de tenerlas en 2013. El volumen agregado de las pérdidas se situó en 8 millones de euros, una cifra sensiblemente inferior a los 155,4 millones de 2012 (31,3 millones si descontamos las elevadas pérdidas de una SV).

*El aumento de los beneficios del sector dio lugar a un repunte de la rentabilidad de estas instituciones y a una reducción significativa del número de ESI en pérdidas.*

**ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas** GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> ROE calculado con resultados antes de impuestos.

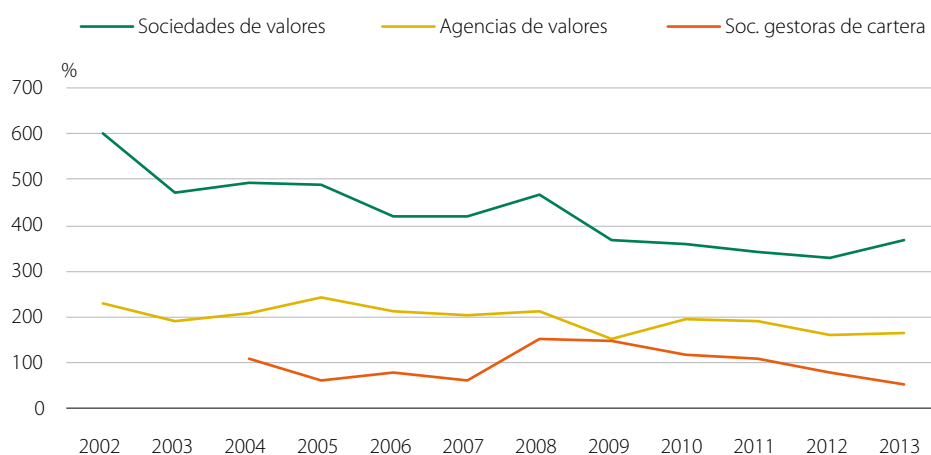
Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en 2013, si bien se observó una cierta heterogeneidad en la evolución del margen de solvencia dependiendo del tipo de entidad (véase gráfico 21). El exceso de recursos propios sobre los recursos exigibles de las SV se incrementó entre 2012 y 2013 (desde 3,3 hasta 3,7), el de las AV permaneció prácticamente estable (en 1,6) y el de las SGC se redujo levemente (desde 0,8 hasta 0,5). A finales de 2013 una SV presentaba déficit de recursos propios, pero se encontraba en proceso de liquidación.

*Los márgenes de solvencia del sector continuaron siendo adecuados, aunque se observaron diferencias dependiendo del tipo de ESI.*

15 En 2004, el número registrado de estas entidades era superior a 20.

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

*Tras el retroceso de 2012, el negocio de las EAFI volvió a expandirse en 2013. El volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó casi un 20%, hasta situarse en 17,6 mil millones de euros.*

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que se contrajo en 2012 debido a las turbulencias de los mercados, tendió a expandirse nuevamente en 2013. Hubo un incremento tanto en el número de entidades registradas, que pasó de 101 en 2012 a 126 en 2013, como en el volumen de patrimonio asesorado, que alcanzó los 17,6 mil millones de euros en 2013 (14,8 mil millones en 2012). Dentro de este último fue destacable el incremento del patrimonio asesorado correspondiente a los clientes minoristas, que se situó en el 52,8% (véase cuadro 18). Como consecuencia de este avance, la importancia relativa del segmento minorista en relación con el volumen de patrimonio total asesorado por las EAFI se incrementó desde el 22% en 2012 hasta el 28% en 2013. Los ingresos por comisiones percibidos por las EAFI aumentaron de forma paralela al volumen de patrimonio asesorado. En 2013, estos ingresos llegaron a los 33,3 millones de euros, un 27,1% más que en 2012.

### Perspectivas

*Las perspectivas para las ESI son favorables debido a la mejora de las principales líneas de negocio de estas entidades.*

Las perspectivas para las empresas de servicios de inversión son algo más favorables que en ejercicios anteriores debido a la mejora de las principales líneas de negocio de estas entidades: la contratación en los mercados, la comercialización de IIC, el asesoramiento financiero y el negocio de gestión de carteras. Sin embargo, es preciso tener en cuenta el incremento de la competencia que están ejerciendo otros competidores como, por ejemplo, las ESI extranjeras que pueden desarrollar su actividad en España y también las propias entidades de crédito nacionales, que siguen concentrando la mayoría de las comisiones generadas por la actividad de prestación de servicios de inversión<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Entre enero y septiembre de 2013, las entidades de crédito percibieron el 77% del importe de las comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión, frente al 22% de las sociedades y agencias de valores y el 1% de las sociedades gestoras de cartera.

	2011	2012	2013	2012		2013		% var. año
				S-2	S-1	S-2	S-1	
Importes en miles de euros								
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>101</b>	<b>112</b>	<b>126</b>		<b>24,8</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>16.033.108</b>	<b>14.776.498</b>	<b>17.630.081</b>	<b>14.776.498</b>	<b>15.442.297</b>	<b>17.630.081</b>		<b>19,3</b>
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.267.079	3.975.400	4.991.653		52,8
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.594.287	3.476.305	3.947.782		9,8
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.915.132	7.990.593	8.690.646		9,8
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>1</sup></b>	<b>3.677</b>	<b>3.484</b>	<b>4.002</b>	<b>3.484</b>	<b>3.672</b>	<b>4.002</b>		<b>14,9</b>
Clientes minoristas	3.542	3.285	3.738	3.285	3.446	3.738		13,8
Clientes profesionales	119	175	235	175	195	235		34,3
Otros	16	24	29	24	31	29		20,8
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>	<b>31.053</b>	<b>26.177</b>	<b>33.273</b>	<b>26.177</b>	<b>14.700</b>	<b>33.273</b>		<b>27,1</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>30.844</b>	<b>26.065</b>	<b>33.066</b>	<b>26.065</b>	<b>14.676</b>	<b>33.066</b>		<b>26,9</b>
De clientes	26.037	20.977	26.530	20.977	12.074	26.530		26,5
De otras entidades	4.807	5.088	6.537	5.088	2.601	6.537		28,5
Otros ingresos	209	112	206	112	25	206		83,9
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>12.320</b>	<b>13.402</b>	<b>21.498</b>	<b>13.402</b>	<b>15.119</b>	<b>21.498</b>		<b>60,4</b>
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.365	4.820	5.156		18,1
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	4.798	7.251	9.453		97,0
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	7.474	4.239	6.890	4.239	3.048	6.890		62,5

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

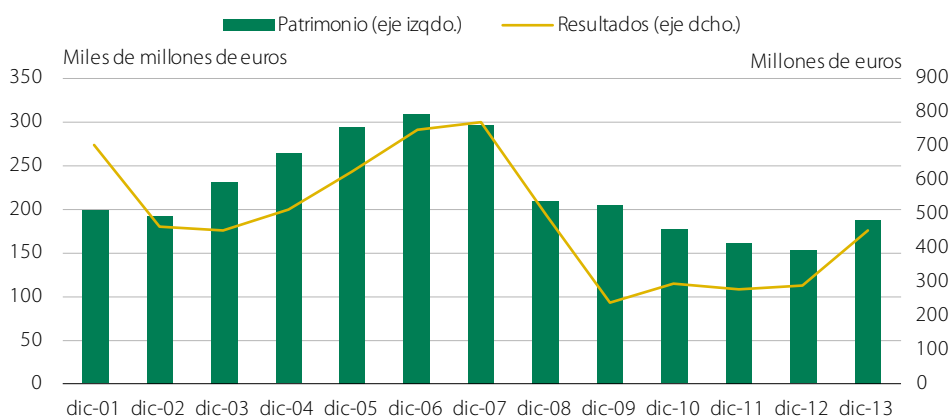
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2013, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se incrementó de forma importante, concretamente un 22,5%, hasta situarse por encima de los 187 mil millones de euros. Se trata del primer aumento del patrimonio gestionado por estas entidades desde que comenzó la crisis en 2007 (véase gráfico 22). Más del 90% de este aumento tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron avances relevantes las sociedades de inversión.

*El patrimonio gestionado por las SGIIC aumentó un 22,5% en 2013, hasta los 187 mil millones de euros...*

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

...lo que impulsó los ingresos y, por tanto, los beneficios de estas entidades hasta los 453 millones de euros, un 58% más que en 2012.

La reestructuración del sistema bancario español siguió originando bajas de SGIIC, cuyo número se situaba en 96 a finales de 2013, nueve menos que en 2012.

El incremento del patrimonio gestionado tuvo su reflejo en los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC, que crecieron un 58,4% en 2013, hasta los 453 millones de euros. Así, la principal partida de la cuenta de resultados, los ingresos por comisiones de gestión de IIC, se incrementó un 12,5% hasta alcanzar prácticamente los 1.600 millones de euros (véase cuadro 19). La comisión media de gestión de las IIC descendió desde el 0,93% hasta el 0,87%, debido en parte al aumento de patrimonio de los fondos de renta fija, que son en general fondos con comisiones de gestión más reducidas. Por su parte, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) experimentó un notable avance, desde el 23,1% en 2012 hasta el 38,7% en 2013, en línea con el incremento de los beneficios del sector. El buen comportamiento de las SGIIC también se vio reflejado tanto en el número de entidades en pérdidas, que fue de once (17 menos que en 2012), como en el volumen de dichas pérdidas, que ascendió a 2,1 millones de euros, un 79,3% menos que a finales de 2012.

A pesar de que el sector parece estar mejorando progresivamente y empieza a dejar atrás los malos datos de los últimos años, se sigue observando una reorganización asociada, en parte, a la reestructuración producida en las entidades de crédito. Así, durante 2013 se produjo el alta de una entidad y se dieron de baja diez, cinco de las cuales estuvieron motivadas por los mencionados cambios en el sector bancario. Como consecuencia de este proceso, a finales de año, el número total de SGIIC era de 96.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2006	308.476	3.281	1,06	71,50
2007	295.922	3.194	1,08	70,50
2008	209.014	2.302	1,10	70,80
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	187.347	1.594	0,85	61,94

Fuente: CNMV.

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

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Durante 2013, el número de entidades de capital-riesgo se redujo ligeramente, desde 340 hasta 334...

En 2013, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se redujo ligeramente, desde 340 a finales de 2012 hasta 334. De ellas, 126 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 130 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 78 eran gestoras de este tipo de entidades (SGEGR). A lo largo de 2013 se produjeron 19 altas, de las cuales nueve eran FCR,



otras nueve eran SCR y una era SGECR. Por su parte, del total de 25 bajas, dos eran FCR, 18 eran SCR y cinco eran SGECR.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2013

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2012	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2013
<b>Entidades</b>	<b>340</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>334</b>
Fondos de capital-riesgo	119	9	2	126
Sociedades de capital-riesgo	139	9	18	130
Sociedades gestoras de ECR	82	1	5	78

Fuente: CNMV.

De acuerdo con los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las ECR ascendió a 1.701 millones de euros en 2013, lo que supone un descenso del 31% con respecto al año anterior. El 91% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de cinco millones de euros, y el 74% no llegó al millón de euros, lo que pone de manifiesto que la mayoría de receptores de fondos fueron las pymes españolas y, especialmente, aquellas que se encuentran en sus etapas iniciales. Así, el 96% del total de operaciones se produjo en las primeras fases de las empresas: el 60% en operaciones de capital expansión y el 36% en operaciones de semilla y arranque. En relación con la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 51% del volumen total invertido (el 60% en el mismo periodo del año anterior) se debió a este tipo de instituciones. El sector que recibió un mayor volumen de inversión fue el de los productos y servicios industriales (43%), seguido a bastante distancia por «otros servicios» (11,6%), medicina y salud (11,5%) e informática (11%). Por número de operaciones destacó, al igual que en 2012, el sector de la informática (36,4%). La captación de nuevos fondos para invertir fue de 1.346 millones de euros (un 33,5% menos que en el ejercicio anterior), de los cuales el 64% tuvo su origen en la aplicación de fondos internacionales para sus inversiones en España.

*...mientras que el volumen de su inversión retrocedió un 31%, hasta los 1.701 millones de euros.*

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo siguen siendo inciertas, aunque parece que la actividad ha empezado a repuntar en los últimos meses de 2013, en línea con la leve mejora de la actividad económica nacional. No obstante, para que este sector pueda crecer, es necesario que el crédito se recupere y se eliminen las actuales dificultades a la financiación bancaria. Es importante mencionar que la puesta en marcha del fondo de fondos FOND-ICO Global actúa en favor de la dinamización del sector, ya que es una iniciativa pública que supondrá una importante inyección de liquidez; eso sí, siempre que el sector atraiga a inversores privados, que deberán aportar entre el 50% y el 70% de los fondos. Su puesta en funcionamiento ha motivado que muchas gestoras estén dando los primeros pasos para el levantamiento de nuevos fondos de capital-riesgo.

*La ligera recuperación de la actividad económica nacional puede favorecer el desarrollo de la actividad de capital-riesgo en 2014, que no obstante sigue limitada por la escasez de crédito bancario.*