

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	24
2.3	Perspectivas	34
3	La evolución de los mercados nacionales	36
3.1	Los mercados bursátiles	36
3.2	Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	53
4.1	Vehículos de inversión	53
4.2	Empresas de servicios de inversión	62
4.3	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)	68
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	69

Índice de recuadros

Recuadro 1:	«La negociación en segmentos de liquidez oculta (<i>dark liquidity</i>): principios publicados por IOSCO»	23
Recuadro 2:	«Las salidas a bolsa de las cajas de ahorro españolas»	29
Recuadro 3:	«La prohibición temporal de la operativa de ventas en corto»	38
Recuadro 4:	«Libro Verde de Gobierno Corporativo de la Comisión Europea»	44
Recuadro 5:	«Mercados de titulización: recomendaciones del Joint Forum»	49
Recuadro 6:	«Circular 3/2011, de 9 de junio, por la que se modifican las vocaciones de las IIC»	56
Recuadro 7:	«Asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos»	60

1 Resumen ejecutivo

- La actividad económica mundial, que mantenía tasas de crecimiento cercanas al 4,5% en el primer trimestre del año, se desaceleró sensiblemente en los meses centrales del mismo, especialmente, en algunas de las principales economías avanzadas. Las economías emergentes continuaron creciendo a ritmos significativamente superiores, aunque también acusaron una cierta desaceleración. En este marco, las dificultades evidenciadas en la gestión de las finanzas públicas en EE.UU. y las dudas acerca de la deuda soberana griega dieron lugar a un nuevo periodo de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que vivieron los momentos de mayor incertidumbre durante la primera mitad de agosto. Los riesgos a la baja que se atisban sobre las perspectivas económicas mundiales, que apuntan a una moderación intensa del crecimiento en los próximos trimestres, se han incrementado en los últimos dos meses.
- Las turbulencias de los mercados dieron lugar a descensos sustanciales en las cotizaciones de los instrumentos de renta variable en el tercer trimestre del año, que fueron particularmente intensos en los valores de las entidades financieras europeas, y a incrementos sustanciales en la volatilidad. Los retrocesos trimestrales de los principales índices bursátiles oscilaron entre el 6,6% del Nasdaq y el 25% de varios índices europeos. De forma paralela, se intensificó la inversión en «activos refugio» como las deudas estadounidense, británica y alemana e instrumentos denominados en francos suizos y, también, en varios activos no financieros, como el oro. Las primas de riesgo de crédito soberano de un conjunto creciente de países europeos aumentaron hasta máximos históricos y sólo tendieron a estabilizarse a raíz de las compras del BCE de deuda soberana europea en los mercados secundarios y de la adopción de algunas medidas de carácter nacional. En la fecha de cierre de este informe¹, la volatilidad de los mercados seguía siendo elevada.
- La economía española creció un 0,2% en el segundo trimestre del año, que equivalió a un 0,7% en términos interanuales, en ambos casos dos décimas por debajo de las cifras del trimestre precedente. La desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la experimentada en otros países europeos, aunque su ritmo de avance interanual continuó siendo más débil que el del conjunto de la zona del euro (1,6%). La tasa de paro continuó por encima del 20%, mientras que la inflación cayó hasta el 2,7% en agosto desde los máximos de abril (3,5%), reduciendo así el diferencial con la zona del euro hasta los 0,2 puntos porcentuales. Los datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta julio confirmaron el mantenimiento de la reducción del déficit en 2011, si bien el último episodio de tur-

1 20 de septiembre.

bulencias en los mercados financieros ha introducido ciertos riesgos al alza sobre la cifra de déficit público y a la baja sobre el avance de la actividad.

- El entorno en el que se desenvuelve la actividad de las entidades de crédito españolas mantiene un grado de complejidad elevado, caracterizado por un contexto de debilidad de la actividad doméstica y turbulencias intensas en los mercados mayoristas, que ha perjudicado notablemente las condiciones de financiación de estas entidades.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 8% en el primer semestre de 2011 hasta los 13.155 millones de euros, mientras que su nivel de deuda agregado descendió un 5,1%.
- Tras los avances observados en el primer trimestre, los principales mercados bursátiles nacionales mostraron retrocesos de cierta intensidad, que se agravaron notablemente desde los últimos días de julio. Así, el Ibex 35, que se había revalorizado un 7,3% hasta marzo, perdió un 2% de su valor en el segundo trimestre del año y más de un 19% en el tercero, un comportamiento semejante al de otros índices europeos de referencia. La volatilidad del mercado español alcanzó puntualmente máximos superiores al 65%, que no se observaban desde mayo de 2010, coincidiendo con el primer episodio de crisis griega. Los valores del sector financiero sufrieron, como en el resto de Europa, los mayores retrocesos, si bien la prohibición temporal de crear o incrementar posiciones cortas sobre estos instrumentos, adoptada por la CNMV en agosto de forma coordinada con otros supervisores europeos, contribuyó a mitigar su elevada volatilidad. En este marco, la contratación del mercado presentó caídas acumuladas del 2,7% y las condiciones de liquidez sufrieron un cierto deterioro.
- La evolución de los mercados de renta fija nacionales estuvo marcada por las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, que alcanzaron su punto álgido a principios del mes de agosto, momento en el que los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública española marcaron máximos. Desde entonces, las tensiones en los mercados se redujeron temporalmente tras las compras de deuda soberana europea en los mercados secundarios efectuadas por el BCE y la aprobación de otras medidas de ámbito nacional. En septiembre, el rebrote de la incertidumbre en los mercados asociado a la debilidad de la actividad económica mundial dio lugar a nuevos incrementos en los tipos de interés de largo plazo y en la prima de riesgo soberano que, en la fecha de cierre de este informe, era cercana a los 360 p.b. con respecto al bono alemán. Por su parte, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV cayeron un 1,3% entre enero y septiembre de 2011, hasta los 162 mil millones de euros.
- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 2,5% durante los seis primeros meses de 2011, hasta situarse en algo más de 140 mil millones de euros, como consecuencia del elevado volumen de reembolsos. Las mayores retiradas de patrimonio, que, no obstante, fueron inferiores a las de semestres anteriores, se produjeron en los fondos de renta fija. La rentabilidad conjunta de los fondos de inversión fue positiva en el primer semestre del año, aunque se observaron diferencias notables entre vocaciones. En línea con el descenso del patrimonio del sector, los beneficios agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) re-

trocedieron un 3,8% entre enero y junio de 2011. La competencia ejercida por los depósitos bancarios, que previsiblemente se mantendrá en el futuro próximo, sigue actuando como freno para la recuperación del sector a corto plazo.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en los seis primeros meses de 2011 continuó viéndose afectada por los episodios de turbulencias en los mercados financieros, impidiendo la recuperación de los ingresos derivados de la prestación de los servicios más típicos de estas entidades. El leve crecimiento de los beneficios agregados antes de impuestos (1,4% en tasa interanual) estuvo relacionado, fundamentalmente, con la percepción de ingresos extraordinarios y con la contención de los gastos de explotación. El número de entidades en pérdidas aumentó ligeramente en los seis primeros meses del año, si bien el volumen de las mismas tendió a reducirse. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se resumen algunas de las cuestiones relativas al auge reciente de la negociación en segmentos opacos de los mercados de valores (*dark liquidity*) y los principios propuestos por IOSCO para minimizar sus efectos adversos.
 - El segundo recuadro describe los procesos de salida a bolsa de Bankia y Banca Cívica en julio de 2011, ambos enmarcados en el proceso de reestructuración del sistema financiero español, y señala los principales criterios aplicados por la CNMV en la verificación de estas operaciones.
 - El tercer recuadro contiene varios elementos de argumentación analítica y evidencia empírica en torno a la decisión conjunta adoptada el pasado 11 de agosto por los supervisores de los mercados de valores de España, Francia, Italia y Bélgica, bajo la coordinación de ESMA, de prohibir temporalmente la creación o el incremento de posiciones cortas sobre los valores de los sectores financieros domésticos.
 - El cuarto recuadro expone las iniciativas del Libro Verde sobre Gobierno Corporativo publicado por la Comisión Europea en abril de 2011, que persigue mejorar el gobierno corporativo de las sociedades europeas, fundamentalmente de aquéllas cotizadas en mercados regulados.
 - El quinto recuadro recoge las recomendaciones publicadas recientemente por el Joint Forum para el establecimiento de un marco regulatorio que permita el restablecimiento sostenible del mercado de titulización.
 - El sexto recuadro describe los principales cambios introducidos por la Circular 3/2011, que ha modificado las vocaciones de las IIC, con el doble objetivo de adecuar la definición de la vocación monetaria a la definición armonizada que estableció el Comité Europeo de Reguladores (CESR), actualmente ESMA, e introducir algunas mejoras técnicas.
 - Finalmente, el séptimo recuadro resume las características principales del asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico y financiero internacional se ha visto afectado por un nuevo e intenso episodio de turbulencias.

Desde la última publicación de este informe en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2011, el entorno macroeconómico y financiero internacional se ha visto afectado por un nuevo episodio de turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, que esta vez está teniendo consecuencias directas sobre un mayor número de economías de la zona que en episodios anteriores, y por la incertidumbre en torno a algunos aspectos relativos a la gestión de las finanzas públicas en EE.UU., todo ello en un contexto de ralentización del crecimiento mundial.

La actividad económica mundial se ha desacelerado notablemente en los meses centrales del año...

Así, a pesar de que los datos de actividad correspondientes al primer trimestre de 2011 apuntaban, en términos generales, al mantenimiento del dinamismo del crecimiento mundial en tasas cercanas al 4,5%, la información del segundo trimestre evidenció una desaceleración notable de la actividad, que fue especialmente intensa en EE.UU. y en algunas economías europeas, y que puede prolongarse en la segunda mitad del año, a la vista de la evolución más reciente de los indicadores disponibles. Para el conjunto de 2011, el FMI pronostica un crecimiento mundial del 4,0%, más de un punto porcentual inferior al de 2010, como consecuencia del retroceso de Japón (-0,5%) originado por el terremoto y la desaceleración de las economías emergentes y de algunas avanzadas (véase cuadro 1).

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2007	2008	2009	2010	FMI(*)		OCDE(*)	
					2011P	2012P	2011P	2012P
Mundial	5,4	2,8	-0,7	5,1	4,0 (-0,3)	4,0 (-0,5)	-	-
EE.UU.	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,5 (-1,0)	1,8 (-0,9)	2,6 (+0,4)	3,1 (=)
Zona del euro	3,0	0,4	-4,3	1,8	1,6 (-0,4)	1,1 (-0,6)	2,0 (+0,3)	2,0 (=)
Alemania	3,4	0,8	-5,1	3,6	2,7 (-0,5)	1,3 (-0,7)	3,4 (+0,9)	2,5 (+0,3)
Francia	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7 (-0,4)	1,4 (-0,5)	2,2 (+0,6)	2,1 (+0,1)
Italia	1,5	-1,3	-5,2	1,3	0,6 (-0,4)	0,3 (-1,0)	1,1 (-0,2)	1,6 (=)
España	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8 (=)	1,1 (-0,5)	0,9 (=)	1,6 (-0,2)
Reino Unido	2,7	-0,1	-4,9	1,4	1,1 (-0,4)	1,6 (-0,7)	1,4 (-0,3)	1,8 (-0,2)
Japón	2,4	-1,2	-6,3	4,0	-0,5 (+0,2)	2,3 (-0,6)	-0,9 (-2,6)	2,2 (+0,9)
Emergentes	8,9	6,0	2,8	7,3	6,4 (-0,2)	6,1 (-0,3)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en septiembre de 2011 respecto a junio de 2011. OCDE, previsiones publicadas en mayo de 2011 respecto a noviembre de 2010.

... mientras que la inflación ha tendido a moderarse, especialmente en Europa.

Por su parte, la inflación de las principales economías mostró una tendencia creciente en los primeros meses de 2011, aunque en el caso de algunas economías europeas tendió a moderarse en los meses centrales del año. Los precios de las materias primas, que habían mantenido un crecimiento vigoroso durante los últimos dos años, comenzaron a descender ligeramente desde la primavera, con excepción de los de

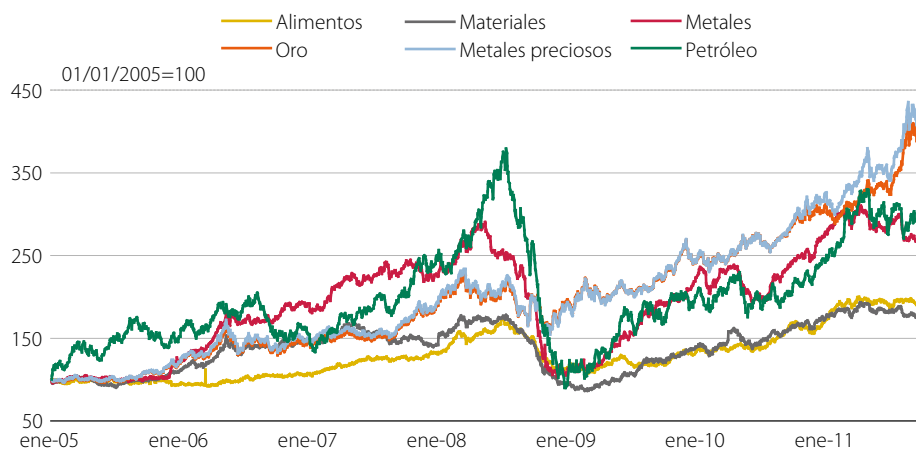
los metales preciosos (véase gráfico 1). Por regiones, los aumentos más pronunciados de los precios se produjeron en las economías emergentes, en línea con la mayor fortaleza de su actividad, dando lugar, en muchas de ellas, a subidas en los tipos de interés oficiales. Entre las economías avanzadas, destacó la decisión del BCE de elevar su tipo de interés de referencia en dos ocasiones, ambas por una cuantía de 25 p.b., en abril hasta el 1,25% y en julio hasta el 1,5%, tras cerca de dos años sin efectuar movimientos. Por su parte, la Reserva Federal estadounidense anunció que no preveía variaciones en su tipo de interés oficial hasta 2013, a la vista de la desaceleración de la actividad doméstica.

En el marco actual de renovada inestabilidad macrofinanciera global se han producido descensos sustanciales en las cotizaciones de los instrumentos de renta variable, incrementos de la volatilidad hasta máximos superiores al 40% a finales de agosto y repuntes notables en las primas de riesgo de crédito soberano de un conjunto amplio de países europeos. Asimismo, en los últimos meses se ha intensificado la inversión en «activos refugio» tanto de naturaleza financiera, como la deuda estadounidense, británica y alemana e instrumentos denominados en francos suizos, como no financiera, como el oro. La aprobación de un nuevo techo de gasto público en EE. UU., la adopción de nuevas medidas dirigidas a consolidar las finanzas públicas de los países europeos más vulnerables y las compras de deuda pública efectuadas por el BCE desde el 8 de agosto, junto con la decisión conjunta de las autoridades supervisoras de valores de España, Francia, Italia y Bélgica de prohibir temporalmente las posiciones cortas sobre los valores de los sectores financieros domésticos, atenuaron la elevada volatilidad agregada. En septiembre, la confirmación de la desaceleración del crecimiento mundial y el temor a una restructuración de la deuda soberana griega afectaron negativamente a los principales mercados financieros.

El incremento de la incertidumbre tuvo un impacto relevante en los mercados financieros internacionales de renta variable, de deuda...

Evolución del precio de las materias primas

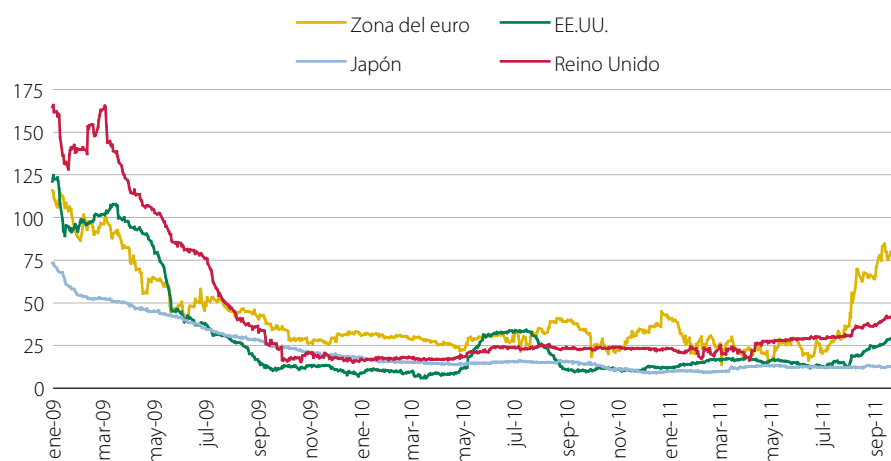
GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 20 de septiembre.

Estas tensiones, que fueron especialmente palpables en los mercados financieros de deuda y en las bolsas, se extendieron, además, a los mercados interbancarios. Como se observa en el gráfico 2, el diferencial Libor-OIS a tres meses de la zona del euro repuntó sensiblemente a partir del mes de julio desde valores inferiores a los 25 puntos básicos hasta máximos cercanos a los 80 puntos básicos a mediados de septiembre. Estos niveles no se observaban desde la primavera de 2009.

...y también en los mercados interbancarios europeos.

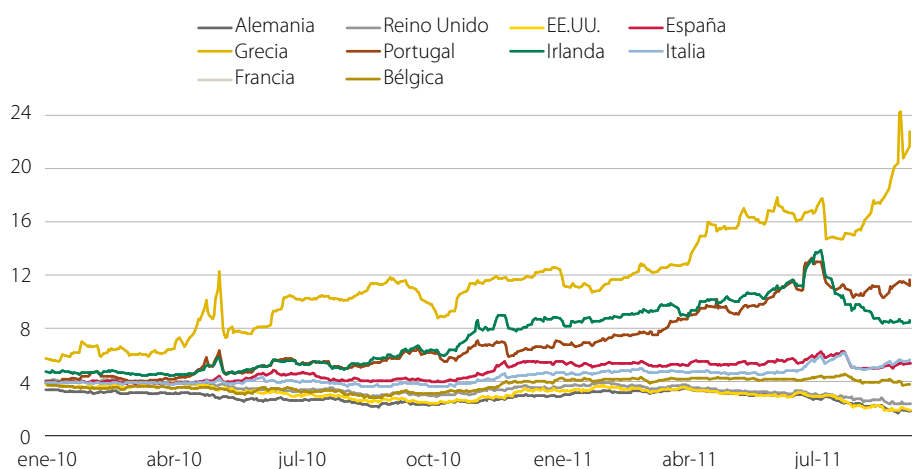


Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 20 de septiembre.

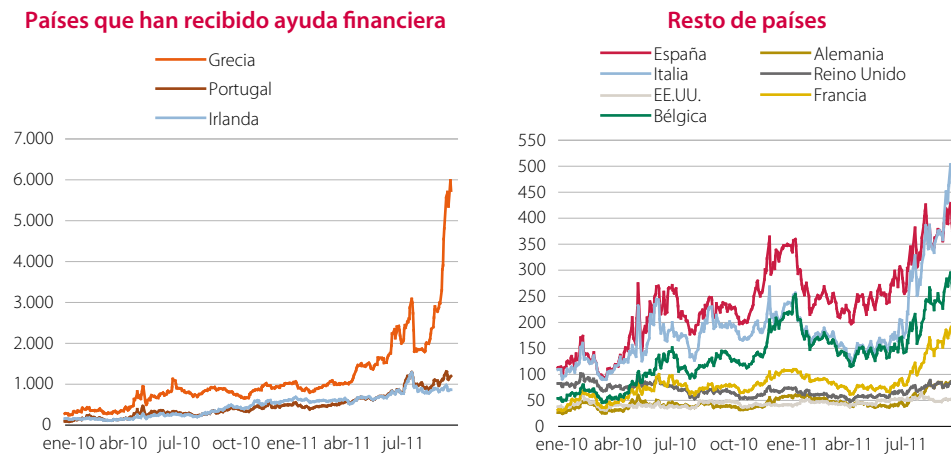
Como en otros episodios de turbulencias, se intensificó la compra de instrumentos de elevada calidad percibida...

El comportamiento de las rentabilidades de la deuda pública de las diferentes economías fue similar al de los episodios anteriores de volatilidad en los mercados de deuda soberana de algunos países del área del euro, con descensos significativos de los tipos de interés de los bonos estadounidense, alemán y británico, percibidos como activos refugio, hasta mínimos históricos inferiores al 2% en las referencias a diez años. Por el contrario, la rentabilidad de aquellas economías europeas que en estos momentos han recibido apoyo financiero multilateral repuntaron hasta máximos del 24% en el caso de Grecia y hasta el 14% en el caso de Irlanda y de Portugal. Por su parte, los tipos de interés del bono español e italiano convergieron en los meses centrales del año, cuando ambos alcanzaron máximos ligeramente superiores al 6% (véase gráfico 3). Como se observa en el gráfico 4, el aumento de la incertidumbre, en este episodio más reciente, se extendió progresivamente hacia otras economías europeas como Bélgica o Francia, que hasta entonces no habían experimentado oscilaciones notables en sus indicadores de riesgo soberano.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 20 de septiembre.

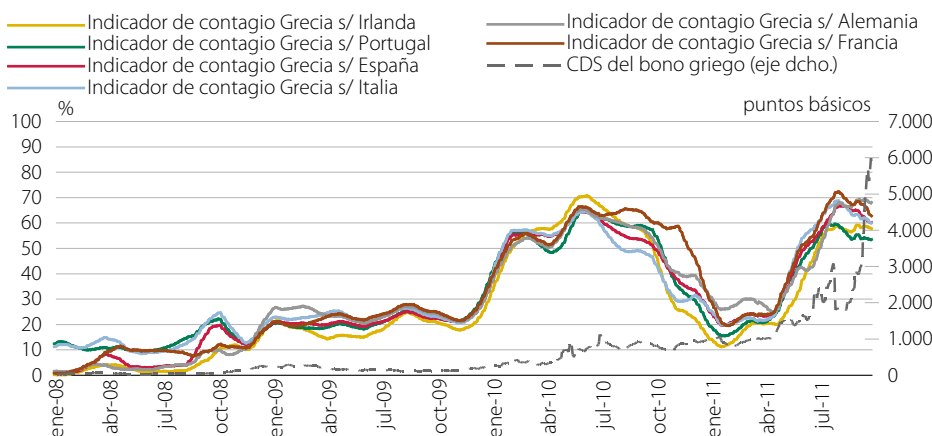


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 20 de septiembre.

Los indicadores disponibles relativos a la intensidad del contagio del riesgo soberano desde las economías más vulnerables hacia otras economías europeas y también hacia el sector financiero muestran que este efecto contagio fue sustancial. En efecto, los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hasta otras economías europeas alcanzaron nuevos máximos a partir de comienzos de agosto, hasta situarse en niveles ligeramente superiores a los del episodio de crisis vivido en mayo de 2010 (véase gráfico 5). Por su parte, la estimación dinámica del grado de transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa revela cómo el sector público de la economía se mantiene como una fuente de contagio de primer orden desde el comienzo del año 2010 y cómo este efecto contagio se ha acentuado desde el segundo trimestre del año (véase gráfico 6).

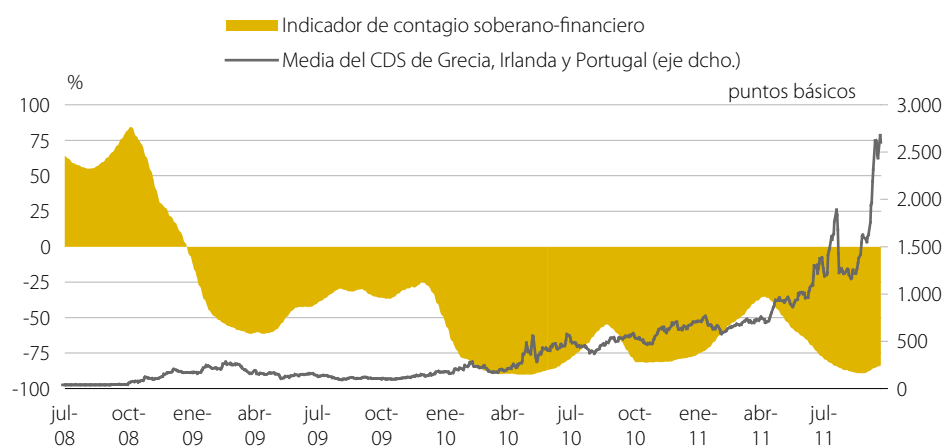
...y aumentó la prima de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas como consecuencia del efecto de contagio.

El contagio de la crisis griega sobre las economías europeas¹



Fuente: CNMV.

1 Los indicadores de contagio muestran el porcentaje de la variación de las primas de CDS referentes a varios países europeos que no es debido a la información histórica sino a los shocks contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los shocks específicos del riesgo soberano griego. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 100 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.



1 El indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras europeas y del promedio de los CDS del bono soberano griego, portugués e irlandés que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad relativa del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. Así, valores positivos del indicador señalarían la presencia de contagio neto desde el sector financiero europeo al soberano de estos tres países, mientras que valores negativos indicarían que el contagio procede del riesgo soberano presente en estos tres países. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada, las tensiones se reflejaron en el incremento de las primas de riesgo de los emisores de peor calidad crediticia...

Por otro lado, las tensiones en los mercados de deuda pública tuvieron un reflejo en las primas de riesgo de los emisores privados europeos y estadounidenses y, también, en el volumen de las emisiones de estas sociedades. Como se observa en el gráfico 7, las primas de riesgo de emisores privados de calidad crediticia intermedia y baja crecieron de manera significativa tanto en EE.UU. como en la zona del euro, hasta niveles próximos a los registrados en mayo de 2010. En concreto, para los emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), la prima de riesgo aumentó cerca de 315 y 350 puntos básicos en EE.UU. y en la zona del euro, respectivamente, desde los mínimos alcanzados en los meses de primavera de 2011, hasta valores que se aproximaron al 7%. Para los emisores de calidad crediticia intermedia (*rating* BBB o equivalente), las primas de riesgo repuntaron unos 125 p.b. en EE.UU. y 165 p.b. en la zona del euro, hasta alcanzar el 2,4% y el 3,0% respectivamente.

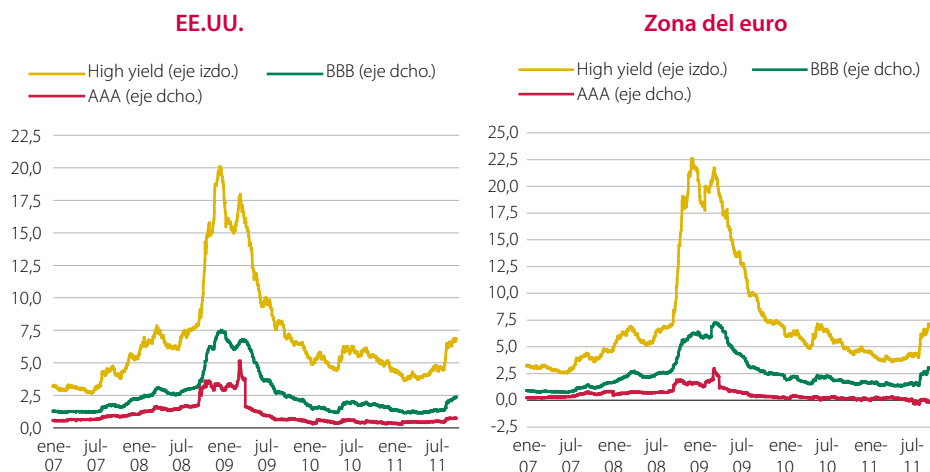
...y, sobre todo, en el fuerte retroceso del volumen de emisiones, que fue particularmente intenso en Europa.

Con todo, los efectos más visibles de este nuevo episodio de turbulencias sobre el sector corporativo privado se produjeron en los mercados primarios de deuda, cuyos volúmenes no dejaron de retroceder. Como se observa en el gráfico 8, el volumen neto de emisiones internacionales de deuda continuó a la baja en los meses centrales del año como consecuencia de la moderación de las emisiones de deuda soberana, de la práctica desaparición de las emisiones procedentes del sector financiero, principalmente en Europa, y del reducido volumen de las emisiones corporativas del sector no financiero. El endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades financieras europeas no sólo se observa en el fuerte retroceso de sus emisiones. Otras fuentes de financiación relativamente importantes para estas entidades, como, por ejemplo, la que proporcionan los fondos monetarios estadounidenses, también se redujeron sensiblemente en los meses centrales del año. En este

sentido, la reciente decisión coordinada de varios bancos, entre ellos el BCE, de proporcionar liquidez en dólares a las entidades financieras podría atenuar la inestabilidad de las fuentes de financiación de dichas entidades.

Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa¹ (puntos porcentuales)

GRÁFICO 7

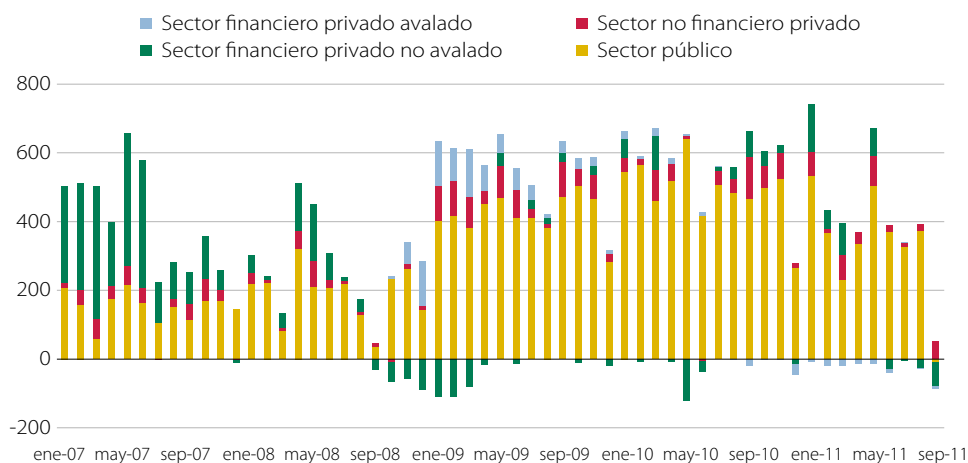


Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta el 20 de septiembre.

Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en caso de la zona del euro se utiliza un bono sintético).

Emisiones netas internacionales de renta fija, miles de millones de dólares GRÁFICO 8

Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic. Datos mensuales. Los datos de septiembre de 2011 (hasta el día 20) se mensualizan.

Por su parte, los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que, en general, habían mostrado pocas variaciones en el segundo trimestre del año, experimentaron fuertes retrocesos en el tercer trimestre, que en el caso de los índices europeos fueron superiores al 20% y en el caso de los estadounidenses y japoneses oscilaron entre el 6,6% y el 11%. Las diferentes medidas de volatilidad de los

Los índices bursátiles más importantes de las economías avanzadas retrocedieron con fuerza en el tercer trimestre del año, especialmente en Europa, ...

principales índices repuntaron con intensidad (hasta el 40% en el caso de la volatilidad histórica y, en algunos índices, por encima del 50% en el caso de la volatilidad implícita), aunque en la mayoría de los casos no alcanzaron los niveles de mayo de 2010, cuando se produjo el primer episodio de crisis griega, ni los de finales de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers. El fuerte descenso de las cotizaciones bursátiles redujo las ratios PER (precio-beneficio) de los principales índices hasta niveles próximos o inferiores a 10, muy por debajo de los promedios históricos (entre 14 y 16, dependiendo del índice).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 2

	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11	II-11	III-11 (hasta el 20 de septiembre)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	
Mundo												
MSCI World	7,1	-42,1	27,0	9,6	13,2	8,6	4,3	-0,3	-12,7	-9,2	-0,8	
Zona del euro												
Euro Stoxx 50	6,8	-44,4	21,1	-5,8	6,8	1,6	4,2	-2,1	-24,9	-23,4	-23,6	
Euronext 100	3,4	-45,2	25,5	1,0	7,5	2,8	3,2	-1,2	-19,9	-18,3	-17,2	
Dax 30	22,3	-40,4	23,8	16,1	4,4	11,0	1,8	4,8	-24,5	-19,4	-11,5	
Cac 40	1,3	-42,7	22,3	-3,3	7,9	2,4	4,8	-0,2	-25,1	-21,6	-21,2	
Mib 30	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	6,2	1,1	6,4	-7,1	-25,5	-26,4	-25,7	
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	13,5	-6,2	7,3	-2,0	-19,3	-15,2	-22,2	
Reino Unido												
FTSE 100	3,8	-31,3	22,1	9,0	12,8	6,3	0,1	0,6	-9,8	-9,1	-4,3	
Estados Unidos												
Dow Jones	6,4	-33,8	18,8	11,0	10,4	7,3	6,4	0,8	-8,1	-1,5	6,1	
S&P 500	3,5	-38,5	23,5	12,8	10,7	10,2	5,4	-0,4	-9,0	-4,4	5,2	
Nasdaq-Cpte	9,8	-40,5	43,9	16,9	12,3	12,0	4,8	-0,3	-6,6	-2,4	10,0	
Japón												
Nikkei 225	-11,1	-42,1	19,0	-3,0	-0,1	9,2	-4,6	0,6	-11,2	-14,7	-9,4	
Topix	-12,2	-41,8	5,6	-1,0	-1,4	8,4	-3,3	-2,3	-11,1	-16,0	-11,4	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

...en una tendencia bajista que también siguieron los principales índices bursátiles de las economías emergentes.

Desde comienzos de año, los índices más importantes de las bolsas europeas y japonesas mostraban los mayores retrocesos acumulados (entre el 9,1% del FTSE 100 y el 26,4% del Mib 30), mientras que los índices estadounidenses descendían algo menos, entre un 1,5% del Dow Jones y el 4,4% del S&P 500. Los índices bursátiles de las economías emergentes presentaron caídas similares, con pocas excepciones. Por sectores, destacó el retroceso de las empresas financieras, particularmente en Europa, donde estas entidades siguieron acusando las dudas acerca de su fortaleza y del grado de exposición a la deuda soberana europea que mantienen.

En los mercados de cambios, destacó la depreciación del euro respecto al dólar desde mayo, al pasar el tipo de cambio desde valores superiores a 1,49 dólares por euro hasta 1,37 dólares por euro y, sobre todo, la apreciación de otras divisas como el yen o el franco suizo frente al dólar y al euro como consecuencia de su papel de activo refugio a lo largo de la crisis.

En los mercados de cambios, destacó la notable depreciación del euro frente a las principales divisas.

Recuadro 1: «La negociación en segmentos opacos (*dark liquidity*): principios publicados por IOSCO»

Durante los últimos años una parte creciente de la negociación en los mercados de valores ha tenido lugar en plataformas opacas o mediante la utilización de órdenes no sujetas a requisitos de pretransparencia. En ambos casos, las órdenes de compraventa no se hacen públicas a la totalidad de los participantes en el mercado y la liquidez que crean no llega a integrarse con el resto de órdenes en el proceso de formación de precios. Este tipo de actividad se desarrolla en plataformas electrónicas gestionadas por sistemas multilaterales de negociación, por intermediarios e incluso por mercados regulados en segmentos específicos de contratación. En Europa, según los datos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en sus siglas en inglés), el 10% de las operaciones negociadas en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales durante 2010 se realizaron al margen del sistema de pretransparencia.

El Comité Técnico de IOSCO ha aprobado en mayo de 2011 un documento¹ en el que se exponen las preocupaciones que el rápido desarrollo de estos segmentos suscita entre los supervisores de valores. En concreto, IOSCO identifica tres áreas principales sobre las que la negociación carente de requisitos de pretransparencia puede conllevar efectos relevantes:

- La formación de precios, ya que la liquidez oculta no contribuye a su determinación.
- La potencial fragmentación de la liquidez y la información, con el consiguiente incremento de los costes de búsqueda de liquidez entre un mayor número de plataformas.
- La igualdad de acceso e integridad del mercado que se deriva de la posibilidad de vetar el acceso a determinados participantes y la difusión selectiva de información sobre órdenes a determinados intervinientes.

En este contexto, IOSCO propone varios principios para minimizar el impacto negativo de la negociación en segmentos de liquidez oculta en las tres dimensiones anteriores. El Comité Técnico considera apropiado que sus miembros tengan en cuenta los siguientes principios en las iniciativas reguladoras que desarrollen relacionadas con los segmentos opacos y las órdenes ocultas:

- El primer principio hace referencia a la necesidad de hacer pública la información sobre precios y volúmenes de las órdenes de compraventa (pretransparencia) como elemento esencial para mitigar potenciales impactos adversos que se puedan derivar de la fragmentación de la liquidez en múltiples plataformas de negociación y facilitar la mejor ejecución y la eficiente for-

mación de precios. El Comité Técnico reconoce la heterogeneidad de las diferentes plataformas de contratación y de las propias órdenes que justificarían diferentes niveles de pretransparencia e, incluso, prevé excepciones a la difusión de información en el caso de grandes órdenes con un potencial impacto en la formación de precios.

- El segundo principio, relativo a la información sobre los precios y volúmenes de las operaciones ejecutadas (postransparencia), incide en la necesidad de que éstas se hagan públicas, incluidas aquéllas realizadas en los segmentos opacos. Con respecto a la información a difundir, el Comité Técnico deja al criterio de los supervisores la posibilidad de identificar de manera específica tanto las operaciones ejecutadas al margen de los requisitos de pretransparencia como las propias plataformas opacas.
- El tercer principio contiene la recomendación de que las órdenes con pretransparencia tengan prioridad para su ejecución frente a las opacas.
- El cuarto principio recoge la necesidad de que los supervisores tengan acceso a la información sobre las órdenes y las transacciones efectuadas en segmentos opacos.
- El quinto principio alude a la necesidad de que los participantes reciban suficiente información de las plataformas opacas sobre la forma en que las órdenes son recibidas y ejecutadas.
- El último principio incide en la necesidad de que los supervisores revisen de manera periódica el desarrollo de las plataformas y las órdenes no sujetas a requisitos de transparencia para asegurarse de que su funcionamiento no afecta negativamente al proceso de formación de precios, en cuyo caso deberán emprender las acciones necesarias para prevenirlo.

1. *Principles for Dark Liquidity. Final Report.* Mayo de 2011, disponible en, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>

2.2 La evolución económica y financiera nacional

La actividad económica doméstica sigue avanzando a un ritmo reducido...

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2011 revelaron que el PIB español creció un 0,2% en términos trimestrales y un 0,7% en términos interanuales, en ambos casos dos décimas por debajo de las cifras del trimestre precedente. No obstante, esta desaceleración fue menor que la experimentada en otros países europeos, aunque el ritmo de avance interanual de la economía española continuó siendo más débil que el del conjunto de la zona del euro (1,6%).

...que se basa en la fortaleza de las exportaciones...

El crecimiento interanual del PIB español se debió, fundamentalmente, a la contribución positiva de la demanda externa, que duplicó su aportación al crecimiento agregado hasta los 2,6 p.p. Por el contrario, la demanda interna amplió en 1,5 p.p. su aportación negativa hasta los 1,9 p.p. La debilidad de la actividad doméstica fue producto del descenso del consumo de los hogares (-0,2% interanual), de las AA.PP. (-1%) y de la formación bruta de capital fijo, que retrocedió a tasas superiores al 6%.

En relación a la actividad exterior, las importaciones descendieron un 1,7% interanual después de cinco trimestres de avances, mientras que las exportaciones crecieron un 8,4% (12,1% en el primer trimestre).

Por el lado de la oferta, la desaceleración fue generalizada en todas las ramas productivas excepto en la construcción, que, pese a la moderación en su contracción, siguió registrando las caídas más intensas (-4,1% interanual). El avance de la rama energética se redujo hasta el 0,9% (3,4% en el primer trimestre) y el de la industria hasta el 3,2% (4,1% en el trimestre anterior). Finalmente, la rama de servicios moderó ligeramente su crecimiento en una décima hasta el 1,2% interanual.

...y en el avance de la industria y, en menor medida, del sector de los servicios.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2007	2008	2009	2010	Comisión Europea*	
					2011P	2012P
PIB	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8 (+0,1)	1,5 (-0,2)
Consumo privado	3,7	-0,6	-4,2	1,2	0,8 (-0,1)	1,1 (-0,5)
Consumo público	5,5	5,8	3,2	-0,7	-1,4 (-0,1)	-0,3 (=)
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,5	-4,8	-16,0	-7,6	-3,4 (-0,3)	1,8 (-0,9)
Bienes de equipo	10,4	-2,5	-24,8	1,8	3,1 (-0,6)	4,4 (-1,6)
Exportaciones	6,7	-1,1	-11,6	10,3	7,0 (+1,5)	5,8 (+0,2)
Importaciones	8,0	-5,3	-17,8	5,4	1,7 (+0,3)	3,8 (-0,7)
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,8	1,5	2,7	1,0	1,4 (+0,3)	0,5 (+0,2)
Empleo	2,8	-0,5	-6,6	-2,4	-0,6 (-0,3)	0,9 (-0,2)
Tasa de paro¹	8,3	11,3	18,0	20,1	20,6 (+0,4)	20,2 (+1,0)
IPC armonizado	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,0 (+1,5)	1,4 (=)
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-10,0	-9,6	-5,5	-4,5	-4,1 (-0,3)	-4,1 (-0,5)
Saldo AAPP (% PIB)	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,3 (+0,1)	-5,3 (+0,2)

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea.

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en primavera de 2011 (respecto a otoño de 2010). En septiembre de 2011, la Comisión Europea publicó un avance de las previsiones sobre la economía europea que dará a conocer el próximo otoño en las que mantenía la tasa de crecimiento prevista para la economía española en el 0,8% para 2011 y rebajaba en una décima la previsión de IPC, hasta el 2,9%.

En relación a los precios de consumo, la inflación armonizada se situó en agosto en el 2,7% interanual, moderándose sensiblemente desde el máximo registrado en abril de 2011 (3,5%), debido al descenso de los precios de la mayoría de sus componentes. La desaceleración del IPC español, que fue más intensa que la observada en la zona del euro, redujo el diferencial de inflación con ésta hasta los 0,2 p.p. Por su parte, la inflación subyacente se moderó hasta el 1,6% desde el máximo del 2,1% registrado en abril y mayo, situándose cuatro décimas por encima respecto a la de la zona del euro.

La inflación y el diferencial con la zona del euro han descendido notablemente desde abril...

El mercado de trabajo continuó mostrando síntomas de debilidad, como reveló la caída del número de ocupados en el segundo trimestre del año (próxima al 1%, hasta los 18,3 millones) y el mantenimiento de la tasa de desempleo por encima del 20%. Los costes laborales por unidad de producto (CLU), que en los años previos a

...en un marco en el que se mantiene la fragilidad del mercado laboral...

la crisis crecían a tasas superiores al 4% como consecuencia de la fortaleza del avance de la remuneración por asalariado, retroceden en promedio a una tasa del 2% desde 2010, debido al efecto combinado del estancamiento de la remuneración por asalariado y del incremento de la productividad por empleado.

...y el intenso ajuste presupuestario, particularmente en la Administración Central del Estado.

Por su parte, los últimos datos disponibles de ejecución presupuestaria del Estado revelaron que su déficit en términos de contabilidad nacional ascendió a 22.746 millones de euros en los siete primeros meses de 2011 (2,1% del PIB), un 11,8% inferior al registrado en el mismo periodo de 2010. Los ingresos no financieros totales crecieron un 1%, mientras que los pagos no financieros cayeron un 22,7% en términos interanuales, en línea con el objetivo de austeridad presupuestaria. Los datos de ejecución presupuestaria de las CC.AA. mostraron un déficit global del 1,2% del PIB nacional en el primer semestre del año (1% del PIB en el primer semestre de 2010) debido al descenso de los ingresos no financieros (-3,6%) y al leve incremento de los gastos (0,5%). La deuda pública de las AA.PP. creció en el primer trimestre del año hasta el 65,2% del PIB, un nivel 4,8 p.p. superior al existente a finales de 2010. Del volumen total de deuda pública, 49,4 p.p. correspondían a la Administración central, 12,4 p.p. a las CC.AA. y 3,5 p.p. a las corporaciones locales.

El recientemente aprobado límite al déficit público estructural puede contribuir a reducir la incertidumbre en los mercados.

Un elemento que puede contribuir a disipar la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas domésticas es la reciente aprobación de un límite al déficit público estructural, adoptado tras un acuerdo aprobado por el Parlamento para modificar el artículo 135 de la Constitución. Así, de acuerdo a esta modificación, el déficit estructural (aquél que no incluye los ingresos y gastos públicos derivados de las fluctuaciones normales de los ciclos económicos) no deberá superar el 0,40% del PIB para el conjunto de las AA.PP.²

Las entidades de crédito continúan desarrollado su actividad en un marco complejo en el que...

En cuanto al entorno en el que se desenvuelve la actividad de las entidades de crédito españolas, a la dificultad que supone el desarrollo del negocio en un contexto marcado por la debilidad de la actividad doméstica se añaden los retos que plantea el proceso de reestructuración del sector y las recientes tensiones en los mercados, que han incidido notablemente en la cotización de estas entidades y en sus condiciones de financiación.

...la debilidad de la actividad continúa presionando a la baja sus resultados,...

La cuenta de resultados de las entidades de depósito en el primer semestre del año arrojó un resultado neto positivo superior a los 4.700 millones de euros, un 23% menos que en el mismo semestre de 2010. Este comportamiento se debió principalmente al estrechamiento del margen de intereses (del 21%) derivado del incremento de los costes de financiación (del 30%). El significativo descenso de las pérdidas por deterioro de activos financieros, del 20%, no pudo compensar el notable descenso del margen de intereses agregado de las entidades.

...el crédito al sector privado no financiero continúa moderándose,...

El saldo vivo de crédito al sector privado no financiero (empresas y familias) profundizó la contracción que inició hace dos años, hasta registrar un descenso superior al 3% interanual en julio. Todas las modalidades de crédito retrocedieron con cierta

2 Dicho límite será regulado por una futura ley orgánica que deberá ser aprobada antes del 30 de junio de 2012 y entrará en vigor a partir de 2020. El umbral, en términos del PIB, se fijará en el 0,4% para el conjunto de las AA.PP., el 0,26% para el Estado y el 0,14% para las CC.AA., aunque podrá ser revisado en 2015 y en 2018. Por su parte, las administraciones locales deberán presentar equilibrio presupuestario.

intensidad, que fue superior en el caso del crédito a familias para consumo (-5%) y del crédito a empresas (-4,2%). El crédito para adquisición de viviendas cayó a tasas cercanas al 1% desde junio, en contraste con el leve avance registrado en el conjunto de 2010, lo que parece guardar relación con el incremento de la presión fiscal sobre la compra de vivienda³. Esta evolución difiere marcadamente de la experimentada por el crédito concedido a las AA.PP., que continuó creciendo a tasas elevadas (15% interanual). En la zona del euro, el crédito agregado al sector privado no financiero avanzó a tasas interanuales superiores al 2%. Todas las modalidades de crédito mostraron avances, que fueron más intensos en el caso del crédito para adquisición de vivienda (5%). El crédito para el consumo de los hogares moderó sensiblemente su avance hasta el 0,6%, mientras que el crédito a empresas continuó su recuperación, aunque aún a ritmos de crecimiento reducidos (1,4%).

Por su parte, la morosidad de las entidades de crédito españolas creció hasta el 6,9% en julio, dos décimas más que en junio y cerca de un punto y medio porcentual por encima de la tasa registrada hace un año. La mayor parte del incremento de la morosidad continuó estando ligada a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, cuya tasa de morosidad conjunta alcanzó el 17% en el segundo trimestre del año (13,5% en diciembre de 2010 y 10,9% en junio de 2010). La ratio de morosidad de la financiación a hogares permaneció en el 3,2% en el segundo trimestre, dos décimas por debajo de la tasa registrada un año antes.

Como se ha señalado anteriormente, las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas se han endurecido sensiblemente a lo largo del año, especialmente en los meses centrales del mismo, como consecuencia del repunte de la incertidumbre en los mercados financieros. Las necesidades de financiación de estas entidades, que a mediados de la década pasada se cubrían con los recursos obtenidos en los mercados internacionales de financiación mayorista, han tendido a ser satisfechas con otras fuentes alternativas a lo largo de la crisis. Así, se ha observado un mayor recurso a diversos mecanismos de financiación no convencionales, como la emisión de bonos avalados, que, no obstante, ha tendido a reducirse sustancialmente en el último año⁴, o la financiación procedente del Eurosistema. Los recursos obtenidos por esta última vía, que alcanzaron un máximo superior a los 130 mil millones de euros en los meses centrales de 2010, descendieron posteriormente hasta niveles cercanos a los 40 mil millones de euros en el primer trimestre de 2011, para repuntar de nuevo en el último episodio de turbulencias de deuda hasta los 70 mil millones de euros en agosto de este año.

En los últimos meses, las tendencias más relevantes que se observan en cuanto a la financiación de las entidades de crédito españolas combinan: (i) un esfuerzo sustancial de las entidades por elevar su base de clientes e incrementar el volumen de depósitos captado (desde el mínimo de abril de 2010, el volumen de depósitos del sector privado no financiero ha crecido en más de 16 mil millones de euros); (ii) un cambio en la composición del tipo de emisiones de deuda efectuadas, caracterizado por la importancia creciente de las emisiones de cédulas hipotecarias; y (iii) un au-

...la morosidad se acerca al 7%, impulsada por el deterioro de activos ligados a las empresas constructoras e inmobiliarias,...

...y sus condiciones de financiación se han endurecido a raíz del último episodio de turbulencias.

Por ello, las entidades están recurriendo a la captación de depósitos y la emisión de instrumentos de deuda de elevada calidad.

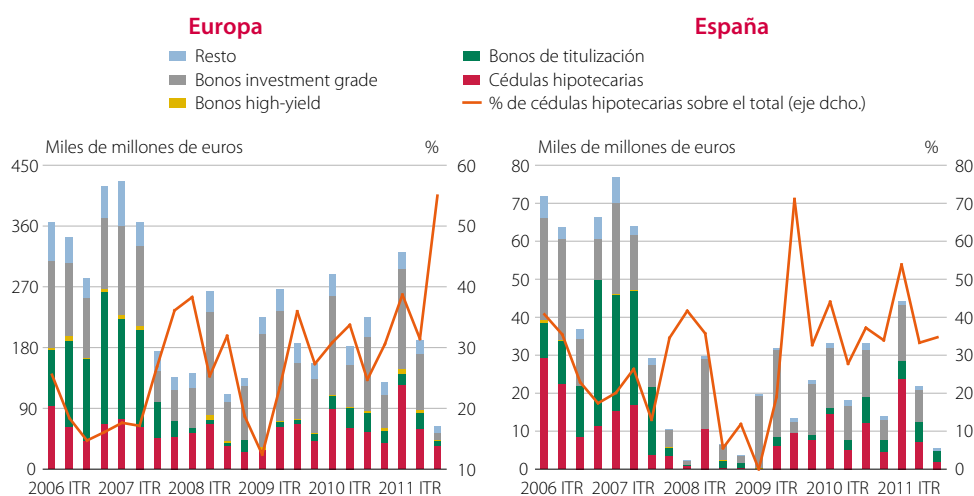
3 En 2011 se ha eliminado la deducción por la compra de vivienda habitual. Además, el IVA por la adquisición de vivienda nueva se incrementó desde el 7% al 8% en julio de 2010.

4 La emisión de bonos avalados apenas ha alcanzado los cuatro mil millones de euros en el periodo acumulado de 2011, frente a los 13 y 48 mil millones emitidos en 2009 y 2010, respectivamente.

mento en las emisiones de renta variable. El cambio en la composición de las emisiones de deuda es una tendencia que se ha observado también a escala europea (véase gráfico 9). Así, el aumento generalizado en la aversión al riesgo por parte de los inversores está haciendo que las entidades recurran en gran medida a la emisión de productos de mayor calidad percibida, como las cédulas hipotecarias, que en el caso de las entidades españolas han alcanzado el 46% del volumen total emitido en el año (38% para el conjunto de las entidades europeas). Por su parte, el reciente incremento de las emisiones de renta variable de las entidades de crédito españolas tuvo su origen, sobre todo, en los procesos de salida a bolsa de dos entidades resultantes de la fusión de varias cajas de ahorro (véase recuadro 2 de este informe).

Emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo de las entidades financieras

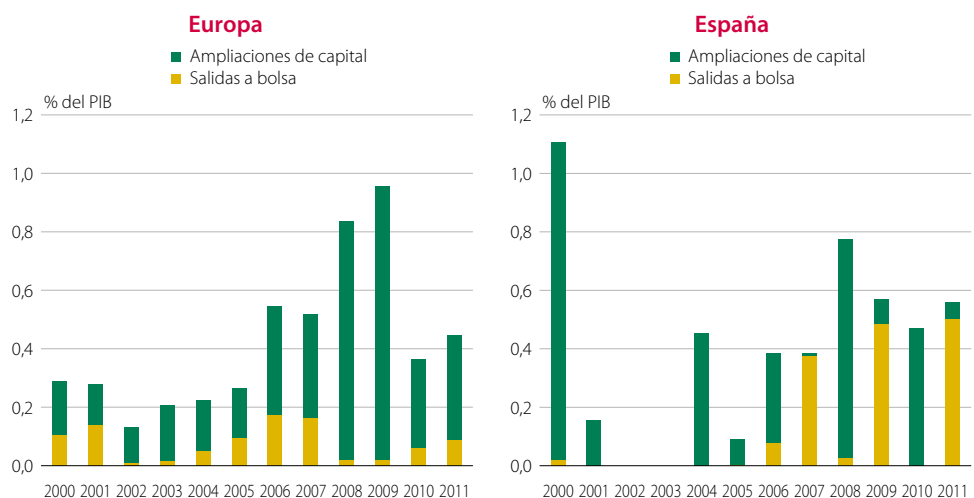
GRÁFICO 9



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 20 de septiembre de 2011.

Emisiones de renta variable de las entidades financieras

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 20 de septiembre de 2011. Dicho año se anualiza.

Recuadro 2: «Las salidas a bolsa de las cajas de ahorro españolas»

El Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, incrementó los requisitos de capital de las entidades de crédito españolas hasta situar la ratio mínima de capital principal en el 8% de los activos ponderados por riesgo, y en el 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20% y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. Para satisfacer la anterior condición relativa al porcentaje mínimo de capital en manos de terceros inversores, algunas cajas de ahorros aportaron su negocio financiero a un banco de nueva creación y, posteriormente, solicitaron la admisión de cotización a bolsa de las acciones de la entidad resultante. En concreto, en la fecha de cierre de este informe, dos entidades habían culminado una estrategia de este tipo: Bankia y Banca Cívica, cuyas admisión a negociación fue aprobada por la CNMV los días 20 y 21 de julio de 2011, respectivamente.

Entre los criterios aplicados por la CNMV en la verificación de estas operaciones destacan los siguientes:

1. Distribución suficiente de las acciones

Entre los requisitos de admisión a negociación contenidos en el Real Decreto 1310/2005 se incluye la distribución suficiente de las acciones que se admitan a negociación, con objeto de asegurar una liquidez adecuada en el mercado secundario. Este requisito se cumple normalmente mediante la realización de una oferta pública de venta o de suscripción de acciones de la entidad con carácter previo a la admisión. Además, se establece que una colocación entre el público de, al menos, el 25% de las acciones cuya admisión se solicita, garantiza una distribución suficiente. No obstante, la norma permite un porcentaje menor si el mercado puede operar adecuadamente sobre la base de un elevado número de acciones colocadas y un grado de distribución amplia entre el público. En ocasiones, la CNMV ha aceptado un porcentaje de colocación entre el público menor al 25% (pero en todo caso superior al 20%) en el supuesto de operaciones de gran volumen que presenten un número elevado de accionistas y ciertos compromisos por parte de los emisores. En el caso de las admisiones a negociación de Bankia y Banca Cívica, la CNMV entendió que la distribución de las acciones era suficiente, ya que el *free float*¹ de Bankia en la fecha de la primera admisión de sus acciones era del 43,3% y el de Banca Cívica del 44,7%.

2. Fijación del precio de salida a bolsa

La apelación al ahorro del público en unas circunstancias de mercado complejas llevó a la CNMV a extremar la vigilancia del procedimiento de determinación del precio por parte de las entidades oferentes y sus asesores. La existencia de un tramo amplio de inversores cualificados que contribuya a la fijación del precio de las acciones mediante el procedimiento de *book building*² es, normalmente, el instrumento más efectivo para asegurar que el precio se forme de manera independiente. Para ello, se exigió que el tramo de inversores cualificados alcanzase al menos un 40% del volumen total de la oferta, antes del ejercicio de la tradicional opción de compra reservada a las entidades colocadoras, conocida como *green shoe*.

En los procesos de salida a bolsa de las cajas de ahorros, la CNMV ha requerido que al menos la mitad del tramo de inversores cualificados esté constituido por la subcategoría de inversores institucionales, es decir, los inversores previstos en las letras a), b), c) y d) del artículo 78 bis de la LMV, donde se define la tipología de inversor cualificado.

Finalmente, y con objeto de asegurar una diversidad suficiente de las instituciones inversoras que contribuya a formar el precio de manera eficiente, la CNMV ha considerado que en estos procesos deben participar, al menos, cien inversores cualificados, mediante la materialización de una inversión significativa.

Los dos cuadros adjuntos muestran el desglose de las colocaciones entre los diferentes tipos de suscriptores³.

Resultado colocación BANKIA

Naturaleza suscriptores	Nº valores	% oferta	Nº suscriptores
Instituciones financieras	105.055.568	12,74	532
- Mercado español	80.208.378	9,73	511
- Mercado extranjero	24.847.190	3,01	21
Empresas de seguros	86.433.137	10,48	145
Administración pública	2.597	0,00	2
SUBTOTAL	191.491.302	23,22	679
Resto (*)	633.080.951	76,78	270.484
TOTAL OFERTA	824.572.253	100	271.163
Pro memoria:			
Precio por acción (euros)	3,75		
Capital captado (millones de euros)	3.092		

(*) Empresas no financieras, familias e instituciones privadas sin fines de lucro.

Resultado colocación BANCA CÍVICA

Naturaleza suscriptores	Nº valores	% oferta	Nº suscriptores
Instituciones financieras	46.371.203	20,87	89
- Mercado español	18.324.440	8,25	83
- Mercado extranjero	28.046.763	12,63	6
Empresas de seguros	12.304.399	5,54	30
Administración pública	13.330	0,01	5
SUBTOTAL	58.688.932	26,42	124
Resto (*)	163.453.868	73,58	66.530
TOTAL OFERTA	222.142.800	100	66.654
Pro memoria:			
Precio por acción (euros)	2,7		
Capital captado (millones de euros)	600		

(*) Empresas no financieras, familias e instituciones privadas sin fines de lucro.

- 1 Porcentaje del capital social de la empresa que cotiza libremente en los mercados.
- 2 El sistema *book-building* es un mecanismo de formación de precios basado en el sondeo previo de la intención de los inversores, así como del precio y de la cantidad que estarían dispuestos a adquirir. Según el resultado que se obtenga, el agente colocador y el emisor acuerdan y establecen un precio fijo de suscripción o tasa de descuento para la colocación.
- 3 Para una correcta interpretación de estos datos, debe tenerse en cuenta que una parte de la inversión institucional (la correspondiente a grandes compañías no financieras) se encuentra en la partida «resto».

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió en el primer semestre de 2011 a 13.155 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto al mismo periodo del año anterior (véase cuadro 4). Los beneficios aumentaron en todos los sectores excepto en el energético, cuyos resultados sufrieron una caída cercana al 10%, hasta los 6.129 millones de euros. Tanto los beneficios de las sociedades relacionadas con el comercio y los servicios como los de las empresas industriales aumentaron por encima del 10%, situándose en 5.240 y 818 millones de euros, respectivamente. Cabe destacar en este ámbito la mejora de los resultados de las sociedades relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias, que obtuvieron unos beneficios de 954 millones de euros durante el primer semestre de 2011, tras las fuertes pérdidas de ejercicios anteriores.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 8% en el primer semestre del año...

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1510	1511	1510	1511	1510	1511
Energía	16.044	15.545	10.767	10.265	6.796	6.129
Industria	2.161	2.217	1.328	1.394	741	818
Comercio y servicios	14.583	15.777	8.333	8.917	4.660	5.240
Construcción e inmobiliario	3.616	4.340	2.004	2.722	-3	954
Ajustes	-102	-85	-28	-18	1	14
TOTAL AGREGADO	36.302	37.794	22.404	23.280	12.195	13.155

Fuente: CNMV.

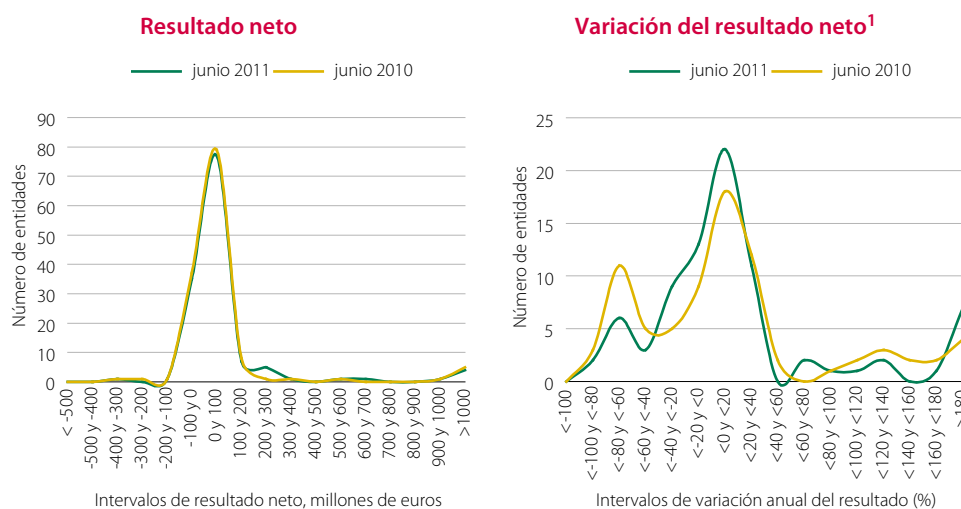
1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 11, panel izquierdo) muestra un patrón muy similar en el primer semestre de 2011 y el de 2010. Así, la mayoría de las entidades presentó unos beneficios inferiores a los 100 millones de euros, aunque en relación al primer semestre de 2010 aumentó el número de sociedades con beneficios entre los 200 y los 300 millones de euros. Al igual que sucedió en 2010, ninguna sociedad presentó pérdidas superiores a los 400 millones de euros. Respecto a la variación del resultado para las entidades que habían presentado beneficios durante los primeros semestres de 2010 y 2011 (panel derecho del gráfico 11), puede observarse un incremento del número de empresas con aumentos o reducciones moderadas de los beneficios (mejoras o empeoramientos inferiores al 40%), mientras que, en general, disminuyó el número de empresas con aumentos o reducciones sustanciales.

...con pocas variaciones en los resultados a escala individual.



Fuente: CNMV.

1 Se ofrece la distribución del número de entidades en función de la variación de su resultado neto, sujeto a que este resultado fuera positivo en ambos ejercicios.

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo un 5,1% en el primer semestre de 2011...

Tras los aumentos de los últimos años, el endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo un 5,1% entre diciembre de 2010 y junio de 2011, hasta los 310 mil millones de euros (véase cuadro 5). Esta contracción no se produjo de una forma generalizada en todos los sectores contemplados, ya que la deuda se incrementó en dos de ellos (industria y sector inmobiliario y de la construcción) y se redujo en otros dos (energía y comercio y servicios). En concreto, en las empresas industriales, el saldo de deuda aumentó un 19,2% hasta cerca de los 18 mil millones de euros, como consecuencia del incremento del endeudamiento de una entidad para adquirir una empresa extranjera de este mismo sector, mientras que en las del sector inmobiliario y de la construcción creció de forma más leve, un 1,7% hasta los 101 mil millones de euros. En las empresas energéticas y en las relacionadas con el comercio y los servicios, el endeudamiento se redujo un 7,6% y un 12,0%, respectivamente. Cabe destacar que los sectores que presentaron aumentos en su nivel de deuda en el primer semestre de 2011 se corresponden con aquéllos en los que en los últimos años la deuda había crecido con menos intensidad o, en algunos casos, incluso descendido.

...aunque esta tendencia no fue generalizada entre todos los sectores.

A pesar de la reducción del nivel agregado de endeudamiento, la ratio de apalancamiento (definida como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto) experimentó un leve incremento debido a la reducción del patrimonio de estas entidades, pasando de 1,4 a finales de 2010 a 1,5 a mediados de 2011 (véase cuadro 5). 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 desde 3,8 en diciembre de 2010 hasta 4,0 en junio de 2011. El mayor incremento de esta ratio se produjo en el sector de la industria (desde 2,1 hasta 4,0) debido al aumento del endeudamiento de una entidad de gran tamaño comentado anteriormente. El único sector en el que la ratio de cobertura de la deuda experimentó un descenso fue el de las empresas orientadas al comercio y los servicios, como consecuencia tanto del buen comportamiento de los resultados como de

la contracción de la deuda. Los indicadores de la carga financiera soportada por las entidades experimentaron un leve empeoramiento, reduciéndose la ratio EBIT/carga financiera desde 3,1 a finales de 2010 hasta 2,6 en junio de 2011. Este descenso se produjo de forma generalizada en todos los sectores.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

Millones de euros		2007	2008	2009	2010	1511
Energía	Deudas	69.172	82.608	100.572	98.283	90.815
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,9	1,1	0,9	0,9
	Deudas/ EBITDA ¹	2,5	2,8	3,5	2,8	2,9
	EBIT ² / Carga financiera	4,1	3,7	3,4	4,2	3,8
Industria	Deudas	13.312	15.645	15.953	14.948	17.824
	Deudas/ Patrimonio	0,6	0,7	0,7	0,6	0,9
	Deudas/ EBITDA	1,8	2,7	3,0	2,1	4,0
	EBIT / Carga financiera	5,9	3,4	3,1	5,0	2,8
Construcción e inmobiliario	Deudas	138.933	119.788	104.762	99.917	101.605
	Deudas/ Patrimonio	3,1	3,8	4,1	3,4	3,1
	Deudas/ EBITDA	10,8	31,9	22,5	11,2	11,7
	EBIT / Carga financiera	1,2	0,0	0,3	1,0	1,0
Comercio y servicios	Deudas	96.941	112.322	108.579	115.413	101.605
	Deudas/ Patrimonio	1,7	2,1	1,8	1,6	1,9
	Deudas/ EBITDA	3,0	3,6	3,7	3,4	3,2
	EBIT / Carga financiera	3,2	2,9	3,3	3,9	3,1
Ajustes ³	Deudas	-17.391,0	-20.802,0	-1.908	-1.792	-1.670
TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	300.967	309.561	327.958	326.769	310.179
	Deudas/ Patrimonio	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5
	Deudas/ EBITDA	4,0	4,6	4,8	3,8	4,0
	EBIT / Carga financiera	3,0	2,0	2,4	3,1	2,6

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.

4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían a las entidades de crédito, las compañías de seguros y las sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Criteria Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referidos al primer trimestre de 2011 indican que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo hasta valores ligeramente superiores al 12% de la renta disponible, tras el máximo alcanzado a principios de 2010 (18,1%). La ratio de endeudamiento de los hogares descendió por debajo del 125% de la renta bruta disponible debido a la contracción de los pasivos de las familias y a la estabilidad de sus ingresos, mientras que la riqueza neta se redu-

El ahorro de los hogares continuó descendiendo, al igual que su ratio de endeudamiento.

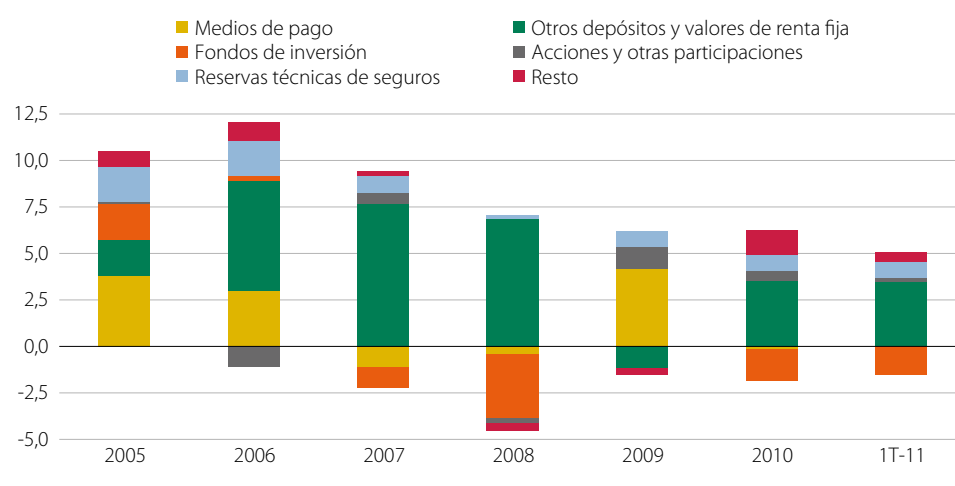
jo levemente como consecuencia del descenso del valor de los activos inmobiliarios, que compensó la leve revalorización de los activos financieros de los hogares.

La inversión financiera de los hogares mantiene la preferencia por instrumentos de riesgo reducido.

Por lo que se refiere a las decisiones de inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares en el primer trimestre del año ascendió al 3,5% del PIB⁵ (4,4% del PIB en 2010). La composición de los instrumentos adquiridos revela que los hogares españoles mantienen la preferencia por instrumentos de menor riesgo que se observa desde hace varios trimestres. Así, la inversión en depósitos a plazo ascendió al 3,1% del PIB y en seguros y planes de pensiones al 0,8% del PIB. Por el contrario, la adquisición neta de instrumentos de renta variable fue muy reducida en comparación con los dos años anteriores (0,1% del PIB) y las salidas netas en los fondos de inversión se aproximaron al 1,5% del PIB (1,7% del PIB en 2010). Finalmente, los pasivos de los hogares moderaron su ritmo de avance durante el primer trimestre de 2011 en cinco décimas, hasta el 0,8% en términos del PIB.

Hogares: adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 12



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

2.3 Perspectivas

Las previsiones de los principales organismos, que apuntan a una desaceleración global en los próximos trimestres, ...

Las previsiones más recientes del FMI, efectuadas en septiembre de 2011, después de los momentos más turbulentos de la crisis acaecida en los meses de verano, apuntan a una desaceleración del crecimiento mundial desde tasas ligeramente superiores al 5% en 2010 hasta tasas cercanas al 4,0% para 2011 y 2012. Estas cifras suponen un recorte en la previsión de crecimiento mundial de tres y cinco décimas respectivamente respecto a las últimas estimaciones realizadas en junio. Las economías emergentes continuarían liderando el avance de la actividad mundial, con un crecimiento agregado esperado del 6,4% en 2011 y del 6,1% en 2012, muy superior al previsto para el conjunto de las economías avanzadas (del 1,6% en 2011 y el 1,9% en 2012). Entre estas últimas destacan las revisiones a la baja efectuadas sobre el

5 Datos acumulados de cuatro trimestres.

crecimiento esperado para la economía estadounidense (-0,9 puntos hasta el 1,8%) y para la economía alemana (0,7 puntos hasta el 1,3%).

Estas previsiones están rodeadas de un grado elevado de incertidumbre, como consecuencia del nuevo episodio de crisis de deuda europea y de la debilidad de los datos de actividad publicados en los meses centrales del año. De hecho, la inestabilidad creciente de los mercados financieros que se observa desde los meses de primavera estuvo primero relacionada con los mercados de deuda europea, si bien más recientemente ha estado asociada al incremento de la probabilidad de una nueva recesión a escala mundial.

...están rodeadas de un grado elevado de incertidumbre como consecuencia del nuevo episodio de turbulencias...

Por tanto, los riesgos, de probabilidad creciente, que se atisban sobre los escenarios centrales contemplados anteriormente estarían relacionados con: (i) la prolongación de la desconfianza asociada a algunos emisores soberanos del área del euro, cuyas consecuencias en términos de encarecimiento de la financiación y, por tanto, de menor actividad, podrían ser significativas; (ii) la desaceleración de la actividad y del empleo en algunas de las principales economías avanzadas; (iii) la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en un conjunto amplio de economías y, finalmente; (iv) los renovados problemas de liquidez y de financiación del sector financiero, particularmente del europeo, sobre el que aún persisten dudas acerca del grado de saneamiento efectivo alcanzado.

...y mantienen importantes riesgos a la baja.

En cuanto a la economía española, la mayoría de las previsiones indican que, tras un crecimiento prácticamente nulo en 2010, el avance de la actividad doméstica podría ser ligeramente inferior al 1% en 2011 y oscilar entre el 1,1% y el 1,5% en 2012. La revisión de las previsiones efectuadas por el FMI sobre el crecimiento español (estable en 2011 y a la baja en medio punto porcentual en 2012) ha sido más leve que la observada en otras economías avanzadas. Los riesgos más relevantes que se atisban sobre este escenario de progresiva recuperación estarían relacionados, fundamentalmente, con el riesgo agregado que induce la actual situación de tensionamiento de la deuda soberana y, en particular, su posible efecto contagio sobre el resto de los sectores de la economía, y con los efectos adversos sobre la actividad doméstica que podrían derivarse de una ralentización en el ritmo de crecimiento de las economías más dinámicas y, como consecuencia de ello, de las exportaciones españolas.

Para la economía española se pronostica un crecimiento moderado, no exento de riesgos ligados a las tensiones en los mercados de deuda y a la desaceleración prevista del sector exterior.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

El nuevo episodio de crisis de deuda soberana europea y el empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales dieron lugar a fuertes retrocesos en las bolsas en un contexto de elevada inestabilidad....

El recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea y el empeoramiento de las perspectivas económicas a escala mundial dio lugar, en los meses centrales del año, a un episodio de elevada volatilidad y fuertes retrocesos en las cotizaciones de los instrumentos negociados en los mercados financieros internacionales de renta variable. Estos retrocesos fueron especialmente intensos en el caso de las acciones de las entidades financieras europeas, como consecuencia de su exposición a la deuda soberana de las economías europeas más vulnerables. Los mercados bursátiles domésticos no fueron ajenos a este episodio de incertidumbre, mostrando incrementos de la volatilidad y caídas de los precios similares a los de otras plazas europeas. La inestabilidad observada en algunos de estos mercados, en parte debida a la propagación de rumores, provocó que, el 11 de agosto, las autoridades supervisoras de valores de Bélgica, España⁶, Francia e Italia, bajo la coordinación de ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados), decidieran prohibir temporalmente la creación o el incremento de posiciones cortas sobre los valores del sector financiero dentro de cada jurisdicción (véase el recuadro 3 dentro de este mismo informe).

....que motivaron la prohibición temporal de crear o incrementar posiciones cortas sobre los valores financieros de varios países europeos, incluido España.

En este contexto, los principales índices del mercado español experimentaron descensos próximos al 20% durante el tercer trimestre de 2011⁷, en línea con otras referencias europeas y en contraste con los moderados descensos del segundo trimestre y las notables revalorizaciones del primer trimestre, a excepción, en este último caso, de las plataformas de valores latinoamericanos (véase cuadro 6). Así, el Ibex 35 descendió un 19,3% en el tercer trimestre, tras una caída del 2% en el segundo trimestre y una revalorización del 7,3% en el primero. De este modo, en el transcurso de 2011, este índice ha acumulado una caída del 15,2%. Los índices de las compañías de menor capitalización experimentaron una evolución similar a lo largo de 2011, con descensos superiores al 18% en el tercer trimestre y una caída en el periodo acumulado de 2011 del 19,4% en el caso del Ibex Medium Cap y del 15,8% en el del Ibex Small Cap. Por último, los índices domésticos de valores latinoamericanos, que mostraron descensos más moderados en el tercer trimestre (entre el 9% y el 11%), experimentaron caídas algo mayores que el resto de índices en los nueve primeros meses de 2011 (entre el 19% y el 23%).

6 La CNMV acordó el pasado día 11 de agosto, al amparo del artículo 85.2 j de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la prohibición transitoria de aquellas operaciones que supongan la creación o aumento de posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero, con la excepción de la operativa realizada por los creadores de mercado. Se entiende por posición corta aquella que resulta de una exposición económica positiva ante una caída del precio de la acción. El 25 de agosto de 2011, la CNMV prorrogó dicha prohibición hasta el 30 de septiembre de 2011, que podrá ser levantada antes de esta fecha si las condiciones de mercado se estabilizan o prorrogada excepcionalmente en caso contrario.

7 Hasta el 20 de septiembre.

Índices	2007	2008	2009	2010	I-11 ¹	II-11 ¹	III-11 (hasta el 20 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	7,3	-2,0	-19,3	-15,2	-22,2
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	7,5	-2,7	-19,7	-16,0	-23,9
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	6,3	-6,9	-18,6	-19,4	-19,3
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	17,4	-8,2	-21,9	-15,8	-18,5
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	-3,2	-9,9	-11,2	-22,6	-15,5
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-3,9	-8,1	-8,6	-19,2	-16,5
Sectores²									
Petróleo y gas	1,8	-30,8	-20,1	0,3	22,5	-2,2	-12,5	4,9	15,0
Químicas	-58,4	-67,8	3,4	-60,0	30,4	5,8	-19,6	10,8	0,0
Materiales básicos	-17,2	-45,4	23,1	-5,6	9,0	-6,6	-26,3	-25,0	-25,0
Construcción y mat. de construcción	-12,0	-51,0	25,5	-14,4	13,8	-5,7	-17,5	-11,4	-11,7
Bienes industriales y servicios	6,9	-41,9	29,3	-1,9	4,6	-1,4	-14,1	-11,3	-11,8
Salud	19,2	-45,0	17,7	-22,2	14,1	0,3	-10,8	2,0	-8,8
Utilities	18,5	-31,0	-7,8	-14,3	10,8	3,3	-22,4	-11,2	-9,7
Bancos	-4,5	-47,9	46,3	-32,3	7,3	-4,4	-25,5	-23,6	-38,5
Seguros	-13,3	-25,0	19,8	-26,8	26,6	-1,3	-12,2	9,7	-0,7
Inmobiliaria	-42,6	-58,6	-43,8	-53,2	24,2	-20,8	-32,9	-34,0	-51,6
Servicios financieros	-35,6	-44,3	20,8	12,8	22,6	-3,6	-13,0	2,8	4,4
Telecomunic. y medios de comunic.	26,3	-31,4	23,5	-13,4	4,3	-5,4	-17,7	-18,8	-24,1
Consumo discrecional	-7,7	-39,2	37,0	20,6	2,9	5,9	-5,6	2,8	0,4
Consumo básico	6,9	-22,5	-8,4	15,8	0,8	-5,4	-17,5	-21,3	-14,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

El retroceso de las cotizaciones en los mercados de renta variable nacional en el tercer trimestre de 2011 fue generalizado entre todos los sectores, con recortes comprendidos entre el 7% registrado por el sector de bienes de consumo (discrecional y básico) y el 33% del sector inmobiliario. Las caídas más significativas entre los sectores con mayor peso en la capitalización del mercado correspondieron a los bancos (-25%), las empresas de telecomunicaciones y medios de comunicación (-18%) y las utilities (-22%). A su vez, sectores con una capitalización relativa intermedia como los de construcción y materiales asociados, petróleo y gas y bienes industriales y servicios experimentaron descensos en un rango del 12% al 17%. En el periodo acumulado de 2011, los mayores retrocesos se han producido en los sectores inmobiliario (-34%), de materiales básicos (-25%), bancario (-24%), de consumo básico (-21%) y de telecomunicaciones y medios de comunicación (-19%). Las empresas que parecen haber resistido mejor la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros son las pertenecientes a los sectores químico (con un aumento acumulado del 11% en 2011), asegurador (10%) y, en menor medida, petróleo y gas (5%), las empresas proveedoras de servicios financieros distintas de los bancos (3%), las asociadas al sector de bienes de consumo discrecional (3%) y las relacionadas con los servicios sanitarios (2%).

Los retrocesos de los precios, generalizados entre todos los sectores, fueron especialmente intensos en los bancos.

Recuadro 3: «La prohibición temporal de la operativa de ventas en corto»

El pasado 11 de agosto, los supervisores de los mercados de valores de Bélgica, Francia, Italia y España impusieron de manera coordinada, en el ámbito de ESMA, una prohibición temporal sobre la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones de empresas financieras. El 28 de septiembre, la CNMV acordó prorrogar la vigencia de esta medida, que había sido prorrogada por primera vez el 25 de agosto, hasta que las condiciones de los mercados permitan su levantamiento.

La prohibición cautelar de la operativa en corto se fundamenta en los riesgos que la situación de extrema volatilidad a la que se encuentran sometidos los mercados de valores europeos, y en particular las cotizaciones de las acciones de las empresas financieras, desde hace unos meses, plantea sobre la estabilidad de los mercados y su ordenado funcionamiento. En un contexto de este tipo no es descartable la posibilidad de que se produzcan dinámicas desordenadas en los mercados, incluyendo espirales bajistas en algunas cotizaciones motivadas por pánicos inversores o incluso rumores e informaciones engañosas¹. Esta posibilidad adquiere una especial relevancia, desde el punto de vista de la preservación de la estabilidad financiera y la contención del riesgo sistémico, en el caso de las entidades financieras. Así, su necesidad de captar recursos financieros continuamente las hace especialmente sensibles a un problema de profecías autocumplidas en sus cotizaciones, a través del efecto de éstas sobre sus condiciones de acceso a la financiación.

No obstante, junto a sus potenciales efectos preventivos estabilizadores, es necesario tener presente que este tipo de prohibición puede afectar negativamente a algunas medidas indicativas de la calidad del funcionamiento de los mercados. De hecho, numerosos análisis llevados a cabo en esta área en los últimos años coinciden en señalar el efecto adverso que las restricciones a la operativa en corto generan sobre la liquidez y la eficiencia del mercado². En efecto, en la medida en que estas operaciones dejan de llevarse a cabo, el mercado ve reducido el abanico de posibles transacciones (menor liquidez) y la riqueza y diversidad de la información que incorporan los precios (menor eficiencia).

La evidencia acumulada en el mercado español tras la puesta en marcha el pasado mes de agosto de la prohibición sobre las posiciones cortas es ilustrativa respecto a la incidencia de los efectos anteriores. Así, el panel superior del gráfico adjunto muestra cómo el nivel medio del diferencial *bid-ask* de las entidades bancarias ha aumentado en relación a las sociedades del Ibex 35 no afectadas por la prohibición, lo que evidencia un cierto deterioro en la liquidez de las primeras³. El panel intermedio revela que la prohibición ha tenido un efecto promedio positivo sobre las cotizaciones de los bancos en relación al resto de los valores, aunque este efecto parece diluirse en el tiempo⁴. El panel inferior, por su parte, pone de manifiesto que la prohibición contribuyó de manera notable a reducir el elevado grado de volatilidad que, en términos relativos, afectaba a las cotizaciones del sector bancario en los días previos a su aplicación.

La evidencia empírica anterior sugiere, por tanto, que la prohibición sobre las posiciones cortas parece haber contribuido a reducir la volatilidad de las cotizaciones de las acciones objeto de esta medida, si bien la persistencia de su efecto adverso sobre el grado de liquidez de estos títulos pone de relieve la conveniencia de desactivar esta medida temporal tan pronto como las condiciones del mercado

Efectos de la prohibición sobre la liquidez, el precio y la volatilidad de los valores afectados

GRÁFICO R3.1



El panel superior muestra el diferencial de liquidez entre un conjunto amplio de compañías afectadas y no afectadas por la prohibición. Las compañías afectadas consideradas en este análisis son entidades bancarias (se han excluido del análisis dos entidades del sector de servicios financieros y dos aseguradoras para conseguir una muestra homogénea). Las compañías no afectadas por la prohibición son todas aquellas empresas que formaban parte del índice Ibex 35 en el momento de la prohibición. La liquidez se define en base a la horquilla relativa *bid-ask*. El panel central muestra el exceso de rendimiento acumulado desde la fecha de la prohibición, definido como la diferencia entre el rendimiento de cada valor y el rendimiento del Ibex 35. El panel inferior contiene el diferencial de volatilidad entre las compañías afectadas y no afectadas por la prohibición, calculada a partir de los datos correspondientes a los 22 días con cotización anteriores a la fecha correspondiente. En el eje de ordenadas de los tres paneles el valor 0 corresponde a la fecha 11 de agosto de 2011, mientras que los valores negativos y positivos indican el número de días con cotización antes y después de la prohibición, respectivamente.

lo permitan. En este sentido, la CNMV indicó en su comunicado del 28 de septiembre que esta restricción permanecería el mínimo tiempo necesario y que seguirá trabajando de forma coordinada con las otras autoridades europeas que han adoptado medidas similares, en el marco de ESMA, para evaluar de forma regular la situación de los mercados de valores.

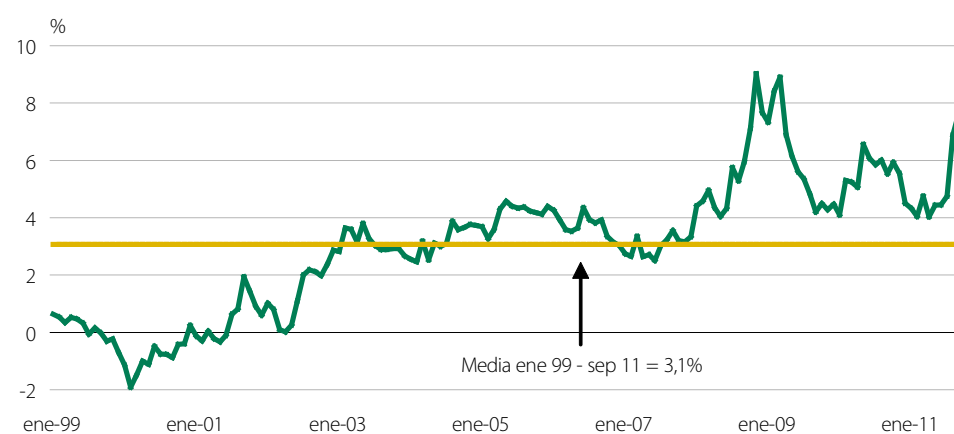
- 1 En I. Goldstein y A. Guembel (2008), «Manipulation and the allocation role of prices» (*Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 133-164), se analiza cómo determinadas estrategias de manipulación que conllevan el establecimiento de posiciones cortas pueden provocar efectos negativos y duraderos en los resultados de las empresas afectadas (percepción por parte de los clientes, los proveedores y los inversores, encarecimiento de la financiación externa, etc.).
- 2 Véanse, por ejemplo, D. Diamond y R. Verrecchia (1987), «Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information», en *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 277-311; D. Abreu y M. Brunnermeier (2003), «Bubbles and crashes», en *Econometrica*, vol. 71, pp. 173-204; y H. Hong y J. Stein (2003), «Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes», en *Review of Financial Studies*, vol. 16, pp. 487-525.
- 3 Para este análisis sólo se han tenido en cuenta las cotizaciones de las sociedades bancarias afectadas por la prohibición, excluyéndose, por tanto, cuatro compañías financieras no bancarias. El listado completo de las compañías cuyas acciones están sujetas a esta prohibición puede consultarse en <http://www.cnmv.es/>
- 4 Los dos primeros resultados están en línea con la evidencia obtenida a nivel internacional, en el contexto de las restricciones aplicadas por varias autoridades a finales de 2008, por A. Beber y M. Pagano (2011), «Short-selling bans around the world: evidence from the 2007-09 crisis», de próxima aparición en el *Journal of Finance*. Estos autores, sin embargo, no evalúan el impacto de las restricciones sobre la volatilidad de las cotizaciones

La ratio PER del Ibex 35 descendió notablemente en el tercer trimestre del año...

En el tercer trimestre de 2011, la ratio PER del Ibex 35 intensificó el descenso del segundo trimestre hasta valores cercanos a 8, situándose por debajo de los valores de finales de 2010 (próximos a 10) y en línea con otros índices europeos. El indicador *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de la renta variable respecto de la deuda pública a largo plazo, repuntó con fuerza durante el mes de agosto después de la relativa estabilidad que había mostrado a lo largo del año. En particular, este indicador se situó en el 7,7% a mediados de septiembre (4,3% a principios de agosto), notablemente por encima de los valores registrados en el comienzo del año (4,9%) y del promedio desde 1999 (3,1%).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

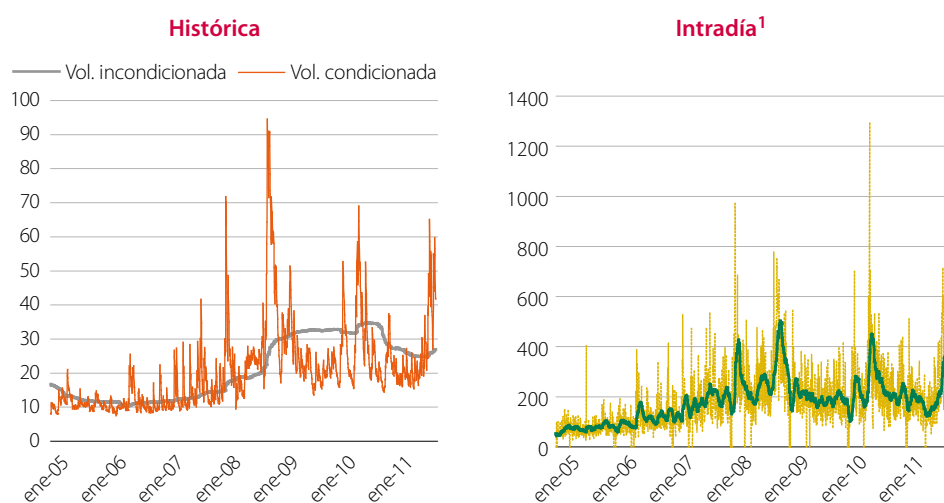
- 1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta el 20 de septiembre de 2011.

Como se aprecia en el gráfico 14, tanto la volatilidad histórica como la volatilidad intradía del mercado bursátil nacional repuntaron fuertemente en el tercer trimestre del año. Así, la volatilidad histórica del Ibex 35 alcanzó máximos del 65% en agosto, unos niveles similares a los del primer episodio de crisis de deuda europea, en mayo de 2010, pero sustancialmente inferiores a los observados en el último trimestre de 2008. A mediados de septiembre, esta medida de volatilidad había caído nuevamente hasta valores cercanos al 40%. Por su parte, la volatilidad intradía, medida como la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 alcanzada en cada sesión, alcanzó máximos de 700 puntos en los momentos más turbulentos de la crisis y tendió a reducirse sensiblemente desde entonces.

...en un marco de fuerte aumento de la volatilidad,...

Volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 20 de septiembre.

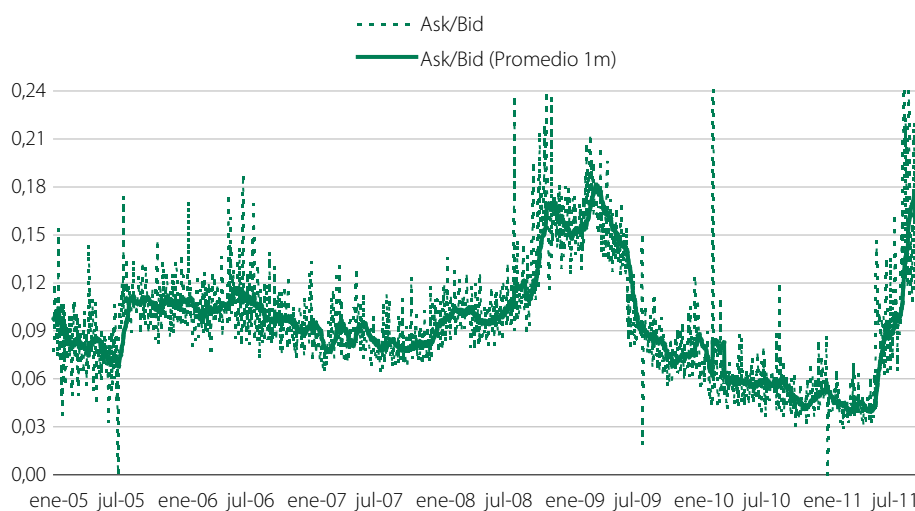
1 Se ofrece la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 en cada sesión y el promedio del último mes.

El elevado grado de volatilidad provocó un deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable nacional en el segundo trimestre del año, que se agravó notablemente durante el tercero hasta alcanzar una magnitud similar a la observada durante el primer trimestre de 2009. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35 se situó en el 0,14% en el tercer trimestre de 2011, muy por encima del 0,05% del primer semestre y del promedio de los últimos seis años (0,09%).

...deterioro de las condiciones de liquidez en el mercado,...

La contratación del mercado bursátil español se situó en algo más de 699 mil millones de euros en los tres primeros trimestres de 2011 (hasta el 20 de septiembre), lo que supone una caída interanual del 2,7%. En promedio diario, el volumen de contratación creció un 13% en términos interanuales en el tercer trimestre del año, hasta los 3.689 millones de euros, un nivel ligeramente inferior al del promedio diario del conjunto de 2010 (4.052 millones de euros).

...y repunte temporal de la contratación.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 20 de septiembre.

Las emisiones de renta variable crecieron sustancialmente como consecuencia de las salidas a bolsa de las cajas de ahorro.

Las emisiones de renta variable mostraron un repunte considerable en el segundo y el tercer trimestre de 2010, como consecuencia de las salidas a bolsa de las cajas de ahorro (véase recuadro 2), dentro del proceso de reestructuración del sistema financiero español, y de algunas ampliaciones de capital de los bancos ya cotizados para anticipar el cumplimiento de los nuevos requisitos de capital que establecerá Basilea III. En estos dos trimestres, el volumen de emisiones superó los once mil millones de euros, de los cuales el 67% correspondieron a las operaciones anteriores. Entre enero y septiembre, la captación de fondos en los mercados de renta variable domésticos se situó en torno a los 14.400 mil millones de euros, una cifra cercana a los 16 mil millones del conjunto de 2010.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	I-11	II-11	III-11 ¹
Mercado continuo	1.658.019	1.235.330	880.544	1.032.447	245.990	236.897	212.868
Corros	1.154	207	73	165	20	11	4
de los que SICAV ²	362	25	20	8	2	3	1
MAB ³	6.985	7.060	5.080	4.145	880	1.134	1.000
Segundo mercado	193	31,50255	3	3	1	0	0
Latibex	868	757,88857	435	521	102	89	82
Total bolsas	1.667.219	1.243.387	886.135	1.037.282	246.992	238.131	213.953

Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)

	61,6	66,0	64,6	75,3	77,6	n.d.	n.d.
--	------	------	------	------	------	------	------

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 20 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

n.d.: datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 8

	2007	2008	2009	2010	I-11	II-11	III-11 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	69.955	16.349	11.391	16.013	3.237	4.797,6	6.323,4
Ampliaciones de capital	67.887	16.340	11.389	15.407	3.237	4.797,6	6.323,4
De ellas, mediante OPS	8.503	292	17	959	0	3.696,4	8,4
Tramo nacional	4.821	292	15	62	0	3.696,3	8,4
Tramo internacional	3.681	0	2	897	0	0,1	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068	10	2	606	0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.517	10	2	79	0	0,0	0,0
Tramo internacional	551	0	0	527	0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	100	54	53	69	17	23	24
Ampliaciones de capital	91	53	53	67	17	22	24
De ellas, mediante OPS	8	2	2	12	0	3	3
De ellas, liberadas	19	18	11	15	2	5	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	3	0	1	0

Fuente: CNMV.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 20 de septiembre de 2011.
- 3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.
- 4 Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse.

Recuadro 4: «Libro Verde de Gobierno Corporativo de la Comisión Europea»

El Libro Verde sobre Gobierno Corporativo publicado por la Comisión Europea (*Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*) en abril de 2011 contiene varias iniciativas para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades europeas, fundamentalmente, de aquellas que cotizan en mercados regulados. Estas iniciativas están contenidas en cuatro grandes capítulos en los que se estructura el documento de la Comisión Europea:

1. General: se señala la posibilidad de crear un régimen específico para pequeñas empresas y de promover códigos de Buen Gobierno para empresas no cotizadas.
2. Consejo de administración: se plantea la necesidad de reforzar la diversidad entre los miembros no ejecutivos, exigir profesionalidad, habilidades, conocimientos técnicos y experiencia adecuados, así como un mayor nivel de dedicación. También se aborda la necesidad de promover una mayor diversidad de género y la separación de la figura del presidente del consejo de la de primer ejecutivo de la sociedad. Por último, se propone que la transparencia de las retribuciones y las políticas retributivas, así como su votación en la Junta de accionistas, sean requisitos obligatorios.
3. Accionistas: la Comisión Europea reconoce que el marco actual de gobierno corporativo se asienta en la presunción de que los accionistas se implican en las compañías y son exigentes respecto al desempeño de sus gestores. Sin embargo, se ha observado que la mayoría de los accionistas son pasivos y con escasa vocación de permanencia. Por ello, la Comisión plantea un debate sobre posibles medidas para evitar esta pasividad, incrementar la implicación de los accionistas institucionales en el gobierno corporativo y fomentar una visión y una estrategia inversora de más largo plazo. También se plantea la posibilidad de incrementar la protección de los accionistas minoritarios frente a los accionistas de control, en situaciones tales como la realización de transacciones con partes vinculadas.
4. Aplicación del principio «cumplir o explicar»: la Comisión Europea se muestra crítica a este respecto, porque se han detectado situaciones en las que este principio no ha funcionado correctamente. Esto se produce, fundamentalmente, porque las explicaciones de las sociedades sobre la falta de seguimiento de los códigos adolecen de calidad informativa y porque los mecanismos de revisión de la correcta aplicación de los códigos son insuficientes. Por ello, el Libro Verde propone un mayor nivel de exigencia y la existencia de un verdadero seguimiento y análisis de la información ofrecida por las sociedades en sus informes de gobierno corporativo, adicional al que realizan los accionistas. La Comisión no se pronuncia sobre las funciones o el estatus legal que debería tener el órgano encargado de realizar el seguimiento, pero sí solicita opinión sobre sus funciones.

El periodo de consultas finalizó el 22 de julio. A partir de las respuestas recibidas, la Comisión Europea revisará el contenido de sus propuestas y tomará decisiones sobre posibles futuras iniciativas en este ámbito a nivel comunitario.

3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los mercados de renta fija nacionales ha venido determinada por los episodios de crisis de la deuda soberana europea, que alcanzaron su punto álgido a principios del mes de agosto, momento en el que los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública española marcaron máximos. La decisión del Banco Central Europeo de comprar deuda soberana de diferentes economías europeas en los mercados secundarios de deuda y la aprobación de otras medidas de carácter nacional contribuyeron a estabilizar la espiral alcista de las primas de riesgo soberano de un conjunto relativamente amplio de economías europeas a lo largo del mes de agosto que, con todo, permanecieron en niveles históricamente elevados. En septiembre, el rebrote de la desconfianza de los mercados asociado a la debilidad de la actividad económica mundial tensionó nuevamente los mercados de deuda, dando lugar a incrementos notables en la prima de riesgo soberano.

En los mercados de renta fija nacionales, los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública marcaron máximos a principios de agosto.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que habían descendido notablemente en el primer trimestre del año, repuntaron desde entonces hasta los primeros días de agosto, para descender en las semanas posteriores. Entre marzo y septiembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro a tres, seis y doce meses aumentaron un promedio de 43, 92, y 100 puntos básicos, hasta niveles del 1,4%, 2,3% y 3,1% respectivamente (véase cuadro 9). Estos niveles son ligeramente inferiores a los observados a finales de 2010, coincidiendo con las turbulencias asociadas a la crisis de deuda irlandesa.

Se incrementaron los tipos de interés de la deuda a corto plazo, tanto pública...

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11
Letras del Tesoro						
3 meses	2,03	0,44	1,63	0,96	1,46	1,39
6 meses	2,10	0,61	2,76	1,40	1,84	2,32
12 meses	2,09	0,88	3,26	2,10	2,63	3,10
Pagarés de empresa²						
3 meses	3,09	0,76	1,37	1,29	1,57	1,67
6 meses	3,63	1,25	2,52	2,03	2,12	2,50
12 meses	3,74	1,63	3,04	2,66	2,73	2,94

Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios. Los datos de septiembre alcanzan el día 20.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la renta fija privada a corto plazo, que habían caído con menos intensidad que los de la deuda pública en el primer trimestre del año⁸, crecieron también con menor vigor en el segundo y tercer trimestre. Así, en promedio, los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres, seis y doce meses aumentaron 38, 47 y 28 puntos básicos, hasta niveles del 1,7%, el 2,5% y el 2,9% respectivamente.

...como privada.

8 De hecho, el promedio del tipo de interés de los pagarés a tres meses se incrementó levemente entre diciembre de 2010 y marzo de 2011.

Los tipos de la deuda pública a largo plazo, que marcaron máximos históricos desde 1997, se estabilizaron tras las compras de deuda por parte del BCE.

Los tipos interés de la deuda pública a largo plazo, que se habían estabilizado en los primeros meses del año y que incluso habían caído en los plazos de tres y cinco años, iniciaron una tendencia alcista en abril, que se intensificó notablemente en julio. En los primeros días de agosto, el tipo de interés del bono a diez años marcó máximos superiores al 6%, unos niveles que no se observaban desde noviembre de 1997. Desde entonces, y a raíz de las compras de deuda soberana efectuadas por el BCE en los mercados secundarios, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo española y de otras economías europeas como la italiana, portuguesa, irlandesa y belga descendieron sustancialmente en pocos días (más de 130 p.b. en el caso de la deuda pública española). A principios de septiembre, los tipos de interés volvían a crecer, situándose en la fecha de cierre de este informe en niveles del 3,8%, el 4,5%, y el 5,2% en los plazos a tres, cinco y diez años respectivamente.

Los tipos de interés de la renta fija privada continuaron creciendo en septiembre.

La renta fija privada a largo plazo tuvo una evolución semejante a la de la deuda pública durante los primeros seis meses del año, con disminuciones del tipo de interés en el primer trimestre y aumentos en el segundo. A diferencia de la deuda pública, durante el tercer trimestre la rentabilidad de la deuda privada continuó creciendo. En conjunto, los tipos de interés de la deuda privada se incrementaron entre marzo y septiembre 111 p.b. en el plazo de tres años, 83 p.b. en el de cinco años y 98 p.b. en el de diez años, hasta alcanzar niveles del 4,9%, el 5,6% y el 7,0% respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jun-10	sep-11
Renta fija pública						
3 años	3,05	1,95	3,87	3,41	4,07	3,82
5 años	3,41	2,67	4,65	4,30	4,70	4,45
10 años	3,86	3,75	5,38	5,25	5,48	5,22
Renta fija privada						
3 años	5,45	3,14	4,31	3,79	4,51	4,90
5 años	5,99	4,30	5,44	4,75	5,40	5,58
10 años	6,08	4,88	6,42	5,98	6,90	6,96

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios. Los datos de septiembre alcanzan el día 20.

El repunte de la prima de riesgo soberano española, y también de otras economías europeas...

Tras el descenso del diferencial del tipo de interés entre la deuda española y la alemana a largo plazo en los primeros meses del año hasta mínimos de 174 p.b.⁹, el incremento de la incertidumbre asociado a las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas y la extensión de la desconfianza a otras economías europeas dio lugar a un repunte de dicho diferencial, que alcanzó niveles máximos cercanos a 390 p.b. a principios de agosto¹⁰. Después del descenso de la prima de riesgo por debajo de los 300 p.b. a lo largo del mes de agosto, el nuevo aumento en la incertidumbre que comenzó en los primeros días de septiembre incrementó de nuevo la prima del bono soberano español hasta niveles superiores a los 360 p.b. (véase gráfico 16).

9 El 12 de abril.

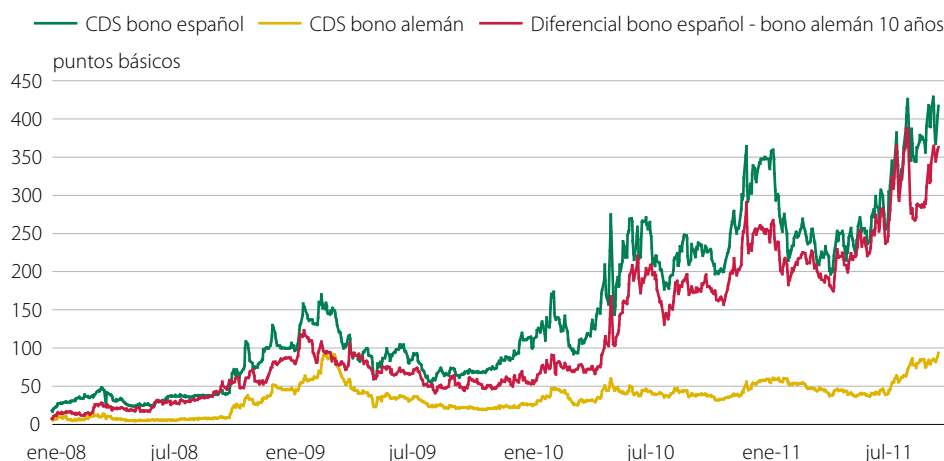
10 Los datos intradía llegaron a marcar puntualmente diferenciales superiores a los 400 p.b.

Como en otros episodios de turbulencias en los mercados de deuda europea, el efecto de contagio del riesgo soberano desde las economías más vulnerables hacia otras partes del área fue sustancial. De acuerdo a las estimaciones mostradas en el gráfico 5, en el caso español, más de 65% de la variabilidad de la prima de riesgo española imputable al flujo de nueva información podría haberse debido a *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este nivel de contagio fue similar al observado en el primer episodio de crisis griega, en mayo de 2010, en línea con las estimaciones correspondientes a otras economías europeas como Italia, Francia y Bélgica.

...fue debido, en gran medida, el reflejo de las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas...

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream.

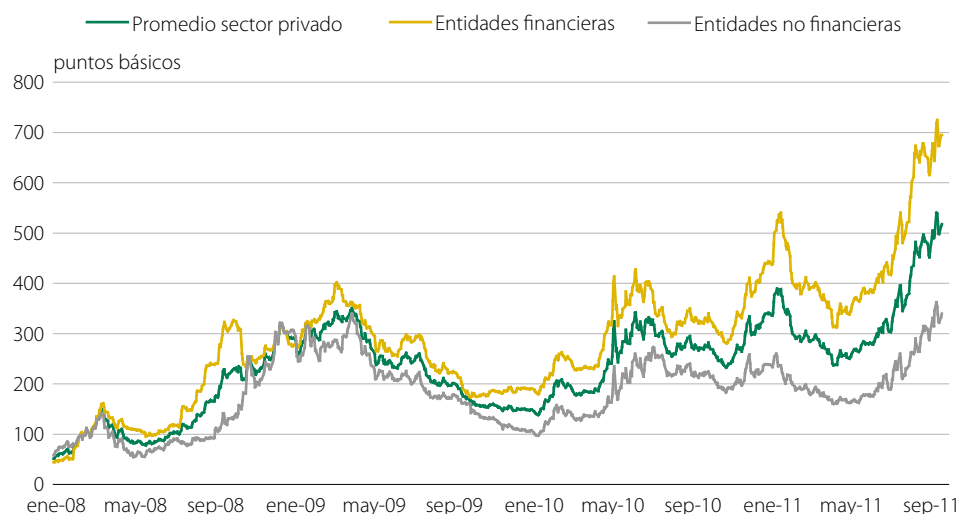
¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

El fenómeno de contagio fue un factor determinante del comportamiento no sólo de las primas de riesgo soberano, sino también del de las entidades financieras de la zona, que, en el caso español, se vio además condicionado por el proceso de reestructuración del sector puesto en marcha. Como se observa en el gráfico 17, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras españolas creció hasta máximos cercanos a los 700 p.b., frente a un promedio cercano a los 340 p.b. de las sociedades no financieras. El indicador sintético de contagio mostrado en el gráfico 18 revela que en los momentos de mayores turbulencias, una parte sustancial (en torno al 65%) de la variabilidad del promedio de los CDS de las entidades financieras españolas imputable al flujo de nueva información podría haberse debido a *shocks* contemporáneos en el riesgo soberano del bono español.

...que también se extendió a las entidades financieras de la zona.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ Media simple. Datos hasta el 20 de septiembre.

Indicador de contagio soberano-financiero¹

GRÁFICO 18



¹ El indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras españolas y del CDS del bono soberano español que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los shocks contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad relativa del efecto que producen los shocks específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. Así, valores positivos del indicador señalarían la presencia de contagio neto desde el sector financiero al soberano mientras que valores negativos indicarían que el contagio procede del riesgo soberano. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.

Recuadro 5: «Mercados de titulización: recomendaciones del Joint Forum»

A mediados de 2010, el Joint Forum recibió un mandato para asesorar a los comités de sus organismos fundadores¹ y al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) en el desarrollo de una serie de principios generales para el establecimiento de un marco regulatorio que permita un restablecimiento sostenible del mercado de la titulización.

En julio de 2011, el Joint Forum publicó un documento con las principales conclusiones del trabajo realizado en cumplimiento de ese mandato². En el mismo se identifican los incentivos de los originadores, los emisores y los inversores para participar en el mercado de la titulización durante los años previos a la crisis financiera y se analiza cómo han cambiado estos incentivos desde entonces. Asimismo, el documento contiene una revisión de la literatura académica en este campo y un catálogo de las principales medidas regulatorias implementadas hasta el momento, incluyendo la valoración que hacen algunos de los principales miembros de la industria financiera internacional sobre las mismas, y cómo éstas podrían llegar a influir en el futuro devenir de estos mercados.

En el análisis del Joint Forum se reconocen explícitamente los beneficios potenciales de la titulización, aunque también se pone de manifiesto que son necesarias reformas que permitan corregir las distorsiones y excesos identificados a raíz de la crisis financiera. Con este propósito dual de, por un lado, reconocimiento de la conveniencia de estimular los mercados de titulización y, por el otro, corregir sus deficiencias, el documento del Joint Forum contiene una serie de recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes. Con carácter general, este foro multilateral hace especial hincapié en la necesidad de conseguir un conjunto de normas que sean coherentes entre sí, aplicables globalmente, aunque teniendo en consideración las particularidades de los mercados locales, e implementables en un tiempo prudencial, reduciendo así la incertidumbre acerca del futuro marco regulatorio de la titulización.

Las principales recomendaciones concretas de este trabajo son las siguientes:

1. Las autoridades deberían utilizar un conjunto de medidas amplio para corregir los conflictos de interés

En concreto, el Joint Forum enumera una serie de actuaciones que podrían influir en este sentido:

- Retención de un tramo proporcional al riesgo puesto en circulación por parte de los originadores o promotores de las titulizaciones.
- Mejora de los estándares de calidad de los procedimientos de creación de activos que puedan ser titulizados.
- Asesoramiento a los inversores sobre el tipo de análisis que deben llevar a cabo para conseguir una valoración propia adecuada de los productos de titulización.

- Reforzamiento de las garantías otorgadas por los originadores o los promotores en relación con los procesos de creación de las carteras de activos titulizados.
- Elaboración de medidas para evitar que los inversores sustenten sus decisiones de manera mecánica en las calificaciones de las agencias de rating.
- Mejora de la documentación aneja a estas operaciones para que contenga las obligaciones de los asesores y los proveedores de servicios, incluyendo la forma de tratar los conflictos de interés que pudieran surgir.
- Emisión de recomendaciones o regulación sobre los esquemas de remuneración para que éstos estén ligados a la calidad y al comportamiento a largo plazo de los activos.

2. Las autoridades deberían promover un mayor nivel de transparencia en estos mercados

Aumentar la información puesta a disposición de los inversores y los reguladores así como su legibilidad es, según el Joint Forum, un elemento clave para conseguir un restablecimiento sostenible del mercado de la titulización. Para ello, se contempla no sólo una actuación por parte del sector privado, sino que se aconseja una postura activa por parte de los reguladores, aumentando los requisitos normativos al respecto.

3. Las autoridades deberían apoyar la estandarización y la disminución de la complejidad de este tipo de productos financieros

El Joint Forum reconoce que la estandarización y la reducción de la complejidad de las estructuras de titulización es un esfuerzo que deben liderar, conjuntamente, las instituciones financieras, como los originadores o estructuradores de estas operaciones, los despachos legales y los inversores, y al que las autoridades deben contribuir apoyando las iniciativas que surjan a este respecto. Los avances en este ámbito deberían contribuir a la disminución de las asimetrías de información y a la creación de un mercado secundario líquido para estos productos.

1 El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS en sus siglas en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO en sus siglas en inglés) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS en sus siglas en inglés).

2 *Report on asset securitisation incentives*, disponible en <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>.

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana también tuvieron reflejo en el fuerte descenso de las emisiones de deuda privada...

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea también tuvieron una incidencia notable en la actividad de los mercados primarios de renta fija privada. El volumen de las emisiones registradas en la CNMV, que en la primera mitad del año había crecido un 26% hasta los 137 mil millones de euros, retrocedió sustancialmente en el tercer trimestre, hasta alcanzar algo más de 25 mil millones de euros, un 54% menos que en el mismo periodo de 2010, lo que dejó el importe total emitido acumulado en el año en 162 mil millones de euros, un 1,3% menos que en 2010 (véase cuadro 11). Las instituciones financieras continuaron siendo, prácticamente,

las únicas participantes en los mercados de renta fija, concentrando el 99% de los recursos obtenidos. La financiación vía pagarés siguió siendo la más utilizada, con emisiones por valor de 10.375 millones de euros, un 41% del volumen total emitido. Le siguieron en importancia las emisiones de bonos de titulización, que representaron un 29% del total, y las emisiones de cédulas, en sus dos variantes: hipotecarias (17%) y territoriales (10%).

El retroceso de las emisiones en el tercer trimestre del año fue generalizado entre los diferentes tipos de instrumentos financieros, salvo en el de cédulas territoriales. La emisión de bonos y obligaciones no convertibles, que en el tercer trimestre del año se redujo a 733 millones de euros (-43%) y en el conjunto del mismo a 6.631 millones de euros (-61%), es la categoría que se ha visto más afectada por las recientes turbulencias de los mercados financieros.

Por su parte, la emisión de bonos de titulización, que en los seis primeros meses del año mostraba una variación positiva respecto al mismo periodo de 2010, se redujo en el tercer trimestre del año hasta los 7.449 millones de euros (28.190 millones en el tercer trimestre de 2010), dejando una caída acumulada en el año del 3,3%. Los valores emitidos en este tipo de operaciones fueron retenidos en su totalidad por las entidades originadoras de los préstamos titulizados para ser utilizados, fundamentalmente, como garantía en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

Las entidades financieras continuaron mostrando una mayor preferencia por la emisión de cédulas hipotecarias que, aunque también fueron algo modestas en el tercer trimestre del año, en el conjunto del mismo han superado los 42 mil millones de euros, ocho mil euros más que el total emitido en 2010. Finalmente, cabe señalar el mayor dinamismo de la emisión de cédulas territoriales, que mostraron variaciones positivas tanto en el tercer trimestre como en el conjunto del año.

La emisión de valores de renta fija en las plazas internacionales, que siguió siendo un recurso importante para las empresas españolas, mantuvo su peso específico en algo más de un tercio del volumen total emitido acumulado en el año, aunque también acusó un cierto retroceso en términos absolutos (véase cuadro 11). En concreto, hasta el 31 de julio, las emisiones de las empresas españolas en el exterior ascendían a 88.386 millones de euros, de las cuales 50.591 millones fueron pagarés y el resto bonos y obligaciones.

...que fue generalizado entre los diferentes instrumentos financieros (excepto en las cédulas).

La emisión de bonos y obligaciones simples ha caído un 61% en el año y la de bonos de titulización un 3,3%, ...

...mientras que se observa una mayor preferencia por las cédulas hipotecarias.

La emisión de renta fija en el extranjero continuó siendo un recurso importante para las empresas españolas.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2007	2008	2009	2010	2011		
					I-11	II-11	III-11 ²
Registradas¹ en la CNMV							
NÚMERO DE EMISIONES	335	337	512	349	88	82	44
Cédulas hipotecarias	32	47	75	88	32	29	8
Cédulas territoriales	8	8	1	9	4	4	10
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	154	19	27	12
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	3	6	1	0
Bonos de titulación	101	108	76	36	10	9	7
Programas de pagarés	107	88	73	59	15	12	7
De titulación	3	2	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	104	86	71	57	15	11	7
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	0	2	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757	476.276	387.476	226.449	77.161	59.900	25.471
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	34.378	19.254	18.980	4.250
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	5.900	2.935	1.800	2.664
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	24.356	2.578	3.320	733
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1.429	3.200	968	682	1.500	0
Bonos de titulación	141.627	135.253	81.651	63.261	26.585	11.168	7.449
tramo nacional	94.049	132.730	77.289	62.743	23.706	10.130	7.449
tramo internacional	47.578	2.522	4.362	518	2.879	1.038	0
Pagarés de empresa ³	442.433	311.738	191.342	97.586	24.928	23.131	10.375
De titulación	465	2.843	4.758	5.057	546	913	259
Resto de pagarés	441.969	308.895	186.583	92.529	24.382	22.218	10.116
Otras emisiones de renta fija	7.300	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	0	200	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	47.158	12.950	20.989	9.154	5.408	4.207	1.640
Emisiones aseguradas	86.161	9.170	4.794	299	10	0	0
					2011		
En el exterior por emisores españoles	2007	2008	2009	2010	I-11	II-11	III-11⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	103.631	112.366	149.686	127.731	48.148	34.121	6.117
A largo plazo	65.629	39.894	47.230	51.107	21.511	13.920	2.364
Participaciones preferentes	2.581	0	3.765	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	8.984	70	2.061	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	53.327	39.360	41.404	50.807	21.511	13.920	2.364
Bonos de titulación	736	464	0	300	0	0	0
A corto plazo	38.003	72.472	102.456	76.624	26.637	20.201	3.753
Pagarés de empresa	38.003	72.472	102.456	76.624	26.637	20.201	3.753
de titulación de activos	12.119	425	108	248	97	75	0

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 20 de septiembre.

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

4 Datos correspondientes al mes de julio.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹¹

En línea con la tendencia iniciada en 2008, el patrimonio del conjunto de fondos de inversión se redujo un 2,5% durante los seis primeros meses de 2011, hasta alcanzar algo más de 140 mil millones de euros (véase cuadro 13). Este descenso tuvo su origen en el notable volumen de reembolsos netos, cercano a cinco mil millones de euros, que fue, no obstante, inferior al observado en semestres anteriores. Por su parte, el valor de los instrumentos de las carteras de los fondos de inversión en su conjunto aumentó ligeramente durante los dos primeros trimestres de 2011, aunque se observaron diferencias relevantes entre las distintas vocaciones. Así, la rentabilidad de los fondos de inversión de renta fija fue positiva durante todo el semestre, mientras que la rentabilidad de los fondos de renta variable experimentó avances durante el primer trimestre y retrocesos durante el segundo, en línea con la tendencia de las cotizaciones bursátiles en este periodo.

El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 2,5% en el primer semestre de 2011 por los reembolsos...

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)¹

CUADRO 12

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T10	4T10	1T11	2T11	3T10	4T10	1T11	2T11
Rta. fija ²	6.207	6.603	7.890	6.478	12.006	13.908	13.298	8.737
Rta. fija mixta ³	572	641	358	517	812	1.384	1.138	892
Rta. vble. mixta ⁴	119	255	270	346	168	317	267	446
Rta. vble. euro ⁵	291	335	575	524	452	534	595	454
Rta. vble. Internacional ⁶	779	1.227	2.489	721	626	982	2.521	801
Gar. rta. fija	3.404	2.506	7.424	2.595	1.414	1.719	2.008	2.224
Gar. rta. vble ⁷	727	1.247	829	622	1.400	2.550	1.625	1.717
Fondos globales	265	1.767	1.534	836	383	1.581	507	598
De gestión pasiva ⁸	74	96	221	149	142	254	237	108
Retorno absoluto ⁸	959	1.334	1.166	382	1.039	1.350	1.332	1.290
Fondos de IL	21	31	30	-	72	41	24	-
Fondos de IIC de IL	14	10	2	-	24	57	-30	-
Total	13.432	16.052	22.788	13.170	18.538	24.677	23.522	17.267

1 Fuente: CNMV. Datos estimados.

2 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

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

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

5 Incluye: Renta variable euro.

6 Incluye: Renta variable Internacional.

7 Incluye: GRV y Garantía parcial.

8 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

11 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.

...que siguieron siendo particularmente intensos en las categorías de renta fija.

Como puede observarse en el cuadro 12, la mayor parte de los reembolsos, especialmente durante el primer trimestre del año, se produjeron en los fondos de renta fija, que sufrieron una salida de recursos superior a los 7.600 millones de euros. Los fondos garantizados de renta variable también soportaron un volumen de reembolsos elevado (cerca de los 1.900 millones de euros). Por el contrario, las entradas netas de recursos en los fondos garantizados de renta fija fueron cercanas a los 5.800 millones de euros. También destacó el volumen de suscripciones en fondos globales, superior a los 1.250 millones de euros en los seis primeros meses de 2011. De esta forma, continuó el descenso de la importancia relativa de los fondos de renta fija y el aumento del peso de los de renta fija garantizada. Los primeros, que llegaron a suponer más del 50% del patrimonio total de los fondos, en junio de este año constituían el 35% del total y los fondos de renta fija garantizada, que anteriormente representaban una categoría relativamente menor, superaban el 23% del patrimonio total.

El número de fondos y de partícipes continuó descendiendo entre diciembre de 2010 y junio de 2011.

En cuanto al número de fondos, aunque durante el primer trimestre del año hubo un ligero aumento, éste acabó retrocediendo durante los seis primeros meses de 2011, si bien a un ritmo muy inferior al de los últimos años. Así, el número de fondos se redujo en 19 hasta alcanzar los 2.389. Esto se debió, principalmente, a las fusiones entre fondos de inversión que se siguen produciendo, aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. El número de partícipes también descendió entre enero y junio de 2011 hasta algo más de cinco millones, lo que supone una reducción del 2,3% en relación a diciembre de 2010. Esta tendencia fue generalizada entre vocaciones, a excepción de los fondos globales y los fondos garantizados de renta fija, cuyo número de partícipes aumentó un 17,4% y un 25,4%, respectivamente.

El importe de los activos de liquidez reducida cayó desde el 7,4% del patrimonio total de los fondos en diciembre de 2010 hasta el 6,6% en junio de 2011.

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada muestran que durante los dos primeros trimestres de 2011 el volumen de activos de liquidez reducida se redujo de forma significativa, desde los 10.641 millones de euros a finales de 2010 hasta los 9.192 millones en junio de este año (véase cuadro 14). La importancia relativa de estos activos en relación al patrimonio total de los fondos de inversión descendió del 7,4% en diciembre de 2010 al 6,6% en junio de 2011, siguiendo la tendencia iniciada en 2009. La menor exposición a activos de liquidez reducida fue generalizada entre los diferentes tipos de activos contemplados, salvo en los de renta fija financiera de elevada calidad crediticia (*rating* AAA/AA), que mostraron un leve incremento. El 70% del descenso de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en la caída del volumen de titulaciones de liquidez reducida, que pasó de 3.260 millones de euros a finales de 2010 a 2.246 millones de euros en junio de 2011.

Número	2008	2009	2010	2010	2011		
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.408	2.421	2.408	2.417	2.389
Rta. fija ¹	629	582	537	540	537	543	530
Rta. fija mixta ²	195	169	160	162	160	158	152
Rta. vble. mixta ³	202	165	138	140	138	136	132
Rta. vble. euro ⁴	237	182	172	174	172	171	157
Rta. vble. internacional ⁵	330	242	232	233	232	222	222
Gar. rta. fija	260	233	276	261	276	303	324
Gar. rta. vble ⁶	590	561	499	518	499	485	470
Fondos globales	469	187	192	189	192	197	203
De gestión pasiva ⁷		69	61	61	61	61	57
Retorno absoluto ⁷		146	141	143	141	141	142
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	175.865,3	170.547,7	143.918,2	152.646,5	143.918,2	144.428,0	140.351,3
Rta. fija ¹	92.813,1	84.657,2	56.614,6	64.102,1	56.614,6	51.565,6	49.449,9
Rta. fija mixta ²	5.803,0	8.695,5	7.319,0	8.109,9	7.319,0	6.570,0	6.251,9
Rta. vble. mixta ³	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.520,2	3.470,5	3.484,5	3.345,6
Rta. vble. euro ⁴	5.938,9	6.321,6	5.356,8	5.504,4	5.356,8	5.656,3	5.687,2
Rta. vble. internacional ⁵	4.254,7	5.902,4	8.037,3	7.203,6	8.037,3	7.896,1	7.751,6
Gar. rta. fija	21.150,3	21.033,4	26.180,2	25.795,6	26.180,2	32.084,4	32.742,1
Gar. rta. vble ⁶	30.873,7	25.665,8	22.046,5	23.600,0	22.046,5	21.181,6	19.827,6
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	4.093,9	4.440,3	5.481,7	5.718,1
De gestión pasiva ⁷		3.216,6	2.104,8	2.323,6	2.104,8	2.193,0	2.172,2
Retorno absoluto ⁷		7.303,0	8.348,1	8.393,2	8.348,1	8.314,8	7.405,1
Participes							
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.160.888	5.348.482	5.160.888	5.160.482	5.044.106
Rta. fija ¹	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.745.366	1.622.664	1.525.292	1.466.938
Rta. fija mixta ²	277.629	290.151	270.341	280.230	270.341	251.992	238.275
Rta. vble. mixta ³	209.782	182.542	171.336	182.860	171.336	162.861	156.631
Rta. vble. euro ⁴	377.545	299.353	266.395	280.566	266.395	253.365	248.355
Rta. vble. internacional ⁵	467.691	458.097	501.138	502.463	501.138	493.052	493.057
Gar. rta. fija	538.799	570.963	790.081	762.369	790.081	967.561	990.997
Gar. rta. vble ⁶	1.402.948	1.188.304	1.065.426	1.115.180	1.065.426	1.027.392	981.572
Fondos globales	444.300	88.337	105.719	110.538	105.719	114.244	124.088
De gestión pasiva ⁷		85.403	90.343	93.049	90.343	85.254	82.371
Retorno absoluto ⁷		270.766	277.445	275.861	277.445	279.469	261.822
Rentabilidad⁸(%)							
Total fondos inversión	-4,21	5,73	0,35	1,64	-0,04	0,95	0,03
Rta. fija ¹	2,06	1,91	0,11	0,63	-0,35	0,63	0,33
Rta. fija mixta ²	-7,14	6,85	-0,54	1,82	-0,56	0,9	0,09
Rta. vble. mixta ³	-22,21	16,47	-0,98	4,67	0,78	2,23	-0,31
Rta. vble. euro ⁴	-39,78	32,41	-2,94	10,11	1,27	6,11	-0,45
Rta. vble. internacional ⁵	-41,71	37,28	14,22	5,35	8,01	-0,49	-1,15
Gar. rta. fija	3,29	3,81	-0,67	0,89	-1,28	0,89	0,36
Gar. rta. vble ⁶	-2,61	3,56	-1,79	1,20	-1,45	0,71	-0,48
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	2,80	1,87	0,98	-0,14
De gestión pasiva ⁷		-	-2,36	6,32	0,31	3,74	-0,30
Retorno absoluto ⁷		-	1,53	1,17	0,58	0,28	-0,35

Fuente: CNMV. Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzaron el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro.

* 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.

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 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

8 Rentabilidad anual para 2008, 2009 y 2010. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-10	mar-11	jun-11	dic-10	mar-10	jun-10
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> AAA/AA	4.374	4.335	4.391	22,4	22,5	22,8
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> inferior a AA	2.798	2.702	2.384	23,7	23,3	20,6
Renta Fija no Financiera	218	190	171	3,8	4,7	4,2
Titulizaciones	3.260	2.567	2.246	61,0	56,8	49,7
Titulización AAA	1.429	919	609	62,8	74,3	49,3
Resto titulizaciones	1.831	1.648	1.636	59,7	50,2	49,8
Total	10.651	9.794	9.192	29,2	28,1	26,0
% sobre patrimonio FI	7,4	6,8	6,6			

Fuente: CNMV.

Recuadro 6: «Circular 3/2011, de 9 de junio, por la que se modifican las vocaciones de las IIC»

La Circular 3/2011, de 9 de junio (BOE 27 de junio), modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. El doble objetivo de esta modificación, que entró en vigor dos meses después de su publicación en el BOE, es adecuar la definición de la vocación monetaria a la definición armonizada que estableció el Comité Europeo de Reguladores (CESR), reemplazado desde comienzos de 2011 por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), e introducir algunas mejoras técnicas.

Respecto a los cambios referentes a la vocación monetaria, una de las novedades más importantes de la modificación de la Circular está relacionada con la definición armonizada de las IIC monetarias, que incorpora los trabajos desarrollados por CESR (véase el documento CESR/10-049). Como consecuencia de esta nueva definición, se sustituye la vocación monetaria establecida en la Circular 1/2009 por dos nuevas vocaciones: «monetario a corto plazo» y «monetario». El objetivo de este cambio es evitar que coexistan definiciones diferentes entre los países de la Unión Europea y conseguir así una protección del inversor homogénea dentro del área, proporcionando una información más clara sobre este tipo de IIC.

Aunque la vocación de fondos monetarios a corto plazo tiene mayores restricciones en cuanto a duración y vencimiento que la de fondos monetarios, ambas comparten varias características: no mantienen exposición a renta variable, riesgo divisa ni materias primas, tienen como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario, aceptan suscripciones y reembolsos diariamente, e invierten en instrumentos del mercado monetario y depósitos que cumplan lo establecido en el artículo 36.1 a), e) y h) del RIIC y en el artículo 16 de la Orden EHA/888/2008 de derivados. Todos honestos instrumentos deben ser de elevada calidad a juicio de la gestora, teniendo en cuenta, al menos, la calidad crediticia del activo (si la tuviera), el tipo de activo, el riesgo de contraparte y operacional en los instrumentos financieros estructurados

y el perfil de liquidez de los activos. En cuanto a la calidad crediticia, se exige, como mínimo, una calificación crediticia de A2 a corto plazo (de acuerdo a la escala de Standard & Poor's) o equivalente por todas las agencias que hayan calificado el activo. Si el activo no tuviera calificación crediticia específica, se exige una calidad equivalente a juicio de la gestora.

Las características particulares de cada vocación se resumen a continuación:

- Monetario a corto plazo: podrá invertir en otras IIC que cumplan con la definición de monetario a corto plazo, la duración media de la cartera será igual o inferior a 60 días, el vencimiento medio de la cartera será igual o inferior a 120 días y el vencimiento legal residual de los activos será igual o inferior a 397 días.
- Monetario: podrá invertir en IIC que cumplan tanto con la definición de monetario a corto plazo como con la de monetario, la duración media de la cartera será igual o inferior a seis meses, el vencimiento medio de la cartera será igual o inferior a doce meses, el vencimiento legal residual de los activos será igual o inferior a dos años, siempre que el plazo para la revisión del tipo de interés sea igual o inferior a 397 días, y podrá invertir en deuda soberana con calificación crediticia mínima BBB- (de acuerdo a la escala de Standard & Poor's), o equivalente, emitida por una o más agencias reconocidas.
- La Circular también introduce algunas mejoras técnicas para el cómputo de los porcentajes de inversión de renta fija y de renta variable de las vocaciones inversoras. Así, se indica que se tendrá en cuenta la exposición total del fondo, es decir, tanto las inversiones al contado como las de derivados. Asimismo, las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera de la zona del euro y el riesgo divisa también se considerarán en términos de exposición total.
- Finalmente, a efectos del cálculo de la exposición total, no se considera que exista exposición adicional cuando las inversiones en instrumentos financieros de contado o derivados se materialicen, entre otras, en emisiones de deuda pública de un Estado que cumpla los requisitos establecidos en el artículo 38.2 b) del RIIC o las adquisiciones temporales sobre dichos activos, en ambos casos con vencimiento inferior a tres meses, y siempre y cuando el emisor goce de una elevada calidad crediticia.

IIC inmobiliarias

El entorno en el que operan las IIC inmobiliarias sigue siendo complejo, debido a la continuidad del ajuste del sector inmobiliario nacional y al fuerte incremento del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes desde 2008. Los datos más recientes (de julio de 2011) muestran que el número total de fondos inmobiliarios (FII) ascendía a siete, la misma cifra que en diciembre de 2010¹². No obstante, tan

Las dificultades que han experimentado las IIC de carácter inmobiliario han reducido el tamaño del sector sustancialmente...

12 De hecho, a finales de 2010 había ocho FII que permanecían en el registro, pero uno de ellos se había dado efectivamente de baja en diciembre. La baja en el registro de este fondo se produjo en julio de 2011.

sólo cinco de ellos continuaban activos, uno más que a finales del año anterior, debido al levantamiento de la suspensión de los reembolsos que se produjo en marzo en uno de ellos. En cuatro de los cinco fondos activos, una parte significativa de su patrimonio permanecía en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora del fondo (estos porcentajes oscilaban entre el 45% y el 98%). Todos los fondos activos tuvieron una o dos ventanas de liquidez durante la primera parte del año, que se atendieron con relativa comodidad.

...dejando sólo cinco fondos activos.

Como se observa en el cuadro 15, el patrimonio de los FII descendió durante los primeros siete meses del año, aunque con menos intensidad que en los tres años precedentes, especialmente en 2008. Concretamente, el patrimonio ascendía en julio de 2011 a 5.983 millones de euros, un 2,2% por debajo de la cifra de finales de 2010. El número de partícipes se redujo de forma sustancial (un 58%) hasta alcanzar los 31.591. Cabe mencionar, no obstante, que este elevado descenso se debió principalmente a un fondo en el que, después de finalizar el periodo de suspensión de los reembolsos, el grupo financiero de la gestora permitió que los partícipes que lo desearan abandonaran el fondo, suscribiendo el importe necesario para atender las solicitudes de reembolso. Por otro lado, la rentabilidad de los fondos inmobiliarios continuó siendo negativa, aunque no mostró retrocesos tan elevados como en trimestres anteriores.

La evolución de las sociedades de inversión inmobiliarias ha sido más estable.

Las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) presentaron una evolución similar a la de los FII durante el mismo periodo, aunque ésta fue algo más suave, con un descenso del patrimonio total superior a los tres millones de euros entre enero y julio de 2011, hasta situarse en 317 millones de euros. El número de accionistas y de instituciones, por su parte, se mantuvo constante en 943 y ocho, respectivamente.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2007	2008	2009	2010		2011		
				2010	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número ¹	9	9	8	7	7	7	7	7
Partícipes	145.510	97.390	83.583	75.280	75.280	33.747	31.963	31.591
Patrimonio (millones de euros)	8.609	7.407	6.465	6.116	6.116	6.083	5.995	5.983
Rentabilidad (%)	1,3	0,7	-8,3	-4,7	-0,9	-0,67	-0,65	-0,23
SOCIEDADES								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	943	943	943	943	943
Patrimonio (millones de euros)	513	372	309	322	322	320	318	317

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

2 Datos de julio de 2011. En este caso, la rentabilidad corresponde a la del mes de julio.

IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo a lo largo de la crisis, que ha sido comparativamente peor para el conjunto de las IIC de IIC de inversión libre. De hecho, desde los máximos de 2008, las magnitudes más representativas de estas entidades no han dejado de retroceder. En concreto, el número de instituciones ha caído desde 40 en 2008 hasta 27 a mediados de 2011¹³, su patrimonio lo ha hecho desde los 1.021 millones de euros hasta los 650 millones en el mismo periodo y el número de partícipes prácticamente ha quedado reducido a la mitad (desde 8.151 en 2008 hasta 4.181 en mayo de 2011). La rentabilidad conjunta de estas instituciones, que fue cercana al 8% en 2009, descendió hasta el 3,1% en 2010 y se redujo hasta valores muy cercanos a cero en 2011.

Las IIC de IIC de IL siguen mostrando un comportamiento relativamente peor que el de las IIC de IL...

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

CUADRO 16

	2007	2008	2009	2010		2011		II ²
				2010	III	IV	I	
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número ¹	31	40	38	28	33	28	28	27
Partícipes	3.950	8.151	5.321	4.404	4.901	4.404	4.240	4.181
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	694,9	726,8	694,9	667,2	650,3
Rentabilidad (%)	-0,43	-17,8	7,85	3,15	-0,1	2,13	-0,01	-0,03
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número ¹	21	24	29	33	33	33	33	35
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.852	1.925	1.852	1.958	1.984
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	646,2	639,3	646,2	693,5	719,0
Rentabilidad (%)	0,84	-4,82	14,94	5,37	2,97	3,11	1,79	1,18

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta mayo. La rentabilidad corresponde a los meses de abril y mayo.

Por su parte, las IIC de inversión libre, que experimentaron un cierto retroceso a raíz de la crisis, parecen haber iniciado una nueva etapa de expansión, que se ha traducido en el incremento del número de instituciones registradas, del número de partícipes y de su patrimonio desde los primeros meses de 2011. La rentabilidad que presentan las IIC de IL es persistentemente superior a las de las IIC de IIC de IL. Como se observa en el cuadro 16, el número de estas instituciones se ha incrementado progresivamente cada año desde su nacimiento. A mediados de 2011, había 35 IIC de IL registradas en la CNMV, dos más que a finales de 2010, y seis más que en 2009. Por su parte, el patrimonio y el número de partícipes agregado de estas instituciones, que presentó leves retrocesos en 2010, volvió a mostrar avances de cierta intensidad en los dos primeros trimestres de 2011. A mediados de este año, el patrimonio de estas instituciones ascendía a 719 millones de euros (646 a finales de 2010) y el número de partícipes a 1.984 (1.852 a finales de 2010).

...que incluso parecen estar en una incipiente etapa expansiva.

13 Un total de siete IIC de IIC de IL estaba en proceso de liquidación en la fecha de cierre de este informe (aunque cinco entidades más habían comunicado a la CNMV su intención de hacerlo).

Recuadro 7: «Asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos»

A finales de 2010, la Comisión Europea solicitó el asesoramiento de ESMA para la preparación del nivel 2 de medidas contempladas en la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos (Alternative Investment Funds Managers Directive o AIFMD). Como resultado del trabajo realizado, ESMA ha publicado durante el verano un documento a consulta que recoge el borrador de asesoramiento elaborado, de forma que se puedan recabar las opiniones de los sectores interesados y se remita el asesoramiento definitivo a la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2011. De este modo, durante 2012 la Comisión Europea, con base en el asesoramiento recibido, realizará las propuestas formales de nivel 2 de la Directiva, y todo el paquete legislativo podrá entrar en vigor a mediados de 2013.

El borrador de asesoramiento de ESMA desarrolla los preceptos de la Directiva sobre el ámbito de aplicación de la misma, los requisitos organizativos de las gestoras de fondos alternativos, el régimen de los depositarios, los requisitos de transparencia y las normas sobre apalancamiento. Asimismo, ESMA ha desarrollado los preceptos de la Directiva relativos a las relaciones con terceros países y a la cooperación supervisora. A continuación se detallan los principales contenidos del borrador de asesoramiento.

Ámbito de aplicación de la Directiva

De acuerdo con el mandato de la Comisión, el documento contiene propuestas para calcular la cifra de activos gestionados a efectos de determinar si las gestoras traspasan o no los umbrales para la aplicación de la Directiva (100 millones de euros o 500 millones de euros en fondos cerrados no apalancados). En este sentido, el borrador propone que los activos gestionados se calculen al menos anualmente con el último valor liquidativo (*net asset value*) y que se tenga en cuenta el apalancamiento. También se precisa el tratamiento de las situaciones en las que las gestoras que sólo están sometidas a obligaciones de registro e información por estar debajo de los umbrales, superan éstos (se considerará que la superación no es temporal si se prolonga más de tres meses). Finalmente se concretan las obligaciones de registro de las entidades que están por debajo de los umbrales y el procedimiento si estas entidades se quieren someter voluntariamente a la AIFMD (procedimiento *opt-in*).

Requisitos organizativos

Respecto a los requisitos organizativos de los gestores de fondos alternativos, el borrador de asesoramiento se ha basado en los requisitos definidos en la Directiva de UCITS y en la MiFID, pero con los ajustes necesarios para su aplicabilidad a los gestores alternativos (teniendo en cuenta al mismo tiempo la diversidad de los distintos tipos de fondos alternativos). De este modo, el borrador recoge propuestas sobre requisitos organizativos en general, gestión de riesgos, gestión de liquidez y conflictos de interés.

En relación a la obligación establecida en el nivel 1 de que las gestoras de fondos alternativos dispongan de recursos adicionales para cubrir riesgos potenciales

derivados de negligencia profesional, se proponen dos opciones que recogerían fundamentalmente el carácter diferenciado del sector de la gestión alternativa, a fin de no aplicar directamente el régimen de la Directiva de Solvencia, que no tiene en cuenta las especificidades de estos gestores. De este modo, las dos opciones son las siguientes: el 0,01% de los activos gestionados, o bien el 0,0015% de los activos gestionados y el 2% de los ingresos de gestión.

Finalmente, se introducen propuestas sobre valoración (principios generales y la posibilidad de que los activos no financieros se valoren al menos una vez al año), sobre inversión en titulizaciones por los fondos alternativos (requisitos que deben cumplir tanto el originador como la gestora para que los fondos gestionados puedan invertir en titulizaciones, requisitos que se trasladarán también a las UCITS) y sobre delegaciones (se dan dos opciones sobre los criterios objetivos que justifican la delegación: que la gestora demuestre que mejora la gestión o administración del fondo, o que se consideren una serie de criterios predeterminados).

Depositarios

La propuesta precisa, por un lado, las funciones de supervisión y vigilancia de los depositarios y, por otro, sus funciones de depositaria propiamente dicha (custodia de activos, registro de activos no custodiables y control adecuado del efectivo en terceras entidades). En relación al control del efectivo, se proponen dos opciones: una que exige al depositario información simultánea de todos los movimientos de estas cuentas, así como de las conciliaciones, y otra que sólo requiere que el depositario verifique los procedimientos de conciliación. Respecto a los activos no custodiables, también se dan dos opciones en esta misma línea.

Además se concreta el régimen de responsabilidad del depositario establecido en la Directiva (debe reponer los activos custodiados siempre y cuando no se trate de pérdidas debidas a acontecimientos externos que son inevitables a pesar de todos sus esfuerzos), y se realizan propuestas para la delimitación de eventos internos y externos a efectos de establecer la responsabilidad del depositario.

Transparencia y apalancamiento

Se definen los métodos para medir el apalancamiento, proponiéndose tres opciones: un método que mida el apalancamiento bruto, otro basado en el método del compromiso de las UCITS y un tercero libre a elegir por la gestora si resulta más adecuado. También se definen los requisitos de información periódica a autoridades e inversores. A este respecto, se establece la obligación de remitir un informe trimestral a las autoridades, de modo que ESMA pueda atender las peticiones de información que reciba de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB) sobre los fondos alternativos.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España se ha reducido un 3% en el primer semestre del año...

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 2,6% en el primer trimestre del año y retrocedió un 5,5% en el segundo trimestre, dejando el descenso acumulado en el primer semestre en el 3%, hasta un nivel de 35.582 millones de euros. En valor absoluto, el retroceso del patrimonio de las IIC extranjeras (1.100 millones de euros) representó la tercera parte de la caída del patrimonio total de las IIC españolas en dicho semestre. Por su parte, el número de instituciones comercializadas creció progresivamente desde 660 a finales de 2010 hasta 695 en junio.

...lo que sugiere una cierta atenuación de su papel como activo sustituto de las IIC españolas.

El retroceso reciente del volumen del patrimonio de estas instituciones sugiere que la tendencia a sustituir IIC españolas de cierto riesgo por IIC extranjeras observada en trimestres anteriores parece haberse atenuado en 2011.

Perspectivas

La competencia con los depósitos bancarios condicionará la evolución de la industria en los próximos trimestres.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica siguen sometidas a un elevado grado de incertidumbre como consecuencia de la intensidad del volumen de reembolsos que los partícipes siguen efectuando, en un marco de elevada aversión al riesgo. De hecho, los recursos obtenidos con las desinversiones en fondos de renta fija se están materializando, al menos parcialmente, en otros instrumentos de menor riesgo percibido, como los fondos garantizados de renta fija y los depósitos bancarios, que siguen ejerciendo una gran competencia sobre estos productos. Las necesidades de liquidez de las entidades financieras, que les ha llevado a aumentar el atractivo relativo de los depósitos bancarios en términos de rentabilidad, continuarán presionando a la industria de fondos de inversión en el corto plazo. A favor del sector juegan las ganancias de competitividad que se derivan del intenso proceso de fusiones de fondos de los últimos años y el incremento de su eficiencia, como consecuencia de la disminución de los gastos de explotación de sus sociedades gestoras.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las ESI continuó lastrada por la inestabilidad de los mercados financieros.

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en los seis primeros meses de 2011 continuó viéndose afectada por la inestabilidad presente en los mercados financieros, impidiendo la recuperación de los ingresos derivados de la prestación de los servicios más típicos de estas entidades. El ligero incremento de los resultados agregados de las ESI (1,4%) estuvo relacionado, fundamentalmente, con la percepción de ingresos extraordinarios y con la contención de los gastos de explotación. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.

El beneficio agregado de las sociedades de valores creció un 1,7% en el primer semestre por los resultados extraordinarios,...

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 151 millones de euros en el primer semestre del año, un 1,7% más que en el mismo período de 2010. El avance interanual de los beneficios tuvo su origen, principalmente, en el incremento de los resultados extraordinarios, ya que las fuentes de ingresos más recurrentes (comisiones) siguieron retrocediendo y los gastos, particularmente las amortizaciones y otras dotaciones, aumentaron (véase cuadro 17). Además, el fuerte incremento de la incidencia del impuesto sobre los beneficios (superior al 82%) hizo retroceder el resultado neto del ejercicio un 8,2%, hasta los 121 millones, en 2011.

Las comisiones percibidas por las sociedades de valores cayeron un 1% en los seis primeros meses del año, hasta los 419 millones de euros. Las comisiones asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes de compraventa de valores retrocedieron un 7% hasta los 285 millones de euros, en línea con la caída de la negociación en los mercados de renta variable. Con todo, esta rúbrica siguió siendo la más importante, ya que concentró casi el 70% del total de las comisiones percibidas. Destacó asimismo el crecimiento de las comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión, un 51% hasta los 37 millones de euros, y por gestión de carteras, un 24% hasta los 7,9 millones de euros. Las comisiones recibidas por comercializar IIC descendieron un 2,8% en términos interanuales hasta los 31,3 millones de euros.

...mientras que las comisiones percibidas por estas entidades continuaron retrocediendo.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2010)

CUADRO 17

	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-10	jun-11	% var.	jun-10	jun-11	% var.	jun-10	jun-11	% var.
Importe en miles de euros									
1. Margen de intereses	43.915	52.973	20,6	732	1.144	56,2	165	293	77,7
2. Comisiones netas	279.871	275.520	-1,6	56.876	50.423	-11,4	5.967	3.840	-35,6
2.1. Comisiones percibidas	423.657	419.375	-1,0	65.412	57.899	-11,5	11.440	9.123	-20,3
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	306.583	285.047	-7,0	21.791	19.345	-11,2	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.906	2.830	-2,6	610	1.181	93,5	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	11.218	10.887	-3,0	186	191	2,5	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	6.366	7.911	24,3	8.808	6.760	-23,3	9.218	8.323	-9,7
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	24.477	37.047	51,4	1.291	2.634	104,1	719	800	11,2
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	7	184	2.722,1	115	538	367,8	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	5	4	-15,2	10	13	30,5	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	32.261	31.359	-2,8	12.004	11.097	-7,6	26	0	-100,0
2.1.9. Otras	39.834	44.104	10,7	20.596	16.141	-21,6	1.477	0	-100,0
2.2. Comisiones satisfechas	143.785	143.855	0,1	8.536	7.476	-12,4	5.473	5.283	-3,5
3. Resultado de inversiones financieras	76.990	38.782	-49,6	-104	-54	48,1	65	233	257,6
4. Diferencias de cambio netas	-38.210	-5.344	86,0	278	-225	-	16	-14	-189,1
5. Otros productos y cargas de explotación	1.437	171	-88,1	-654	-1.081	-65,3	-173	-5	97,1
MARGEN BRUTO	364.004	362.102	-0,5	57.128	50.207	-12,1	6.040	4.347	-28,0
6. Gastos de explotación	209.760	212.791	1,5	50.836	43.433	-14,6	4.543	3.616	-20,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	1.776	6.538	268,2	1.430	1.209	-15,4	86	54	-37,2
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	3.159	-1	-	-32	-3	90,7	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	149.310	142.774	-4,4	4.894	5.568	13,8	1.411	677	-52,0
9. Otras ganancias y pérdidas	-929	8.100	-	551	275	-50,1	-6	0	100,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	148.381	150.874	1,7	5.445	5.843	7,3	1.405	677	-51,8
10. Impuesto sobre beneficios	16.200	29.472	81,9	1.003	554	-44,8	234	187	-20,2
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	132.181	121.402	-8,2	4.443	5.289	19,1	1.170	490	-58,1
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	132.181	121.402	-8,2	4.443	5.289	19,1	1.170	490	-58,1

Fuente: CNMV.

El margen bruto de estas entidades se mantuvo en niveles similares al de 2010.

El margen bruto agregado obtenido por las sociedades de valores en el primer semestre del año se mantuvo en niveles similares a los de 2010, al descender apenas un 0,5% hasta los 362 millones de euros. La estabilidad del margen bruto fue el resultado de la compensación que se produjo entre los movimientos opuestos de sus distintos componentes. Así, los descensos que se observaron en los ingresos por comisiones y en el resultado por operaciones financieras fueron compensados por el avance del margen de intereses y la sensible reducción de las pérdidas asociadas a las diferencias de cambio. A pesar de la estabilidad del margen bruto, el resultado de explotación descendió un 4,4% hasta los 142,7 millones de euros, como consecuencia del aumento de los gastos de explotación (1,5%) y, sobre todo, del incremento de la partida de amortizaciones y otras dotaciones.

El beneficio agregado de las agencias de valores creció un 7% entre enero y junio por la contención de los gastos de explotación.

Las **agencias de valores**, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 5,8 millones de euros durante los seis primeros meses de 2011, lo que supone un incremento del 7% respecto al mismo semestre de 2010. Como viene sucediendo desde hace varios ejercicios, la mejora de los resultados tuvo su origen en la reducción de los gastos de explotación, que descendieron un 15% en tasa interanual, hasta los 43 millones de euros. Esta reducción de costes compensó el retroceso del margen bruto (de un 12%, hasta los 50,2 millones de euros) y permitió un avance del resultado de explotación cercano al 14%, hasta los 5,6 millones de euros. Las comisiones percibidas por estas entidades, que forman el núcleo del margen bruto, descendieron más de un 11% en el periodo de referencia, con caídas de ingresos en la mayoría de los servicios de inversión prestados por estas entidades.

Los resultados de las sociedades gestoras de cartera se vieron afectados por el aumento de las bajas en el sector.

Finalmente, el beneficio agregado de las **sociedades gestoras de cartera** se redujo más de un 50% en el primer semestre del año hasta los 677 mil euros, como consecuencia, fundamentalmente, de la baja de una entidad de gran tamaño. El sector cuenta actualmente sólo con seis entidades, dos menos que hace un año. El margen bruto agregado descendió un 28% hasta los 4,3 millones (en 2010 fue de seis millones), motivado casi en su totalidad por la caída de los ingresos por comisiones, que actualmente se reducen a las comisiones por gestión de carteras y asesoramiento financiero. Tanto el margen de intereses como los resultados de inversiones financieras se incrementaron notablemente, un 78% y un 258% respectivamente, aunque su importancia relativa fue muy reducida en el total. Los gastos de explotación cayeron un 20,4%, hasta los 3,6 millones de euros.

La rentabilidad sobre los fondos propios de las entidades (ROE) se mantuvo constante en el 15%...

En línea con la tendencia de los resultados acumulados hasta junio de 2011, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios¹⁴ (ROE) para el conjunto de las ESI se mantuvo en el mismo nivel que en el primer semestre de 2010, es decir, en el 15%. Por tipos de entidades, cabe señalar la estabilidad en términos interanuales de la rentabilidad conjunta de las sociedades de valores, en el 15,4%, el aumento de la rentabilidad de las agencias de valores, desde el 9% en 2010 hasta el 10,7% en 2011

14 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos Propios}}$$

donde:

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.

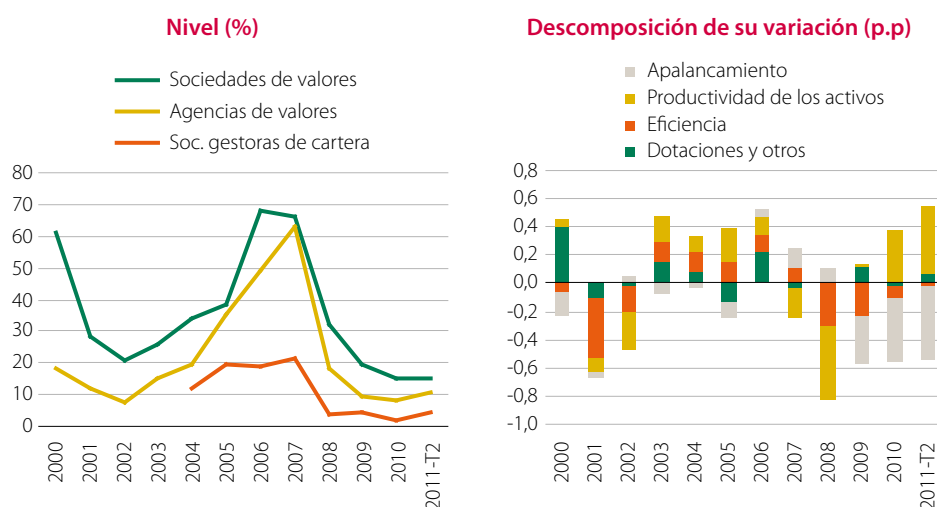
y, finalmente, el descenso de la rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera desde el 7,2% hasta el 4,2%.

La descomposición de la variación de la rentabilidad¹⁵ de las sociedades y agencias de valores en el primer semestre de 2011 muestra una tendencia muy similar en cuanto a la contribución de cada uno de los componentes a la que ya se observaba en 2009 y 2010, aunque con distinta magnitud. Como se aprecia en el gráfico 19 (panel derecho), el estancamiento de la rentabilidad se debió a la compensación del efecto positivo de la productividad de los activos por parte del efecto negativo procedente de la reducción del apalancamiento, mientras que el resto de los factores apenas contribuyeron a la variación de la rentabilidad.

...ya que el efecto positivo del incremento de la productividad de los activos fue compensado por el menor apalancamiento.

ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

Como se observa en el gráfico 20, el número de entidades en pérdidas aumentó desde las 23 a finales de 2010 hasta las 30 a mediados de junio (13 SV, 16 AV y 1 SGC). Un año antes, en junio de 2010, había 34 entidades en pérdidas (15 SV, 16 AV y 3 SGC), de las cuales 21 seguían con resultados negativos un año después (9 SV, 11 AV y 1 SGC). A pesar del incremento del número de entidades en pérdidas en los últimos seis meses, el volumen agregado de dichas pérdidas disminuyó un 26%, hasta los 9 millones de euros.

El número de ESI en pérdidas aumentó, si bien el volumen medio de las mismas tendió a reducirse...

15 Para analizar la variación del ROE de las ESI, se descompone dicha ratio de la siguiente manera:

$$ROE = \frac{B^0 \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B^0 \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo. Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo. Explotación}}{\text{M. Bruto}} (2) \times \frac{\text{M. Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

donde los cocientes numerados se identifican como indicadores: (1) de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de pérdidas y ganancias, (2) de la eficiencia de las entidades, (3) de la productividad de los activos y (4) del apalancamiento. Para obtener un mayor detalle sobre el cálculo y la interpretación de esta descomposición, véase el recuadro «Descomposición del ROE» del informe *Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*, del Boletín de la CNMV del primer trimestre de 2008.

Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

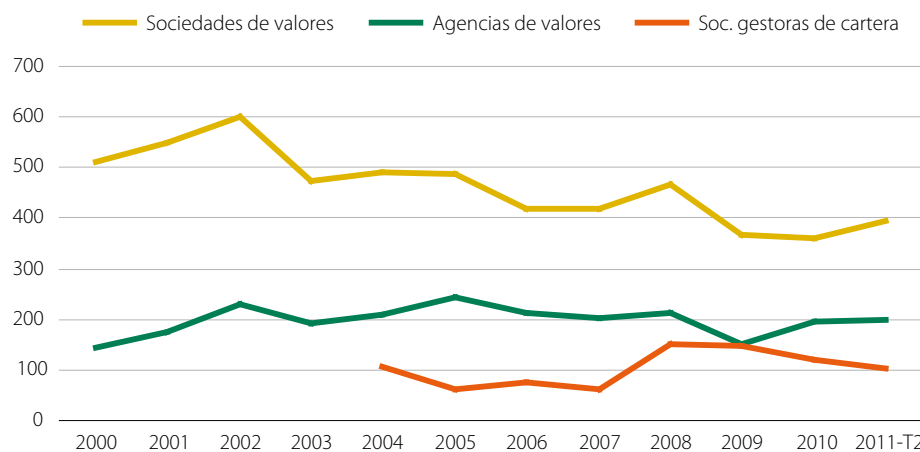
...en un marco en el que las condiciones de solvencia continuaron siendo holgadas.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias en el primer semestre de 2011, lo que muestra una buena adaptación de las entidades a los nuevos y más exigentes requisitos de recursos propios incluidos en la nueva normativa de solvencia, que entró en vigor en 2009. Así, como se observa en el gráfico 21, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores a mediados de año era 3,9 veces superior al volumen de recursos exigido (3,7 veces en junio de 2010), unos niveles similares a los existentes antes de entrar en vigor la nueva normativa. Por su parte, el exceso de recursos propios de las agencias de valores también se incrementó levemente, aunque permaneció en niveles inferiores al de las sociedades de valores. Este exceso era dos veces superior al requerido por la normativa (1,8 veces en junio de 2010). En cambio, el margen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera descendió ligeramente en los seis primeros meses del año. En junio de 2011, el exceso de recursos propios de estas entidades era prácticamente igual al volumen de los recursos exigidos. Al cierre del primer semestre de 2011, tal y como sucedió a mediados de 2010, no había ninguna entidad con déficit de recursos propios.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 21

(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)



Fuente: CNMV.

Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) son un tipo de ESI cuya actividad comenzó en 2009 al amparo de la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que únicamente puede prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Como se observa en el cuadro 18, a mediados de 2011 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 64, doce más que a finales de 2010 y casi el doble que hace un año. La expansión de este sector se observa tanto en el notable incremento del número de contratos suscritos (3.278 en junio de 2011, frente a los 2.430 en diciembre) como del volumen de patrimonio asesorado, que en el primer semestre del año creció un 5,2% hasta alcanzar casi los 17 mil millones de euros. Los clientes profesionales concentraban el 3,3% del número total de los contratos suscritos y el 87% del patrimonio asesorado por las EAFI, como resultado del elevado importe del patrimonio a asesorar por contrato (136 millones de euros en promedio por contrato en los clientes profesionales frente a los 700 mil euros por contrato en el caso de los clientes minoristas). Las comisiones percibidas por las EAFI en el primer semestre del año superaron los 14 millones de euros, frente a los 7,7 millones del mismo periodo del año anterior.

Continuó el proceso de expansión de la actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI).

La evolución reciente de los resultados del conjunto de las ESI ha mejorado ligeramente, tal y como se ha apuntado en ediciones anteriores de este informe. Sin embargo, las bases de su recuperación no son, por el momento, suficientemente sólidas ni tienen que ver con el crecimiento de los ingresos percibidos por la actividad típica de estas entidades. El nuevo descenso de la contratación en los mercados financieros, la prolongada atonía de las emisiones en los mercados primarios y la fragilidad de la industria de la inversión colectiva están haciendo que las entidades estén dando una mayor importancia a otras líneas de negocio, como el asesoramiento financiero o la gestión de carteras que, no obstante, continúan teniendo una importancia relativamente reducida en el negocio. Aunque las condiciones de solvencia del sector siguen siendo holgadas y hay elementos que contribuyen positivamente a la evolución de los resultados de estas entidades, tales como la contención de los gastos de explotación, sobre todo, en las agencias de valores, o el descenso de su grado de apalancamiento, lo cierto es que hasta que las condiciones en los mercados financieros no se normalicen y se avance con más firmeza en el proceso de reestructuración del sector, las perspectivas para estas entidades no son demasiado favorables. Con todo, no parece probable que se vuelvan a repetir caídas en los resultados tan severas como en las primeras fases de la crisis.

Aunque los resultados del conjunto de las ESI han mejorado ligeramente, las bases de su recuperación siguen siendo débiles.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

Importes en millones de euros	2009		2010		2011	
	2009	2010	II	I	II	I
NÚMERO DE ENTIDADES	16	52	16	36	52	64
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	1.411	16.122	1.411	11.930	16.122	16.968
1. Clientes minoristas	364	1.709	364	1.164	1.709	2.091
2. Clientes profesionales	1.047	14.321	1.047	10.746	14.321	14.787
3. Otros	0	92	0	19	92	91
NÚMERO DE CONTRATOS	317	2.430	317	1.789	2.430	3.278
1. Clientes minoristas	293	2.343	293	1.732	2.343	3.161
2. Clientes profesionales	24	80	24	53	80	109
3. Otros	0	7	0	4	7	8

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

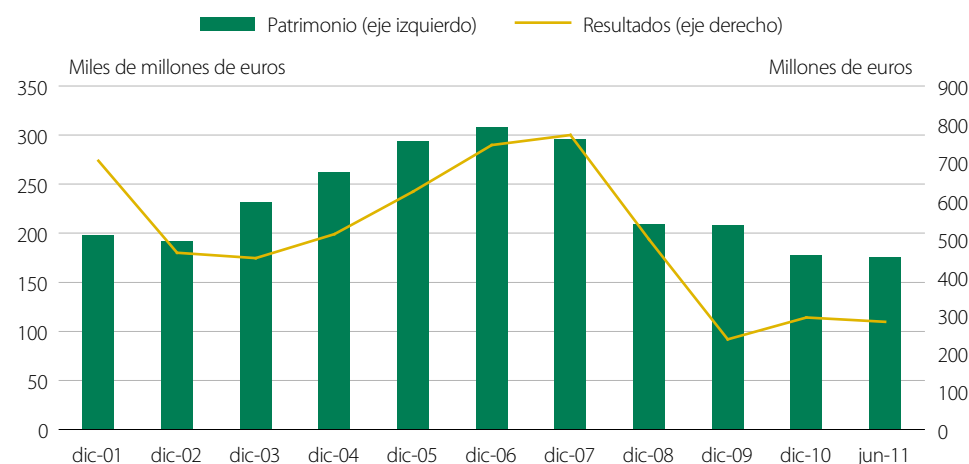
4.3 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 1,2% en el primer semestre del año...

Durante el primer semestre de 2011, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 1,2%, hasta los 175,5 mil millones de euros. Este retroceso, algo superior a los dos mil millones de euros, fue mucho menos intenso que en ejercicios anteriores¹⁶, aunque mantuvo el volumen de la industria en los niveles de finales de la década de los noventa (véanse gráfico 22 y cuadro 19).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2011 ha sido anualizado.

...dando lugar a un descenso de los beneficios agregados del 3,8%.

En línea con el comportamiento del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades descendieron un 3,8% en el primer semestre del año, hasta los 282 millones de euros¹⁷. Las comisiones de gestión percibidas por las SGIIC también disminuyeron ligeramente, hasta el 0,87% del patrimonio en junio de 2011 (véase cuadro 19). La rentabilidad agregada sobre fondos propios se mantuvo prácticamente estable en torno al 20%. En este marco, el número de entidades en pérdidas se situó en 35 a finales de junio de 2011, una más que en diciembre del año anterior. No obstante, el importe total de estas pérdidas, como ya sucedió en 2010, se redujo aproximadamente a la mitad (diez millones de euros en términos anualizados).

El proceso de reestructuración del sistema financiero doméstico está teniendo cierta repercusión en estas entidades.

Durante la primera mitad de 2011, las sociedades gestoras de IIC continuaron el proceso de racionalización de su oferta de fondos de inversión que viene observándose desde hace varios trimestres, con múltiples fusiones entre productos. El proceso de reestructuración del sector financiero doméstico está dando lugar, asimismo, a la reorganización de algunas SGIIC. De hecho, de las cinco bajas de entidades que se produjeron durante los seis primeros meses de 2011, tres de ellas fueron el resultado de este proceso.

¹⁶ El mayor descenso de patrimonio desde que comenzó la crisis se produjo en 2008, con una caída superior a los 87 mil millones de euros respecto a 2007.

¹⁷ Beneficios anualizados.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010	177.676	1.622	0,91	68,1
2011 (junio ²)	175.458	1.532	0,87	67,0

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Según el registro de entidades de capital-riesgo (ECR), desde finales de 2010 se han dado de alta trece entidades de capital-riesgo y se han dado de baja diez. En los tres primeros trimestres del año, el número de fondos de capital-riesgo (FCR) y el de sociedades gestoras de ECR creció, en términos netos, en tres y cuatro entidades respectivamente, hasta alcanzar las 111 en el caso de los FCR y las 79 en el caso de las gestoras. Por el contrario, el número de sociedades de capital-riesgo (SCR) sufrió un leve retroceso, desde 150 a finales de 2010 hasta 146 en septiembre de 2011, debido al elevado número de bajas (nueve).

El número de entidades de capital-riesgo continuó al alza entre enero y septiembre de 2011.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2010

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2010	Altas	Bajas	Situación a 20/09/2011
Entidades	333	13	10	336
Fondos de capital-riesgo	108	4	1	111
Sociedades de capital-riesgo	150	5	9	146
Sociedades gestoras de ECR	75	4	0	79

Fuente: CNMV.

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2010 a un total de 3.751 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 18,2% respecto a la cifra de 2009 (véase cuadro 21). La distribución del patrimonio por tipo de inversor revela que la presencia de inver-

El patrimonio total de los fondos de capital-riesgo creció un 18% en 2010...

sores institucionales continuó siendo mayoritaria. Así, el porcentaje del patrimonio total de los FCR en manos de personas jurídicas ascendió al 95% en 2010, prácticamente la misma proporción que en 2009 (95,6%), mientras que el de las personas físicas se redujo al 5%. En el conjunto de las personas jurídicas, destacó la presencia de las cajas de ahorro y de las sociedades no financieras en el patrimonio de los FCR, con porcentajes de participación cercanos al 15% en ambos casos. Le siguieron en importancia las Administraciones Públicas (13%), los fondos de pensiones (11%) y las entidades extranjeras. Los porcentajes de participación de los diferentes tipos de inversores mostraron variaciones poco relevantes entre 2009 y 2010.

...mientras que el capital social de las sociedades de capital-riesgo se redujo un 4,2% en el mismo periodo.

Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 3.954 millones de euros a finales de 2010, lo que supone un descenso del 4,2% respecto a las cifras de 2009. La importancia relativa de los suscriptores del capital de estas entidades estuvo mucho más concentrada respecto a los FCR. Así, las sociedades no financieras ostentaron la mayor participación en estas sociedades, con un 38,4% del capital total a finales de 2010, por encima del 34,8% de 2009. Les siguieron en importancia relativa las inversiones de las cajas de ahorro, con un 23,5% del total en 2010 (19,9% en 2009), las de otras entidades financieras, con un 16,6% en 2010 (17,4% en 2009) y, finalmente, las de los bancos, con un 10,2%. La participación de estos últimos, tanto en términos absolutos como relativos, en el capital de las SCR disminuyó sensiblemente en 2010.

Los datos del primer semestre de 2011 indican que el sector estaría dando señales de un mayor dinamismo...

Según los datos de la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) correspondientes al primer semestre de 2011, el sector estaría dando señales de un mayor dinamismo. Así, el volumen de inversión efectuado por las compañías de capital-riesgo en el primer semestre del año ascendió a 1.938 millones de euros, un nivel similar al alcanzado en el primer semestre de 2007, antes del inicio de la crisis, y un 66% más que en el mismo periodo de 2010. Las operaciones realizadas por fondos internacionales siguen siendo especialmente relevantes para este sector; de hecho, el volumen de inversión paneuropea concentró el 65% del volumen total invertido. El 60% de las operaciones, cuyo número total (387) varió poco respecto a 2010, pertenecieron a capital expansión, el 34% a *venture capital* y el 4% a operaciones apalancadas. Los mayores volúmenes de inversión fueron efectuados en los sectores relacionados con la medicina y la salud (24%), otros servicios (23%), productos y servicios industriales (17%) y productos de consumo (14%).

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2009	2010	2009	2010
Personas físicas				
Residentes	139,34	183,89	79,07	81,81
No residentes	1,80	2,54	0,39	0,59
Personas jurídicas				
Bancos	207,38	226,40	551,92	402,42
Cajas de ahorros	490,57	547,46	819,37	929,81
Fondos de pensiones	357,41	413,29	25,23	10,35
Compañías de seguros	77,39	95,02	15,83	16,20
Sociedades y agencias de valores	0,00	0,00	0,89	0,00
Instituciones de inversión colectiva	22,39	26,02	8,20	8,28
Entidades de capital riesgo nacionales	49,46	68,46	64,39	25,42
Entidades de capital riesgo extranjeras	247,67	296,70	50,53	44,87
Administraciones públicas	372,65	494,53	132,44	133,80
Fondos soberanos	26,02	33,17	0,00	0,00
Otras empresas financieras	263,84	292,51	717,45	657,82
Empresas no financieras	460,91	538,34	1.436,89	1.520,16
Entidades extranjeras	347,26	395,53	36,34	44,45
Otros	108,15	137,22	187,13	78,46
TOTAL	3.172,24	3.751,08	4.126,07	3.954,44

Fuente: CNMV.

La información más reciente relativa a este sector parece apuntar a una cierta consolidación de su recuperación. Sin embargo, a pesar de que la inversión del sector ha crecido sustancialmente en los últimos meses y que, aunque lentamente, han empezado a aparecer operaciones de gran tamaño, lo cierto es que la dificultad que se mantiene en el acceso a la financiación bancaria continúa lastrando una recuperación más intensa del mismo.

...si bien las dificultades de acceso a la financiación bancaria impiden una recuperación más intensa del mismo.