

# 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	22
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
4.2	Empresas de servicios de inversión	61
4.3	Sociedades gestoras de IIC	65
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	67

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	La implementación de los Principios de IOSCO sobre regulación de valores en España: recomendaciones del FMI en el contexto del FSAP 2012	24
Recuadro 2:	Elementos fundamentales del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito	28
Recuadro 3:	Propuesta de regulación sobre un nuevo documento de información al inversor para productos preempaquetados de inversión minorista	33
Recuadro 4:	Reforma de la legislación sobre folletos de ofertas públicas de venta o suscripción de valores y de admisión a negociación	42
Recuadro 5:	El impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana: efectos «en cascada»	46
Recuadro 6:	Principales modificaciones del Reglamento de IIC	54
Recuadro 7:	Propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC sobre UCITS	57



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional siguió mostrando ciertos signos de inestabilidad a lo largo del último semestre como consecuencia de la prolongación de la crisis de deuda soberana en Europa y, también, de algunos signos de ralentización en las economías emergentes más importantes. Las previsiones más recientes del FMI apuntan a un avance del crecimiento del PIB mundial del 3,5% en 2012 y del 3,9% en 2013, que estaría liderado nuevamente por las economías emergentes. En el conjunto de las economías avanzadas, el crecimiento de la actividad continúa siendo superior en EEUU, Japón y Alemania, mientras que algunas de las principales economías europeas se encuentran en fase de recesión. Los principales riesgos a la baja sobre las previsiones están relacionados con la incertidumbre acerca de las posibles medidas a adoptar por parte de algunos gobiernos nacionales e instituciones europeas para atajar la crisis de deuda soberana de manera sostenida y con la posibilidad de que la moderación de la actividad de las economías emergentes sea superior a la prevista.
- En este marco, la evolución de los mercados financieros internacionales estuvo fundamentalmente ligada a las variaciones de las perspectivas macroeconómicas de las diferentes áreas, aunque la crisis de deuda soberana impactó con intensidad a los mercados financieros de España e Italia. En los mercados de renta variable, los índices de las bolsas estadounidenses y de un número elevado de economías europeas han mostrado revalorizaciones notables en el transcurso de 2012<sup>1</sup>, a pesar de los descensos del segundo trimestre, en un marco de volatilidad contenida. En los mercados de deuda, los momentos de mayores tensiones se produjeron a finales de julio, cuando las primas de riesgo soberano alcanzaron máximos del año en varios países europeos. Desde los primeros días de septiembre, el anuncio de los detalles del plan de compra condicionada de deuda soberana por parte del BCE ha aliviado sustancialmente las tensiones en estos mercados. En este contexto, los volúmenes de deuda emitidos por el sector privado han mejorado respecto a los registrados en 2011, particularmente en el conjunto de las sociedades no financieras.
- El PIB de la economía española se contrajo un 1,3% anual en el segundo trimestre del año como consecuencia de la debilidad de la demanda interna (-0,5% en la zona del euro). La inflación creció de forma notable en agosto y septiembre por el encarecimiento de los precios energéticos y la subida del IVA, mientras que el mercado laboral continuó deteriorándose, hasta alcanzar una tasa de paro próxima al 25% de la población activa en junio. Según las cifras de ejecución presupuestaria, el déficit del Estado, en términos de contabilidad nacional,

---

1 Con datos hasta el 14 de septiembre.

ascendió al 4,8% del PIB en los ocho primeros meses de 2012, y el de las CCAA al 0,8% en el primer semestre del año. El objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en 2012 asciende al 6,3% del PIB. La economía española continuará en recesión al menos hasta 2013, según las previsiones de los principales organismos internacionales.

- Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración en el que la concesión de asistencia financiera por parte de la UE (de hasta cien mil millones de euros), junto con las medidas legislativas adoptadas recientemente por el Gobierno, debe sentar las bases adecuadas para su saneamiento.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 40% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros, en línea con la debilidad de la actividad económica doméstica. La ratio de apalancamiento agregada del sector se incrementó ligeramente desde 1,4 hasta 1,5.
- La evolución de los mercados de renta variable domésticos estuvo ligada tanto a la debilidad de la actividad doméstica como a las turbulencias asociadas a la crisis de deuda soberana. El Ibex 35 mostró una tendencia descendente a lo largo de 2012, algo irregular en los meses centrales del año, que le hizo perder más de un 30% de su valor entre enero y los últimos días de julio. Desde entonces, la decisión de la CNMV de prohibir nuevamente la operativa de ventas en corto sobre acciones españolas (adoptada el 23 de julio), en un marco de extrema volatilidad en el mercado, junto con la disposición del BCE para comprar títulos de deuda europea permitieron que el índice se revalorizara cerca de un 37%. Con todo, en el acumulado del año, las pérdidas del Ibex 35 se sitúan en el 4,8%, las condiciones de liquidez se han deteriorado y la contratación ha descendido un 27%.
- Los mercados de renta fija domésticos se vieron sometidos a una elevada tensión a lo largo de los meses centrales del año, que dio lugar a nuevos máximos en los tipos de interés y en las primas de riesgo de los emisores de todos los sectores de la economía. Estas tensiones tendieron a moderarse desde los últimos días de julio como consecuencia del anuncio del BCE de su intención de intervenir en los mercados secundarios de deuda bajo determinadas condiciones, acentuándose dicha tendencia en septiembre cuando se conocieron los detalles del plan de la autoridad monetaria europea. En este marco, el volumen de deuda emitido en lo que va de año registrado en la CNMV creció un 65% hasta los 267 mil millones de euros, como consecuencia del dinamismo de la emisión de pagarés, cédulas hipotecarias y bonos simples avalados por el Estado.
- El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre de 2012 hasta situarse en 125,1 mil millones de euros, prolongando la tendencia a la baja que ha mostrado casi ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis. Cerca del 85% de esta caída se debió a la persistencia de los reembolsos netos efectuados por los partícipes, que superaron los seis mil millones de euros en este periodo. Las perspectivas del sector siguen siendo complejas, como consecuencia de la competencia que ejercen otros productos de rentabi-

lidades atractivas y riesgo reducido como determinados depósitos bancarios o instrumentos de deuda pública.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre de 2012, como en ejercicios anteriores, continuó profundamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que siguieron erosionando de forma sustancial los ingresos derivados de sus principales líneas de negocio. En este marco, se observó un retroceso notable de los beneficios agregados del sector (un 34% hasta los 104 millones de euros) y un incremento relevante del número de entidades en pérdidas. Por el contrario, las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
  - En el primer recuadro se describen las principales conclusiones de la evaluación que ha efectuado el FMI sobre el grado de implantación por parte de la CNMV de los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión de valores promovidos por IOSCO.
  - El segundo recuadro expone las principales características del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, enumerando de forma expresa las novedades que afectan el marco de funcionamiento de la CNMV.
  - El tercer recuadro resume la propuesta de regulación de la Comisión Europea sobre un nuevo documento de información al inversor para productos preempaquetados de inversión minorista.
  - El cuarto recuadro presenta los principales puntos de la reforma de la legislación sobre folletos de ofertas públicas de venta o suscripción de valores y de admisión a negociación.
  - El quinto recuadro analiza el impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana española sobre la calificación de la deuda del resto de los emisores domésticos, diferenciando entre tipos de emisores y distintos plazos.
  - El sexto recuadro aborda las principales modificaciones del Reglamento de IIC, como consecuencia de la transposición de la Directiva 2009/65/CE, denominada Directiva UCITS IV.
  - Finalmente, el séptimo recuadro presenta los elementos más importantes de la propuesta de la Comisión Europea sobre la modificación de la Directiva 2009/65/EC, que regula las normas que han de seguir las instituciones de inversión colectivas a efectos de poder gozar de un pasaporte comunitario y ser comercializadas en cualquier país de la Unión Europea.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*En los últimos seis meses, el entorno macroeconómico y financiero internacional ha seguido mostrando signos de inestabilidad...*

El entorno macroeconómico y financiero internacional siguió mostrando signos de inestabilidad a lo largo del último semestre como consecuencia de la prolongación de la crisis de deuda soberana en Europa y, también, de algunos signos de ralentización en las economías emergentes más importantes. En el ámbito europeo, las tensiones presentes en los mercados financieros crecieron en los meses centrales del año hasta niveles similares a los de finales de 2011, aunque tendieron a reducirse sensiblemente en septiembre como consecuencia del anuncio de varias medidas de política monetaria de amplio alcance por parte del BCE y, en particular, de los detalles del programa de compra de deuda. Tanto en EEUU como en buena parte de las economías europeas, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas continuó siendo una prioridad. En el conjunto de las economías emergentes, se observó durante este periodo un menor peso del comercio exterior y una repuesta más dinámica de la demanda interna, todo ello en un contexto de cierta volatilidad en los flujos de capital.

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

CUADRO 1

	2008	2009	2010	2011	FMI <sup>1</sup>	
					2012P	2013P
Mundial	2,8	-0,7	5,3	3,9	3,5 (-0,1)	3,9 (-0,2)
EEUU	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,0 (-0,1)	2,3 (-0,1)
Zona del euro	0,4	-4,3	1,9	1,5	-0,3 (=)	0,7 (-0,2)
Alemania	0,8	-5,1	3,6	3,1	1,0 (0,4)	1,4 (-0,1)
Francia	-0,2	-2,6	1,7	1,7	0,3 (-0,1)	0,8 (-0,2)
Italia	-1,2	-5,1	1,8	0,4	-1,9 (=)	-0,3 (=)
España <sup>2</sup>	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,5 (0,4)	-0,6 (-0,7)
Reino Unido	-0,1	-4,9	2,1	0,7	0,2 (-0,6)	1,4 (-0,6)
Japón	-1,2	-6,3	4,4	-0,7	2,4 (0,4)	1,5 (-0,2)
Emergentes	6,0	2,8	7,5	6,2	5,6 (-0,1)	5,9 (-0,2)

Fuente: FMI e INE.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2012 respecto a abril de 2012.

2 Los datos de crecimiento de 2010 y 2011 incorporan las últimas revisiones publicadas por el INE.

*...asociados a la prolongación de la crisis de deuda soberana europea y a una cierta desaceleración de algunas economías emergentes.*

En este marco, el crecimiento del PIB de las economías más importantes fue, en términos generales, algo mejor de lo previsto en el primer trimestre de 2012 y ligeramente peor en el segundo. Se observaron diferencias notables en el avance de la actividad entre las diferentes economías. Entre las avanzadas, EEUU, Alemania y Japón mostraron los crecimientos más vigorosos, mientras que varias economías europeas se vieron inmersas en un nuevo periodo contractivo que, no obstante, no está siendo tan severo como en las primeras fases de la crisis. En el segundo trimestre de 2012, los descensos más acusados del PIB en términos interanuales se producían en Italia (-2,5%), España (-1,3%), Países Bajos (-0,6%) y Reino Unido (-0,5%). En las economías emergentes asiáticas, el avance del PIB en China e India a mediados de año era algo inferior al 8% y al 4% respectivamente.



Tras los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2011, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas mostraron una tendencia decreciente hasta situarse en los meses de verano en niveles que oscilaron entre el 1,4% de EEUU y el 2,4% de la zona del euro (salvo en Japón, donde permanece en terreno negativo), como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de las materias primas. El encarecimiento del precio del petróleo y de otras materias primas que se observa desde hace varias semanas aún no se aprecia con intensidad en los índices de precios. Las tasas subyacentes, en términos generales, tendieron a estabilizarse como consecuencia del estancamiento del crecimiento de la actividad en algunas áreas.

*La ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías avanzadas...*

La ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías avanzadas permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran sin cambios en el último semestre del año, salvo en la zona del euro, donde el BCE anunció en los primeros días de julio un descenso de 25 p.b. en el tipo de interés oficial hasta el 0,75%. En EEUU, el Reino Unido y Japón permanecieron en niveles históricamente reducidos (del 0-0,25%, 0,5% y 0,1%, respectivamente). A mediados de septiembre, la Reserva Federal estadounidense anunciaba un nuevo programa (el tercero) de expansión cuantitativa de su balance, a la vista de la persistencia de la debilidad del crecimiento y del incremento de los riesgos, que fue acogido favorablemente por los mercados financieros.

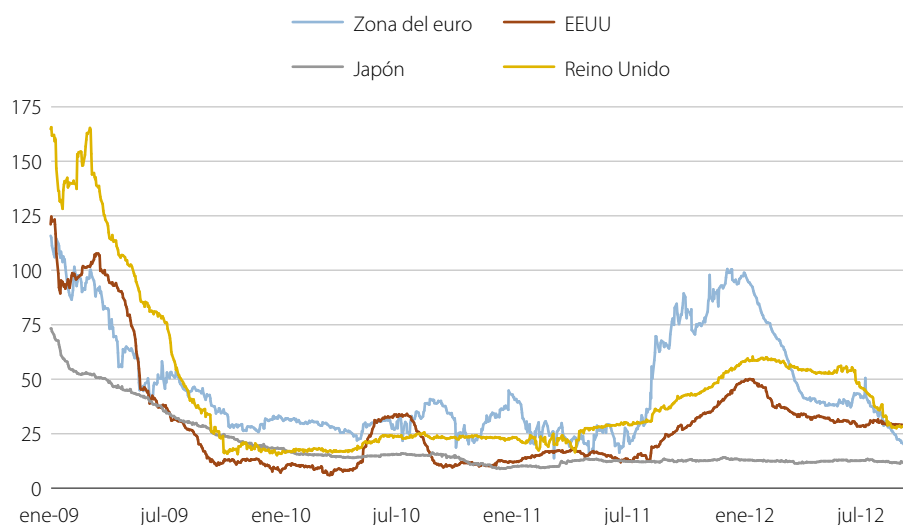
*...permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran en mínimos históricos, salvo en la zona del euro, donde descendieron en 25 p.b.*

Las turbulencias presentes en los mercados de deuda en 2012 no tuvieron una incidencia tan notable en los mercados de depósitos interbancarios como en otras ocasiones. Como se observa en el gráfico 1, el diferencial de tipos de interés entre las operaciones depo y repo a tres meses del mercado interbancario en la zona del euro repuntó ligeramente en julio hasta quedar cerca de los 50 p.b., unos niveles muy alejados de los máximos cercanos a los 100 p.b. observados en periodos previos de turbulencias. Desde entonces, este diferencial se ha reducido de forma notable hasta situarse por debajo de los 20 p.b. a mediados de septiembre, unos niveles inferiores a los observados en EEUU o el Reino Unido.

*Las turbulencias de los mercados de deuda apenas se trasladaron al mercado de depósitos interbancario...*

**Diferencial Libor-OIS a tres meses**

GRÁFICO 1



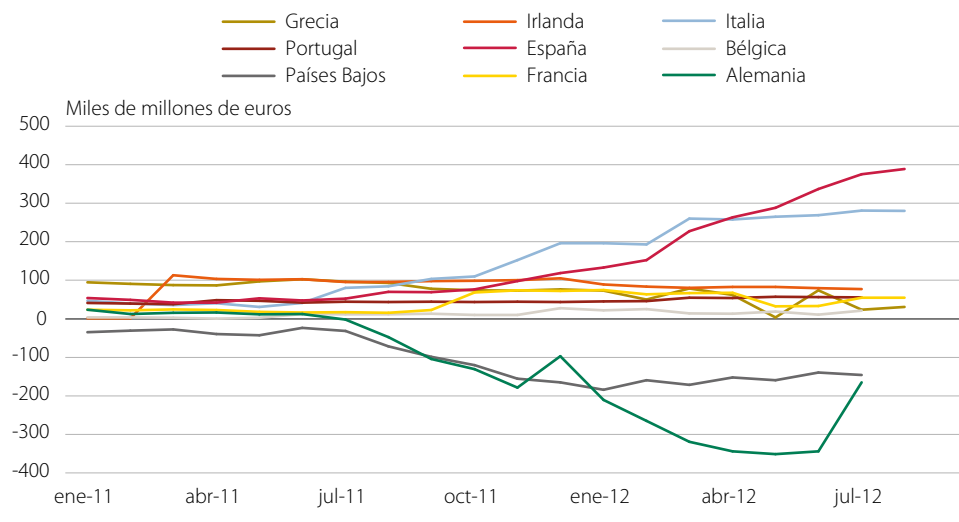
Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 14 de septiembre.

...aunque las diferencias entre países en la apelación a la financiación del Eurosistema puso de manifiesto las dificultades de financiación del sector bancario en algunas economías.

Sin embargo, las dificultades de financiación de las entidades bancarias de algunos países europeos fueron palpables a lo largo de los meses centrales del año. Como se observa en el gráfico 2, la financiación (neta de depósitos) que obtuvieron las entidades financieras españolas e italianas alcanzó máximos de 389 mil millones y 280 mil millones en agosto, respectivamente.

### Financiación (neta) del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Bloomberg y Banco de España. Datos hasta agosto para España, Italia, Francia y Grecia y datos de julio para el resto de los países.

En los mercados de deuda pública a largo plazo, se vivió un nuevo periodo de turbulencias a finales de julio...

En los mercados de deuda pública a largo plazo, los tipos de interés mostraron comportamientos heterogéneos entre diferentes conjuntos de países. Por un lado, como viene siendo habitual, en los momentos de mayor incertidumbre, que se produjeron a finales de julio, las compras de bonos se desplazaron hacia aquellas economías que se han mostrado más sólidas desde el inicio de la crisis (Alemania, EEUU y Reino Unido), reduciendo sus tipos de interés hasta nuevos mínimos históricos del 1,16% en Alemania y del 1,40% en EEUU y en el Reino Unido. Por otro lado, los tipos de interés de las economías europeas que habían solicitado asistencia financiera en periodos anteriores mostraron, con altibajos, una tendencia descendente que fue notable en el caso del bono irlandés. Finalmente, los tipos de interés del bono de deuda español e italiano a diez años repuntaron hasta máximos del 7,6% y del 6,6%, respectivamente, a finales de julio, aunque tendieron a reducirse de forma notable desde los primeros días de septiembre como consecuencia del anuncio de los detalles del programa de compra de deuda pública por parte del BCE bajo determinadas condiciones. A mediados de septiembre, los tipos de interés de estos bonos se situaban en el 5,8% y el 5,0%, respectivamente (véase gráfico 3).

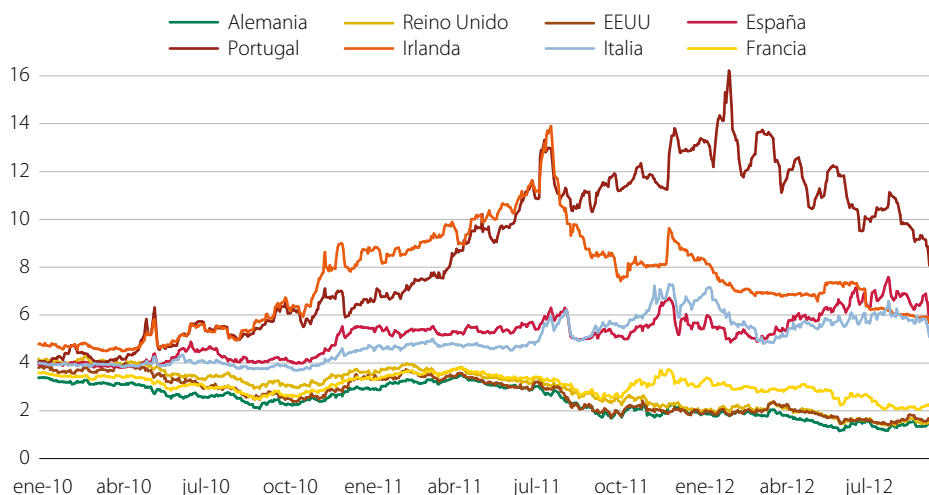
...que tendió a mitigarse en semanas posteriores como consecuencia del anuncio del BCE de los detalles del plan para comprar deuda soberana.

En línea con la evolución de las rentabilidades, las primas de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas alcanzaron máximos del año a finales de julio como consecuencia de la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda. En el caso del bono español y del italiano, el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán alcanzó los 635 p.b. y los 534 p.b., respectivamente, en aquellos momentos. Desde los primeros días de septiembre, los niveles de riesgo de crédito soberano, evaluados tanto mediante la información de los CDS (véase gráfico 4) como del diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán, se redujeron

sustancialmente. Así, a mediados de septiembre, los diferenciales de tipos de interés respecto al bono alemán a diez años se situaban en 412 p.b. en España, 366 p.b. en Irlanda y 336 p.b. en Italia, lo que supone un descenso de 223 p.b., 198 p.b. y 141 p.b., respectivamente, en relación con los valores de finales de julio.

### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

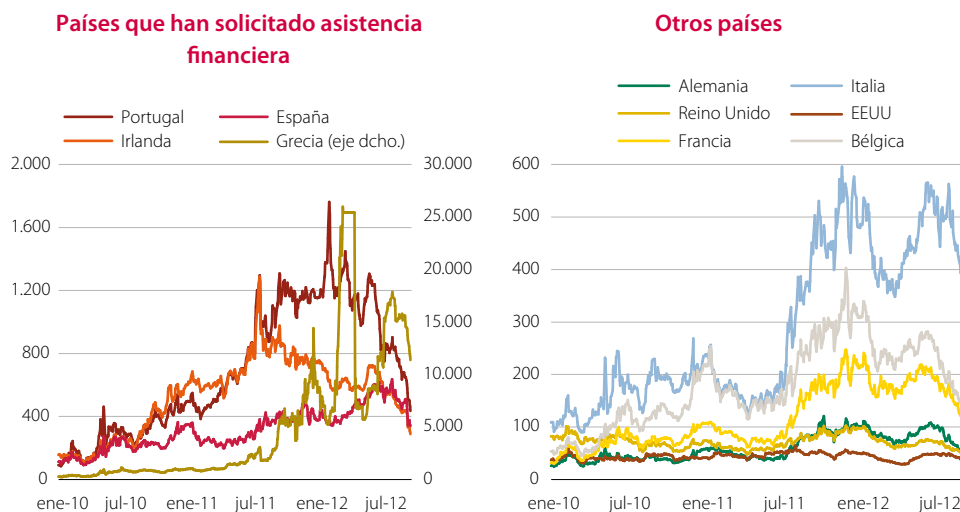
GRÁFICO 3



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

### Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 4



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

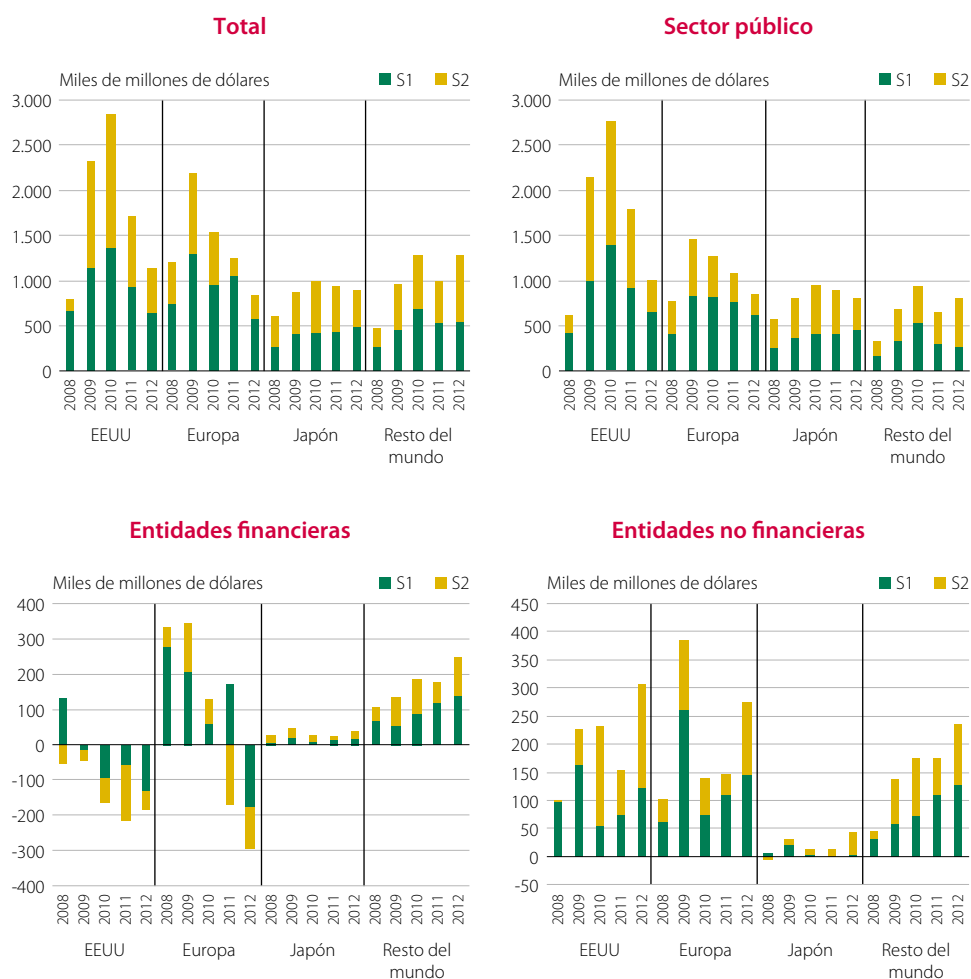
La intensificación de las turbulencias en el mercado de deuda soberana europea no tuvo una incidencia notable en las primas de riesgo del sector corporativo privado, tanto en EEUU como en Europa, pero sí tuvo cierta repercusión en el volumen de deuda neto emitido por las entidades financieras. Como se observa en el gráfico 5, las emisiones netas en los mercados internacionales de deuda en lo que va de año (en términos anualizados) superaron los cuatro billones de dólares, lo que supone un descenso del 15% respecto al total emitido en 2011. Sin embargo, el origen de tal evolución, si atendemos al tipo de emisor y a la región del mismo, radica en la mo-

*El volumen de deuda neta emitido en los mercados internacionales se redujo como consecuencia del descenso de las emisiones de deuda soberana en las principales áreas.*

deración de las emisiones de deuda soberana en EEUU y en Europa, que respondería, fundamentalmente, a las estrategias de consolidación fiscal puestas en marcha por las diferentes economías avanzadas. Las tensiones en los mercados continuaron afectando a las emisiones de las entidades financieras, que en términos netos seguían siendo negativas tanto en EEUU como en Europa, aunque presentaron un incremento notable entre el primer y el segundo semestre del año. Por su parte, las emisiones de deuda de las entidades no financieras en 2012 se situaban en 862 mil millones de dólares (en términos anualizados), un 76% más que en 2011, con avances significativos en todas las áreas económicas relevantes.

### Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 5



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2012 son hasta el 14 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

*Los índices de renta variable internacional, que habían retrocedido con cierta intensidad en el segundo trimestre del año, volvieron a avanzar en el tercero.*

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que habían mostrado avances notables en el primer trimestre del año, cambiaron su rumbo a lo largo del segundo trimestre como consecuencia de las tensiones asociadas al mercado de deuda europeo y también de la percepción de una cierta desaceleración del crecimiento en algunas áreas económicas. En el tercer trimestre del año, los índices más relevantes mostraban nuevamente incrementos, que eran más intensos en el conjunto de los índices europeos como consecuencia del anuncio del BCE relativo a la posibilidad de comprar deuda soberana europea.

En el conjunto del año, destacan los crecimientos de los índices de las bolsas estadounidenses, de entre el 11,3% y el 22,2%, mientras que en las bolsas europeas se observa un comportamiento mucho más heterogéneo, asociado no solo al impacto que la crisis de deuda soberana está teniendo en cada economía, sino también a las diferencias existentes en torno al dinamismo de la actividad doméstica. Así, en los tres primeros trimestres del año la variación de los principales índices de las bolsas europeas osciló entre el -4,8% del Ibex 35 español y el 25,7% del Dax alemán. Los índices de las bolsas japonesas mostraron avances que oscilaron entre el 3,9% y el 8,3%.

*En lo que va de año, destaca la revalorización de los índices estadounidenses y del índice alemán...*

La volatilidad de los mercados de renta variable internacional se incrementó temporalmente en los meses centrales del año, particularmente en los índices europeos, aunque no alcanzó los niveles observados en episodios precedentes de turbulencias.

*...en un marco de cierto incremento de la volatilidad.*

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

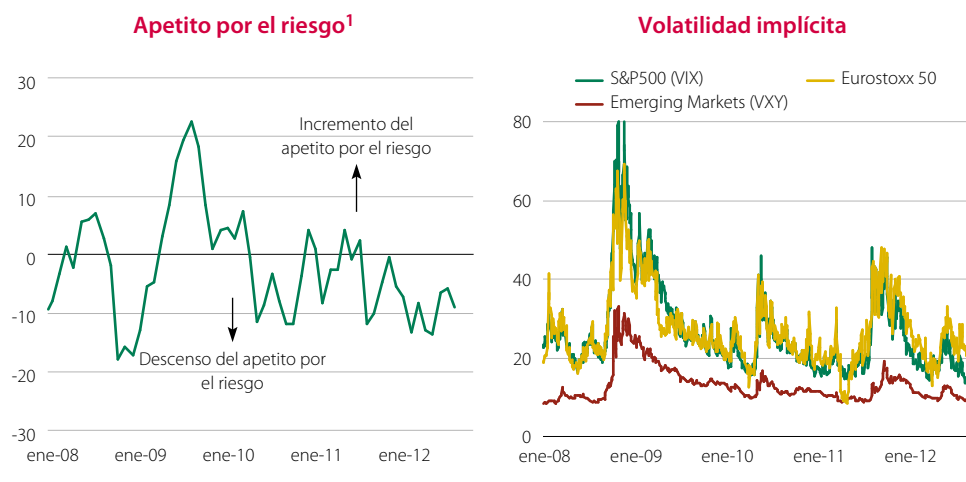
CUADRO 2

	2008	2009	2010	2011	III-11	IV-11	I-12	II-12	III-12 (hasta el 14 de septiembre)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual <sup>2</sup>	
<b>Mundo</b>												
MSCI World	-42,1	27,0	9,6	-7,6	-17,1	7,1	10,9	-5,8	9,1	14,0	14,6	
<b>Zona del euro</b>												
Euro Stoxx 50	-44,4	21,1	-5,8	-17,1	-23,5	6,3	6,9	-8,6	14,6	12,0	20,2	
Euronext 100	-45,2	25,5	1,0	-14,2	-20,6	6,0	8,3	-4,7	10,2	13,7	18,4	
Dax 30	-40,4	23,8	16,1	-14,7	-25,4	7,2	17,8	-7,6	15,5	25,7	33,0	
Cac 40	-42,7	22,3	-3,3	-17,0	-25,1	6,0	8,4	-6,6	12,0	13,3	18,2	
Mib 30	-48,7	20,7	-8,7	-24,0	-23,8	1,0	7,9	-11,3	16,3	11,4	11,6	
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-17,5	0,2	-6,5	-11,3	14,8	-4,8	-2,8	
<b>Reino Unido</b>												
FTSE 100	-31,3	22,1	9,0	-5,6	-13,7	8,7	3,5	-3,4	6,2	6,2	10,2	
<b>Estados Unidos</b>												
Dow Jones	-33,8	18,8	11,0	5,5	-12,1	12,0	8,1	-2,5	5,5	11,3	18,1	
S&P 500	-38,5	23,5	12,8	0,0	-14,3	11,2	12,0	-3,3	7,6	16,6	20,5	
Nasdaq-Composite	-40,5	43,9	16,9	-1,8	-12,9	7,9	18,7	-5,1	8,5	22,2	21,4	
<b>Japón</b>												
Nikkei 225	-42,1	19,0	-3,0	-17,3	-11,4	-2,8	19,3	-10,7	1,7	8,3	3,3	
Topix	-41,8	5,6	-1,0	-18,9	-10,4	-4,3	17,3	-9,9	-1,7	3,9	-1,5	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*La caída del PIB español en el segundo trimestre del año ascendió al 1,3% por la debilidad de la demanda interna...*

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral referidos al segundo trimestre de 2012 mostraron una caída intertrimestral del PIB de cuatro décimas, una décima más que en el trimestre precedente. La contracción interanual de la economía española se acentuó hasta el 1,3%, siete décimas más que en el primer trimestre. Por su parte, la zona del euro presentó caídas en el segundo trimestre de dos y cinco décimas en términos intertrimestrales e interanuales, respectivamente.

*...afectada por el retroceso del consumo privado y de la inversión.*

La intensificación de la recesión de la economía española tuvo su origen en el aumento de la contribución negativa de la demanda interna, pues se mantuvo inalterada la aportación positiva del sector exterior. El retroceso de la demanda interna se debió, principalmente, a la evolución del consumo privado (aumentó su caída del 1,5% al 2,2% interanual), de la inversión en construcción (intensificó su descenso en 2,3 p.p. hasta el 11,8%) y de los bienes de equipo (pasó del -6% al -7%). La aportación positiva del sector exterior no varió, ya que el modesto aumento en el crecimiento de las exportaciones fue compensado por la menor caída de las importaciones.

*Desde el punto de vista de la oferta, la caída más intensa se produjo en la rama de la construcción.*

Desde el punto de vista de la oferta, la caída más intensa continuó correspondiendo al valor añadido bruto de la construcción (-7,1% interanual frente al -7,3% del trimestre anterior). El valor añadido de la rama industrial moderó su descenso (en tres décimas, hasta el -3,1%) y el del sector servicios se contrajo por primera vez desde junio de 2009 (en tres décimas, frente al aumento del 0,9% en el primer trimestre).

*La inflación repuntó sustancialmente en agosto y septiembre como consecuencia del encarecimiento de los carburantes y del incremento del IVA.*

La tasa de inflación española, que se había mantenido relativamente estable en tasas anuales cercanas al 2% entre enero y junio, repuntó con intensidad en agosto (hasta el 2,7%) y en septiembre (hasta el 3,5% según el indicador adelantado). El fuerte encarecimiento de los carburantes y la subida del IVA explicarían tal comportamiento. La tasa subyacente permaneció estable en el 1,4% en agosto. El notable incremento de la tasa de inflación española anuló por completo el diferencial negativo de inflación con la zona del euro que comenzó en los últimos meses de 2011.

	2008	2009	2010	2011	FUNCAS <sup>1</sup>	
					2012P	2013P
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>
Consumo privado	-0,6	-3,9	0,6	-0,8	-1,7	-1,5
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-6,9	-6,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-8,7	-4,4
Construcción	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-10,8	-5,8
Maquinaria y bienes de equipo	-3,1	-24,2	3,1	2,5	-7,2	-2,5
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,3	7,6	2,0	4,9
Importaciones	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-6,3	-1,3
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,5	2,9	0,3	2,3	2,5	1,5
<b>Empleo (puestos de trabajo equivalente)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,0</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>11,3</b>	<b>18,0</b>	<b>20,1</b>	<b>21,6</b>	<b>24,4</b>	<b>25,2</b>
<b>Índice de precios de consumo</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-9,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,2</b>
<b>Saldo de las AAPP (% PIB)</b>	<b>-4,5</b>	<b>-11,2</b>	<b>-9,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-6,3</b>	<b>-4,0</b>

Fuente: Banco de España, FUNCAS e INE.

1 Con base en el consenso medio del panel de previsiones de la economía española realizado por esta institución mediante una encuesta a dieciocho servicios de análisis. La encuesta se refiere al mes de julio de 2012.

La debilidad del mercado laboral español se acentuó en el segundo trimestre del año como consecuencia de la intensificación de la destrucción de empleo (-4,6%, frente al -3,6% en el trimestre anterior) y del ascenso de la tasa de paro (24,6%, dos décimas más que en el primer trimestre). No obstante, el coste laboral unitario profundizó su contracción en el segundo trimestre (en seis décimas, hasta el -2,1%) como resultado del mayor crecimiento de la productividad por trabajador (3,5%, cuatro décimas más que en el trimestre precedente) y la moderación en el aumento de la remuneración por asalariado (en dos décimas hasta el 1,3%).

*La debilidad del mercado laboral se intensificó en el segundo trimestre, cuando la tasa de paro alcanzó el 24,6% de la población activa.*

Según las cifras de ejecución presupuestaria, el déficit del Estado, en términos de contabilidad nacional, ascendió al 4,8% del PIB en los ocho primeros meses de 2012, rebasando en tres décimas el objetivo fijado para este año<sup>2</sup> (el objetivo de déficit del conjunto de las AAPP en 2012 es del 6,3%). Por su parte, el déficit acumulado por las CCAA, cuyo último dato disponible se refiere al primer semestre, se situó en el 0,8%, ligeramente por encima de la mitad del objetivo de déficit para estas administraciones en 2012 (1,5%). A su vez, la deuda pública, según el Protocolo de Déficit Excesivo, alcanzó el 76% del PIB en junio (69,3% a finales de 2011), del cual 58,3 p.p. correspondieron al Estado (52,6 p.p. en 2011), 14,2 p.p. a las CCAA (13,3 p.p. en 2011) y 3,4 p.p. a las Corporaciones Locales (3,3 p.p. en 2011).

*Los datos de ejecución presupuestaria hasta junio ponen de manifiesto el compromiso de las diferentes AAPP para reducir el déficit en 2012.*

2 Una parte importante de las medidas de ajuste del gasto aprobadas se implementarán en la segunda mitad de año, por lo que es previsible un comportamiento relativo mejor de las cuentas del Estado en los últimos meses.

El pasado mes de junio, el FMI dio a conocer los resultados de una profunda revisión del sistema financiero español realizada durante los últimos meses del pasado ejercicio y los primeros del actual, en el marco de su programa de evaluaciones periódicas de los sistemas financieros nacionales, conocido como Financial Sector Assessment Program (en adelante, FSAP). Este programa, establecido en 1999, contempla un análisis de los distintos subsectores que integran el sistema financiero del país en cuestión, fundamentalmente banca, seguros y valores, atendiendo a aspectos tales como la estabilidad financiera, el grado de implementación de los estándares internacionales de regulación y supervisión y la capacidad o adecuación del sector financiero para contribuir al crecimiento económico. Hasta la fecha, más del 75% de los países miembros del FMI han sido sometidos a revisiones de este tipo. En el caso español, esta es la segunda revisión. La primera tuvo lugar en 2006.

El presente recuadro se refiere a las principales conclusiones de la evaluación en el área más cercana al ámbito competencial de la CNMV: la implantación de los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión de valores promovidos por IOSCO<sup>1</sup>. Como conclusión general, el informe del FMI pone de manifiesto la existencia de un elevado grado de implantación de las recomendaciones de IOSCO en España. Así, de los 36 principios de IOSCO revisados por el FMI, 28 se califican como «totalmente implantados», cinco como «implantados con carácter general» y solo tres (los principios 2, 12 y 31) como «parcialmente implantados». Además, el FMI pone de relieve que la CNMV ha mejorado durante los últimos años su capacidad para hacer frente a sus responsabilidades, en un contexto caracterizado por la crisis financiera y con medios materiales y humanos seriamente limitados.

A juicio de los evaluadores, entre los elementos que proporcionan fortaleza al sistema de supervisión empleado por la CNMV destacan, de modo especial, la práctica de revisiones de carácter temático, centradas en actividades o aspectos específicos de la industria financiera y dirigidas al conjunto de las entidades, el desarrollo de una sólida estructura para efectuar el seguimiento del mercado y la fuerte implicación de la CNMV en la identificación y el control de los riesgos potencialmente sistémicos. En relación con esta última función, que constituye una de las principales y más recientes novedades del catálogo de estándares de IOSCO, los evaluadores del FMI destacan que la implicación de la CNMV, canalizada a través de un comité interno denominado Grupo Interno de Estabilidad Financiera, se traduce no solo en la identificación de potenciales riesgos sistémicos, sino también en una adecuada revisión del perímetro de supervisión en el ámbito de los valores.

En cuanto a las posibles áreas de mejora, el FMI destacó, sobre todo, algunas recomendaciones en materia de inspecciones a las entidades financieras que comercializan productos y servicios de inversión y las referidas a determinados aspectos del diseño institucional de la regulación y la supervisión de valores en nuestro país que, a su juicio, pueden limitar de forma efectiva la independencia o la capacidad operativa de la CNMV.



Respecto al primer tipo de recomendaciones, que atañen fundamentalmente a los principios 12 y 31, el FMI señala que la CNMV debería hacer un uso más amplio de la supervisión in situ, es decir, de las inspecciones presenciales en las sedes de las entidades supervisadas, y recomienda una intensificación de las mismas, sobre todo respecto a las entidades de crédito, dado su peso en la distribución de productos de inversión. Conviene señalar que, como es habitual entre los supervisores del sector financiero, la práctica supervisora de la CNMV respecto a las entidades financieras bajo su jurisdicción se basa en la combinación de inspecciones in situ y controles a distancia, esto es, basados en el análisis de la información requerida, en su mayor parte, a las propias entidades. En su informe, los evaluadores del FMI reconocen la solidez de la práctica supervisora de la CNMV en ambos casos, destacando especialmente, como se ha señalado, el papel de las revisiones de carácter temático.

La CNMV, consciente de la importancia de las entidades de crédito en la distribución minorista de productos de inversión, ha realizado un considerable esfuerzo en la supervisión de esta actividad por parte de dichas entidades durante los últimos años. En particular, durante los últimos tres años, se han realizado inspecciones in situ a entidades de crédito que suponen el 75% de los clientes del sector, al tiempo que se han intensificado notablemente los controles a distancia dirigidos a estas entidades. Por ejemplo, durante el periodo indicado, la CNMV revisó mediante controles a distancia las prácticas de case de operaciones en el mercado secundario de participaciones preferentes, revisión que afectó a 27 entidades de crédito que representaban en torno al 95% del importe total emitido de este instrumento.

Las recomendaciones relativas a aspectos institucionales atañen, principalmente, a los principios 2 y 3 de IOSCO y algunas de ellas ya figuraban entre las recomendaciones correspondientes a la revisión del FSAP realizada en 2006. En primer lugar, los evaluadores señalan que la atribución de un puesto en el Consejo al Secretario General del Tesoro y Política Financiera o la reserva de determinadas facultades en materia de autorización y sanciones al Ministerio de Economía y Competitividad suscitan cierta preocupación en relación con la independencia del regulador. No obstante, reconocen que el carácter colegiado de las decisiones del Consejo y la naturaleza reglada de los procedimientos de autorización y sanción, en los que se requiere siempre una recomendación de la CNMV, incluso cuando la decisión final corresponde al Ministerio de Economía y Competitividad, mitigan en la práctica esta preocupación.

Asimismo, aunque no se trata de un estándar o principio expresamente contemplado por IOSCO, los evaluadores del FMI sugieren que la CNMV debería tener más facultades en materia de regulación secundaria. Actualmente la CNMV solo puede dictar normas cuando así está expresamente previsto en las normas de rango superior que constituyen el núcleo de la regulación, esto es, las leyes aprobadas por el Parlamento y los reglamentos aprobados por el Consejo de Ministros o por el Ministerio de Economía y Competitividad. En opinión de los evaluadores, esta limitación es demasiado estricta y puede afectar negativamente a la capacidad de la CNMV para responder con la rapidez deseable a problemas emergentes que así lo requieran, una deficiencia particularmente negativa en situaciones de

crisis como la actual. Los evaluadores reconocen que la CNMV, cuando la situación así lo exige, utiliza las facultades que tiene a su disposición para responder ante nuevas exigencias.

Finalmente, como en 2006, los evaluadores también critican la dependencia de la CNMV respecto al Gobierno en materia de contratación de personal. Actualmente, las ofertas de empleo de la CNMV requieren una aprobación gubernamental explícita y deben enmarcarse en la oferta conjunta de empleo anual del sector público. Los evaluadores señalan que tal dependencia puede limitar la capacidad de la CNMV para contratar o retener al personal que se requiere para desarrollar las funciones que tiene encomendadas. De ahí que recomienden explorar mecanismos que permitan a la CNMV competir de un modo adecuado en la captación de su personal laboral.

La CNMV, aun cuando pueda no compartir plenamente algunas de sus conclusiones, valora muy positivamente el trabajo que han desarrollado los evaluadores del FMI en relación con la implementación en España de los objetivos y principios de IOSCO y está analizando sus recomendaciones con suma atención. Asimismo, la Comisión considera que la disponibilidad de una evaluación externa tan cualificada como la realizada por el FMI a través del FSAP, con un enfoque global del sector financiero, resulta de gran utilidad para las autoridades, incluidos los supervisores.

1 La documentación publicada por el FMI referida a este proceso está disponible en: [http://www.imf.org/external/pubs/cat/scr1\\_sp.aspx?s\\_year=2012&e\\_year=2012&brtype=default](http://www.imf.org/external/pubs/cat/scr1_sp.aspx?s_year=2012&e_year=2012&brtype=default).

*Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un profundo proceso de reestructuración que recibe el apoyo financiero de la UE.*

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración en el que la obtención de asistencia financiera por parte de la UE (de hasta cien mil millones de euros), junto con las medidas legislativas adoptadas recientemente por el Gobierno (véase el recuadro 2), debe sentar las bases adecuadas para su saneamiento. La debilidad de la actividad económica doméstica está impidiendo una recuperación más rápida del sector, por lo que no es previsible una reanudación relevante en la concesión de crédito a corto plazo.

*Las pérdidas del sistema se situaron cerca de los 16 mil millones de euros en el primer semestre del año.*

El resultado antes de impuestos agregado de las entidades de depósito en el primer semestre del año arrojó una cifra negativa cercana a los 16 mil millones de euros (frente a los beneficios de 1.441 millones en el primer semestre de 2011) como consecuencia del fuerte incremento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros, que ascendieron a 15.977 millones de euros, y del resto de los activos, que se situaron en 7.052 millones de euros. Como nota positiva de la cuenta de resultados agregada, cabe señalar la mejoría del margen bruto de estas entidades y la contención de los gastos de explotación.

*La financiación que proporcionan a las sociedades no financieras y a los hogares intensificó su retroceso a mediados de año.*

La financiación a los sectores no financieros del sector privado, que descendía a tasas interanuales próximas al 2% en los primeros meses de 2012, intensificó su tendencia a la baja en los meses centrales del año hasta situarse en julio en el -3,3%. La financiación a las sociedades no financieras descendía un 3,3% en términos interanuales (-5,9%, préstamos y 8,7%, valores distintos de acciones) y la financiación a los hogares caía un 3,4% (-3,0%, préstamos para la adquisición de vivienda y -4,6%,

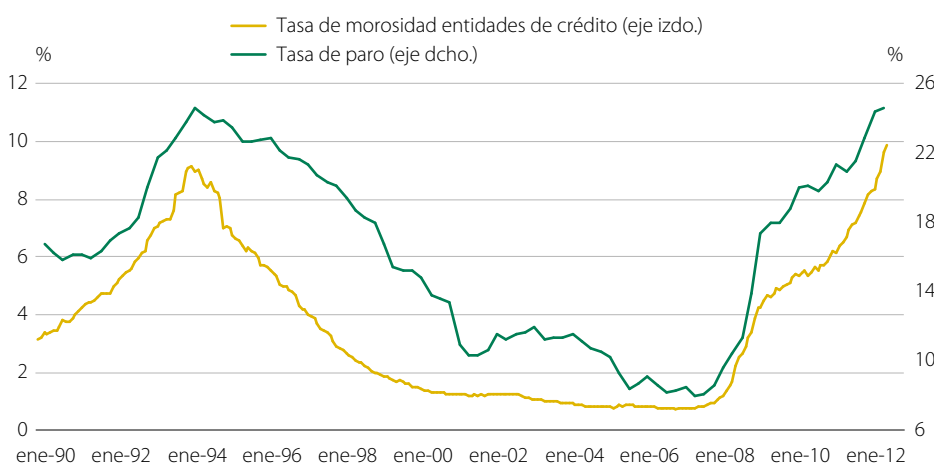
préstamos al consumo). Por el contrario, la financiación a las AAPP avanzaba con intensidad, a tasas cercanas al 15% a lo largo de todo el año.

La tasa de morosidad de las entidades de crédito continuó ascendiendo a lo largo de 2012 como consecuencia de la debilidad de la actividad económica doméstica y de la elevada tasa de paro, cercana al 25% de la población activa (véase gráfico 7). En julio, la morosidad de estas entidades se situaba prácticamente en niveles del 10%, superando por segundo mes consecutivo los valores máximos observados en la crisis económica de los años 1992-1993 (la morosidad máxima fue del 9,15% en febrero de 1994). La mayoría de los créditos morosos continúan ligados a las actividades de promoción inmobiliaria (27,4% en junio) y de construcción (23,9%). La morosidad ligada al crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria se situaba a mediados de año en el 3,2%.

*La morosidad de las entidades de crédito, próxima al 10%, ya ha superado el máximo histórico registrado en la crisis de los años 1992-1993.*

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

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España e INE. Datos de morosidad hasta julio, tasa de paro hasta junio.

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

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se han endurecido sensiblemente a lo largo del segundo trimestre del año y parte del tercero como consecuencia de la incertidumbre existente acerca del grado de saneamiento del sector financiero español, para el que, finalmente, el Gobierno solicitó asistencia financiera a la UE en el mes de junio. La financiación de estas entidades en 2012 se ha basado, por una parte, en el notable incremento del acceso a los recursos del Eurosistema (que en agosto alcanzaba los 389 mil millones de euros, véase gráfico 2) y, por otra parte, en la apelación al ahorro del sector privado no financiero, fundamentalmente por la vía de los pagarés. Las emisiones de deuda a largo plazo de estas entidades se han concentrado en cédulas hipotecarias y en bonos simples (la mayoría avalados por el Estado), que han sido mayoritariamente retenidos en balance con el fin de poder ser utilizados como colateral en la financiación procedente del Eurosistema. Como nota positiva, cabe señalar la salida al mercado de algunas entidades en septiembre, como consecuencia de la notable reducción de las tensiones presentes en los mercados en dicho mes.

*La financiación de estas entidades continuó descansando fundamentalmente en los recursos obtenidos del Eurosistema.*

El Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, trata fundamentalmente de dar cumplimiento a las medidas previstas en el Memorando de Entendimiento enmarcado en el plan de asistencia financiera solicitado por España en junio de este año para la recapitalización de su sector financiero y cuya aprobación era obligada antes de finales de agosto de dicho año. Adicionalmente, dadas las dificultades que atraviesa el sector financiero español, proporciona a las diferentes instituciones de carácter público todos los instrumentos necesarios para completar el proceso de reestructuración iniciado hace ya más de tres años, minimizando el uso de los recursos públicos y salvaguardando la estabilidad del sistema financiero.

Para ello, la norma regula tres procedimientos en función del grado de viabilidad de la entidad de crédito: actuación temprana, reestructuración y resolución. El proceso de actuación temprana se aplicará cuando la entidad de crédito incumpla los requisitos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control o resulte razonablemente previsible que lo haga, pero se encuentre en disposición de retornar al cumplimiento por sus propios medios o a través de un apoyo financiero excepcional mediante instrumentos convertibles en acciones en un plazo máximo de dos años.

Las entidades que se encuentren en la situación anterior han de presentar un plan de actuación al Banco de España que asegure su viabilidad a largo plazo sin necesidad de apoyos financieros públicos. Asimismo, durante esta fase el Banco de España puede exigir la sustitución de los miembros del Consejo de administración o la sustitución provisional del órgano, en caso de situación de excepcional gravedad de la entidad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia.

Por su parte, el procedimiento de resolución se aplicará a entidades inviables o que, previsiblemente, lo sean en un futuro próximo, mientras que el proceso de reestructuración se aplicará a aquellas entidades que, necesitando asistencia financiera pública para garantizar su viabilidad, tengan la capacidad para devolverla en los plazos previstos para cada instrumento de apoyo contemplado en el Real Decreto-Ley (concretamente, adquisición de acciones ordinarias, instrumentos convertibles u otras aportaciones al capital social).

El concepto de resolución (en contraposición al procedimiento concursal) se configura como una de las principales novedades que la norma incorpora a nuestro ordenamiento jurídico para dotar de mayores garantías a los depositantes y al conjunto del sistema financiero en caso de liquidación de una entidad de crédito. En relación con los instrumentos de resolución, se ha tenido en cuenta la propuesta de directiva europea, incluyéndose la venta de negocio de la entidad a un tercero, la transmisión de activos o pasivos a un banco puente, o la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. En el caso de que se abra el proceso de resolución, además, se deberá proceder a la sustitución del órgano de administración.

Las entidades inmersas en procesos de reestructuración o resolución deberán elaborar un plan que deberá ser aprobado por el Banco de España. El Fondo de Reestructura-

ción Ordenada Bancaria (FROB) determinará los instrumentos más adecuados para implementarlos de forma ordenada y con el menor coste posible para el contribuyente.

Otro de los elementos principales de este real decreto-ley es la creación de una sociedad de gestión de activos, que concentrará los activos problemáticos de las entidades de crédito facilitando su gestión. El FROB podrá obligar a la entidad de crédito a traspasar dichos activos a esta sociedad, que se constituirá como sociedad anónima. La norma remite a un desarrollo reglamentario posterior para precisar algunos aspectos relativos al régimen de transmisión y valoración de los activos trasferidos.

Asimismo, el Real Decreto-Ley establece mecanismos voluntarios y obligatorios de gestión de instrumentos híbridos de capital, como las participaciones preferentes y la deuda subordinada, basados en quitas de estos instrumentos. Estas acciones parten de un principio evidente de responsabilidad y asunción de riesgos, bajo el cual los accionistas y los acreedores de la entidad son los que, en primer lugar, deben asumir los costes de su reestructuración o resolución. El FROB acordará la aplicación de estas acciones<sup>1</sup>.

El Real Decreto-Ley refuerza los poderes de intervención del FROB. Entre otras medidas, se modifica la composición del órgano de gobierno del FROB, eliminando la participación de las entidades de crédito a través del Fondo de Garantía de Depósitos y evitando así potenciales conflictos de interés. Se designa un Director General que desarrollará las funciones ejecutivas, y se establece el carácter ejecutivo de las medidas de resolución, que no necesitarán la aprobación de la Junta general de accionistas. Adicionalmente, esta norma busca un marco de cooperación y coordinación entre el FROB y otras autoridades competentes nacionales o internacionales, en términos similares a los ya existentes para instituciones como el Banco de España<sup>2</sup>.

En sus disposiciones adicionales y finales, el Real Decreto-Ley introduce medidas de índole heterogénea, pero de suma importancia, exigidas en el Memorando de Entendimiento, que buscan una mejora del funcionamiento del mercado financiero. En primer lugar, se refuerza la protección del inversor minorista y los poderes de control de la CNMV en materia de comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los productos complejos, entre los que se incluyen las participaciones preferentes. En concreto, la comercialización o colocación entre clientes minoristas de productos complejos computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito requerirá que: (i) la emisión cuente con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de al menos el 50% de la misma, sin que el número total de tales inversores sea inferior a cincuenta, y (ii) en el caso de emisiones de participaciones preferentes<sup>3</sup>, el valor nominal unitario mínimo de los valores será de 100.000 euros (25.000 euros en el resto de las emisiones). El incumplimiento de estos requisitos constituirá una infracción muy grave.

Adicionalmente, la CNMV podrá requerir que en la documentación que se entrega a los inversores previamente a la adquisición de un producto y en su publicidad se incluyan cuantas advertencias estime necesarias incluidas aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores minoristas. Además, se exige la entrega al cliente, por parte de las empresas de servicios de

inversión, de una copia del documento que recoja la evaluación de la conveniencia realizada, y que se informe por escrito o en soporte duradero de las recomendaciones que se realicen ajustadas al perfil del inversor. Finalmente, también debe destacarse como novedad la obligación de que las entidades recaben de los clientes, junto a su firma, en la documentación contractual de adquisición de productos complejos, una expresión manuscrita en los términos que señale la CNMV por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no resulta conveniente para él o que no ha podido evaluarlo por falta de información.

En segundo lugar, se revisan los umbrales que establece la Ley del Mercado de Valores para determinar la obligatoriedad de publicar un folleto de emisión y, por tanto, considerar la emisión como una oferta pública de venta o suscripción de valores. Del mismo modo, se modifican los umbrales que obligan a los emisores cuyos valores cotizan en un mercado secundario oficial u otro mercado regulado a difundir información pública periódica.

Otro aspecto relevante contenido en las disposiciones del Real Decreto-Ley es la transferencia de las funciones de autorización y sanción de las entidades de crédito, que antes correspondían al Ministerio de Economía y Competitividad, al Banco de España.

Finalmente, se modifican los requisitos de capital principal de las entidades de crédito contenidos en el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero<sup>4</sup>, y se unifican en un requisito del nueve por cien de las exposiciones ponderadas por riesgo que deberán cumplir a partir del 1 de enero de 2013. Del mismo modo, se modifica la definición de capital principal asemejándola, tanto en elementos computables como en deducciones, a la utilizada por la Autoridad Bancaria Europea.

- 1 En el Real Decreto-Ley se matiza que, de acuerdo con el principio de responsabilidad y asunción de riesgos, el hecho de que una entidad de crédito haya recibido apoyo financiero público por razones de urgencia antes de la adopción expresa de una decisión sobre su reestructuración o resolución no impedirá que el FROB, posteriormente, imponga acciones de gestión de tales instrumentos, cuyo objetivo es la minimización del coste a asumir por el contribuyente.
- 2 Por ejemplo, en el caso del traslado de los valores depositados en una entidad administrada por el FROB a otra entidad habilitada para desarrollar esa actividad se requiere un informe previo de la CNMV.
- 3 También se aplica a los instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas.
- 4 El 8% con carácter general y el 10% para entidades con difícil acceso a los mercados de capitales y para las que predomine la financiación mayorista.

*El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 40% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros...*

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 39,9% en el primer semestre del año hasta los 8.348 millones de euros (véase cuadro 4), en línea con el estancamiento de la actividad doméstica. A pesar de que todos los sectores contemplados mostraron un deterioro en la cifra de resultados, la caída de los mismos fue particularmente elevada en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, donde los beneficios superiores a los mil millones de euros en el primer semestre de 2011 se tornaron en pérdidas cercanas a los 2.100 millones de euros este año, y en el sector del comercio y los servicios, donde los beneficios se redujeron desde los 5.199 millones de euros hasta los 3.019 en los mismos periodos. La moderación de los beneficios en términos absolutos no fue tan relevante en el sector de la energía y en el industrial.

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

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	1S11	1S12	1S11	1S12	1S11	1S12
Energía	14.227	14.222	9.652	9.235	6.129	5.827
Industria	3.468	3.892	2.332	2.656	1.539	1.524
Comercio y servicios	15.972	14.792	8.997	7.521	5.199	3.019
Construcción e inmobiliario	3.641	3.850	2.409	2.113	1.006	-2.093
Ajustes	-85	-4	-30	45	13	71
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>37.223</b>	<b>36.752</b>	<b>23.360</b>	<b>21.570</b>	<b>13.886</b>	<b>8.348</b>

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 1,3% entre diciembre de 2011 y junio de 2012 hasta los 312.882 millones de euros, interrumpiendo la tendencia descendente iniciada en 2010 y dando lugar a un ligero incremento de la ratio de apalancamiento (deudas sobre patrimonio) desde 1,4 hasta 1,5. En términos relativos, el mayor incremento de la deuda se produjo en el sector de la industria, con un 6,0% hasta los 18,6 mil millones de euros, mientras que en términos absolutos fue el sector del comercio y los servicios el que mostró un incremento de las deudas superior (de 4.393 millones de euros hasta 117.535 millones de euros). 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), y los indicadores de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) se mantuvieron relativamente estables en el conjunto de las empresas cotizadas entre diciembre de 2011 y junio de 2012 (véase cuadro 5). Estos indicadores empeoraron en el sector del comercio y los servicios, donde el incremento del endeudamiento había sido superior, y tendieron a estabilizarse e, incluso, mejoraron levemente en el resto de los sectores.

*...mientras que la ratio de apalancamiento agregada se incrementó ligeramente desde 1,4 hasta 1,5.*

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al primer trimestre de 2012 revelan una disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible hacia niveles del 120%, como consecuencia de la reducción del nivel de deuda y del mantenimiento de la renta de los hogares. Su riqueza neta también se contrajo debido a la pérdida de valor de los activos inmobiliarios. En relación a las decisiones de inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares en el primer trimestre del año (con datos acumulados de cuatro trimestres) ascendió al 1,5% del PIB, cuatro décimas menos que en el conjunto de 2011. La inversión en medios de pago (efectivo y depósitos) fue negativa (-0,4% del PIB), mientras que la inversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija fue positiva (0,6% del PIB). La adquisición neta de acciones y otras participaciones también fue positiva pero de magnitud muy reducida y continuó el reembolso de fondos de inversión (véase gráfico 8).

*En un contexto marcado por el descenso del apalancamiento de los hogares, su volumen de inversión financiera, orientada a valores de deuda y a seguros, se sitúa en mínimos de los últimos años.*

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

CUADRO 5

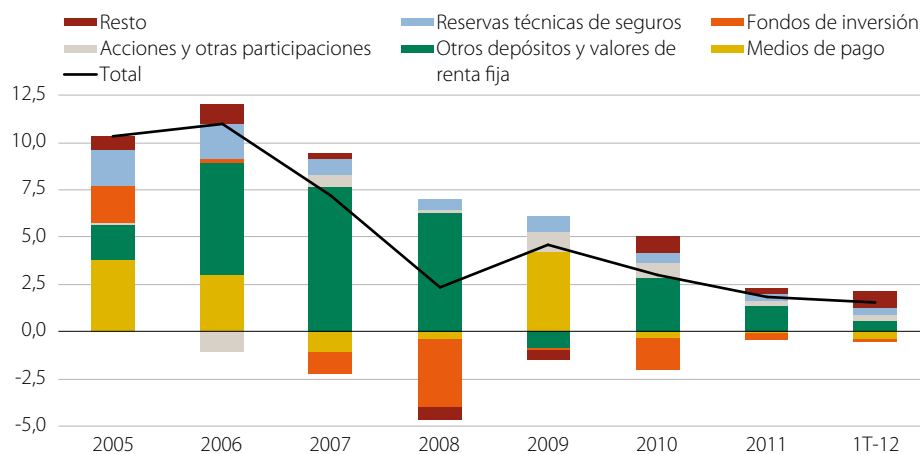
Millones de euros		2008	2009	2010	2011	1512
Energía	Deudas	82.608	100.572	98.283	95.853	94.602
	Deudas/patrimonio	0,89	1,08	0,95	0,92	0,89
	Deudas/EBITDA <sup>1</sup>	2,82	3,46	2,81	3,27	3,33
	EBIT <sup>2</sup> /carga financiera	3,67	3,38	4,15	3,30	3,31
Industria	Deudas	15.645	15.953	14.948	17.586	18.634
	Deudas/patrimonio	0,69	0,69	0,58	0,63	0,68
	Deudas/EBITDA	2,71	3,05	2,11	2,54	2,39
	EBIT/carga financiera	3,41	3,15	5,00	3,90	4,25
Construcción e inmobiliario	Deudas	119.788	104.762	99.917	83.716	83.434
	Deudas/patrimonio	3,77	4,08	3,42	2,98	3,29
	Deudas/EBITDA	31,87	22,48	11,18	15,00	10,84
	EBIT/carga financiera	0,01	0,31	0,98	0,52	0,86
Comercio y servicios	Deudas	112.322	108.579	115.413	113.142	117.535
	Deudas/patrimonio	2,14	1,78	1,60	2,01	2,14
	Deudas/EBITDA	3,58	3,70	3,38	3,78	3,97
	EBIT/carga financiera	2,86	3,28	3,94	2,45	2,17
Ajustes <sup>3</sup>		-20.802	-1.908	-1.792	-1.404	-1.323
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>Deudas</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>312.882</b>
	Deudas/patrimonio	1,63	1,63	1,43	1,44	1,47
	Deudas/EBITDA	4,63	4,82	3,84	4,29	4,26
	EBIT/carga financiera	2,01	2,42	3,12	2,30	2,32

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.

## Hogares: adquisiciones de activos financieros

GRÁFICO 8



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



En julio de 2012, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre documentos fundamentales de información para productos de inversión. En caso de aprobarse, este reglamento conllevará el establecimiento de un nuevo documento de información al inversor (*key investor information document*, KIID), exigible en la comercialización de los productos de inversión minorista calificados en la propuesta como «preempaquetados» (*packaged retail investment products*, PRIP).

El principal objetivo de esta iniciativa legislativa es lograr que la información suministrada al cliente minorista antes de una operación sea comparable para los diferentes productos, comprensible y que se presente de forma homogénea. El fin último es favorecer que los inversores minoristas tomen decisiones de inversión sobre una base más sólida que les permita comparar entre productos con características económicas similares, aunque hayan sido estructurados con una forma legal diferente.

El Reglamento será vinculante en su integridad y directamente aplicable en todos los Estados Miembros dos años después de su entrada en vigor, según lo previsto en la propuesta. En el caso de los fondos de inversión, el plazo será de cinco años y, mientras tanto, podrán seguir usando el documento de datos fundamentales para el inversor aprobado por la Directiva 2009/65/EC.

A continuación se resumen los principales aspectos de la propuesta de Reglamento:

1. *Ámbito de aplicación.* El Reglamento se aplicará a todos aquellos productos de inversión en los que el retorno ofrecido al inversor dependa de la evolución de uno o varios activos o valores de referencia distintos de un tipo de interés. La propuesta se refiere a estos productos como productos preempaquetados. Dentro de estos productos se entienden incluidos aquellos que tengan el capital total o parcialmente garantizado, los fondos de inversión dirigidos a minoristas, todos los productos estructurados, los instrumentos derivados y los productos de seguros con un elemento de inversión.
2. *Responsabilidad de la elaboración del KIID.* Tal responsabilidad se atribuye expresamente a quien elabore el producto, por entender que es quien se encuentra en mejor situación para conocer sus características, además de ser el responsable último del mismo. Se debe elaborar un KIID para cada producto, que se publicará con carácter previo a su comercialización entre inversores minoristas. Se considera igualmente como elaborador del producto a aquel que introduzca cambios en el mismo alterando su perfil de rendimiento-riesgo o los costes. El elaborador del producto podrá delegar en terceras personas la preparación del KIID (por ejemplo, en el distribuidor del producto), aunque tal delegación no afectará a su responsabilidad.
3. *Formato y contenido del KIID.* El documento deberá cumplir los siguientes criterios: i) publicarse separadamente y distinguirse claramente de las co-

municaciones publicitarias, ii) ser corto, claro y comprensible, iii) no utilizar términos técnicos y iv) incluir la información fundamental. Los elementos esenciales a incluir en el documento serán: 1) identificación del producto y su elaborador, 2) naturaleza y características del producto (con inclusión de escenarios de rendimiento si fuera relevante), 3) indicación sobre si puede perder dinero, 4) periodo de tenencia mínimo recomendado, 5) liquidez esperada (se indicará la posibilidad y las condiciones de una desinversión previa al vencimiento), 6) riesgos y costes y 7) rendimientos históricos (si fuera relevante). El detalle de la información a incluirse en el KIID y el formato se desarrollará a través de actos delegados de la Comisión Europea. Las comunicaciones publicitarias no podrán incluir datos incoherentes con la información del KIID o que rebajen la relevancia de la misma. Asimismo, deberán mencionar que este documento existe y aportar información sobre cómo obtenerlo. El elaborador del producto deberá mantener actualizado el KIID, según condiciones y frecuencia que serán fijados mediante actos delegados de la Comisión Europea. En caso de que el documento no cumpla con los requisitos establecidos en el Reglamento, el inversor podrá reclamar al elaborador del producto los perjuicios o pérdidas causadas por el uso de la información contenida en él. La carga de la prueba recaerá en el elaborador.

4. *Obligación de proporcionar el KIID.* El distribuir del producto o, en caso de ventas directas, el elaborador deberá proporcionar gratuitamente el KIID a los inversores minoristas con antelación suficiente a la realización de la operación. No obstante, se permite que, cuando la operación se realice a través de un medio de comunicación a distancia, la entrega se realice inmediatamente después de la operación siempre que no sea posible hacerlo antes y se haya informado al cliente de ello. También en este caso, la Comisión Europea fijará mediante actos delegados el momento en que debe entregarse la información. El KIID podrá facilitarse en papel o en otros medios duraderos alternativos, así como a través de la página web del elaborador o el distribuidor.
5. *Otros aspectos: reclamaciones y sanciones.* Los elaboradores de los productos deberán establecer procedimientos que aseguren que los inversores minoristas reciben una contestación sustantiva a las reclamaciones presentadas en tiempo y forma adecuados. Los Estados Miembros deberán asegurarse de que tienen el poder para imponer al menos las siguientes sanciones: prohibir o suspender la comercialización de un producto de inversión, realizar una advertencia pública sobre un incumplimiento de la normativa y ordenar la publicación de una nueva versión del KIID. Igualmente, deberán asegurarse de que tienen el poder para emitir, o solicitar al elaborador o vendedor del producto que emita, una comunicación al inversor donde se le informe sobre la medida adoptada y sobre dónde remitir las quejas o solicitudes de compensación. Asimismo, deberá informarse al público sobre las sanciones administrativas y las medidas impuestas, identificando el incumplimiento y al responsable del mismo, salvo que dicha información perjudique seriamente a los mercados financieros o a las partes implicadas. Estos datos deberán comunicarse también a las tres autoridades supervisoras europeas (EBA, EIOPA y ESMA).

## 2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en julio, revelan que el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,5% en 2012 y al 3,9% en 2013, retomando un ritmo similar al de 2010. La actividad de las economías avanzadas aumentaría un 1,4% este año, ligeramente por debajo de la variación de 2011, y cerca de un 2% en 2013, mientras que la de las economías emergentes avanzaría un 5,6% este ejercicio y cerca de un 6% en 2013, algo por debajo del 6,2% de 2011.

Los principales riesgos que se ciernen sobre estas previsiones son a la baja y están relacionados fundamentalmente con la posibilidad de que los mecanismos de gestión de la crisis de deuda soberana en Europa no sean lo suficientemente eficaces o no se implementen con la rapidez necesaria. En este sentido, el compromiso mostrado por los Estados Miembros a favor del avance en la unión fiscal y bancaria de la zona, así como la publicación de los detalles del plan de compra de deuda soberana en los mercados secundarios por parte del BCE bajo determinadas condiciones, suponen pasos en la buena dirección. Otros riesgos que afectan a determinadas economías avanzadas están relacionados con la necesidad de consolidar las cuentas públicas a medio plazo, particularmente en EEUU y en Japón. En el conjunto de las economías emergentes, existen riesgos bajistas sobre el escenario principal de crecimiento asociados a la posibilidad de que el sector exterior muestre un avance menos sólido y de que el crecimiento del crédito sea menos dinámico.

En cuanto a la economía española, las previsiones del FMI correspondientes al mes de julio apuntaban a un descenso de la actividad del 1,5% en 2012 y del 0,6% en 2013. Estas cifras suponen una revisión al alza de cuatro décimas y a la baja de siete décimas, respectivamente, en relación a las previsiones publicadas anteriormente, en abril. El grado de incertidumbre que rodea este escenario macroeconómico central es muy elevado, como consecuencia de las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que están dificultando sustancialmente la financiación de todos los sectores económicos, y de la prolongada debilidad del mercado laboral. Con todo, la obtención de asistencia financiera por parte de la Unión Europea para sanear el sistema financiero doméstico, inmerso en un profundo proceso de reestructuración, junto con la adopción de diferentes reformas de corte estructural y de otras de carácter fiscal, puede ayudar a mitigar algunos de los riesgos que se ciernen sobre la economía española.

*Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento mundial ascenderá al 3,5% en 2012 y al 3,9% en 2013 y que continuará liderado por el dinamismo de las economías emergentes.*

*Los principales riesgos que se atisban sobre las previsiones están asociados, fundamentalmente, con la idoneidad de los mecanismos de gestión de la crisis de deuda soberana en Europa.*

*El PIB de la economía española descenderá cerca de un 1,5% este año y un 0,6% el próximo ejercicio como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros y la prolongada debilidad del mercado laboral.*

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

Como ocurrió durante el segundo trimestre de 2012, los mercados domésticos de renta variable volvieron a sentir con fuerza en el mes de julio las repercusiones de la crisis de deuda soberana europea y los problemas del sistema financiero español, en un marco de notable debilidad de la actividad económica. Se observaron descensos significativos de las cotizaciones bursátiles, un deterioro relevante de las condiciones de liquidez y un incremento de la volatilidad hasta máximos del año. Sin embargo, desde los últimos días de julio, el anuncio y la posterior publicación del

*En este marco, el Ibex 35 ha perdido un 4,8% en lo que va de año,...*

nuevo plan de intervención del BCE en los mercados de deuda soberana europea atenuaron sustancialmente las turbulencias en los mercados de renta variable domésticos, que a mediados de septiembre mostraban incrementos sustanciales en sus cotizaciones. Además, en el contexto de elevada volatilidad de los mercados observada a finales de julio, la CNMV prohibió con efectos de 23 de julio aquellas operaciones susceptibles de crear o aumentar las posiciones cortas netas sobre las acciones cotizadas españolas<sup>3</sup>. El Ibex 35, tras registrar descensos del 6,5% y del 11,3% durante el primer y el segundo trimestre de 2012, repuntó un 14,8% durante el tercero, como consecuencia de su fuerte revalorización desde principios de septiembre. No obstante, el índice bursátil de referencia nacional permanece un 4,8% por debajo de los niveles de cierre de 2011. Cabe señalar el registro de un nuevo mínimo de este índice en julio, que suponía el retorno a valores de marzo de 2003.

*... mientras que el resto de los índices nacionales ha mostrado un comportamiento más heterogéneo.*

La evolución de las empresas de pequeña capitalización estuvo en línea con la del Ibex 35, si bien experimentó un mayor retroceso durante el primer semestre (del 27,6%) y un aumento algo menos pronunciado durante el tercer trimestre, del 12,1%. En consecuencia, el retroceso de este índice alcanzó el 18,8% en los tres primeros trimestres del año. Por el contrario, la evolución positiva durante el primer y el tercer trimestre del resto de los principales índices (empresas de mediana capitalización y empresas latinoamericanas que cotizan en las plataformas bursátiles domésticas) mitigó el descenso de sus cotizaciones durante el segundo trimestre, permitiendo la revalorización de algunos de ellos en el periodo transcurrido de 2012. De este modo, el Ibex Medium Cap aumentó un 5,3% y el FTSE Latibex Top se incrementó un 3%, mientras que el índice FTSE Latibex All-Share descendió un 1,3% en los tres primeros trimestres.

*Se observaron notables revalorizaciones en todos los sectores contemplados a lo largo del tercer trimestre del año, que, en general, no pudieron compensar las pérdidas del primer semestre.*

El desglose por sectores revela que la revalorización observada en el tercer trimestre fue generalizada, tras las pérdidas acumuladas en la mayoría de ellos durante el primer semestre. Así, el sector inmobiliario lideró el incremento de las cotizaciones en el tercer trimestre (del 39,6%, después de un retroceso del 38,6% en el primer semestre, por lo que el recorte en el periodo acumulado del año se situó en el 14,3%), seguido del sector de seguros (35,1%, tras caer un 30,4% en el primer semestre, situándose el descenso acumulado en 2012 en el 6%), petróleo y gas (27,8%, después del descenso del 44,2% del primer semestre, con lo que la caída acumulada en el año alcanzó el 28,7%) y el sector bancario (23,2%, tras un retroceso del 19,4% en el primer semestre, con lo que apenas experimentó variación respecto a 2011). El resto de los sectores registró apreciaciones en sus cotizaciones más moderadas durante el tercer trimestre, desde el 4,7% del sector de consumo básico hasta el 16% del sector de salud. Este último sector y el sector de consumo discrecional se caracterizaron por ser los únicos que registraron una evolución positiva durante todos los trimestres transcurridos de 2012, con aumentos del 60% y del 35,1%, respectivamente, en el

---

3 Esta medida se asemeja a la adoptada por esta institución el 11 de agosto de 2011 y que fue levantada el 16 de febrero de 2012. Las diferencias con la anterior prohibición son fundamentalmente tres. Por un lado, dada la situación específica de mayor vulnerabilidad del sistema financiero español, la nueva prohibición fue adoptada por un menor número de países (únicamente España e Italia). Por otro lado, el periodo de vigencia inicial de la nueva prohibición es de tres meses, frente a los quince días de la anterior, si bien en ambos casos se acordó la opción de una prórroga en caso de necesidad. Finalmente, la primera prohibición afectaba únicamente a entidades de carácter financiero, mientras que la nueva prohibición no establece distinción. Véase <http://cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx>

conjunto de dicho periodo. En sentido contrario, el sector químico experimentó la peor evolución en el transcurso del ejercicio, con una caída del 53,8%, tras descender un 59,5% en el primer semestre y repuntar un 14% en el tercer trimestre.

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

CUADRO 6

Índices	2008	2009	2010	2011	I-12 <sup>1</sup>	II-12 <sup>1</sup>	III-12 (hasta el 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter-anual
Ibex 35	-39,4	29,8	-17,4	-13,1	-6,5	-11,3	14,8	-4,8	1,4
Madrid	-40,6	27,2	-19,2	-14,6	-5,9	-11,0	14,6	-4,0	1,5
Ibex Medium Cap	-46,5	13,8	-5,6	-20,7	8,0	-10,0	5,3	2,4	1,8
Ibex Small Cap	-57,3	17,6	-18,3	-25,1	-10,3	-19,3	12,1	-18,8	-26,7
FTSE Latibex All-Share	-51,8	97,2	9,0	-23,3	5,7	-11,7	5,7	-1,3	-0,2
FTSE Latibex Top	-44,7	79,3	9,7	-17,1	10,1	-7,7	1,4	3,0	8,7
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
Petróleo y gas	-30,8	-20,1	0,3	23,2	-20,7	-29,6	27,8	-28,7	-13,6
Químicas	-67,8	3,4	-60,0	-15,7	-31,1	-41,2	14,0	-53,8	-64,1
Materiales básicos	-45,4	23,1	-5,6	-22,5	2,5	-11,3	12,2	2,0	2,4
Construcción y materiales de construcción	-51,0	25,5	-14,4	-13,0	-12,1	-11,7	12,0	-13,1	-12,8
Bienes industriales y servicios	-41,9	29,3	-1,9	-7,6	6,0	-3,0	6,7	9,7	15,2
Salud	-45,0	17,7	-22,2	-0,8	21,4	13,6	16,0	60,0	58,7
Utilities	-31,0	-7,8	-14,3	-13,8	-6,6	-9,7	10,3	-7,0	-5,2
Bancos	-47,9	46,3	-32,3	-18,3	-9,0	-11,4	23,2	-0,7	11,1
Seguros	-25,0	19,8	-26,8	13,8	-0,4	-30,2	35,1	-6,0	2,2
Inmobiliaria	-58,6	-43,8	-53,2	-42,4	-19,3	-24,0	39,6	-14,3	-23,2
Servicios financieros	-44,3	20,8	12,8	3,5	0,3	-17,4	11,3	-7,7	-8,4
Telecomunicaciones y medios de comunicación	-31,4	23,5	-13,4	-22,7	-7,5	-13,7	11,4	-11,1	-12,3
Consumo discrecional	-39,2	37,0	20,6	1,4	12,0	9,5	10,1	35,1	38,0
Consumo básico	-22,5	-8,4	15,8	-12,1	4,3	-4,6	4,7	4,2	18,7

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción<sup>4</sup> (PER) del Ibex 35 repuntó fuertemente en el tercer trimestre de 2012, desde 8,6 hasta 10,6, por lo que se situó por encima de los valores de finales del primer trimestre (9,7) y de 2011 (9,2). Este aumento fue uno de los más elevados entre las bolsas de referencia de las economías avanzadas, mitigando el retroceso del segundo trimestre, que fue generalizado entre el resto de las principales bolsas.

*La ratio PER del Ibex 35 repuntó de forma notable en el tercer trimestre hasta superar valores de 10...*

El *earnings yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, descendió notablemente en el tercer tri-

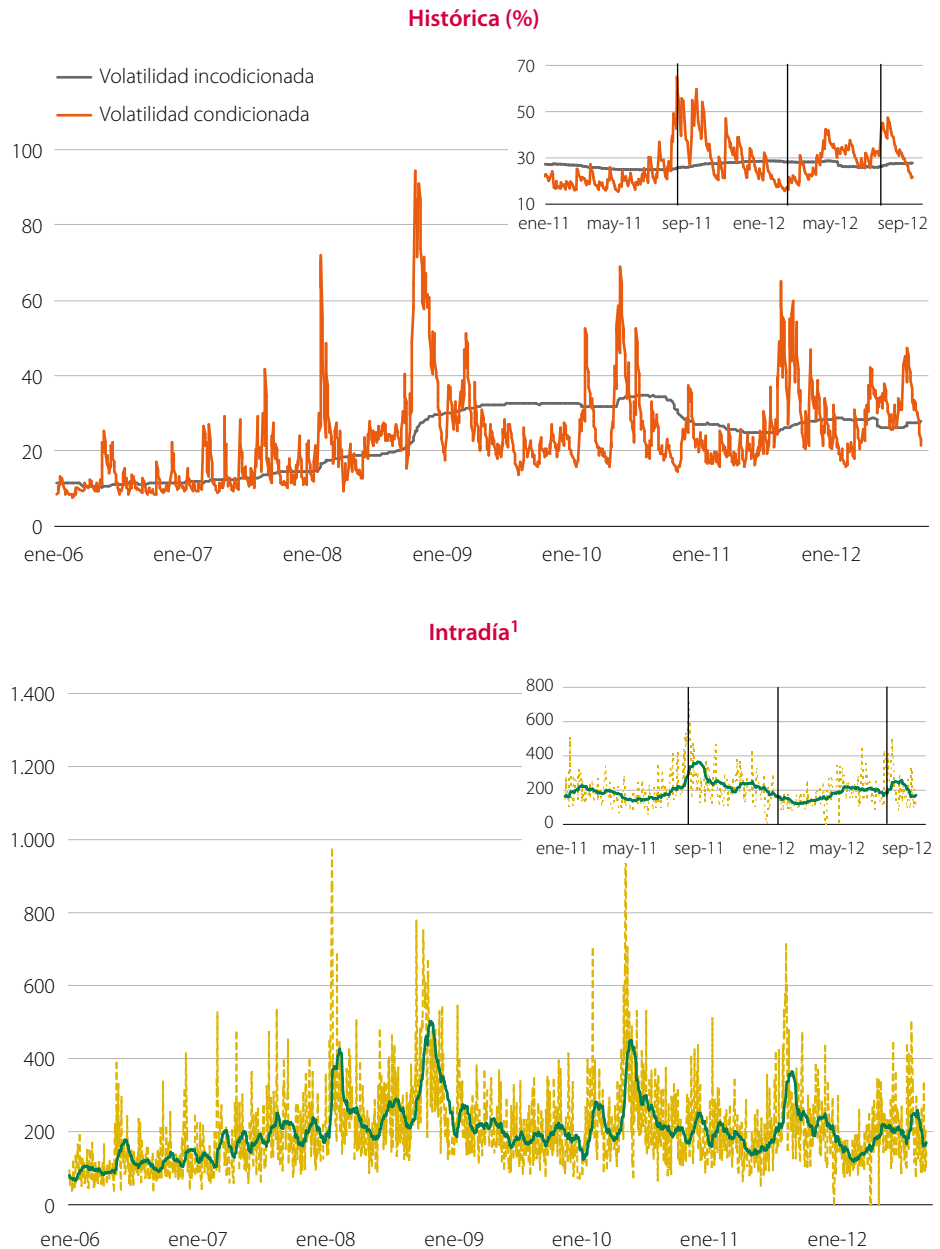
*...mientras que el earnings yield gap tendió a la baja.*

4 Según los beneficios previstos a un año.

mestre, principalmente en el mes de agosto, tras permanecer relativamente estable durante el primer semestre del año. La intensa reducción de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo desde finales de julio evitó una caída mayor de este indicador. Así, el *earnings yield gap* se mantenía en el 3,7% a mediados de septiembre, por debajo del 5,5% de finales de 2011 y cercano al promedio histórico desde 1999, del 3,2%.

## Volatilidad del Ibx 35

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia, respectivamente, a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 y a la reciente prohibición el 23 de julio de 2012.

1 Se ofrece la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibx 35 en cada sesión y la media móvil mensual.

La volatilidad del Ibex 35, que se había moderado de forma notable durante los meses de mayo y junio después del episodio de turbulencias de abril, volvió a repuntar con intensidad durante el mes de julio hasta niveles cercanos al 50%. Las condiciones de extrema volatilidad en el mercado propiciaron, como se comentó anteriormente, que la CNMV decidiera el 23 de julio prohibir nuevamente la operativa sustentada en ventas a corto de acciones cotizadas españolas por un periodo inicial de hasta tres meses. Esta medida, junto con el anuncio del BCE de su disposición a comprar deuda soberana europea de los países que pidieran formalmente asistencia financiera a la Unión Europea, permitió una reducción notable de la volatilidad del mercado de renta variable español, que a mediados de septiembre se situaba en niveles cercanos al 20%.

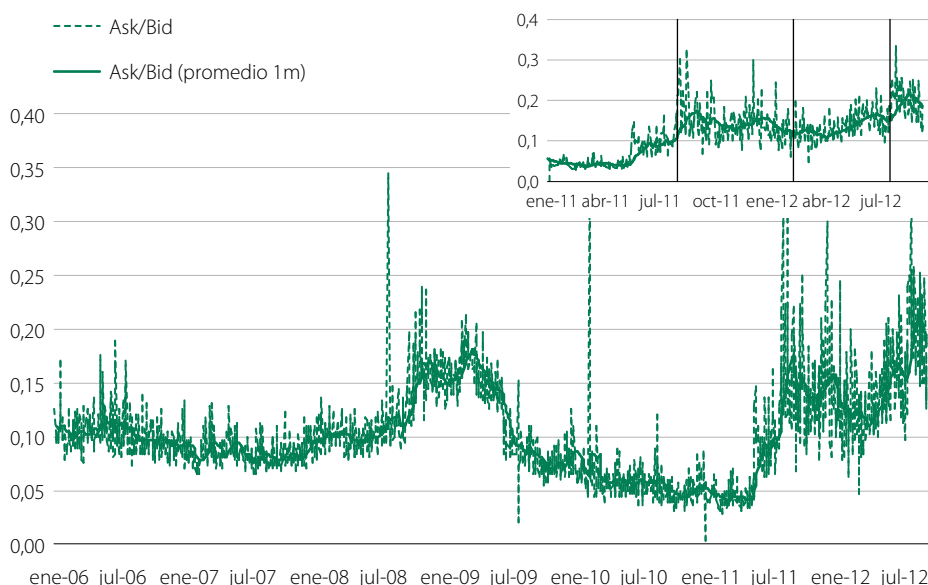
*La volatilidad del mercado, que alcanzó máximos del año cercanos al 50% a finales de julio, descendía hasta niveles del 20% a mediados de septiembre.*

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, que venían mostrando un cierto deterioro desde mediados de abril, prolongaron esta tendencia en el tercer trimestre tras la prohibición cautelar de la CNMV de crear o aumentar posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas españolas. No obstante, se registró una ligera mejoría desde principios de septiembre. Así, este indicador se situó en el 0,18% a mediados de septiembre, desde el 0,21% registrado a finales de agosto, valor máximo de la serie histórica disponible desde 2003, pero aún por encima del valor promedio de la misma (0,10%) y de los niveles de finales de 2011 (0,16%).

*La liquidez del mercado se ha deteriorado prácticamente a lo largo de todo el año...*

### Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia, respectivamente, a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 y a la reciente prohibición el 23 de julio de 2012.

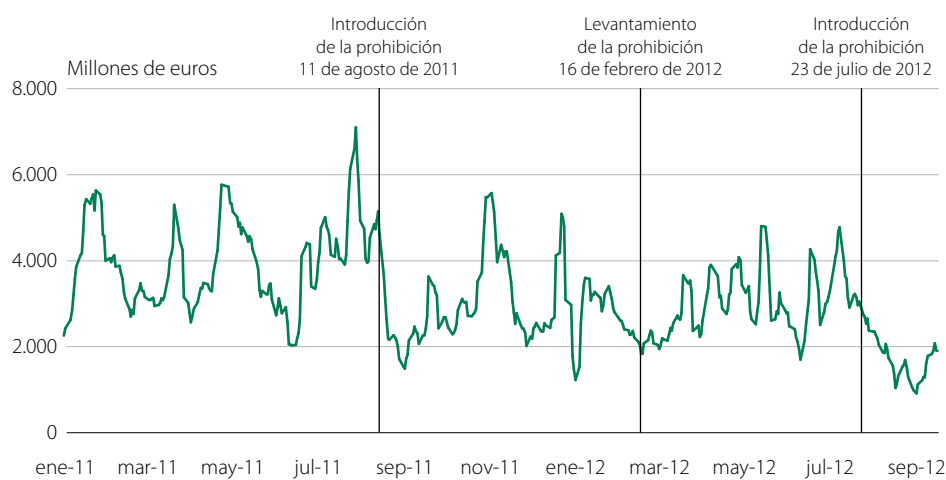
La contratación del mercado bursátil nacional disminuyó un 27,1% interanual en el periodo acumulado del año hasta septiembre, hasta los 499.150 millones de euros, profundizándose la senda bajista iniciada a finales de 2010. La contratación media diaria alcanzó los 2.245 millones de euros en el tercer trimestre, cifra inferior a la contabilizada en el primer semestre (de 2.964 millones) y al volumen promedio

*...mientras que los volúmenes de contratación, con una tendencia algo irregular, son notablemente inferiores a los de 2011.*

contratado en el conjunto de 2011 (3.616 millones)<sup>5</sup>. El descenso de la contratación en el tercer trimestre habría estado condicionado parcialmente por la introducción de la prohibición relacionada con la operativa de las ventas en corto. Como se observa en el gráfico 11, después de la activación de esta medida en agosto de 2011 y julio de 2012 los volúmenes de contratación en el mercado tendieron a contraerse durante un intervalo de tiempo aproximado de entre veinte y treinta sesiones hábiles, tras el cual revirtieron su tendencia.

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

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

*Las emisiones de renta variable en lo que va de 2012 se situaron en 13.833 millones de euros, un 3,7% menos que en 2011.*

En los tres primeros trimestres de 2012, las emisiones de renta variable en los mercados domésticos se mantuvieron en línea con las efectuadas en el mismo periodo del año anterior, apenas un 3,7% inferiores en términos interanuales, situándose en los 13.833 millones de euros (véase cuadro 8). Si en el ejercicio anterior una parte importante de los fondos captados tuvo su origen en las operaciones de suscripción de valores relacionadas con las salidas a bolsa de algunas cajas de ahorro, durante el año en curso procedieron principalmente de operaciones de conversión en acciones ordinarias de instrumentos híbridos emitidos con anterioridad por las entidades financieras (bonos obligatoriamente convertibles, participaciones preferentes y otro tipo de deuda subordinada) con el objetivo de reforzar su capital regulatorio.

5 La contratación media diaria en los años 2008, 2009 y 2010 fue de 4.895 millones, 3.489 millones y 4.052 millones de euros, respectivamente.



## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	2011	I-12	II-12	III-12 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>1.243.387</b>	<b>886.135</b>	<b>1.037.284</b>	<b>925.667</b>	<b>176.948</b>	<b>198.709</b>	<b>123.493</b>
Mercado continuo	1.235.330	880.544	1.032.447	920.879	175.640	197.536	122.604
Corros	207	73	165	48	17	7	7
de los que SICAV <sup>2</sup>	25	20	8	6	0	0	0
MAB <sup>3</sup>	7.060	5.080	4.148	4.380	1.218	1.104	806
Segundo mercado	32	3	3	2	0	0	0
Latibex	758	435	521	358	73	62	76
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)							
	66,0	64,5	75,5	81,5	73,9	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 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 venta<sup>1</sup>

CUADRO 8

	2008	2009	2010	2011	I-12	II-12	III-12 <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>16.013</b>	<b>17.317</b>	<b>3.374</b>	<b>5.409</b>	<b>5.049</b>
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	17.221	3.374	5.359	5.049
De ellas, mediante OPS	292	17	959	6.441	881	1.580	118
Tramo nacional	292	15	62	6.032	881	1.580	118
Tramo internacional	0	2	897	410	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	96	0	51	0
Tramo nacional	10	2	79	95	0	51	0
Tramo internacional	0	0	527	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>23</b>
Ampliaciones de capital	53	53	67	91	24	25	23
De ellas, mediante OPS	2	2	12	8	5	1	1
De ellas, liberadas	1	11	15	22	2	6	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	2	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 15 de septiembre de 2012.

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.

La normativa comunitaria en materia de folletos de ofertas de venta o suscripción de valores y de folletos de admisión a negociación ha sido objeto de modificaciones recientes cuyo propósito es, en términos generales, facilitar la captación de recursos en los mercados de capital a los pequeños y medianos emisores mediante una flexibilización de los requisitos del registro obligatorio de folletos. Así ha ocurrido, en particular, con la Directiva 2003/71/CE (Directiva de Folletos), que ha sido modificada por la Directiva 2010/73/UE del Parlamento y del Consejo, y con el Reglamento (CE) 809/2004 sobre folletos informativos, modificado en diversos aspectos mediante el Reglamento delegado (UE) 486/2012, de la Comisión Europea, de 30 de marzo de 2012.

Las modificaciones introducidas en la Directiva de Folletos por la Directiva 2010/73/UE han sido traspuestas, hasta ahora solo parcialmente, al derecho español mediante el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que, en su disposición final tercera, introduce cambios en los artículos 27, 28 y 30 bis de la Ley del Mercado de Valores. En concreto, los cambios más significativos introducidos en la trasposición son los siguientes:

- Se eleva el valor nominal mínimo y el importe mínimo de suscripción de los valores que exime del requisito de folleto informativo. El valor nominal que debe tener un valor (o el importe máximo que debe pagar por él un inversor) para que su oferta pública no requiera folleto se incrementa de 50.000 a 100.000 euros.
- Se flexibilizan los requisitos para las ofertas de alcance reducido. El umbral que determina la obligatoriedad del folleto informativo se incrementa de 2.500.000 a cinco millones de euros (importe total de la oferta). En cuanto a la excepción por número reducido de destinatarios de la oferta, el número mínimo de posibles inversores que determina la obligatoriedad del folleto pasa de 100 personas a 150.
- Se exige que el resumen del folleto contenga la denominada «información fundamental», que se define en el artículo 27 de la Ley del Mercado de Valores.

Además de los cambios en la Ley del Mercado de Valores, la trasposición de la reforma de la Directiva de Folletos requerirá también la modificación del Real Decreto 1310/2005 sobre admisión de valores en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o suscripción, que desarrolla los preceptos de la LMV en esta materia. La futura modificación del Real Decreto completará la trasposición y desarrollará los cambios parciales ya introducidos en la LMV. En particular, incluirá, entre otras, las siguientes novedades:

- La unificación del concepto de inversor cualificado con el concepto de inversor profesional de la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID).

- La posibilidad de que los intermediarios financieros hagan ofertas públicas de venta sucesivas de un valor previamente colocado en el mercado primario sin necesidad de un nuevo folleto, siempre que el emisor consienta que su folleto se utilice para dichas ofertas públicas sucesivas.
- Una mayor flexibilidad para la aplicación de ciertas excepciones de folleto: se aumenta el umbral de las ofertas de volumen reducido de valores *plain vanilla* de entidades de crédito que no requieren folleto (de 50 millones de euros se pasa a 75 millones) y se elimina la obligación de elaborar un folleto para cualquier oferta de valores a empleados realizada por compañías residentes en la Unión Europea (con independencia de que dichos valores estén o no admitidos a negociación en un mercado regulado).

En cuanto a la reforma del Reglamento de Folletos, los cambios introducidos por el Reglamento delegado de la Comisión Europea 486/2012, de 30 de marzo de 2012, de aplicación directa al derecho nacional, están en vigor desde el 1 de julio de 2012. Entre las principales modificaciones introducidas en el Reglamento destacan las siguientes:

- Modelo simplificado de folleto para ciertas operaciones. En concreto, se reducen los requisitos de información para ampliaciones de capital de sociedades cuyas acciones ya coticen en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación (siempre que no se excluya el derecho de suscripción preferente), captaciones de fondos y admisiones de pymes y de sociedades de reducida capitalización.
- Resumen del folleto y condiciones finales. Se establecen modelos armonizados del resumen del folleto, imponiendo un orden obligatorio de las informaciones que deben incluir. Respecto a las condiciones finales que complementan a los folletos de base, se simplifica su contenido, restringiendo las informaciones que pueden incluirse en las mismas, y se exige que el resumen de cada operación combine la información del resumen del folleto de base que sea relevante solo para dicha operación individual con las partes relevantes de las condiciones finales.

Finalmente, cabe señalar que la reforma de la normativa comunitaria sobre folletos tendrá continuidad próximamente con la aprobación de un nuevo reglamento que, entre otros aspectos, regulará la forma en que los emisores podrán emitir su consentimiento para que los intermediarios financieros coloquen sus valores sin necesidad de un nuevo folleto informativo y flexibilizará el requisito de un informe de auditor sobre estimaciones de resultados.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Desde finales del primer trimestre de 2012 hasta los últimos días del mes de julio, las rentabilidades de la deuda pública y privada registraron una marcada senda ascendente, hasta situarse en máximos históricos desde la creación del euro, sobre todo en los plazos largos. Esta tendencia se revirtió desde finales de julio, como conse-

*Las tensiones en los mercados de deuda domésticos fueron muy intensas hasta los últimos días de julio...*

cuencia del anuncio del BCE de una nueva intervención en los mercados de deuda soberana en el marco de su mandato. La publicación de los detalles de esta intervención a principios de septiembre<sup>6</sup> intensificó la desaceleración mostrada desde finales de julio en los tipos de interés de la deuda pública española, especialmente, en los plazos inferiores a cinco años y superiores al año, que experimentaron descensos acusados y, en menor medida, contribuyó a reducir los tipos de interés de la deuda emitida por el sector privado.

*...y tendieron a reducirse posteriormente como consecuencia del anuncio del BCE de su intención de intervenir en los mercados de deuda soberana bajo determinadas condiciones.*

De este modo, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública a mediados de septiembre se situaban en el 0,6%, el 1,8% y el 2,5% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, con descensos de entre 59 p.b. y 159 p.b. con respecto a junio (véase cuadro 9). La reducción del tipo de interés fue más intensa en el caso de las letras con vencimiento superior al año, si bien los tipos se mantenían por encima de los niveles de marzo (en promedio, 86 p.b. por encima de aquel mes).

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

CUADRO 9

	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	jun-12	sep-12 <sup>3</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	0,41	1,60	2,20	0,38	1,20	0,61
6 meses	0,65	2,71	3,47	0,64	2,53	1,81
12 meses	0,88	3,09	3,27	1,33	4,09	2,50
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>						
3 meses	0,76	1,37	2,74	2,49	2,69	2,80
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,21	3,40	3,44
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,55	3,64	3,58

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de septiembre.

*La rentabilidad de la deuda pública española superó el 7,5% en los momentos de mayor incertidumbre, pero cedió hasta niveles del 6% en septiembre...*

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo registraban a finales de julio máximos históricos desde la creación del euro, con tipos que oscilaban entre el 7,2% del plazo a tres años y el 7,5% del plazo a diez años. Desde aquella fecha, se ha producido una reversión ostensible en los mismos, especialmente en los plazos hasta cinco años (175 p.b. en el plazo a tres años, hasta el 3,9%, y 141 p.b. en el de cinco años, hasta el 4,9%) y, en menor medida, en el plazo de diez años (79 p.b., hasta el 6%). Como en el caso de los tipos a corto plazo, a pesar de la notable disminución de las rentabilidades en agosto y septiembre, sus niveles continuaban siendo superiores a los de marzo (100 p.b. en promedio).

6 Dicha intervención, denominada *outright monetary transaction* (OMT), se materializa en un nuevo programa de compras de deuda soberana en el mercado secundario con vencimiento en el tramo corto de la curva (entre uno y tres años), que exige previamente la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno para el conjunto del país a los mecanismos europeos habilitados a tal efecto (actualmente, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera –FEEF–, y a partir de 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilidad –MEDE) bajo la condición estricta de futuras reformas. Véase [http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

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

CUADRO 10

	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	jun-12	sep-12 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	1,95	3,87	4,01	2,76	5,39	3,86
5 años	2,67	4,65	4,65	3,83	6,07	4,88
10 años	3,75	5,38	5,50	5,17	6,59	6,01
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	3,14	4,31	5,63	3,77	5,82	5,49
5 años	4,30	5,44	6,35	4,86	6,79	6,67
10 años	4,88	6,42	9,24	8,14	9,43	9,52

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

Como resultado de esta evolución en los tipos de interés, la prima de riesgo soberano aproximada por el CDS del bono español a cinco años, que había alcanzado máximos cercanos a los 640 p.b. a finales de julio, descendió desde entonces, con mayor intensidad en septiembre, hasta situarse en los 340 p.b. a mediados de dicho mes (véase gráfico 12). De forma paralela, el diferencial de tipos de interés entre el bono español de deuda pública a diez años y el bono alemán pasó de valores cercanos a los 635 p.b. a finales de julio hasta los 412 p.b. en septiembre.

Por su parte, las rentabilidades de la deuda del sector privado a corto plazo, reflejadas en los pagarés de empresa, continuaron la tendencia ascendente iniciada en marzo, si bien con un repunte mucho más moderado que en el caso de las letras del Tesoro, de 19 p.b., situándose, dependiendo del tramo corto de la curva, entre el 2,8% y el 3,6% en septiembre (véase cuadro 10). Por el contrario, las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo aumentaron con mayor fuerza durante el segundo trimestre y se beneficiaron indirectamente del anuncio y la publicación del nuevo plan de acción del BCE durante el tercer trimestre, si bien en mucha menor medida que los tipos de la deuda pública, en los plazos inferiores a los cinco años (en más de 30 p.b. en el plazo de tres años, hasta el 5,5% y por encima de 10 p.b. en el de cinco años, hasta el 6,7%). Sin embargo, el tipo a diez años de la renta fija privada prosiguió su aumento durante el tercer trimestre y se situó en el 9,5% en septiembre.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado, financiero y no financiero, que mostraron un fuerte repunte desde finales del primer trimestre del año, comenzaron a descender en los últimos días del mes de julio, con particular intensidad desde principios de septiembre (véase gráfico 12). La prima de riesgo de las sociedades no financieras registraba valores históricos máximos a finales de junio, por encima de 510 p.b., aunque permanecía notablemente por debajo de los 710 p.b. de las entidades financieras. La evolución de la prima de riesgo de estas últimas se vio profundamente afectada por el incremento del efecto de retroalimentación entre los riesgos financiero y soberano tras la petición de asistencia financiera por el Gobierno español para las entidades de crédito domésticas. Los niveles alcanzados por la prima de riesgo de estas entidades a finales de julio fueron cercanos a los máximos históricos de noviembre de 2011, antes de la primera operación especial de financiación a tres años del BCE. A mediados de septiembre de 2012, la prima de riesgo de crédito de las entidades financieras se situaba en 510 p.b., frente a los 525 p.b. de finales de marzo, mientras que la de las sociedades no financieras disminuía por debajo de 290 p.b., frente al entorno de los 270 p.b. a finales de marzo.

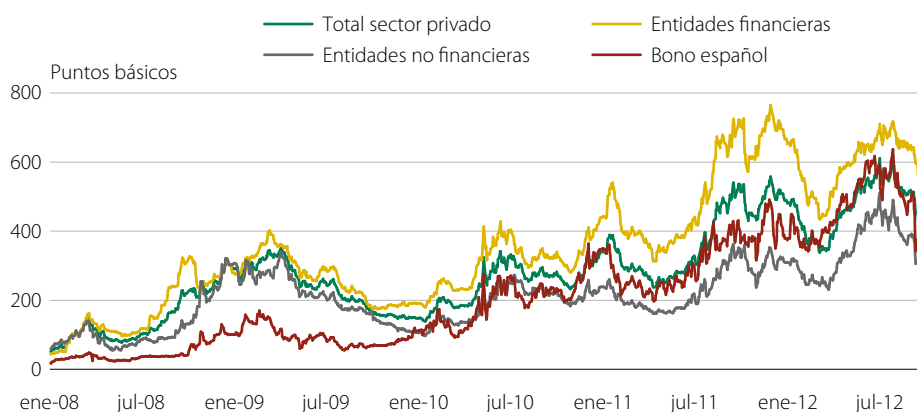
... dando lugar a un incremento sustancial de la prima de riesgo española que, no obstante, se reducía sensiblemente en septiembre.

Las rentabilidades de la deuda privada mostraron una evolución similar a las de la deuda pública, aunque con oscilaciones menores.

Las primas de riesgo del sector privado crecieron hasta máximos del año en los meses centrales del año, en línea con el incremento del riesgo soberano, y después disminuyeron con cierta intensidad.

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

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

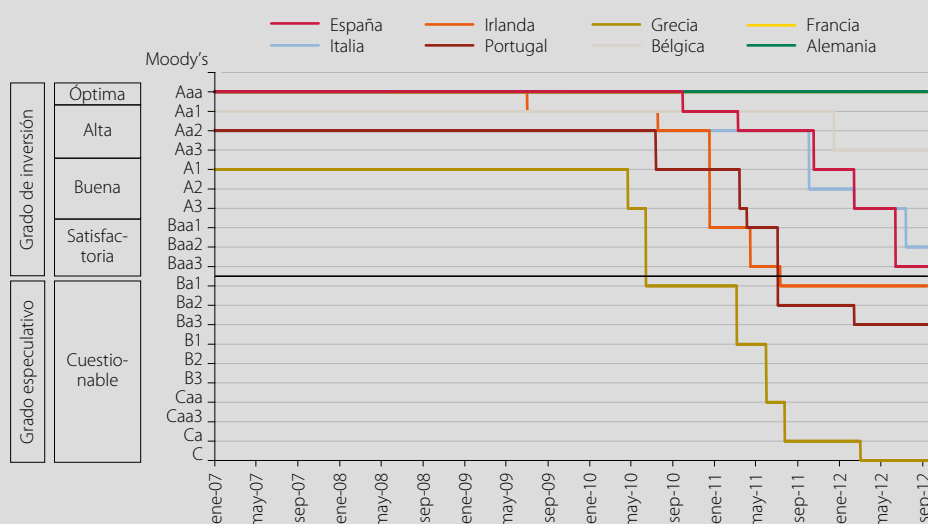
## El impacto de los descensos en la calificación crediticia de la deuda soberana: efectos «cascada»

RECUADRO 5

Desde finales de 2010 la calificación crediticia del Reino de España, que se situaba en el nivel de máxima calidad (AAA o Aaa, dependiendo de la agencia de calificación), ha sido rebajada en varias ocasiones, hasta alcanzar actualmente los niveles más reducidos del grado de inversión (*investment grade*). Como se aprecia en el gráfico R5.1, este fenómeno se ha producido también, incluso con mayor intensidad, en otras economías de la zona del euro.

## Evolución de los ratings soberanos en Europa

GRÁFICO R5.1



Fuente: Bloomberg. Calificación crediticia de Moody's sobre la deuda soberana a largo plazo en moneda local.

La transmisión del riesgo de crédito entre el sector público de la economía y el sector privado, fundamentalmente el sector financiero, es un fenómeno que ha

cochado una intensidad notable desde que comenzó la crisis, si bien la intensidad relativa, e incluso la dirección del contagio entre esos sectores, han variado a largo de los últimos años. En general, en el contexto internacional, al inicio de la crisis, era el sector financiero el que originaba el contagio de riesgo de crédito al resto de los sectores de la economía, mientras que en años recientes ha sido el sector público, particularmente en Europa, la principal fuente de contagio. Los canales de transmisión y retroalimentación entre el riesgo de crédito del sector público y el financiero son, fundamentalmente, los tres siguientes:

- (i) En primer lugar, el riesgo soberano se utiliza como base para el cálculo del riesgo financiero por parte de las agencias de calificación, es decir, se utiliza directamente como *input* para evaluar las calificaciones del resto de los sectores. De hecho, en términos generales, tras cada descenso de la calificación crediticia del Reino de España se han producido descensos en la calificación del resto de los emisores nacionales, sobre todo financieros<sup>1,2</sup>.
- (ii) En segundo lugar, el deterioro de la calidad crediticia de la deuda soberana española tiene un impacto negativo directo sobre los activos de las entidades financieras que conforman su exposición al sector público (cartera de deuda y crédito a las AAPP). En particular, el deterioro del *rating* de la deuda soberana limita la capacidad de las entidades de crédito para obtener financiación del Eurosistema y de los mercados interbancarios mediante la aportación de estos instrumentos como colateral.
- (iii) Finalmente, el deterioro de la calidad crediticia del sector financiero, que en el caso español guarda relación con el incremento de la morosidad y del volumen de activos problemáticos, también puede afectar a la calidad crediticia del sector público si los agentes anticipan la posibilidad de que se produzca algún tipo de asistencia financiera (o garantía) desde el sector público a las entidades financieras domésticas.

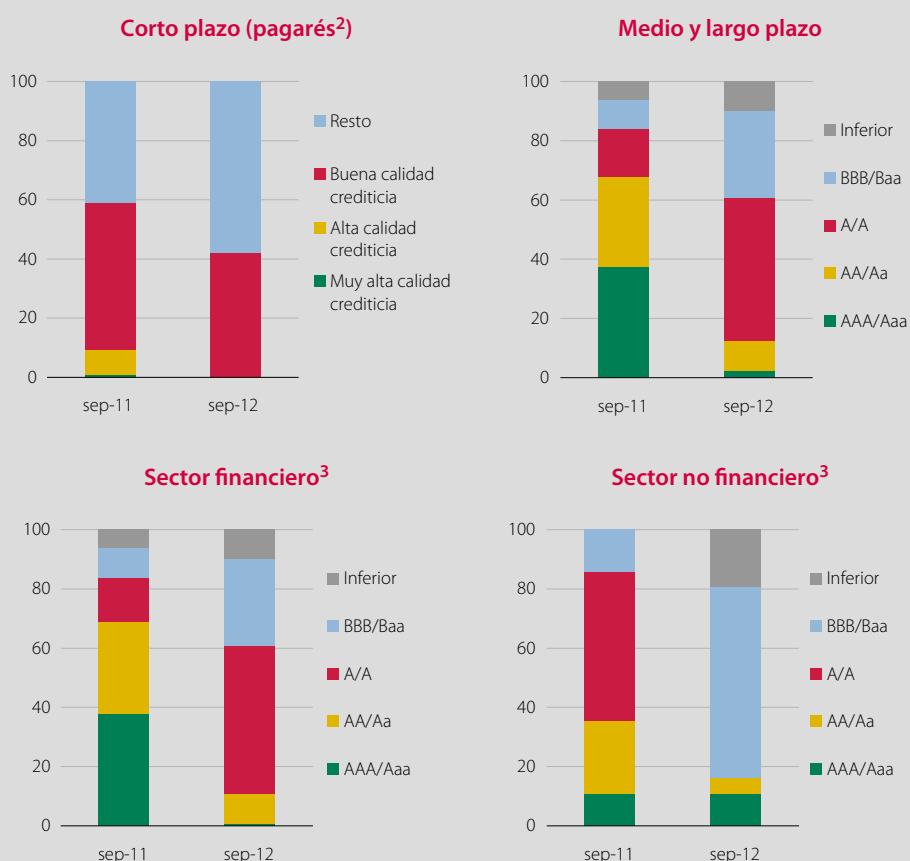
Los efectos en «cascada» del descenso de la calificación crediticia de la deuda soberana española sobre la deuda del sector privado de la economía se pueden observar en el gráfico R5.2. En relación con la deuda a corto plazo, teniendo en cuenta las emisiones vivas a mediados de septiembre de 2012, el porcentaje de las mismas con máxima y alta calidad (véase nota a pie 2 del gráfico R5.2), que representaban más del 9% en septiembre de 2011, era inexistentes un año después. En los plazos largos, la importancia relativa de la deuda de mayor calidad crediticia también se redujo de forma notable. En particular, el porcentaje de deuda de máxima y de elevada calidad (AAA/Aaa y AA/Aa, respectivamente) pasó del 69% al 13% en conjunto, mientras que la de la deuda de buena calidad (A) y la de la deuda de menor calidad dentro del conjunto de deuda con grado de inversión se incrementó desde el 26% hasta el 80%. El porcentaje de deuda con *rating* inferior a BBB/Baa (es decir, con grado especulativo) o sin *rating* aumentó ligeramente (desde el 6% hasta el 10%). Por tipo de instrumento se observa que las rebajas de *rating* han sido más intensas en las cédulas hipotecarias y en los bonos de titulización.

El descenso de la calidad crediticia de las emisiones tiene consecuencias tanto para los emisores como para los inversores. Para los primeros, la más obvia es el

empeoramiento de su capacidad para financiarse en los mercados de capitales<sup>3</sup>. Para los segundos, el descenso brusco en los *ratings*, además de afectar a la valoración de sus carteras, puede dificultar el desarrollo de determinadas estrategias de inversión. En particular, en el ámbito de los inversores institucionales (fondos de inversión, banca de inversión, seguros y fondos de pensiones) es relativamente frecuente el hecho de que sus mandatos o políticas de inversión establezcan la obligatoriedad de invertir en instrumentos financieros con una calificación crediticia mínima. El descenso brusco de los *ratings* puede dar lugar a un cierre significativo de posiciones en los instrumentos que hayan perdido esta calificación mínima. De hecho, los datos más recientes publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) muestran un descenso notable de la exposición de la banca mundial a instrumentos de deuda emitidos por los países más afectados por la crisis de deuda europea<sup>4</sup>.

### Distribución de las calificaciones de la deuda de las empresas españolas<sup>1</sup>

GRÁFICO R5.2



Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg y CNMV.

1 Datos de saldos vivos de deuda cotizados en AIAF a 15 de septiembre de 2012.

2 Muy alta: A-1+, F1+ o P-1 de S&P, Fitch o Moody's respectivamente. Alta: A-1 o F1 de S&P o Fitch. Buena: A-2 y A-3, F2 y F3 o P-2 y P-3 de S&P, Fitch o Moody's. Resto: *ratings* inferiores o emisores sin *rating*.

3 Deuda a medio y largo plazo.

En el caso de los fondos de inversión españoles, la CNMV publicó el 20 de julio de 2012 una comunicación que hacía referencia a este problema. En concreto, se indicaba que las modificaciones en la política de inversión del fondo que tengan



por finalidad ajustar las calificaciones crediticias de los activos de la cartera de renta fija, siempre que se respete un nivel mínimo de solvencia (coincidente con la del Reino de España), se mantengan los demás criterios de selección de activos y no se desvirtúe la finalidad ni la vocación del fondo de inversión, no se considerarán como una modificación sustancial de la política de inversión y, por tanto, no conllevarán el otorgamiento del derecho de separación o información al que se refiere el artículo 14 del Reglamento de la Ley 35/2003 de IIC. Sin embargo, la IIC sí que estaría obligada a comunicar un hecho relevante, conforme a un modelo proporcionado por la CNMV, y a recoger la modificación en el folleto y en los datos fundamentales del inversor (DFI) o el folleto simplificado (FS) en la siguiente actualización que haya de producirse por otras causas.

- 1 Cabe señalar que en el conjunto de entidades financieras domésticas, únicamente una muestra una calificación crediticia más elevada que la del Reino de España como consecuencia de la diversificación de su balance y de sus fuentes de ingresos y también de su menor exposición a la deuda soberana española.
- 2 Este fenómeno en cascada también ocurre en el ámbito internacional. Por ejemplo, el 13 de febrero de 2012 Moody's rebajó la calificación crediticia de la deuda soberana de nueve economías europeas y tres días después redujo la calificación de 114 instituciones financieras.
- 3 Véase BCE (2012), «Assessing the financing conditions of the euro area private sector during the sovereign debt crisis», en *Monthly Bulletin* (agosto).
- 4 Véase BIS (2012), *Quarterly Review* (septiembre), disponible en: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1209.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209.pdf)

La relajación de los tipos de interés de la deuda privada, especialmente en los plazos de uno a cinco años, durante el tercer trimestre de 2012, favoreció la colocación de deuda corporativa en estos vencimientos por parte de las entidades españolas. No obstante, algunas de estas entidades han mantenido una actividad emisora escasa desde marzo, en parte como consecuencia de las dos operaciones especiales de financiación a tres años del BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012, que contribuyeron notablemente a reducir los costes de financiación del conjunto de la economía durante el primer y parte del segundo trimestre del año. La mayor parte de las emisiones durante el tercer trimestre se concentraron en cédulas hipotecarias y pagarés de empresa (45% y 44% del total, respectivamente).

En los tres primeros trimestres de 2012 (con datos hasta el 15 de septiembre), las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 266.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 65% respecto al mismo periodo de 2011. Este comportamiento se debió al especial dinamismo en la emisión de pagarés, cédulas hipotecarias y bonos simples avalados por el Estado por parte de las instituciones financieras, que compensó la notable caída en la emisión de bonos de titulación.

Así, las emisiones de pagarés durante los tres primeros trimestres de 2012 superaron el importe emitido en el conjunto de 2011 situándose en 109.414 millones de euros, un 41% de las emisiones totales, 5 p.p. más que en 2011. Desde el último trimestre de 2011, las entidades financieras han utilizado de forma creciente su red de oficinas para la colocación de estos instrumentos.

Del mismo modo, las emisiones de cédulas hipotecarias en el periodo transcurrido de 2012 se situaron por encima de las registradas durante 2011 y alcanzaron los

*La actividad emisora de las entidades españolas en 2012 se ha concentrado en pagarés, en cédulas hipotecarias y en instrumentos de deuda avalados por el Estado...*

*...dando lugar a un incremento del 65% en el volumen de emisión total, hasta los 267 mil millones de euros.*

*Los pagarés concentraron el 41% de la emisión total,...*

*...las cédulas hipotecarias el 31,4%...*

83.850 millones de euros, suponiendo el 31,4% de las emisiones totales frente al 23,3% en 2011. Por su parte, las emisiones de cédulas respaldadas por préstamos a entes públicos, conocidas como cédulas territoriales, ascendieron a 8.974 millones de euros, un 3,4% del total emitido, frente a los 7.399 millones emitidos durante los tres primeros trimestres de 2011. La actividad emisora de estos últimos instrumentos durante el tercer trimestre fue muy débil en comparación con el mismo trimestre del año anterior, tendencia opuesta a la observada durante el primer semestre de 2012.

*...y los bonos el 18,4%. De estos, casi el 87% era avalado por el Estado.*

Las emisiones de bonos simples totalizaron 49.127 millones de euros en los tres primeros trimestres de 2012, un 18,4% de las emisiones totales y más del doble del volumen emitido en el conjunto de 2011 (20.192 millones). Esta evolución se debió principalmente a las emisiones de bonos avalados por el Estado, que concentraron el 86,8% de las emisiones totales de bonos simples, frente a los 7.363 millones emitidos en bonos con dicho aval en 2011. La mitad del importe emitido en bonos avalados por el Estado en el periodo transcurrido de 2012 se realizó en los días anteriores a la segunda operación especial de financiación a tres años del BCE, que tuvo lugar en el mes de febrero.

*La emisión de bonos de titulización cayó un 72% en el año...*

El importe emitido en bonos de titulización durante los nueve primeros meses del año fue de 12.615 millones de euros, un 72% inferior al volumen registrado en el mismo periodo de 2011. Cabe señalar que durante el segundo y el tercer trimestre de 2012 no se registró ninguna colocación entre inversores internacionales, en línea con la retención de la práctica totalidad de estos instrumentos por parte del originador o cedente doméstico.

*...mientras que la emisión de instrumentos de renta fija relacionados con el capital regulatorio fue prácticamente nula.*

Finalmente, en el ámbito de los instrumentos de renta fija relacionados con el capital regulatorio, no se registró ninguna emisión de bonos obligatoriamente convertibles en el tercer trimestre de 2012, frente a cierto dinamismo en su actividad emisora durante el primer semestre del año. Del mismo modo, no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes en el transcurso de 2012.

*Las emisiones de deuda en el exterior por parte de entidades españolas disminuyeron un 44% en los siete primeros meses del año.*

Por su parte, las emisiones de renta fija en el exterior por parte de las entidades domésticas hasta julio (último dato disponible) se situaron por debajo de 49.800 millones de euros, un 44% menos que en el mismo periodo de 2011. La actividad emisora durante el mes de julio fue muy reducida y se circunscribió a los pagarés (véase cuadro 11). No obstante, en el conjunto de los siete primeros meses del año, las emisiones a largo plazo continuaron suponiendo la mayor parte de las emisiones totales en el exterior (el 54%, frente al 43% hace un año).

registradas <sup>1</sup> en la CNMV	2008	2009	2010	2011	2012		
					I	II	III <sup>2</sup>
<b>Número de EMISIONES</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>349</b>	<b>356</b>	<b>117</b>	<b>99</b>	<b>44</b>
Cédulas hipotecarias	47	75	88	115	27	22	22
Cédulas territoriales	8	1	9	42	8	8	2
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	87	48	50	14
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	9	1	4	0
Bonos de titulización	108	76	36	48	15	2	1
Programas de pagarés	88	73	59	53	18	13	5
De titulización	2	2	2	2	0	0	0
Resto de pagarés	86	71	57	51	18	13	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	2	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>119.537</b>	<b>91.425</b>	<b>54.535</b>
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	67.227	26.000	33.350	24.500
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	22.334	3.200	4.100	1.674
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	20.192	31.305	15.231	2.591
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	7.126	1.128	1.592	0
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	68.413	9.195	1.535	1.884
Tramo nacional	132.730	77.289	62.743	62.796	7.810	1.535	1.884
Tramo internacional	2.522	4.362	518	5.617	1.385	0	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	311.738	191.342	97.586	103.501	48.708	35.617	23.886
De titulización	2.843	4.758	5.057	2.366	616	630	190
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	101.135	48.092	34.987	23.696
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.246	12.960	0	200	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	12.950	20.989	9.154	29.277	2.772	1.788	267
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	10	0	0	0
					2012		
<b>en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>37.524</b>	<b>10.094</b>	<b>2.223</b>
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	51.365	23.065	3.417	301
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	242	0	307	0
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	51.123	23.065	3.110	301
Bonos de titulización	464	0	300	0	0	0	0
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	68.677	14.458	6.678	1.922
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	68.677	14.458	6.678	1.922
De titulización de activos	425	108	248	322	0	27	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 15 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 financiero<sup>7</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre del año como consecuencia del mantenimiento de los reembolsos en estos productos de inversión.*

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 5,5% en el primer semestre de 2012 hasta situarse en 125.100 millones de euros, prolongando la tendencia a la baja que ha mostrado casi ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis (véase cuadro 13). Casi el 85% del descenso del patrimonio de los fondos de inversión tuvo su origen en el mantenimiento de los reembolsos netos efectuados por los participantes, que superaron los seis mil millones de euros en este periodo de tiempo (véase cuadro 12). Como en trimestres anteriores, las salidas de recursos más cuantiosas se produjeron en las categorías de renta fija (2.714 millones de euros) y en los fondos garantizados de renta variable (1.606 millones de euros). La rentabilidad de estos productos fue positiva en el primer trimestre del año y negativa en el segundo, como consecuencia del incremento de las tensiones en los mercados financieros domésticos en los meses centrales del año.

#### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2010	2011	2011			2012	
			II	III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-25.580,8</b>	<b>-10.838,6</b>	<b>-4.094,9</b>	<b>-2.683,5</b>	<b>-3.287,2</b>	<b>-1.652,4</b>	<b>-4.412,2</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-27.149,9	-10.428,5	-2.258,8	-1.229,8	-1.530,7	-727,0	-1.987,0
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1.417,0	-1.925,7	-374,8	-320,8	-449,6	-237,9	-264,5
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-90,0	-320,5	-100,7	-148,0	-74,8	-134,0	-131,5
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-696,9	152,0	70,5	53,3	47,9	-151,5	12,5
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.152,1	-816,9	-79,2	-520,7	-185,3	-13,9	-165,0
Gar. rta. fija	4.716,0	7.228,4	371,8	1.046,8	393,3	584,1	-540,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.500,1	-3.061,5	-1.095,3	-604,9	-565,2	-731,7	-874,6
Fondos globales	323,6	945,4	237,7	-59,2	-260,4	157,9	-73,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-790,3	-274,4	41,0	-104,0	-195,2	29,3	113,3
Retorno absoluto <sup>7</sup>	871,7	-2.336,9	-907,1	-796,2	-467,2	-427,7	-501,2

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

*De forma paralela se redujo el número de fondos...*

El número de fondos de inversión también siguió descendiendo con cierta intensidad en el primer semestre de 2012. A finales de junio, había un total de 2.255 fondos registrados, 55 menos que a finales de 2011 (36 fondos garantizados de renta variable y 29 de renta fija menos). De nuevo, las fusiones entre fondos originaron la mayor parte de esta caída.

<sup>7</sup> 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.

Número	2009	2010	2011	2011		2012	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.536</b>	<b>2.408</b>	<b>2.310</b>	<b>2.341</b>	<b>2.310</b>	<b>2.300</b>	<b>2.255</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	582	537	508	520	508	491	479
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	169	160	140	146	140	140	132
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	165	138	128	130	128	130	122
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	182	172	148	153	148	143	135
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	242	232	220	222	220	222	220
Gar. rta. fija	233	276	351	335	351	375	385
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	561	499	420	436	420	404	384
Fondos globales	187	192	203	204	203	200	198
De gestión pasiva <sup>7</sup>	69	61	59	59	59	64	75
Retorno absoluto <sup>7</sup>	146	141	133	136	133	131	125
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>170.547,7</b>	<b>143.918,2</b>	<b>132.368,6</b>	<b>134.033,7</b>	<b>132.368,60</b>	<b>131.994,5</b>	<b>125.120,7</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	84.657,2	56.614,6	46.945,5	48.228,6	46.945,50	45.101,8	42.837,8
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	8.695,5	7.319,0	5.253,6	5.715,8	5.253,60	5.686,9	5.430,9
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.879,6	3.470,5	2.906,1	2.897,5	2.906,10	3.234,2	3.040,3
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	6.321,6	5.356,8	4.829,2	4.610,8	4.829,20	4.815,6	4.516,5
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	5.902,4	8.037,3	6.281,2	6.028,4	6.281,20	6.813,2	6.373,7
Gar. rta. fija	21.033,4	26.180,2	35.058,0	34.241,7	35.058,00	36.677,0	35.421,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	25.665,8	22.046,5	18.014,5	18.699,9	18.014,50	17.408,5	15.943,0
Fondos globales	3.872,5	4.440,3	5.104,7	5.154,3	5.104,70	4.545,5	4.272,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>	3.216,6	2.104,8	1.986,2	2.060,0	1.986,20	2.053,9	2.190,9
Retorno absoluto <sup>7</sup>	7.303,0	8.348,1	5.989,7	6.396,8	5.989,70	5.657,8	5.093,9
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5.475.403</b>	<b>5.160.888</b>	<b>4.834.062</b>	<b>4.942.074</b>	<b>4.834.062</b>	<b>4.759.241</b>	<b>4.634.762</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.041.487	1.622.664	1.383.813	1.419.006	1.383.813	1.362.441	1.326.494
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	290.151	270.341	206.938	227.046	206.938	204.653	195.137
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	182.542	171.336	145.150	151.551	145.150	145.472	141.784
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	299.353	266.395	237.815	247.166	237.815	224.886	225.774
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	458.097	501.138	448.539	465.814	448.539	442.753	432.816
Gar. rta. fija	570.963	790.081	1.042.658	1.019.905	1.042.658	1.071.544	1.070.002
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1.188.304	1.065.426	912.298	946.448	912.298	874.249	832.332
Fondos globales	88.337	105.719	127.336	130.519	127.336	113.396	105.966
De gestión pasiva <sup>7</sup>	85.403	90.343	100.416	95.948	100.416	101.901	108.166
Retorno absoluto <sup>7</sup>	270.766	277.445	229.099	238.671	229.099	217.946	196.291
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>5,73</b>	<b>0,35</b>	<b>-0,08</b>	<b>-2,37</b>	<b>1,35</b>	<b>2,41</b>	<b>-1,75</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1,91	0,11	1,56	0,01	0,58	1,51	-0,47
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	6,85	-0,54	-1,34	-3,47	1,2	2,30	-1,55
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	16,47	-0,98	-5,64	-10,13	3,02	3,25	-2,90
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	32,41	-2,94	-11,71	-19,67	4,05	3,34	-6,34
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	37,28	14,22	-10,83	-15,70	7,53	8,91	-3,63
Gar. rta. fija	3,81	-0,67	3,28	1,28	0,71	2,48	-2,32
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	3,56	-1,79	0,14	-0,76	0,68	1,63	-2,43
Fondos globales	10,90	3,22	-4,64	-8,10	2,9	3,56	-1,23
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-	-2,36	-7,33	-13,94	4,11	1,97	-4,31
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-	1,53	-1,87	-2,71	0,93	1,68	-1,04

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 (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2009, 2010 y 2011. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... y de partícipes.

El número de partícipes en fondos de inversión se situó en 4.634.000 a mediados de año, lo que supone cerca de 200 mil partícipes menos que a finales de 2011. En línea con la evolución del patrimonio y del número de fondos, los mayores descensos en el número de partícipes a lo largo del primer semestre del año se produjeron en los fondos garantizados de renta variable (80 mil partícipes) y en los fondos de renta fija (57 mil partícipes). Únicamente los fondos garantizados de renta fija y, en menor medida, los fondos de gestión pasiva mostraron un aumento en el número de partícipes (27 mil y 7.700 respectivamente).

*La contracción de la industria continuó en julio, si bien la rentabilidad de estos productos se comportó favorablemente.*

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio apuntan a una cierta continuidad en estas tendencias. El patrimonio de los fondos de inversión seguiría descendiendo como consecuencia de los reembolsos efectuados. La revalorización de la cartera de los fondos relacionada con los repuntes de los precios de los instrumentos de renta variable en el tercer trimestre del año tendería a amortiguar parcialmente el efecto de las salidas de recursos en estos productos.

### Principales modificaciones del Reglamento de IIC

RECUADRO 6

Las novedades introducidas por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, que modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC) tienen origen en la transposición completa de la Directiva 2009/65/CE, denominada Directiva UCITS IV (cuya adaptación a la normativa española fue iniciada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre) y de sus disposiciones de desarrollo<sup>1</sup>. Las modificaciones más relevantes del Reglamento se exponen a continuación.

En relación a las SGIIC, se incorporan al derecho nacional los preceptos que aseguran el correcto funcionamiento del pasaporte europeo de la gestora, que permite que las gestoras españolas gestionen IIC domiciliadas en otros Estados Miembros y que IIC españolas sean gestionadas por sociedades de otros Estados Miembros. Las novedades, por tanto, van encaminadas a posibilitar dicha gestión transnacional y, al margen de algunas cuestiones técnicas, como la determinación de los elementos del acuerdo entre la gestora y el depositario, otro bloque de medidas tiene como objetivo homogeneizar los requisitos que deben cumplir las gestoras de los Estados Miembros para que estén sometidas a un régimen similar, en materia de gestión de riesgos, conflictos de interés, estructura organizativa y exigencia de recursos propios.

Por otra parte, el Reglamento finaliza la transposición de la Directiva 2009/65/CE, respecto a la notificación del pasaporte de IIC extranjeras, transponiendo también la Directiva 2010/44/UE (entre otros aspectos, en lo referente a la información que la CNMV debe poner a disposición del público en su página web relativa a la normativa no comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva y que afecta a la comercialización en España de IIC de otros Estados Miembros) e incluyendo una mención al cumplimiento con el Reglamento (UE) n.º 584/2010.

En el ámbito de las IIC principales y subordinadas, el Reglamento recoge las disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE y de la Directiva 2010/44/UE, que introducen como novedad fundamental la armonización de dichas estructu-

ras para permitir que la IIC principal y la IIC subordinada estén domiciliadas en diferentes Estados Miembros. Las principales modificaciones son:

- (i) Se define la figura de IIC principal, que no podrá ser ni un fondo ni una sociedad, y se introduce la obligación de que se identifique el carácter subordinado de una IIC en su reglamento o sus estatutos y, en el caso de IIC subordinadas, que se identifique, además, a su IIC principal.
- (ii) Se recoge un procedimiento específico de autorización de IIC subordinadas, de transformación de una IIC subordinada en IIC ordinaria y viceversa y de sustitución de la IIC principal, introduciendo, a su vez, nuevos documentos a presentar a la CNMV para obtener dicha autorización.
- (iii) Se modifica el porcentaje mínimo de inversión del patrimonio de la IIC subordinada en su IIC principal.
- (iv) Se modifican los activos en los que la IIC subordinada puede invertir la parte no invertida en su IIC principal.
- (v) Se describe el régimen de aplicación en caso de que la IIC principal se liquide, se fusione o se escinda y se recogen las diferentes alternativas que se ofrecen a las IIC subordinadas en estos casos.

Siguiendo un marco de actuación transnacional, las novedades más destacables introducidas por el nuevo Reglamento en lo relativo a fusiones de IIC son las siguientes:

- (i) La primera, y más importante, es la posibilidad de realizar fusiones transfronterizas entre los distintos Estados Miembros de la UE. La operación de fusión deberá ser autorizada por la autoridad competente del Estado Miembro de origen de la IIC absorbida, que centralizará toda la documentación y se encargará de informar a la autoridad competente del Estado Miembro de origen de la IIC beneficiaria (absorbente). Esta última solo tendrá que evaluar si la información que se va a proporcionar sobre la fusión a los partícipes y accionistas de la IIC beneficiaria (absorbente) es adecuada.
- (ii) Asimismo, cabe reseñar que el nuevo RIIC amplía el ámbito de aplicación de las directivas 65/2009 y 44/2010, estableciendo un régimen único de fusiones que se extiende a las fusiones entre IIC nacionales sin pasaporte comunitario e independientemente de su forma jurídica, ya sean fondos o sociedades.
- (iii) Otra de las novedades destacables del nuevo RIIC radica en el hecho de detallar de forma exhaustiva el contenido de la información que debe ser facilitada a los partícipes y accionistas una vez autorizada la fusión. Con ello se pretende que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la incidencia de la fusión en sus inversiones y el ejercicio de sus derechos.
- (iv) Por último, se incluye una excepción a la normativa mercantil, al eliminarse la obligación de nombrar un experto independiente para que emita un informe sobre el proyecto de fusión cuando la IIC resultante sea un fondo de inversión.

Otro de los objetivos del nuevo Reglamento es reforzar la protección al inversor. En este sentido, la Directiva 2009/65/CE, que entró en vigor el 1 de julio de 2011, incluye como una de sus principales novedades la exigencia del documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI), en sustitución del anterior folleto simplificado. El DFI supone la armonización, a nivel europeo, del documento que recoge aquellos datos fundamentales de las UCITS que un inversor necesita conocer para poder adoptar una decisión fundada sobre su inversión, presentado en un formato conciso y claro. Al objeto de adaptar la normativa a la Directiva 2009/65/EC, en octubre de 2011 se modificó el contenido de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) mediante la Ley 31/2011, de 4 de octubre, que hizo extensiva la exigencia del DFI a todas las IIC españolas, tanto armonizadas como no armonizadas.

Por último, se aprovecha esta modificación del Reglamento de IIC para introducir una serie de mejoras técnicas y de flexibilización de trámites o procedimientos administrativos. Por el lado de las mejoras técnicas se aclaran, entre otros, los elementos diferenciadores de las clases de participaciones en los fondos de inversión, o el cómputo de los plazos de resolución de las autorizaciones, y se adapta la redacción de varios artículos a otras novedades normativas.

Por otro lado, se apuesta por una simplificación de los procedimientos, al objeto de agilizar la tramitación de los expedientes administrativos, sin que ello suponga una merma en la protección del inversor. En la disolución y liquidación de fondos de inversión se eliminan determinadas obligaciones de publicación en diarios, siendo sustituidas por un hecho relevante y, en su caso, la publicación en la web de su gestora. Asimismo, se habilita a la CNMV para que, de forma justificada, pueda eximir de la presentación de alguna documentación que por su escasa relevancia no aporte ninguna protección a los inversores. También se simplifican y racionalizan otras obligaciones de publicidad, como en el supuesto de sustitución de gestora o de cambio de control.

1 En particular, la Directiva 2010/44/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación y la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, en lo que se refiere a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

*Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguieron mejorando en el primer semestre del año.*

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del primer semestre de 2012, tanto en términos absolutos como relativos. Así, como se observa en el cuadro 14, el volumen de activos de liquidez reducida pasó de 7.461 millones de euros en diciembre de 2011 a 6.448 millones de euros, lo que supone un descenso superior a los mil millones de euros. En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 5,6% del patrimonio total de los fondos en diciembre de 2011 al 5,2% en junio de 2012. Cabe señalar el cambio sustancial de la composición de los activos de liquidez reducida, cuyo grueso se ha desplazado desde los instrumentos con mayor calificación crediticia (AAA/AA) hasta los instrumentos con calificación inferior a AA, como consecuencia del efecto de cascada que ha tenido la rebaja de la calificación de la deuda soberana española sobre la deuda del sector privado (véase recuadro 5 de este informe).



Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-11	mar-12	jun-12	dic-11	mar-12	jun-12
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	2.195	521	466	23%	31%	24%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	3.448	5.268	4.443	18%	20%	19%
Renta fija no financiera	164	121	165	6%	4%	6%
Titulizaciones	1.654	1.488	1.374	52%	53%	50%
Titulización AAA	383	75	65	92%	95%	95%
Resto titulizaciones	1.271	1.413	1.309	46%	52%	49%
<b>Total</b>	<b>7.461</b>	<b>7.398</b>	<b>6.448</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>			

Fuente: CNMV.

### Propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC sobre UCITS

RECUADRO 7

Con fecha 3 de julio de 2012, la Comisión Europea adoptó una nueva propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/EC, que regula las normas que han de seguir las instituciones de inversión colectiva a efectos de poder gozar de un pasaporte comunitario y ser comercializadas en cualquier país de la Unión Europea. Las IIC reguladas por esta directiva reciben la denominación de «organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios» (*undertakings for collective investment in transferable securities*, UCITS).

La propuesta de la Comisión Europea pretende introducir cambios en la Directiva, fundamentalmente en tres aspectos: (i) regular de manera detallada las funciones asignadas al depositario de las UCITS y su régimen de responsabilidades, (ii) introducir normas sobre la política de remuneración de los empleados que prevengan la asunción de riesgos excesivos y (iii) armonizar las normas relativas a las sanciones administrativas que los supervisores pueden aplicar en caso de infracciones de la normativa.

La regulación referida al depositario existente en la actual Directiva sobre UCITS establece principios muy genéricos, lo que ha dado lugar a amplias diferencias en el régimen de responsabilidad de aquellos, como se puso de manifiesto, en particular, tras el fraude Madoff. Por este motivo, se propone regular de manera detallada las funciones del depositario, su régimen de responsabilidad y sus deberes en la selección de subcustodios. Principalmente, los cambios propuestos son los siguientes:

- Se debe designar mediante contrato escrito a un único depositario para cada UCITS, que podrá ser, bien una institución de crédito, bien una empresa de servicios de inversión (ESI) que cumpla los requisitos de capital de la Directiva 2006/49/EC y que preste el servicio de custodia y administración de instrumentos financieros.

- Respecto a la custodia, se diferencian dos tipos de activos: los activos sujetos a custodia en sentido estricto y otros tipos de activos sobre los que se debe verificar la propiedad y mantener actualizado un registro. El depositario será responsable de la pérdida de un activo bajo su custodia (en sentido estricto), excepto en el caso de que pueda probar que se ha debido a una causa externa fuera de control. Esta responsabilidad no se verá afectada por la delegación de funciones.
- El depositario podrá delegar la función de custodia si existe una razón objetiva y lleva a cabo un proceso de *due diligence* en la designación del subcustodio y un control posterior. Además, se establecen criterios de aptitud para ser subcustodio.
- Respecto a la función de supervisión de la actuación de la gestora, el depositario debe asegurarse de que el valor liquidativo de la institución está calculado correctamente y de que las suscripciones y reembolsos se han efectuado conforme a las normas nacionales. Por otro lado, deberá supervisar todos los movimientos de las cuentas de efectivo de una IIC. El depositario no podrá delegar en terceros estas funciones de supervisión.

Al igual que en otros ámbitos del sector financiero, se proponen políticas de remuneración en el ámbito de las IIC que eviten la toma de riesgos excesivos e inconsistentes con las políticas de inversión asumidas por estos vehículos. En este sentido se propone que las gestoras estén obligadas a establecer políticas de remuneración que sean consistentes y promuevan una gestión eficiente del riesgo. La política de remuneración se aplicará a todo el personal que desarrolle funciones que puedan tener un impacto en los perfiles de riesgo de las IIC o de la gestora. Asimismo, se deberá informar a los inversores, en el informe anual, sobre dichas políticas de remuneración.

Por último, a raíz del análisis realizado por la Comisión Europea sobre el régimen sancionador relativo a IIC existente en los distintos Estados Miembros, se han detectado ciertas divergencias y debilidades en los diferentes países. Por ello se proponen unos estándares mínimos de armonización de los regímenes sancionadores nacionales para asegurar que las sanciones sean efectivas, proporcionadas y disuasorias. Asimismo, se establece una lista común de infracciones y se detallan las posibles sanciones y medidas que las autoridades nacionales podrán aplicar.

## IIC inmobiliarias

*Las IIC inmobiliarias continúan su actividad en un entorno complejo...*

Las IIC inmobiliarias continuaron operando en un entorno complejo. A mediados de 2012, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2011. De ellos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) permaneció en ocho en el primer semestre de 2012.

*...caracterizado por descensos tanto en el patrimonio como en el número de partícipes en los FII...*

En relación con los FII, cabe señalar que tanto su patrimonio como su número de partícipes siguieron contrayéndose en la primera mitad de 2012. En particular, el patrimonio se redujo un 2,4%, hasta los 4.386 millones de euros, y el número de

participes disminuyó un 6,8%, hasta los 27.716 (véase cuadro 15). Como en trimestres anteriores, una parte mayoritaria del patrimonio de los FII continuaba en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora<sup>8</sup>. La rentabilidad de los FII, por su parte, continuó siendo negativa, como venía sucediendo desde 2009, aunque los retrocesos experimentados durante el primer semestre de 2012 no fueron tan intensos como en años anteriores.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	
					III	IV	I	II
<b>FONDOS</b>								
Número <sup>1</sup>	9	8	7	6	6	6	6	6
Participes	97.390	83.583	75.280	29.735	31.412	29.735	29.754	27.716
Patrimonio (millones de euros)	7.407	6.465	6.116	4.495	4.597	4.495	4.447	4.386
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-3,24	-1,03	-0,93	-0,85	-1,23
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	9	8	8	8	9	8	8	8
Accionistas	937	928	943	943	944	943	939	939
Patrimonio (millones de euros)	372	309	322	313	1663	313	311	301

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

Por su parte, el patrimonio de las SII descendió un 3,8% entre enero y junio de 2012 hasta los 301 millones de euros, mientras que el número de participes se mantuvo prácticamente estable.

...y en las SII.

## IIC de inversión libre

La evolución más reciente de las IIC de inversión libre a lo largo de los últimos meses muestra tendencias similares a las observadas en ejercicios anteriores y que se caracterizan, fundamentalmente, por el diferente comportamiento entre las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), en retroceso, y las IIC de inversión libre (fondos puros), en expansión.

La evolución más reciente de las IIC de inversión libre continuó siendo divergente entre las IIC de IIC de inversión libre,...

Ambos tipos de vehículos de inversión, que comenzaron a registrarse a finales de 2006, mostraron un crecimiento significativo en sus magnitudes principales hasta mediados del año 2008, cuando comenzaron a experimentar un cierto retroceso asociado a la crisis financiera. Desde los mínimos marcados en marzo de 2009, la evolución de los dos tipos de IIC de inversión libre ha sido heterogénea. Las IIC de IIC de inversión libre, más afectadas por la crisis por diferentes motivos, no han llegado a recuperar ni el volumen de patrimonio ni el número de participes de mediados de 2008. De hecho, a mediados de 2012, el patrimonio de estas instituciones se situaba en 560 millones de euros, una cifra un 8,4% inferior a la de finales de 2011 y muy alejada de los 1.427 millones de mediados de 2008. El número de participes

...cuyo patrimonio y participes retrocedía en los meses centrales del año y un número significativo de instituciones se encontraba en proceso de liquidación, y...

8 Más del 84%, con datos de mayo.

de estas instituciones ascendía a 3.576 en el segundo trimestre de 2012, frente a los 4.043 de finales de 2011 y cerca de 9.800 de junio de 2008. El número de instituciones registradas ascendía a 26, si bien una parte relevante de ellas se encontraba en proceso de liquidación.

*...las IIC de inversión libre, que seguían mostrando una senda expansiva desde los mínimos de marzo de 2009 en sus magnitudes principales.*

Por el contrario, el patrimonio y el número de partícipes de las IIC de inversión libre han mostrado una tendencia creciente, con algunos altibajos, tras los mínimos registrados en marzo de 2009. A mediados de 2012, el patrimonio agregado de estas instituciones ascendía a 782 millones de euros, lo que supone un 7,1% de crecimiento respecto a la cifra de finales de 2011. El número de partícipes pasó de 2.045 a 2.113 en estos mismos periodos.

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

CUADRO 16

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	
					III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número <sup>1</sup>	40	38	28	27	27	27	26	26
Partícipes	8.151	5.321	4.404	4.043	4.046	4.043	3.592	3.576
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	611,2	617,4	611,2	568,0	560,1
Rentabilidad (%)	-17,8	7,85	3,15	-1,70	-1,50	0,85	1,15	-0,24
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número <sup>1</sup>	24	29	33	36	36	36	36	35
Partícipes	1.589	1.917	1.852	2.045	2.057	2.045	2.077	2.113
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	729,8	703,9	729,8	775,3	781,8
Rentabilidad (%)	-4,82	14,94	5,37	-2,60	-6,81	2,16	3,66	-0,61

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta abril de 2012. La rentabilidad corresponde al mes de abril.

### IIC extranjeras comercializadas en España

*El volumen de inversión de las IIC extranjeras se incrementó un 15% en el primer semestre de 2012.*

Tras el fuerte descenso del año 2011, el volumen de inversión de las IIC extranjeras creció de forma notable en los primeros meses de 2012. Entre diciembre de 2011 y junio de 2012, el patrimonio correspondiente a IIC extranjeras aumentó un 15%, hasta situarse por encima de los 34.500 millones de euros. El número de inversores también se incrementó, si bien a un ritmo más moderado, el 3,6%, hasta quedar cerca de los 790 mil.

### Perspectivas

*Las perspectivas sobre la industria de IIC son complejas, debido a la disminución de la inversión de los hogares y la competencia de otros productos financieros.*

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica presentan un grado elevado de incertidumbre como consecuencia del descenso del volumen de inversión de los hogares en activos financieros, limitado por la evolución de su renta disponible en el contexto de la crisis, y del incremento de la competencia de otros productos de inversión de riesgo reducido, como los pagarés o determinados instrumentos de deuda pública, que están ofreciendo rentabilidades

muy atractivas. En términos organizativos es posible que el proceso de reestructuración de las entidades de crédito españolas, que gestionan y comercializan una parte mayoritaria del patrimonio de los fondos de inversión, continúe teniendo un cierto impacto sobre la estructura de las SGIIC y sobre su oferta de productos.

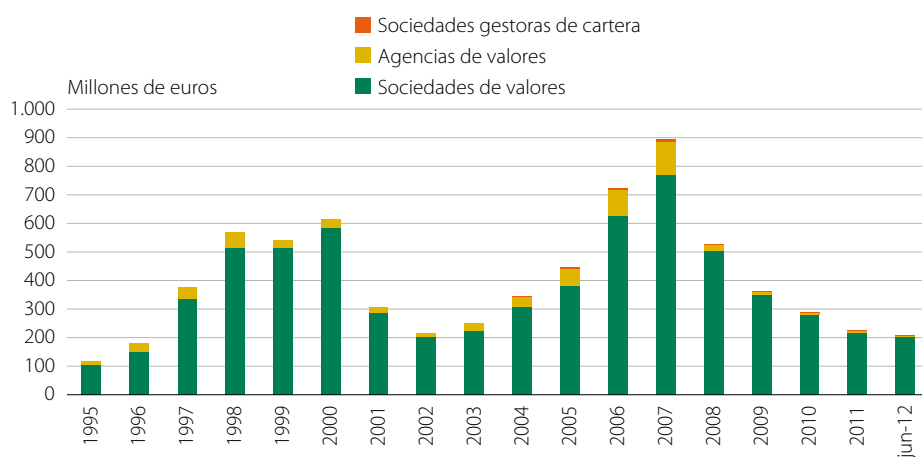
## 4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre de 2012, como en ejercicios anteriores, continuó profundamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos que siguieron erosionando de forma sustancial los ingresos derivados de las principales líneas de negocio de estas entidades. En este marco, se observó un retroceso notable de los beneficios agregados del sector y un incremento relevante del número de entidades en pérdidas. Por el contrario, las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas.

*La actividad de las empresas de servicios de inversión siguió viéndose severamente afectada por las tensiones presentes en los mercados financieros.*

### Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2012 anualizados.

En el caso de las **sociedades de valores (SV)**, el beneficio agregado antes de impuestos durante los seis primeros meses de 2012 ascendió a 100,6 millones de euros, un 33% menos que en el mismo periodo de 2011. La disminución del beneficio de estas entidades estuvo asociada tanto al empeoramiento del margen bruto como a la escasa reducción de los gastos de explotación (véase cuadro 17). En relación al margen bruto, que cayó un 16,2% hasta los 303 millones de euros, cabe señalar el descenso notable de su partida más relevante, los ingresos percibidos por comisiones<sup>9</sup> (21%) y el comportamiento heterogéneo del resto de sus componentes. Así, los resultados netos de las inversiones por cuenta propia de las SV mejoraron notablemente en el segundo trimestre de 2012, alcanzando los 92,4 millones de euros (más del doble de la cifra de 2011), mientras que el margen de intereses se contrajo un 38,4% y las pérdidas por diferencias de cambio netas se incrementaron sensiblemente.

*El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 33% debido al notable descenso de sus ingresos por comisiones.*

9 Del -14,8% en términos netos.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-11	jun-12	% var.	jun-11	jun-12	% var.	jun-11	jun-12	% var.
1. Margen de intereses	52.973	32.651	-38,4	1.144	946	-17,3	293	390	33,1
2. Comisiones netas	275.520	234.842	-14,8	50.423	46.665	-7,5	3.840	3.832	-0,2
2.1. Comisiones percibidas	419.375	331.330	-21,0	57.899	53.625	-7,4	9.123	8.864	-2,8
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	285.047	200.721	-29,6	19.345	17.993	-7,0	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.830	4.089	44,5	1.181	1.620	37,2	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.887	10.091	-7,3	191	311	62,8	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	7.911	6.881	-13,0	6.760	5.487	-18,8	8.323	8.115	-2,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	37.047	23.684	-36,1	2.634	2.445	-7,2	800	749	-6,4
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	184	25	-86,4	538	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	4	6	50,0	13	14	7,7	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	31.359	23.113	-26,3	11.097	9.881	-11,0	0	0	-
2.1.9. Otras	44.104	62.720	42,2	16.141	15.874	-1,7	0	0	-
2.2. Comisiones satisfechas	143.855	96.488	-32,9	7.476	6.960	-6,9	5.283	5.032	-4,8
3. Resultado de inversiones financieras	38.782	92.439	138,4	-54	786	-	233	-52	-
4. Diferencias de cambio netas	-5.344	-61.398	-1.048,9	-225	25	-	-14	23	-
5. Otros productos y cargas de explotación	171	5.043	2.849,1	-1.081	-978	9,5	-5	25	-
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>362.102</b>	<b>303.577</b>	<b>-16,2</b>	<b>50.207</b>	<b>47.444</b>	<b>-5,5</b>	<b>4.347</b>	<b>4.218</b>	<b>-3,0</b>
6. Gastos de explotación	212.791	205.085	-3,6	43.433	43.785	0,8	3.616	3.528	-2,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.538	5.705	-12,7	1.209	1.022	-15,5	54	53	-1,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-1	501	-	-3	45	-	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>142.774</b>	<b>92.286</b>	<b>-35,4</b>	<b>5.568</b>	<b>2.592</b>	<b>-53,4</b>	<b>677</b>	<b>637</b>	<b>-5,9</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	8.100	8.348	3,1	275	129	-53,1	0	0	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>150.874</b>	<b>100.634</b>	<b>-33,3</b>	<b>5.843</b>	<b>2.721</b>	<b>-53,4</b>	<b>677</b>	<b>637</b>	<b>-5,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	29.472	22.174	-24,8	554	361	-34,8	187	200	7,0
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>121.402</b>	<b>78.460</b>	<b>-35,4</b>	<b>5.289</b>	<b>2.360</b>	<b>-55,4</b>	<b>490</b>	<b>437</b>	<b>-10,8</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>121.402</b>	<b>78.460</b>	<b>-35,4</b>	<b>5.289</b>	<b>2.360</b>	<b>-55,4</b>	<b>490</b>	<b>437</b>	<b>-10,8</b>

Fuente: CNMV.

Los beneficios de las agencias de valores, fueron históricamente reducidos, ya que el margen bruto cubre con escasa holgura los gastos de explotación,...

Las **agencias de valores**, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 2,7 millones de euros durante los primeros seis meses del año, menos de la mitad de lo que alcanzaron en junio de 2011 (5,8 millones). Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en términos netos, que suponen más del 98% del margen bruto agregado, descendieron un 7,5% hasta los 46,7 millones de euros. A pesar del ajuste de los gastos de explotación que han efectuado las AV a lo largo de los últimos ejercicios, el descenso del margen bruto de estas entidades ha sido de tal intensidad que apenas cubre el nivel de estos gastos (47,4 millones de euros frente a 43,8 millones de euros), dando lugar a la profunda caída de los beneficios ya comentada.

...mientras que los de las sociedades gestoras de cartera cayeron con menos intensidad por la relativa estabilidad de sus ingresos por comisiones.

Finalmente, las **sociedades gestoras de cartera** tuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 637 mil euros durante el primer semestre de 2012, un 5,9% menos que en el primer semestre de 2011. El margen bruto agregado descendió un 3% hasta los 4,2 millones de euros, como consecuencia de las pérdidas registradas por operaciones financieras. Los ingresos netos por comisiones, que conforman la

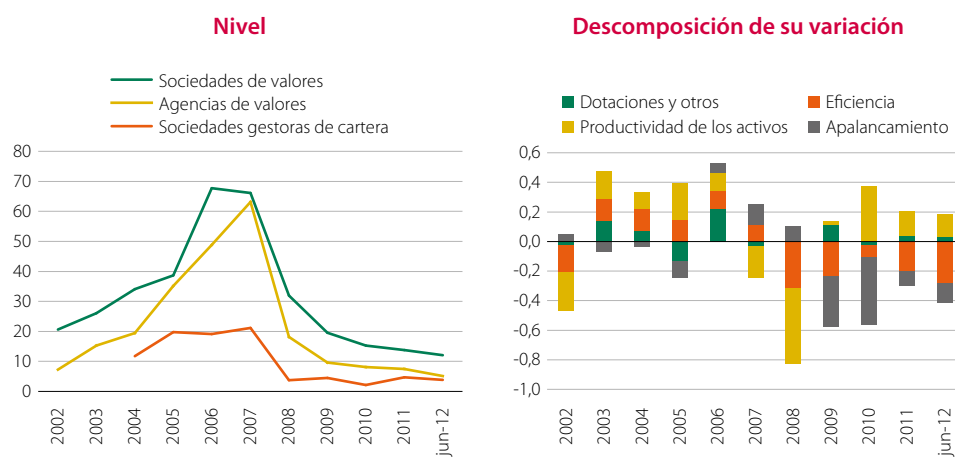
partida más cuantiosa del margen bruto, permanecieron relativamente estables en 3,8 millones de euros. Los gastos de explotación cayeron un 2,4% hasta los 3,5 millones de euros.

En línea con la tendencia de los resultados acumulados en los primeros seis meses de 2012, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto del sector se redujo desde el 15% hasta el 11,6%. Por tipo de entidad, se observó que la rentabilidad de las sociedades de valores descendió cerca de tres puntos porcentuales, hasta el 12%, y la de las agencias de valores más de cinco puntos, hasta el 5,2%. La rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera se mantuvo relativamente estable en el 3,8%. En relación a la descomposición de la variación de la rentabilidad de las ESI en el primer semestre de 2012, cabe señalar el mantenimiento de las tendencias de los ejercicios 2010 y 2011, aunque con algunos cambios en la intensidad de sus componentes. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 14, el impacto positivo del incremento de la rentabilidad de los activos y de las dotaciones sobre el ROE no fue suficiente para contrarrestar el impacto negativo derivado de la pérdida de eficiencia de las entidades y, en menor medida, del descenso del apalancamiento<sup>10</sup>.

*La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) del sector se redujo desde el 15% hasta el 11,6%, en línea con la moderación de los beneficios...*

## ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

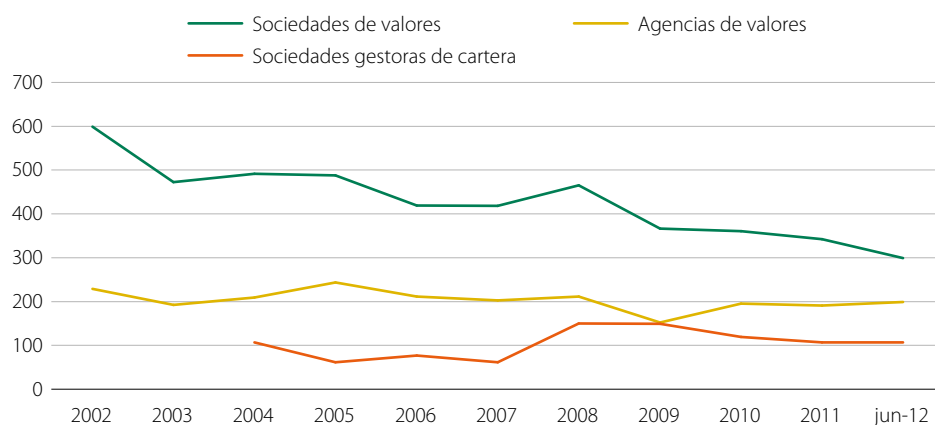
En este marco, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) creció de forma sensible en el primer semestre del año hasta 38 (30 en junio de 2011 y 31 en diciembre de 2011). Por tipo de entidad, el número de ESI en pérdidas a mediados de 2012 ascendía a doce en el caso de las SV (13 en junio de 2011), a 23 en el caso de las AV (16 en junio de 2011) y a tres en el caso de las SGC (una en junio de 2011). El volumen de las pérdidas acumuladas por estas entidades ascendió a 12,8 millones de euros, lo que supone un incremento del 38% en términos interanuales.

*...mientras que el número de entidades en pérdidas se incrementó desde 30 hasta 38.*

10 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 trimestral* de la CNMV, trimestre I de 2008.

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

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

*A pesar del ligero descenso de los márgenes de solvencia de las ESI en los últimos años, el nivel de recursos propios de estas entidades continuaba siendo ampliamente superior al exigido.*

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias en el primer semestre de 2012, a pesar de la tendencia descendente del margen de solvencia de los últimos años. Así, como se puede apreciar en el gráfico 15, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores a mediados de 2012 era tres veces superior al exigido (3,9 en junio de 2011). Por su parte, las agencias de valores mostraban un exceso de recursos propios dos veces superior al requerido por la normativa de solvencia, el mismo nivel que un año antes. Finalmente, el exceso de recursos propios de las sociedades gestoras de cartera, que era de una magnitud similar a la de los recursos propios exigidos, se mantuvo estable respecto a las cifras de mediados de 2011. Al cierre del primer semestre de 2012 había una entidad (AV) con déficit de recursos propios<sup>11</sup>.

*La expansión del segmento de EAFI continuó en 2012 tanto en número de entidades como de contratos asesorados, pero retrocedió el volumen de patrimonio asesorado por ellas...*

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó siendo intensa, ya que a finales del primer semestre de 2012 había 97 entidades registradas en la CNMV, 33 de las cuales se habían dado de alta en los últimos doce meses. Las turbulencias presentes en los mercados financieros hicieron, no obstante, que la evolución de sus principales magnitudes no fuera tan dinámica como a priori cabría esperar a partir de la evolución del número de estas instituciones. En particular, el número de contratos de asesoramiento creció un 3,6%, hasta los 3.279, mientras que el volumen del patrimonio asesorado se redujo un 11%, hasta los 14.664 millones de euros. La disminución del volumen de patrimonio asesorado tuvo su origen en la caída del patrimonio de los clientes profesionales (un 16%, hasta los 12.205 millones de euros), en contraposición con el crecimiento registrado en el patrimonio de los clientes minoristas, del 27%, hasta los 2.415 millones de euros. En consecuencia, la importancia relativa del patrimonio de estos últimos en el negocio de las EAFI se incrementó desde el 11,5% hasta el 16,5%.

<sup>11</sup> La entidad, no obstante, ha presentado un plan de fusión con otra entidad del grupo que resolverá este incumplimiento.



	2009	2010	2011	2011		2012	% var. Año
				S-1	S-2	S-1	
Importes en miles de euros							
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>16</b>	<b>52</b>	<b>82</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>97</b>	<b>51,6</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>1.410.985</b>	<b>15.802.743</b>	<b>16.033.109</b>	<b>16.498.265</b>	<b>16.033.109</b>	<b>14.663.856</b>	<b>-11,1</b>
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.894.771	2.181.943	2.415.002	27,5
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	14.501.823	13.831.973	12.205.216	-15,8
Otros	0	92.453	19.193	101.671	19.193	43.638	-57,1
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>1</sup></b>	<b>317</b>	<b>2.431</b>	<b>3.677</b>	<b>3.158</b>	<b>3.677</b>	<b>3.279</b>	<b>3,8</b>
Clientes minoristas	293	2.345	3.542	3.037	3.542	3.099	2,0
Clientes profesionales	24	79	126	109	126	164	50,5
Otros	0	7	9	12	9	16	33,3
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>	<b>3.183</b>	<b>20.745</b>	<b>31.053</b>	<b>14.131</b>	<b>31.053</b>	<b>13.940</b>	<b>-1,4</b>
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	14.080	30.844	13.855	-1,6
De clientes	2.776	17.132	26.037	11.720	26.037	11.668	-0,4
De otras entidades	407	3.497	4.807	2.360	4.807	2.186	-7,4
Otros ingresos	0	116	209	51	209	85	66,7
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.500</b>	<b>10.057</b>	<b>12.184</b>	<b>10.444</b>	<b>12.184</b>	<b>13.098</b>	<b>25,4</b>
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.386	3.895	4.328	27,8
Reservas y remanentes	36	242	950	2.889	950	5.904	104,4
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	421	6.801	7.338	4.169	7.338	2.866	-31,3

Fuente: CNMV.

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en el primer semestre del año ascendieron a 13,9 millones de euros, un 1,4% menos que en el mismo periodo del año anterior. El resultado neto de las EAFI acumulado hasta junio se situaba en 2,9 millones de euros, un 31% menos que en junio de 2011.

*...y, en consecuencia, los beneficios agregados de estas entidades.*

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo muy complejas como consecuencia de las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos, que están incidiendo notablemente en los ingresos percibidos por la tramitación de órdenes, por la emisión y colocación de valores en el mercado, y, también por el fuerte deterioro de la industria de inversión colectiva. Aunque algunas líneas de negocio como, por ejemplo, el asesoramiento financiero, se han visto menos afectados por las turbulencias de los mercados, lo cierto es que a corto plazo no se espera una mejoría clara en la evolución de estas entidades, que, además, pueden verse inmersas en un cierto proceso de reorganización como consecuencia del periodo de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español.

*Las perspectivas para las ESI, altamente complejas, no mejorarán hasta que se reduzcan las tensiones presentes en los mercados financieros domésticos.*

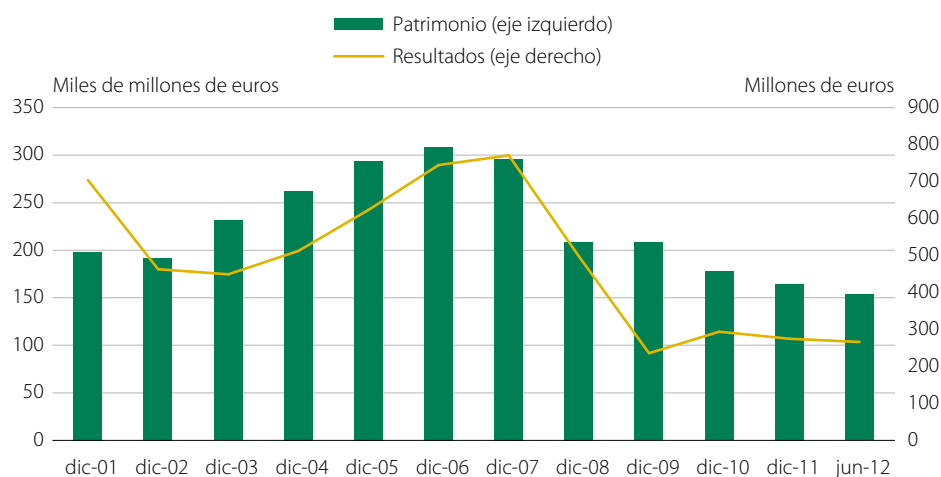
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

Durante el primer semestre de 2012, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 6,4%, hasta situarse en 154 mil millones de euros. Como se observa en el gráfico 16, el patrimonio bajo gestión de estas entidades no ha dejado de descender desde los primeros años de la crisis, si bien su contracción ha tendido a suavizarse. Con todo, el sector ha perdido cerca de un 50% de su patrimonio (en términos nominales) desde el año 2006, cuando superaba los 300 mil millones de euros al año.

*Durante el primer semestre de 2012, el patrimonio gestionado por las SGIIC descendió un 6,4% hasta los 154 mil millones de euros...*

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

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2012 ha sido anualizado.

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

La evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados de estas entidades a lo largo del primer semestre del año se mostró en línea con la ligera tendencia descendente del patrimonio bajo gestión. Así, los ingresos por comisiones de gestión de IIC de las SGIIC ascendieron a 1.479 millones de euros (anualizados), un 5,7% menos que en 2011, y los beneficios agregados antes de impuestos (anualizados) ascendieron a 266 millones de euros, lo que supone un descenso del 3% respecto a la cifra de 2011. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector se mantuvo relativamente estable en el 20%. El número de entidades en pérdidas se incrementó levemente, desde 32 en diciembre de 2011 hasta 34 en junio de 2012, y el volumen de las mismas permaneció estable, en valores algo superiores a los once millones de euros (en términos 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 (%) <sup>1</sup>
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	164.125	1.479	0,90	66,6
jun-12 <sup>2</sup>	153.587	1.394	0,91	65,1

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.

Como en periodos anteriores, el sector continuó inmerso en un cierto proceso de reorganización derivado de la reestructuración de las entidades de crédito nacionales, que son propietarias de la mayoría de las SGIIC registradas. Así, en el primer semestre de 2012 el número de SGIIC se redujo en cuatro, hasta 110, como consecuencia de un alta y cinco bajas, cuatro de las cuales estaban relacionadas con el comentado proceso de reestructuración de las entidades de crédito.

*También persistió la tendencia descendente del número de gestoras.*

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

En los ocho primeros meses de 2012, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó ligeramente, desde 336 a finales de 2011 hasta 341 (véase cuadro 20). De ellas, 143 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 117 eran fondos de capital-riesgo (FCR) y 81 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). A lo largo del ejercicio se produjeron 16 altas de entidades (ocho SCR, cinco FCR y tres SGEGR) y once bajas (ocho SCR, dos FCR y una SGEGR).

*El número de entidades de capital-riesgo se incrementó ligeramente en los ocho primeros meses del año.*

#### Altas y bajas en el registro de ECR en 2011

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2011	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2012
Entidades	336	16	11	341
Fondos de capital-riesgo	114	5	2	117
Sociedades de capital-riesgo	143	8	8	143
Sociedades gestoras de ECR	79	3	1	81

Fuente: CNMV.

Entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011 el patrimonio de las ECR creció cerca de un 6% hasta superar los 8.400 millones de euros. Sin embargo, como se aprecia en el cuadro 20, el comportamiento del patrimonio de los FCR se incrementó (un 15,3%, hasta los 4.324 millones de euros) mientras que el de las SCR descendió ligeramente (un 2,3%, hasta los 2.093 millones de euros). Al menos una parte de este comportamiento pareció tener su origen en el cambio del vehículo de capital-riesgo seleccionado por parte de los inversores. En particular, se observó una disminución del patrimonio en SCR por parte de ECR nacionales y extranjeras y también por parte de las sociedades no financieras, mientras que el patrimonio de estas instituciones en FCR se incrementó. Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, cabe señalar que la presencia de las personas físicas continuó siendo minoritaria. En el conjunto de las personas jurídicas destacó el trasvase de patrimonio desde las cajas de ahorro hasta los bancos, como consecuencia de los procesos de fusiones entre entidades llevados a cabo a lo largo de los últimos años. En conjunto, el patrimonio de las entidades de crédito en FCR pasó del 20,6% al 18,7% entre 2010 y 2011, mientras que en SCR pasó del 31,8% al 32,4%, manteniéndose como el tipo de inversor más relevante. Otros inversores con una participación elevada en FCR (por encima del 13% del total) fueron las empresas no financieras, las Administraciones Públicas y las entidades extranjeras.

*El patrimonio del sector creció un 6% en 2011 hasta los 8.400 millones de euros, con un comportamiento desigual entre fondos y sociedades de capital-riesgo.*

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España se redujo un 43% en el primer semestre de 2012, hasta los 1.166 millones de euros. Este volumen es superior al del primer semestre de 2009, cuando la inversión se redujo de forma tan no-

*El sector ha sufrido un fuerte retroceso en el primer semestre de 2012 tanto en el volumen de inversión como en el de recursos captados...*

table, pero retrocede a los valores del año 2006. El número de operaciones que se cerraron en los seis primeros meses del año ascendió a 494, un 2% más que en el mismo periodo de 2011. El 84% de las mismas fueron de pequeño volumen (inferior a un millón de euros), mientras que se registraron once operaciones medianas (entre diez y 100 millones de euros) y tres de gran tamaño (superior a 100 millones de euros). Los sectores que concentraron un volumen mayor de inversión fueron los de «otros servicios», medicina y salud, productos y servicios industriales y productos de consumo. La captación de recursos del sector descendió un 37%, hasta los 934 millones de euros.

### Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2010	2011	2010	2011
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	183,89	212,74	86,35	80,83
No residentes	2,54	2,81	0,68	0,76
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	226,40	526,39	402,42	1.183,46
Cajas de ahorros	547,46	281,81	929,81	143,68
Fondos de pensiones	413,29	417,55	26,18	23,62
Compañías de seguros	95,02	111,15	16,20	25,96
Sociedades y agencias de valores	0,00	0,00	0,00	0,00
Instituciones de inversión colectiva	26,02	27,18	8,52	10,72
Entidades de capital-riesgo nacionales	68,46	100,01	69,92	56,11
Entidades de capital-riesgo extranjeras	296,70	393,96	44,87	3,74
Administraciones públicas	494,53	588,38	142,75	165,19
Fondos soberanos	33,17	38,22	0,00	0,00
Otras empresas financieras	292,51	309,14	671,79	675,99
Empresas no financieras	538,34	594,10	1.579,94	1.541,07
Entidades extranjeras	395,53	563,31	44,45	46,83
Otros	137,22	157,30	166,39	134,84
<b>TOTAL</b>	<b>3.751,08</b>	<b>4.324,05</b>	<b>4.190,27</b>	<b>4.092,80</b>

Fuente: CNMV.

*...y una recuperación clara del mismo no se producirá hasta que disminuya la percepción de riesgo de la economía española y se pueda acceder al crédito con más facilidad.*

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo son complejas a corto plazo, como consecuencia de su dificultad tanto para captar fondos como para cerrar operaciones. Además del endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, se observa un descenso de los recursos procedentes del exterior, en línea con el incremento del riesgo percibido sobre la economía española, y del interior, como consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero doméstico y de las restricciones presupuestarias de algunos grandes inversores. Por tanto, no es previsible que se observe una recuperación clara del sector de capital-riesgo en España en el corto plazo.