

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	5
2	Entorno macrofinanciero	8
2.1	La evolución económica y financiera internacional	8
2.2	La evolución económica y financiera nacional	19
2.3	Perspectivas	31
3	La evolución de los mercados nacionales	32
3.1	Los mercados bursátiles	32
3.2	Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	50
4.1	Vehículos de inversión	50
4.2	Empresas de servicios de inversión	55
4.3	Sociedades gestoras de IIC	61
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	63

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	“La reforma financiera de EE.UU.: Principales novedades en la regulación de los mercados de valores”	14
Recuadro 2:	“Evolución reciente del ahorro de los hogares españoles”	28
Recuadro 3:	“El <i>flash crash</i> de mayo de 2010 y el papel de los <i>circuit breakers</i> ”	35
Recuadro 4:	“La volatilidad de la bolsa española: una comparativa internacional”	40
Recuadro 5:	“El nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto de CESR y su implementación por la CNMV”	44
Recuadro 6:	“La nueva guía para la evaluación de la idoneidad y la conveniencia”	57



# 1 Resumen ejecutivo

- Desde la última publicación de este informe en el primer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico y financiero internacional ha experimentado una sensible mejoría. El crecimiento del PIB mundial fue cercano al 5% en el primer semestre del año debido a la recuperación de las economías desarrolladas y a la fortaleza de las economías emergentes. Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, en un marco en el que la tasa de paro se ha estabilizado en niveles elevados.
- Algunos indicadores de actividad más reciente han añadido una dosis extra de incertidumbre al escenario central previsto a corto plazo, de consolidación de la recuperación de la economía mundial con diferencias persistentes entre regiones y países. Los principales riesgos están relacionados con las dudas acerca del grado de sostenibilidad del crecimiento, una vez que se culmine el proceso de retirada de las principales medidas extraordinarias de impulso, y con la posibilidad de que se reaviven las tensiones experimentadas recientemente en algunos mercados de deuda soberana europea. Entre las fortalezas del entorno actual, cabe destacar el dinamismo y la resistencia mostrados por las principales economías emergentes y el afianzamiento de la tendencia positiva en los volúmenes de comercio exterior, tras el leve retroceso mostrado en el segundo trimestre.
- La crisis de deuda soberana europea tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales, especialmente en el segundo trimestre del año, con caídas intensas en las cotizaciones de la renta variable y ampliación de los diferenciales de la deuda pública de las economías sujetas a mayor tensión fiscal. La aprobación de diversos planes de ajuste fiscal en estas economías, junto con la adopción de algunas medidas estructurales, han evitado una espiral de desconfianza, de consecuencias potencialmente muy negativas. La crisis de deuda soberana también ha tenido efectos adversos importantes sobre las emisiones de deuda privada, particularmente en el caso de las entidades financieras europeas. En los mercados de cambios, este episodio ha propiciado una notable depreciación del euro.
- El PIB español creció un 0,2% en el segundo trimestre (-0,1% en tasa interanual) impulsado por la recuperación del consumo de los hogares. A corto plazo, no obstante, persisten dudas acerca de la sostenibilidad de este impulso en la medida en que parte del mismo puede haber sido el resultado de la anticipación de la subida del IVA en julio pasado y la expiración de los planes públicos de apoyo a la compra de automóviles. La inflación ha aumentado ligeramente desde principios de año, hasta situarse en el 1,8% en agosto mientras que la tasa de paro permanece en cifras cercanas al 20% de la población activa. Las medidas de reducción de gasto público aprobadas en mayo, que suponen un recorte de 15 mil millones de euros entre 2010 y 2011, deberían permitir que el déficit público se sitúe en torno al 6% del PIB en 2011. Las perspectivas para la economía

española apuntan a un leve descenso de la actividad en 2010 y a una moderada expansión en 2011. Las medidas de consolidación fiscal y otras reformas estructurales, entre las que destaca la recientemente aprobada reforma del mercado de trabajo, junto con los resultados de la prueba de resistencia del sector bancario llevada a cabo a nivel europeo en julio pasado, han tenido un impacto positivo en la confianza de los agentes. No obstante, todavía persisten riesgos relevantes asociados a la debilidad del mercado de trabajo y a la volatilidad de las condiciones de financiación del sector público y privado mostrada durante el reciente episodio de crisis de la deuda soberana europea.

- El entorno financiero de la economía española mantiene una cierta dosis de complejidad, si bien, el proceso de reestructuración del sector de entidades de depósito y el mantenimiento de un marco de solvencia relativamente confortable permiten a estas entidades afrontar el futuro próximo desde una situación relativamente sólida. En efecto, los resultados satisfactorios de las pruebas de resistencia de las entidades financieras españolas han propiciado una cierta mejora en sus condiciones de financiación a lo largo del tercer trimestre.
- En relación con las sociedades no financieras cotizadas, su beneficio conjunto creció un 4% en el primer semestre de 2010, hasta los 14.700 millones de euros. Los beneficios aumentaron en todos los sectores salvo en el ligado a la construcción y a las actividades inmobiliarias. El endeudamiento de las sociedades cotizadas creció un 3,7% en el primer semestre del año y el apalancamiento mostró un ligero repunte. Tanto la ratio de cobertura de la deuda como la carga financiera de las entidades (respecto al EBIT) mejoraron durante la primera mitad del año.
- Los mercados de renta variable nacional recuperaron en el tercer trimestre parte de la caída experimentada durante los trimestres anteriores, en un marco de descenso notable de la volatilidad. La ratio PER del Ibx 35 ha tendido a alinearse con las ratios de las principales referencias europeas. La contratación ha mostrado un aumento significativo a lo largo del año, pero el volumen de emisiones continúa siendo reducido a pesar de la reactivación de algunas operaciones.
- El mercado de deuda pública nacional ha tendido a estabilizarse durante los últimos dos meses tras las tensiones vividas en la primera mitad del año, con descensos moderados en las rentabilidades a los distintos plazos. Al mismo tiempo, las primas de riesgo de la deuda pública y de los emisores privados se han estabilizado aunque permanecen en niveles relativamente elevados. Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV han retrocedido un 47% en lo que va de año, aunque recientemente se han observado signos de reactivación en algunos segmentos, particularmente en cédulas hipotecarias.
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles se redujo un 9% en el primer semestre de 2010, hasta los 155 mil millones de euros, como consecuencia del notable incremento de los reembolsos. Por el contrario, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 28% hasta los 32.365 millones de euros. La importancia de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se redujo en la primera mitad del año (desde el 8,7% del patrimonio de los fondos hasta el 7,4%). En este marco, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió un 7,5% en el primer semestre del año, pero sus beneficios se incrementaron ligeramente. Las perspectivas para la

industria de inversión colectiva, que está sufriendo una elevada presión competitiva por parte de las entidades depósito, son complejas. La racionalización de la oferta de fondos de inversión y la ganancia de eficiencia a través de la reducción de costes deben seguir siendo objetivos prioritarios para las sociedades gestoras de IIC.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa sufriendo los efectos de la crisis, aunque existen diferencias notables entre entidades y líneas de negocio. El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 25% en el primer semestre del año debido al retroceso de las actividades que no forman parte de su actividad ordinaria. Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores fue casi tres veces superior al de 2009 como consecuencia de una reducción de los gastos más intensa que el retroceso de los principales ingresos. En este marco, la rentabilidad sobre fondos propios de las ESI descendió nuevamente, aunque de forma menos intensa que en 2009, mientras que el número de entidades en pérdidas siguió aumentando. Las condiciones de solvencia del sector continuaban siendo holgadas en junio de 2010. De hecho, ninguna entidad mostraba déficit de recursos propios (frente a las cinco de finales de 2009). Las perspectivas para las ESI son algo más optimistas a la vista de la incipiente recuperación de algunas líneas de negocio relevantes.
- En 2010 continuó el aumento del número de entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV. El patrimonio de los fondos de capital-riesgo aumentó un 16,5% en 2009, mientras que el capital de las sociedades permaneció estable. Los datos de ASCRI indican que la reactivación del sector ha continuado en la primera mitad de 2010. El crecimiento de las operaciones apalancadas sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar el flujo de crédito hacia estas actividades.
- El informe contiene seis recuadros monográficos que abordan las siguientes cuestiones:
  - El primer recuadro describe las principales novedades de la Ley Dodd-Frank, aprobada recientemente en EE.UU., en el ámbito de los mercados de valores, incluyendo, entre otros, aspectos relativos a derivados OTC, *hedge funds*, titulización, agencias de *rating* y remuneración de directivos.
  - En el segundo recuadro se analizan las pautas recientes de ahorro de los hogares españoles y se documenta el cambio notable en la composición del mismo, en la que destaca la mayor preferencia por instrumentos bancarios, en detrimento de los fondos de inversión, y el intenso repunte en algunos instrumentos de ahorro extranjeros.
  - El tercer recuadro presenta un análisis de la volatilidad de la bolsa española, el cual revela que, a pesar del incremento de la volatilidad de la bolsa española a principios de 2010, no existe evidencia acerca de que, en términos estructurales, el mercado nacional sea más volátil que otros mercados de referencia.
  - El cuarto recuadro se centra en el *flash crash* que tuvo lugar el pasado 6 mayo en la bolsa de Nueva York y revisa algunas de las hipótesis acerca del origen del mismo así como de los mecanismos de prevención de estas situaciones.

- El quinto recuadro resume los elementos principales del nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto acordado por CESR, en cuya implementación ha sido pionera la CNMV.
- El último recuadro ofrece una descripción breve de la guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad en la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas recientemente publicada por la CNMV.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*El entorno macrofinanciero internacional ha experimentado una cierta mejora, si bien persisten diferencias notables entre economías.*

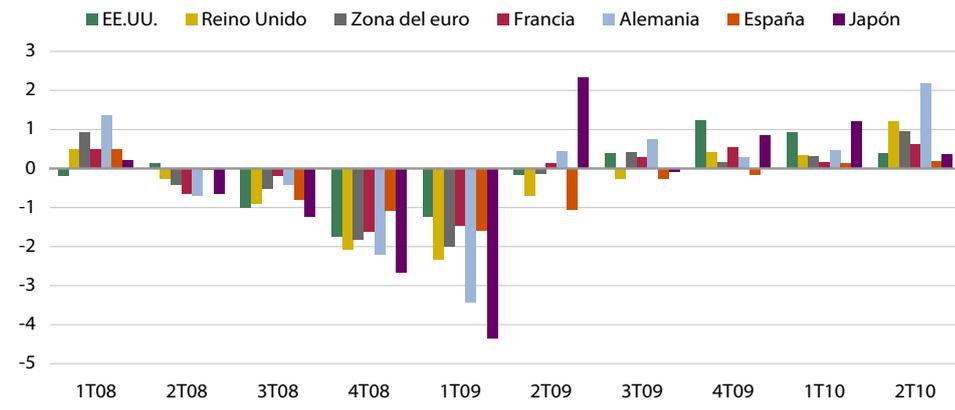
Desde la última publicación de este informe en el Boletín Trimestral de la CNMV del primer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico internacional ha dado señales importantes de mejoría y, a pesar de las diferencias palpables entre las distintas economías, este periodo se ha caracterizado, en términos generales, por la continuación de la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, el episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales desencadenado por la crisis de deuda soberana europea, que alcanzó su máxima intensidad en los meses de abril y mayo, ha introducido un grado de incertidumbre notable sobre las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011, especialmente en aquellas economías con fundamentos más débiles. Más recientemente, la aparente desaceleración de la economía estadounidense ha incrementado las dudas sobre el vigor y la sostenibilidad de la recuperación económica mundial.

*El crecimiento del PIB mundial fue cercano al 5% en el primer semestre del año.*

El crecimiento del PIB mundial en el primer semestre del año con respecto al mismo periodo de 2009 fue cercano al 5%, de acuerdo con las estimaciones efectuadas del FMI. Este dato fue el resultado de la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas (véase gráfico 1) y del mantenimiento de la fortaleza de las economías emergentes, particularmente las asiáticas y algunas latinoamericanas. En concreto, dentro del conjunto de las economías desarrolladas destacó el avance del PIB en EE.UU. y en Alemania, que registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 2,2% durante el segundo trimestre del año gracias, fundamentalmente, al impulso de su actividad exportadora y, en particular, por el crecimiento en la demanda de exportaciones alemanas por parte de algunas de las economías emergentes más dinámicas. La actividad en este último grupo de economías sigue liderada por China, cuyo PIB creció un 10,3% en el primer semestre del año. En Latinoamérica, Brasil, México y, más recientemente, Chile también muestran avances sustanciales (con crecimientos intertrimestrales para el segundo trimestre del 1,2%, 3,2% y 4,3%, respectivamente).

**PIB: variaciones trimestrales, %**

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

La heterogeneidad en los indicadores de actividad más recientes, que, en ocasiones, arrojan señales dispares, ha añadido algo más de incertidumbre sobre las previsiones de crecimiento a medio plazo, especialmente en EE.UU. y en Japón. Con todo, el escenario central que contemplan los principales organismos internacionales apunta a la continuidad del proceso de recuperación de la actividad mundial a lo largo de los próximos trimestres, aunque su intensidad seguirá siendo moderada y heterogénea entre zonas. Al mismo tiempo, no es descartable que se produzcan ciertos retrocesos puntuales en el ritmo de recuperación de algunas economías. En este contexto, las estimaciones más recientes del FMI apuntan a un crecimiento del PIB mundial ligeramente superior al 4,5% en 2010 (4,3% en 2011), liderado por las economías emergentes, cuyo PIB crecería a un ritmo cercano al 7% (véase cuadro 1). Entre las economías desarrolladas sigue destacando, a pesar de los nuevos elementos de incertidumbre señalados anteriormente, el crecimiento previsto para EE.UU. y Japón, con tasas en el intervalo del 2-3%. La previsión para la zona del euro es más modesta, ligeramente superior al 1% en 2010 y entre el 1,3% y el 1,8% en 2011, como consecuencia del impacto negativo sobre la actividad a corto plazo de los diferentes planes de ajuste fiscal adoptados en un conjunto relativamente amplio de economías de la zona<sup>1</sup>.

*Algunos indicadores de actividad recientes han añadido incertidumbre a las previsiones de crecimiento a corto plazo.*

1 Como consecuencia de los planes de ajuste fiscal adoptados en 2010, el FMI estima que el ajuste fiscal de los países de la zona del euro en 2011 (estimado como cambio en el saldo público estructural) habría aumentado desde 0,2 p.p. del PIB (estimado en abril de 2010) hasta casi 1,0 p.p. del PIB (estimado en julio de 2010). Para los países del G-20 el ajuste fiscal estimado en 2011 habría pasado de 1,1 p.p. del PIB a 1,3 p.p. en las mismas fechas.

	2006	2007	2008	2009	FMI(*)		OCDE(*)	
					2010P	2011P	2010P	2011P
Mundial	5,1	5,2	3,0	-0,6	4,6 (+0,4)	4,3 (=)	-	-
EE.UU.	2,7	2,1	0,4	-2,4	3,3 (+0,2)	2,9 (+0,3)	3,2 (+0,7)	3,2 (+0,4)
Zona del euro	3,0	2,8	0,6	-4,1	1,0 (=)	1,3 (-0,2)	1,2 (+0,3)	1,8 (+0,1)
Alemania	3,2	2,5	1,2	-5,0	1,2 (-0,3)	1,7 (-0,2)	1,9 (+0,5)	2,1 (+0,2)
Francia	2,4	2,3	0,1	-2,5	1,4 (-0,1)	1,6 (-0,2)	1,7 (+0,3)	2,1 (+0,4)
Italia	2,0	1,5	-1,3	-5,0	0,9 (+0,1)	1,1 (-0,1)	1,1 (+0,0)	1,5 (+0,0)
España	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,4 (=)	0,6 (-0,3)	-0,2 (+0,1)	0,9 (+0,0)
Reino Unido	2,9	2,6	0,5	-4,9	1,2 (-0,1)	2,1 (-0,4)	1,3 (+0,1)	2,5 (+0,3)
Japón	2,0	2,4	-1,2	-5,2	2,4 (+0,5)	1,8 (-0,2)	3,0 (+1,2)	2,0 (+0,0)
Emergentes	7,9	8,3	6,1	2,5	6,8 (+0,5)	6,4 (-0,1)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(\*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2010 respecto a abril de 2010. OCDE, previsiones publicadas en junio de 2010 respecto a noviembre de 2009.

*Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas.*

Por su parte, la evolución de los precios en las diferentes economías revela que, en términos generales, las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas. Así, en EE.UU. y en la zona del euro la inflación se sitúa en tasas interanuales que oscilan entre el 1% y el 2%. En el Reino Unido, los precios crecen más rápidamente como consecuencia de algunos factores puntuales, pero la inflación se ha estabilizado en valores cercanos al 3% en los meses centrales del año. En Japón continúa el periodo de deflación, si bien la caída de los precios es mucho menos intensa que en 2009. Las tasas de inflación subyacentes también permanecen en niveles reducidos en la mayoría de las economías avanzadas, en línea con un nivel bajo de la utilización de la capacidad, una tasa de desempleo aún elevada<sup>2</sup> y una ausencia de presiones destacables por el lado de la demanda. Todo ello sigue permitiendo que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles históricamente reducidos en estas economías<sup>3</sup>, si bien es cierto que desde finales de 2009 un número creciente de países han incrementado sus tipos de interés. Las primeras en hacerlo fueron algunas economías desarrolladas fuertemente ligadas a la evolución de la demanda de determinadas materias primas, como Australia o Noruega. Con posterioridad, otras economías desarrolladas (Canadá, Suecia, Suiza y Nueva Zelanda) y emergentes, como Brasil, Perú y Malasia, también han comenzado a endurecer el tono de su política monetaria.

*La crisis de deuda soberana tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros, especialmente, durante el segundo trimestre...*

La crisis de deuda soberana en Europa tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales a lo largo de la primera mitad del año y, sobre todo, en el segundo trimestre. En los mercados de renta variable se han observado caídas notables en las cotizaciones de los índices de referencia más importantes y nuevos repuntes en los niveles de volatilidad. Las turbulencias han afectado con mayor intensidad a las bolsas japonesas y europeas, con la salvedad del índice alemán, que se mantiene como la única referencia relevante europea que presenta ganancias<sup>4</sup> (5,1%). Para el resto de índices, las pérdidas oscilan entre el 1,1% del Euronext y el 10% del Ibex 35 (véase cuadro 2). Las bolsas estadounidenses muestran ligeras revalorizaciones en el conjunto del año (entre el 0,9% del S&P 500 y el 1,4% del Dow Jones y del Nasdaq).

2 Tanto en EE.UU. como en la zona del euro, la tasa de paro permanece en niveles cercanos al 10% de la población activa.

3 Entre el 0 y el 0,25% en EE.UU., el 0,1% en Japón, el 0,5% en el Reino Unido y el 1% en la zona del euro.

4 La fecha de cierre del informe es el 15 de septiembre.

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

CUADRO 2

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I-10	II-10	III 10 (hasta 15 de septiembre)			
									% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual <sup>2</sup>	
<b>Mundo</b>												
MSCI World	18,0	7,1	-42,1	27,0	16,9	3,7	2,7	-13,3	11,3	-0,8	3,5	
<b>Zona del euro</b>												
Euro Stoxx 50	15,1	6,8	-44,4	21,1	19,6	3,2	-1,1	-12,2	8,6	-5,8	-1,7	
Euronext 100	18,8	3,4	-45,2	25,5	21,6	3,7	2,2	-10,5	8,2	-1,1	4,0	
Dax 30	22,0	22,3	-40,4	23,8	18,0	5,0	3,3	-3,1	5,0	5,1	11,2	
Cac 40	17,5	1,3	-42,7	22,3	20,9	3,7	1,0	-13,4	9,1	-4,6	0,1	
Mib 30	19,0	-8,0	-48,7	20,7	19,6	-0,7	-0,4	-14,7	7,4	-8,7	-7,6	
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-9,0	-14,8	16,1	-10,0	-7,3	
<b>Reino Unido</b>												
FT 100	10,7	3,8	-31,3	22,1	20,8	5,4	4,9	-13,4	13,0	2,6	10,2	
<b>Estados Unidos</b>												
Dow Jones	16,3	6,4	-33,8	18,8	15,0	7,4	4,1	-10,0	8,2	1,4	9,2	
S&P 500	13,6	3,5	-38,5	23,5	15,0	5,5	4,9	-11,9	9,2	0,9	6,9	
Nasdaq-Cpte	9,5	9,8	-40,5	43,9	15,7	6,9	5,7	-12,0	9,1	1,4	9,4	
<b>Japón</b>												
Nikkei 225	6,9	-11,1	-42,1	19,0	1,8	4,1	5,2	-15,4	1,4	-9,8	-6,9	
Topix	1,9	-12,2	-41,8	5,6	-2,1	-0,2	7,8	-14,0	0,9	-6,5	-9,0	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

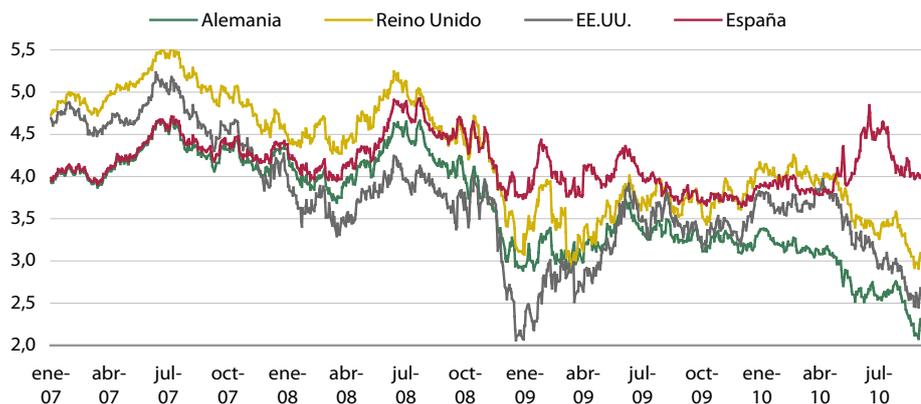
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

En los mercados de deuda, se ha observado una cierta disociación entre los tipos de interés de la deuda pública de las economías consideradas como más solventes (EE.UU. y Alemania y, en menor medida, Reino Unido) y los de aquéllas que habían mostrado un deterioro económico y/o fiscal mayor en los dos últimos años (especialmente Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia), que parece haberse atenuado ligeramente a partir del finales de junio. Como se observa en el gráfico 2, este nuevo episodio de “huida hacia la calidad” ha dado lugar a descensos sustanciales en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en las economías más solventes, hasta valores del 2,4% en Alemania, el 2,7% en EE.UU., y el 3,2% en el Reino Unido, significativamente por debajo de la media de la última década (4% en Alemania, 4,2% en EE.UU. y 4,5% en el Reino Unido).

*...que se tradujo en un aumento de los diferenciales de la deuda pública de las economías con un mayor grado de deterioro fiscal.*

## Rentabilidades de la deuda pública a diez años (%)

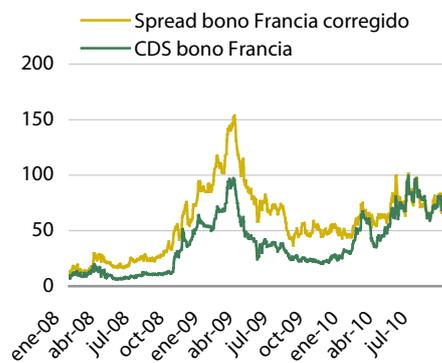
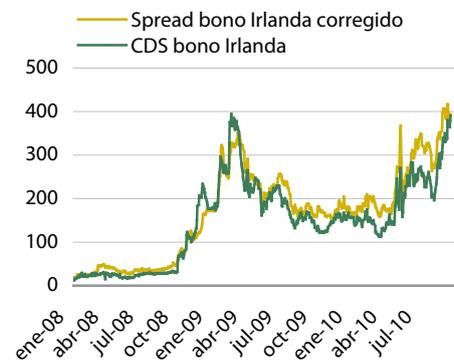
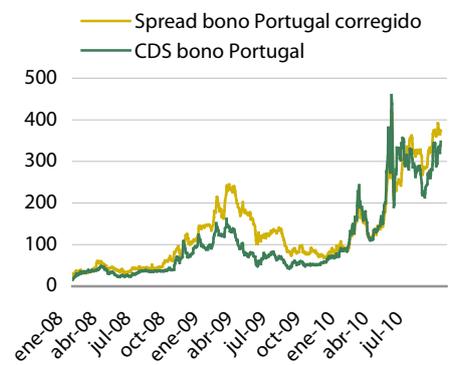
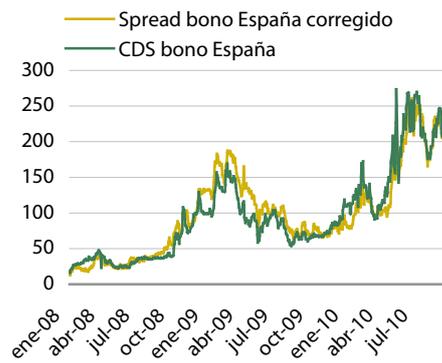
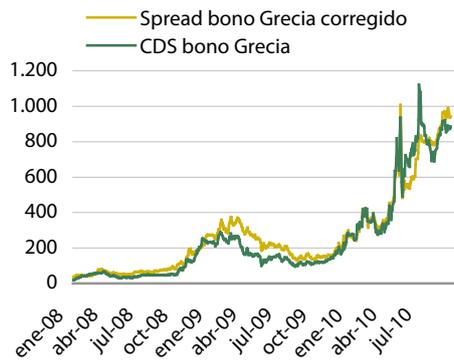
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

*La adopción de diversas medidas ha reducido levemente la percepción de riesgo soberano.*

La confianza de los agentes en la deuda de los países soberanos sometidos a mayor tensión mejoró ligeramente en los meses centrales de 2010 como consecuencia de varios factores, entre los que destacan el plan de ayuda multilateral a Grecia, la adopción del mecanismo de asistencia financiera por la Unión Europea (con la cooperación del FMI), la aprobación de varios planes de ajuste fiscal en diversas economías europeas, las medidas impulsadas por el BCE para favorecer la liquidez en varios mercados de deuda pública y privada y, más recientemente, la publicación durante el mes de julio de los resultados de las pruebas de resistencia a las que se sometió la banca europea. Todo ello ha permitido estabilizar, y en algunos casos reducir, la percepción de riesgo soberano en las economías más vulnerables, desde los niveles máximos registrados en mayo (véase gráfico 3). Con todo, la situación de los mercados de deuda soberana continúa presentando riesgos no despreciables y, a pesar de que las medidas antes comentadas han sido efectivas para evitar una espiral de desconfianza, todavía no se puede afirmar que las tensiones se hayan reducido de forma sustancial.



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

1 Los *spreads* de bonos están referenciados al bono alemán. Teniendo en cuenta que estos *spreads* intentan aproximar el diferencial de tipos de interés respecto a un activo libre de riesgo y este activo libre de riesgo (habitualmente el bono alemán) ha presentado un riesgo de crédito creciente en los últimos meses, tal y como se desprende de la cotización de su CDS, los *spreads* aquí representados se han corregido incorporando la prima de riesgo del CDS del bono alemán.

### Recuadro 1: “La reforma financiera de EE.UU.: Principales novedades en la regulación de los mercados de valores”

La actual crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de modificar algunos elementos importantes del marco regulador y supervisor de los mercados financieros. En Estados Unidos se presentó, a mediados de 2009, una propuesta inicial de reforma de la regulación financiera<sup>1</sup>, cuyo contenido central fue aprobado en julio de 2010 en forma de ley (conocida como “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”<sup>2</sup>). El objetivo final de esta nueva ley es promover la estabilidad financiera y proveer de una mayor protección a los consumidores frente a las prácticas abusivas.

En consonancia con los dos objetivos centrales mencionados, la nueva ley modifica la estructura de supervisión financiera existente hasta el momento creando dos nuevos organismos. Por una parte, se establece un consejo para la supervisión de la estabilidad financiera (Financial Stability Oversight Council), cuyas funciones consistirán en identificar aquellas empresas, productos y actividades que pongan en riesgo la estabilidad financiera de los Estados Unidos, promover la disciplina del mercado y responder a las amenazas a la estabilidad de los mercados financieros. Por otra parte, se constituirá una nueva agencia federal, el Bureau of Consumer Financial Protection, que se encargará de establecer y asegurar el cumplimiento de la regulación de los servicios y productos financieros destinados a sus consumidores. Esta nueva agencia, que recogerá y efectuará un seguimiento de las consultas y reclamaciones presentadas por los inversores, se hará cargo de las competencias que anteriormente tenían otras agencias, entre ellas la Reserva Federal.

En cuanto a la regulación bancaria, uno de los objetivos principales de la nueva legislación es la eliminación de la expectativa de rescate por parte de las autoridades públicas de aquellas grandes entidades financieras cuya quiebra, hasta este momento, podría poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. Así, de acuerdo a la ley Dodd-Frank, estas entidades tendrán que ser liquidadas en caso de quiebra según las políticas y procedimientos existentes, los cuales serán revisados para un mejor funcionamiento. Asimismo, con el objetivo de proteger a los depositarios y contribuyentes, se prohibirá a los bancos comerciales que realicen inversiones por cuenta propia<sup>3</sup> y que posean o inviertan en *hedge funds* o *private equity funds*. También se limitará el tamaño de los bancos a un máximo del 10% del total de activos del sistema financiero (*Volcker rule*).

En el contexto de los mercados de valores, la Ley Dodd-Frank insta a los organismos correspondientes a elaborar estudios y redactar nuevas normas relativas a diversas áreas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- **Derivados OTC.** En lo que respecta a estos productos, apenas regulados hasta el momento, la SEC y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) se encargarán en el plazo de un año de establecer nuevas normas en los mercados de *swaps*. Además, la Ley Dodd-Frank otorga mayores poderes a la CFTC, que será la responsable de la regulación y supervisión de todos los *swaps* a excepción de los *swaps* sobre valores individuales (*security-based swaps*)<sup>4</sup>, de los que se encargará la SEC. Además, cabe destacar, por una parte, la nueva obligación de registro de las entidades sistémicamente importantes en los mercados de *swaps*<sup>5</sup>,

las cuales estarán sujetas a requerimientos de capital y de colateral. Por otra parte, los derivados estandarizados deberán negociarse en una plataforma de negociación y liquidarse en una cámara central, y todos los contratos de *swaps*, independientemente de su grado de estandarización, deberán ser comunicados al regulador correspondiente con información referente al precio y volumen acordados.

- **Hedge funds.** La crisis financiera ha puesto de relieve una preocupante falta de regulación en relación a estas instituciones, frente a la cual la Ley Dodd-Frank va a exigir que las gestoras de *hedge funds* y otros fondos privados se registren en la SEC y envíen información sobre los fondos que gestionan. Actualmente la SEC está trabajando conjuntamente con la FSA británica para establecer los requisitos de información que se exigirán a los *hedge funds*.
- **Responsabilidad fiduciaria de los asesores financieros.** La Ley Dodd-Frank insta a la SEC a realizar un estudio sobre la efectividad de los estándares actuales que deben cumplir los asesores financieros y que la nueva regulación exigirá que también cumplan los *brokers* y *dealers* en relación con su actividad de asesoramiento a minoristas. En base a los resultados de este estudio, la SEC tendrá la potestad de crear unos nuevos estándares de conducta más exigentes que los actualmente existentes.
- **Titulización.** Con el objetivo de reactivar el mercado de titulización y solventar los fallos en el mismo que han provocado la falta de confianza en estos instrumentos, la nueva regulación exigirá a los emisores que proporcionen más información en relación a los activos subyacentes y su calidad. A su vez, se exigirá a los originadores que mantengan un interés económico en los activos titulizados, con el objetivo de inducir un comportamiento más diligente por su parte. En concreto, los originadores deberán retener al menos el 5% del riesgo de crédito en el caso de titulización de hipotecas residenciales y un porcentaje previsiblemente menor (todavía por determinar) para el resto de activos titulizados.
- **Agencias de calificación crediticia.** La nueva legislación requerirá que estas agencias publiquen, junto con cada calificación crediticia, información relativa a la metodología y procedimientos utilizados. Asimismo, se les pedirá que establezcan controles internos para evitar los conflictos de interés y asegurar la precisión de los *ratings*. Adicionalmente, para atenuar los problemas de incentivos en este sector, la SEC estudiará la viabilidad de crear una entidad que establezca un sistema de asignación de los *ratings* de productos financieros estructurados con el fin de que los emisores no seleccionen la agencia crediticia. Para supervisar la aplicación de la nueva regulación y penalizar su incumplimiento, la SEC creará un nuevo departamento dentro de su organigrama (Office of Credit Ratings). Por último, se ha solicitado a los reguladores que revisen y modifiquen la regulación para tratar de evitar las referencias a los *ratings* crediticios e intentar sustituirlos por sus propios estándares de solvencia. Se intentan mitigar, de este modo, los problemas de riesgo moral asociados a una excesiva dependencia de las calificaciones crediticias.
- **Remuneración.** Con el fin de fortalecer la protección de los accionistas, se han fijado una serie de requisitos en relación a la compensación de los directivos de las empresas. Entre ellos, cabe destacar el derecho a voto, de forma no vinculante, por parte de los accionistas para aprobar la remuneración de los ejecutivos (*say*

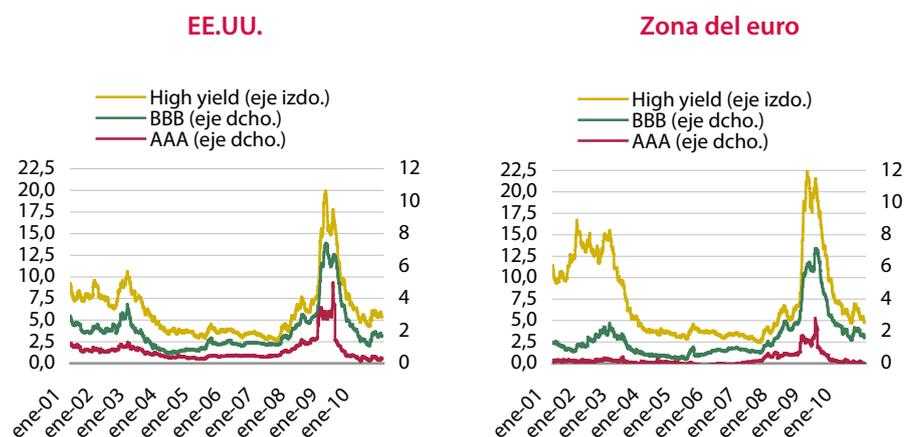
on pay) y la exigencia de una comisión de compensación independiente dentro de la empresa. En el plazo de un año, la SEC deberá promover normas para prohibir la negociación de aquellas empresas que no adopten los estándares de la nueva legislación.

La reciente aprobación de la Ley Dodd-Frank ha dado paso a un periodo de transición durante el cual los organismos correspondientes deberán realizar distintos estudios y desarrollar normas concretas que darán lugar a la implementación definitiva. Se prevé que la reforma del sistema financiero en Estados Unidos se vaya completando a lo largo de 2011.

1. Disponible en: [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).
2. Disponible en: <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h111-4173>.
3. La ley especifica algunas excepciones, entre las que cabe destacar la adquisición de instrumentos emitidos por agencias gubernamentales.
4. Los swaps incluidos en esta categoría están pendientes de especificar por parte de la SEC y la CFTC.
5. Son las denominadas *swap dealers* y *major swap participants* (MSP) que deberán ser definidas con mayor precisión por parte de la CFTC y la SEC.

### Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa<sup>1</sup> (puntos básicos)

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta el 15 de septiembre.

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

*Las primas de riesgo de la deuda privada repuntaron con cierta intensidad durante este episodio.*

En el ámbito de la deuda privada, las primas de riesgo de crédito de los emisores con calidad crediticia media y baja repuntaron con cierta intensidad a raíz de la crisis de deuda soberana, aunque sus niveles continúan siendo similares a los existentes antes de la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico 4). El análisis por sectores revela que las entidades más afectadas han sido las financieras. De hecho, en los últimos meses se observa una relación muy estrecha entre los incrementos registrados por las primas de riesgo de crédito soberano y los observados en el sector financiero en Europa. Ahora bien, establecer relaciones de causalidad claras entre ambas observaciones es una tarea compleja. Por un lado, el amplio conjunto de medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos a favor de los sistemas financieros ha dado lugar a un cierto trasvase de riesgos desde el sector financiero hasta el sector público. Por otro lado, las tenencias de títulos de deuda pública europea por parte de los bancos

de esta región, con el consiguiente impacto potencial que tendría una depreciación intensa de estos títulos en sus cuentas de resultados, sugiere que el anterior trasvase de riesgos ha podido invertir su sentido durante los últimos meses.

El volumen total de emisiones de deuda (en términos netos) en los mercados internacionales entre enero y septiembre de 2010 ascendió a 4,7 billones de dólares, lo que supone un descenso del 3,5% respecto al mismo periodo de 2009. El análisis por tipo de instrumento financiero (véase gráfico 5) revela que el descenso de las emisiones tuvo su origen, fundamentalmente, en la fuerte caída de las emisiones de instrumentos de deuda de alta calidad crediticia (*investment grade*) efectuadas por entidades financieras radicadas en Europa<sup>5</sup>. Las fuertes necesidades de financiación del sector público han dado lugar a un nuevo incremento de las emisiones de deuda soberana (un 7,2%), hasta alcanzar los 2,9 billones de dólares en el periodo de referencia, es decir, estos instrumentos representan más del 62% de la emisión total de deuda mundial. Las emisiones de otros instrumentos de renta fija como las titulizaciones o los bonos de calidad crediticia reducida (*high yield*) también mostraron avances respecto a las cifras del mismo periodo de 2009, aunque de un volumen inferior al de los instrumentos anteriores<sup>6</sup> (desde 149 mil millones de dólares hasta 217 mil millones entre 2009 y 2010 en el caso de las titulizaciones y desde 32 mil millones de dólares hasta 133 mil millones en el caso de los bonos). Atendiendo a la región emisora, se observa un comportamiento muy distinto entre EE.UU. y Japón, donde el volumen de emisión de deuda se incrementó un 21% y un 20% respectivamente, y Europa, donde cedió un 35%.

*El volumen de emisiones de deuda ha descendido ligeramente, a pesar del incremento de las emisiones del sector público.*

---

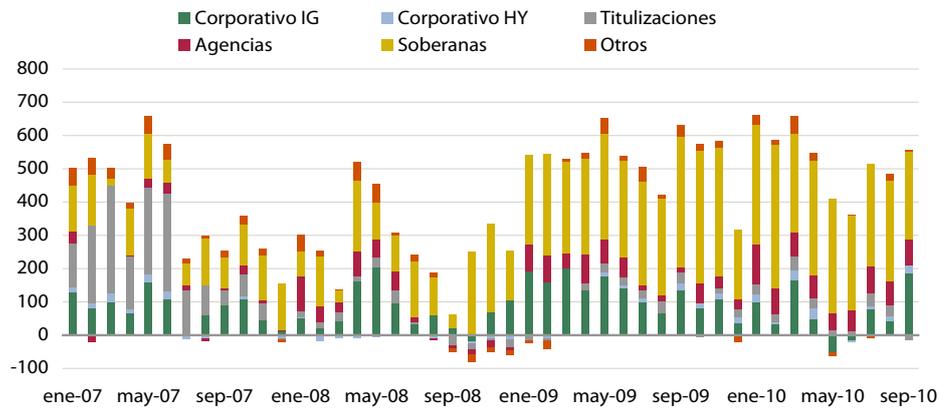
5 Los datos más recientes (septiembre) apuntan a una leve mejora de las emisiones de las entidades financieras.

6 Dado el reducido nivel de partida de estas series, la comparación de las tasas de variación en porcentaje no es satisfactoria.

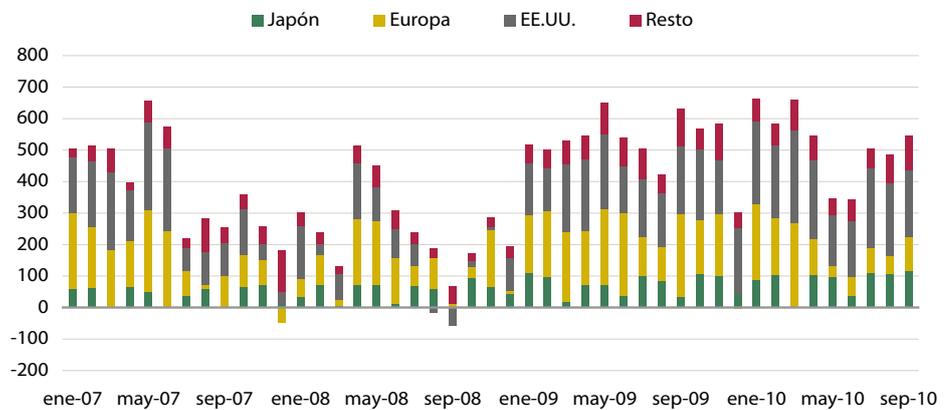
**Emisiones netas internacionales de renta fija,  
miles de millones de dólares**

GRÁFICO 5

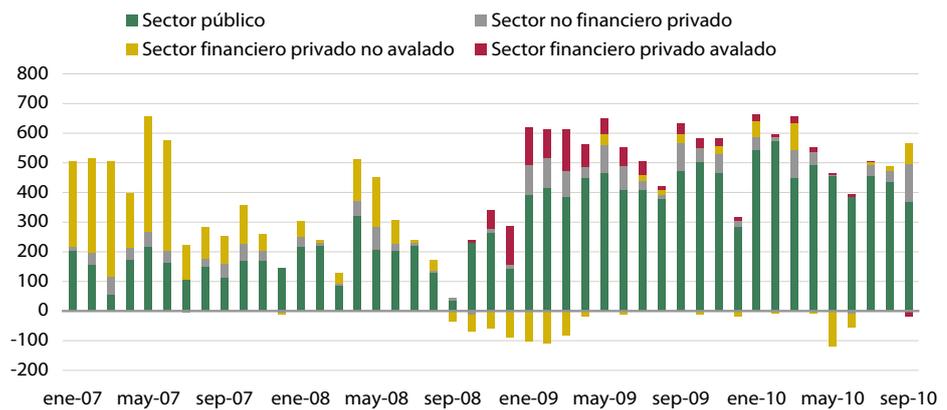
**Por tipo de instrumento financiero**



**Por región**



**Por tipo de emisor**



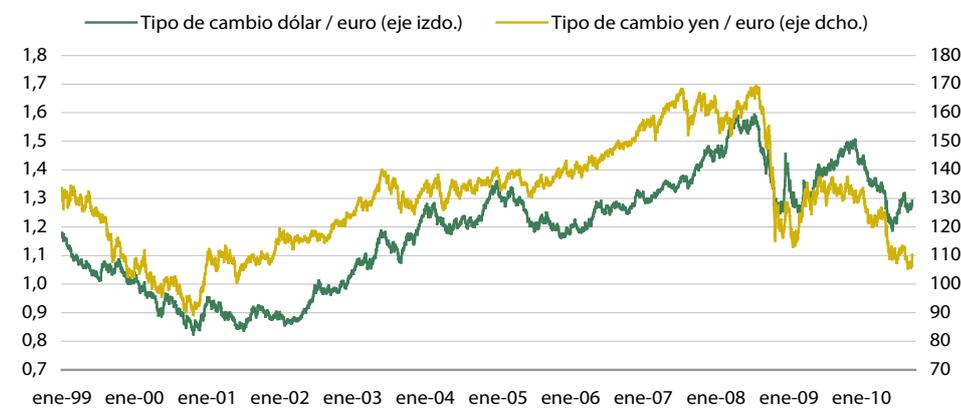
Fuente: Dealogic. Datos mensuales hasta el 15 de septiembre. Los datos de septiembre se mensualizan.

En los mercados de cambios, la crisis de deuda soberana europea propició una notable depreciación del euro frente al dólar y al yen en 2010. Respecto al dólar, la depreciación del euro ha sido prácticamente constante desde finales de 2009 hasta mediados de junio de 2010. En ese periodo, su cotización pasó de 1,50 dólares por euro a 1,2 dólares por euro. En las semanas de julio y agosto esa tendencia se ha atenuado

sustancialmente y, de hecho, al cierre de este informe el euro se ha recuperado hasta alcanzar valores cercanos a 1,3 dólares por euro. Respecto al yen, el euro ha caído desde valores cercanos a 135 yenes por euro a finales de 2009 hasta valores que oscilan en torno a los 110 yenes por euro a mediados de septiembre (véase gráfico 6).

## Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 6



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Durante el segundo trimestre, la actividad doméstica ofreció un comportamiento relativamente similar al de los primeros meses del año y mostró un leve crecimiento del 0,2% en términos trimestrales, manteniendo, aunque a tasas modestas, la reanudación del crecimiento de la actividad que comenzó en el trimestre precedente (0,1%). En términos interanuales, el PIB mostró en el segundo trimestre un ligero descenso del 0,1%, lo que representa la tasa negativa más reducida desde finales de 2008. La composición del crecimiento revela que éste continúa equilibrándose, ya que la aportación negativa de la demanda nacional se redujo desde 2,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,5 p.p., mientras que la aportación positiva de la demanda externa se redujo desde 1,5 p.p. hasta 0,4 p.p.

*La actividad doméstica creció un 0,2% en el segundo trimestre,...*

Desde el punto de vista de la demanda, cabe señalar la recuperación del consumo de los hogares, que creció un 1,3% en términos trimestrales (0,9% en el trimestre anterior), y el avance del consumo del sector público un 0,7% (0,3% en el trimestre previo). También resultó especialmente relevante la aceleración de la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 4,6% en dicho trimestre. La recuperación de las tasas trimestrales ha permitido que las variaciones anuales de los principales componentes de la demanda estén ya en terreno positivo. Así, el gasto en consumo final, tanto privado como público, avanzó un 1,5% en el segundo trimestre (algo que no ocurría desde el tercer trimestre de 2008), la inversión en bienes de equipo se incrementó un 8,7% (tampoco crecía desde el segundo trimestre de 2008), las exportaciones aumentaron un 10,5% y las importaciones un 8,1%. Únicamente la inversión que no está relacionada con los bienes de equipo que, básicamente se corresponde con la construcción, siguió retrocediendo a tasas superiores al 10%.

*...impulsada por la recuperación del consumo de los hogares,...*

El repunte de la demanda nacional se debió, en gran medida, al crecimiento en el consumo privado que, como ya se ha señalado, aumentó un 1,3% con respecto al trimestre anterior. No obstante, persiste una cierta incertidumbre acerca de la sos-

...que se apoyó parcialmente en medidas de impulso que ya han finalizado y en un posible "efecto anticipación" de la subida del IVA.

Desde el punto de vista de la oferta destacaron los avances de la industria y los servicios.

tenibilidad de este comportamiento del consumo, puesto que el mismo se apoyó parcialmente en programas públicos de estímulo del consumo (automóviles) que ya han expirado y en un posible efecto de anticipación en las compras, fundamentalmente de bienes duraderos, debido al incremento del IVA previsto para el mes de julio. Adicionalmente, no es descartable que algunas de las medidas de ajuste fiscal anunciadas en mayo que tienen una incidencia más directa en la renta disponible de los hogares (como la rebaja del salario de los empleados públicos) puedan tener un cierto efecto negativo en el consumo privado durante los próximos meses.

Desde el punto de vista de la oferta, destacan los avances trimestrales del producto de las ramas industriales (0,6%) y del sector de los servicios (0,3%), que han permitido a ambos sectores abandonar el terreno negativo en tasa interanual (2,2% en el caso de la industria y 0,4% en el de los servicios). Por el contrario, la construcción cedió un 1,5% en el trimestre (-6,4% en términos anuales) y el producto de las actividades asociadas al sector primario cayó un 2,3% en términos trimestrales y un 3,5% en términos anuales.

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

CUADRO 3

	2006	2007	2008	2009	Comisión Europea*	
					2010P	2011P
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,4 (+0,4)</b>	<b>0,8 (-0,2)</b>
Consumo privado	3,8	3,7	-0,6	-4,2	0,2 (+0,7)	1,2 (+0,3)
Consumo público	4,6	5,5	5,8	3,2	1,0 (-0,7)	-1,2 (-3,4)
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-8,3 (+0,1)	-1,8 (-0,5)
Bienes de equipo	9,9	9,0	-1,7	-24,8	-4,3 (+1,7)	0,2 (-2,0)
Exportaciones	6,7	6,7	-1,1	-11,6	4,4 (+3,1)	4,7 (+1,4)
Importaciones	10,2	8,0	-5,3	-17,8	-1,1 (+1,6)	1,8 (-0,4)
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-1,4	-0,8	1,5	2,7	1,3 (+0,3)	0,7 (+0,4)
<b>Empleo</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-2,5 (-0,2)</b>	<b>-0,1 (+0,3)</b>
<b>Tasa de paro<sup>1</sup></b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>11,3</b>	<b>18,0</b>	<b>19,7 (-0,3)</b>	<b>19,8 (-0,7)</b>
<b>IPC armonizado</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6 (+0,8)</b>	<b>1,6 (-0,4)</b>
<b>Saldo cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-9,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,6 (=)</b>	<b>-4,5 (-0,3)</b>
<b>Saldo AAPP (% PIB)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-11,2</b>	<b>-9,8 (+0,3)</b>	<b>-8,8 (+0,5)</b>

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

1 Definición de Eurostat.

\* Previsiones publicadas en primavera de 2010 (respecto a otoño de 2009).

La inflación ha aumentado ligeramente en el transcurso del año, en línea con el resto de la zona del euro.

La tasa de paro se mantiene relativamente estable en torno al 20% de la población activa.

La tasa anual del IPC se ha ido incrementando progresivamente a lo largo del año desde valores cercanos al 1% a principios del mismo hasta valores próximos al 2% en agosto. Esta evolución ha sido el reflejo del incremento tanto de los precios de los elementos más volátiles del índice como de aquéllos más estables, que conforman el núcleo de la inflación subyacente. El diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido muy reducido y estable, al oscilar entre cero y 0,2 p.p. La escasa presión de la demanda nacional y la compresión de márgenes empresariales tenderá a contrarrestar el impacto alcista sobre los precios de la reciente entrada en vigor del incremento del IVA por lo que, previsiblemente, la inflación se mantendrá en niveles relativamente reducidos. En promedio, las previsiones de los principales organismos apuntan hacia crecimientos inferiores al 2% en 2010 y 2011.

Por su parte, los datos del mercado de trabajo correspondientes al segundo trimestre del año apuntan a una ligera caída del empleo y a una estabilización de la tasa de

paro. Así, en ese trimestre el número de ocupados aumentó en casi 83 mil personas respecto al trimestre anterior, hasta rozar los 18.477.000 ocupados, lo que atenuó el retroceso interanual del número de empleados desde el -3,6% hasta el -2,5%. El aumento del empleo no pudo impedir un nuevo incremento del número de desempleados como consecuencia del aumento de la población activa, con lo que la tasa de paro se mantuvo prácticamente inalterada en el 20,1%.

La crisis soberana europea provocó que algunas economías europeas adoptasen una serie de medidas de consolidación fiscal de acción inmediata para reducir el déficit públicos<sup>7</sup>. En el caso español, las medidas de ajuste fiscal aprobadas por el Gobierno el 20 de mayo adelantaron una parte importante del ajuste fiscal previsto en el Programa de Estabilidad 2010-2013 e introdujeron un conjunto de nuevas medidas de reducción del gasto de carácter estructural, entre las que destacaron el descenso de la inversión pública y de la remuneración de los asalariados públicos a partir del 1 de junio y la congelación de los salarios públicos y de las pensiones a partir de 2011. En conjunto, el recorte estimado del ajuste fiscal entre 2010 y 2011 es de 15 mil millones de euros (el 1,5% del PIB), por lo que el déficit público debería situarse en torno al 6% del PIB en 2011<sup>8</sup>. La información procedente de la ejecución presupuestaria del Estado hasta julio revela que el saldo negativo del mismo (-2,4% del PIB) se ha reducido sensiblemente en términos interanuales como consecuencia del notable incremento de la recaudación impositiva y de un moderado descenso del gasto.

Las previsiones más recientes de los principales organismos internacionales sobre la economía española apuntan a un descenso del PIB en 2010 cercano al 0,4% (-0,3% según las estimaciones del Gobierno) y a un crecimiento modesto en 2011, que se vería parcialmente lastrado por las medidas extraordinarias de recorte del gasto público, y que se situaría entre el 0,5% y el 1,3%, según diversas instituciones. De acuerdo a estas previsiones, la tasa de paro bajaría levemente del 20% y la tasa de inflación continuaría en tasas próximas al 1,5%. Las estimaciones que incorporan la información procedente del plan de ajuste fiscal rebajan la cifra prevista para el déficit público desde valores cercanos al 9% del PIB en 2010 hasta valores próximos a la banda del 6-7% del PIB en 2011.

El entorno financiero de la economía española mantiene una cierta dosis de complejidad, ya que a las dificultades que plantea una actividad económica débil en términos de volumen de negocio para las entidades de crédito y de deterioro de sus activos, coincidiendo con la reciente crisis de deuda soberana, se ha añadido un cierto endurecimiento en sus condiciones de financiación.

Por otro lado, el proceso de reestructuración del sector y un marco de solvencia relativamente confortable permiten a estas entidades afrontar los retos pendientes desde una situación sólida. Más recientemente, los resultados satisfactorios de las pruebas de resistencia de las entidades financieras españolas y una cierta mejora en sus condiciones de financiación apuntan hacia una mejoría en el entorno en que opera el sector.

*La crisis soberana ha impulsado el proceso de consolidación fiscal en algunas economías, entre ellas la española.*

*Las previsiones indican que la actividad continuará siendo débil y se estima una caída notable del déficit público en 2011.*

*La persistencia de las tensiones en los mercados de financiación mayorista añade complejidad al marco de actuación de las entidades financieras españolas.*

*Por otra parte, la reestructuración del sector y los resultados de las pruebas de resistencia deben contribuir a una mejora de la confianza de los inversores.*

7 En este sentido, un reciente análisis sobre la deuda pública de 23 países publicado por el FMI revela que la economía española se encuentra en un grupo intermedio de países junto con EE.UU., Reino Unido, Islandia e Irlanda, por lo que se refiere al margen de maniobra fiscal disponible para hacer frente a perturbaciones inesperadas (Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, Mahvash S. Qureshi [septiembre de 2010], "Fiscal Space", IMF Staff Position Note).

8 Las previsiones del cuadro 3 de la Comisión Europea se hicieron antes de la adopción del plan de ajuste fiscal, por lo que no tienen en cuenta aún su impacto.

Los beneficios agregados de las entidades de crédito continúan descendiendo...

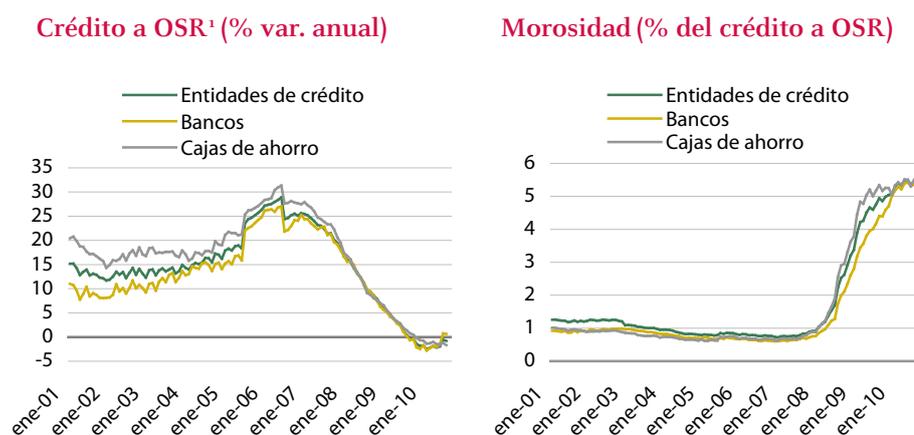
...al tiempo que se observa una cierta estabilización en las cifras de crédito y de morosidad.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2010 arrojó un resultado neto positivo de 2.836 millones de euros, una cifra sensiblemente inferior a los casi 5 mil millones del mismo periodo de 2009. La caída de los beneficios tuvo origen en el descenso del margen de intereses, el incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros y, sobre todo, el notable descenso del resto de resultados (desde los 1.723 millones de euros en el primer trimestre de 2009 hasta los 277 millones en el primer trimestre de 2010).

Las cifras más recientes de crédito y morosidad de las entidades de crédito parecen apuntar a una cierta estabilización en ambas variables. Así, la tasa de variación anual del crédito (saldo vivo) agregado a empresas y familias apenas descendía a mediados de año (-0,8% en julio), superando los mínimos de principios del mismo (-2,5%). Esta aparente estabilización fue consecuencia de una cierta reactivación del crédito a familias para adquisición de vivienda y, en menor medida, para financiación del consumo. En el caso de los bancos, la tasa de variación anual del crédito ha enlazado dos meses en terreno positivo (0,8% en junio, 0,7% en julio), después de casi un año de descensos. Por su parte, la morosidad de las entidades de crédito españolas parece haberse estabilizado en valores cercanos al 5,5% en los meses centrales del año. La mayor parte del aumento de la morosidad en el último año sigue asociada a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria (véase el gráfico 7).

#### Entidades de depósito: evolución del crédito y la morosidad

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España. Datos hasta julio.

1 Otros sectores residentes.

A raíz de las turbulencias en los mercados de deuda soberana, las entidades de crédito aumentaron sustancialmente su recurso a la financiación del Eurosistema,...

Como se ha señalado anteriormente, las turbulencias en los mercados de deuda soberana tuvieron su reflejo en las condiciones de financiación del sector privado. En el caso de las entidades financieras domésticas, el importe de sus emisiones brutas de renta fija en lo que va de año<sup>9</sup> ha descendido desde los 288 mil millones de euros en 2009 hasta los 155 mil millones en 2010, como consecuencia de la notable caída de las emisiones de pagarés, de bonos (con y sin aval) y, en menor medida, de las titulaciones. Tampoco se ha efectuado ninguna emisión de participaciones preferentes. Únicamente la emisión de cédulas hipotecarias se sitúa en niveles relativa-

9 Hasta el 15 de septiembre.

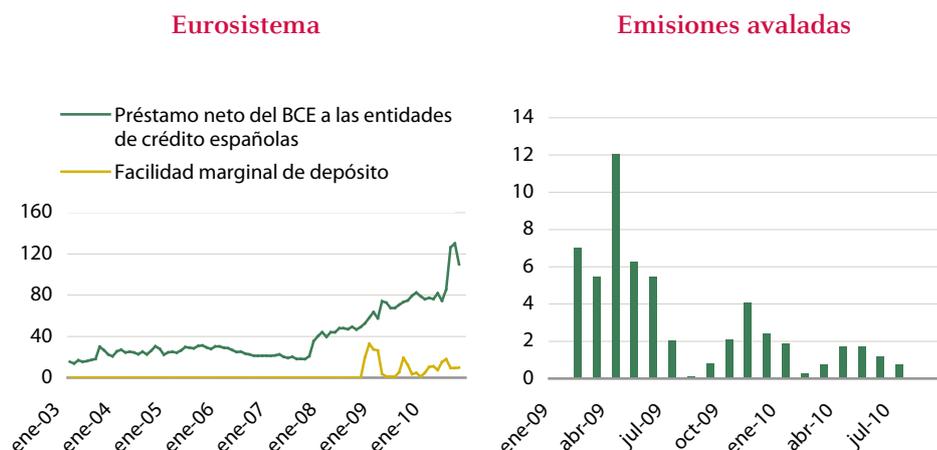
mente similares a los de 2009. La fuente de financiación que más ha incrementado su importancia en términos absolutos y relativos está relacionada con el recurso de las entidades a la financiación ofrecida por el Eurosistema. Esta modalidad de financiación, de uso creciente desde el inicio de la crisis, ha aumentado de forma sustancial en los meses centrales de 2010. Así, la financiación del BCE captada por las entidades de crédito españolas en agosto fue cercana a los 110 mil millones de euros en promedio diario (20 mil millones menos que en julio), lo que supone el 25,6% de la financiación total del Eurosistema, un porcentaje notablemente superior al que le correspondería a las entidades españolas atendiendo al volumen relativo de su capital en el Eurosistema, que se sitúa cerca del 12%. Paralelamente a este aumento en el uso de las facilidades de financiación, las entidades españolas también han aumentado su recurso a la facilidad de depósito (véase gráfico 8).

En este contexto, cabe señalar la reciente utilización por parte de algunas entidades financieras nacionales de las plataformas LCH.Clearnet y Eurox Repo, que canalizan préstamos interbancarios con garantía de deuda pública y cubren el riesgo de impago. El uso creciente de esta operativa permite diversificar las fuentes de financiación de estas entidades y, potencialmente, reducir su dependencia respecto a alguna de ellas. Esto coincide con una recuperación palpable de la actividad emisora de deuda de estas entidades en las últimas semanas de agosto y en septiembre, fundamentalmente a través de cédulas hipotecarias.

*...que ha tendido a reducirse en las últimas semanas.*

### Financiación de las entidades de crédito españolas (miles de millones de euros)

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España y CNMV. Los datos del Eurosistema son hasta agosto, los de emisiones avaladas hasta el 15 de septiembre.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas en el primer semestre de 2010 ascendió a 14.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 4% respecto al mismo periodo de 2009 (véase cuadro 5). Los beneficios se incrementaron en todos los sectores salvo en el relacionado con la construcción y con las actividades inmobiliarias. El beneficio de las sociedades cotizadas ligadas a la energía creció un 6,3% hasta superar los 7 mil millones de euros, el de las sociedades relacionadas con el comercio y los servicios se incrementó un 11,7% hasta los 6.200 millones de euros y el de las empresas industriales se acercó a los 1.400 millones de euros (frente a los 450 millones de 2009). Las empresas relacionadas con

*El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 2,3% en el primer semestre de 2010.*

la construcción y las actividades inmobiliarias dejaron atrás las abultadas pérdidas de ejercicios anteriores y mejoraron notablemente algunos márgenes intermedios, como el resultado bruto de explotación (EBITDA) o el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT). Sin embargo, la comparación interanual del resultado neto del ejercicio en este sector se vio perjudicada por las elevadas plusvalías que obtuvieron algunas entidades en el primer semestre de 2009<sup>10</sup>.

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

CUADRO 5

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	1509	1510	1509	1510	1509	1510
Energía	14.745	16.827	9.954	11.224	6.663	7.083
Industria	2.162	3.320	1.082	2.169	454	1.376
Comercio y servicios	14.590	15.005	8.782	9.077	5.585	6.236
Construcción e inmobiliario	1.987	3.579	553	1.959	1.452	7
Ajustes	-159	-107	-72	-31	-22	-1
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>33.325</b>	<b>38.624</b>	<b>20.299</b>	<b>24.398</b>	<b>14.132</b>	<b>14.701</b>

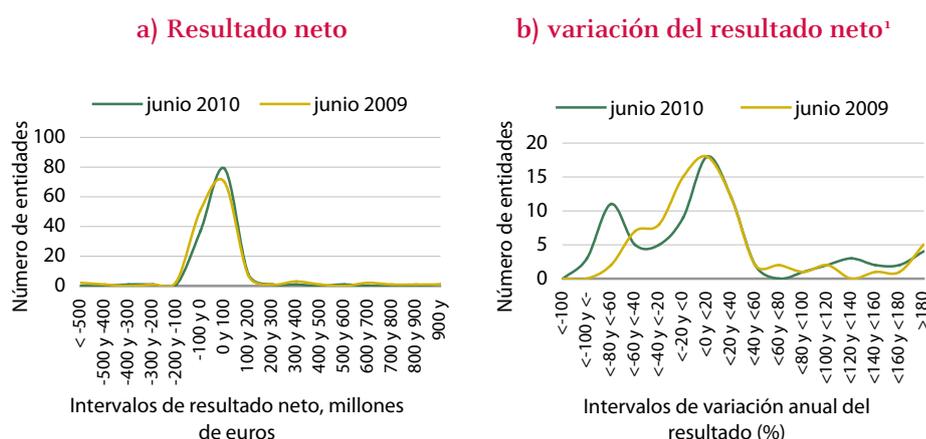
Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el año.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

*El número de entidades con pérdidas reducidas disminuyó, mientras que el número de entidades con beneficios reducidos se incrementó.*

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto (véase gráfico 9, panel a) muestra que el número de entidades con pérdidas reducidas (entre 100 millones de euros y cero) disminuyó significativamente respecto a las cifras del primer semestre de 2009, mientras que aumentó el número de entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros). Las sociedades que pasaron de presentar pequeñas pérdidas a ligeros beneficios estaban relacionadas, mayoritariamente, con la industria, el comercio y los servicios. Cabe destacar que durante la primera mitad de 2010 no hubo ninguna entidad con pérdidas superiores a 400 millones de euros, debido al mejor comportamiento de las sociedades inmobiliarias. En cuanto a la variación del resultado, para aquellas entidades que obtuvieron beneficios positivos en el primer semestre de 2009 y de 2010 (véase gráfico 9, panel b), se observa tanto un incremento del número de entidades con un empeoramiento sustancial de los beneficios (reducción por encima del 60%) como del número de entidades con aumentos superiores al 100%.

10 En el primer semestre de 2009, los resultados de las operaciones interrumpidas ascendieron a 3.033 millones de euros, como consecuencia, principalmente, de las plusvalías obtenidas por la venta de determinadas participaciones empresariales efectuadas por varias sociedades. En el primer semestre de 2010, las pérdidas derivadas de las operaciones interrumpidas alcanzaron los 23 millones de euros.



Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció un 3,7% entre diciembre de 2009 y junio de 2010, hasta alcanzar los 340.230 millones de euros (véase cuadro 6). Por sectores, se observa que este incremento fue generalizado, a excepción del sector energético, cuya deuda se mantuvo relativamente estable. El sector que experimentó un mayor incremento de su deuda fue el de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios, situándose su endeudamiento en 115.600 millones de euros, un 6,4% superior al registrado a finales de 2009. Por su parte, los volúmenes de deuda de las empresas industriales y de las sociedades del sector de la construcción y las inmobiliarias aumentaron durante el primer semestre de 2010 un 2,8% y un 4,9%, respectivamente. Este crecimiento del endeudamiento a nivel agregado tuvo su reflejo en la ratio de apalancamiento (medido mediante la ratio entre deudas y patrimonio neto), que mostró un leve incremento desde el 1,63 en 2009 hasta el 1,65 a mediados de 2010. Todos los sectores, salvo el energético, mostraron un incremento en sus ratios de apalancamiento.

La ratio de cobertura de la deuda, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), disminuyó desde 4,8 a finales de 2009 hasta 4,4 en junio de 2010. El mayor crecimiento relativo del EBITDA respecto al de las deudas permitió la mejora del indicador agregado. El mayor descenso de esta ratio se produjo en el sector de la construcción e inmobiliario (desde 22,5 hasta 15,4) como consecuencia del importante incremento del resultado bruto de explotación de este sector (un 80% en términos interanuales). Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades, en su conjunto, mejoraron ligeramente (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,4 hasta 2,8) como consecuencia del crecimiento de los beneficios antes de intereses e impuestos (un 20% en términos interanuales).

*El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció un 3,7% en el primer semestre del año.*

*Tanto la ratio de cobertura de la deuda como la carga financiera de las entidades (respecto al EBIT) mejoraron en la primera mitad del año.*

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

CUADRO 6

Millones de euros		2006	2007	2008	2009	1510
Energía	Deudas	59.191	69.172	82.608	100.572	100.315
	Deudas/ Patrimonio	0,89	0,78	0,89	1,08	1,01
	Deudas/ EBITDA <sup>1</sup>	2,17	2,48	2,82	3,46	2,98
	EBIT <sup>2</sup> / Carga financiera	4,65	4,10	3,67	3,38	3,60
Industria	Deudas	15.684	13.312	15.645	15.953	16.402
	Deudas/ Patrimonio	0,78	0,61	0,69	0,69	0,70
	Deudas/ EBITDA	2,07	1,82	2,71	3,05	2,47
	EBIT / Carga financiera	5,71	5,93	3,41	3,15	4,84
Construcción e inmobiliario	Deudas	111.000	138.933	119.788	104.762	109.853
	Deudas/ Patrimonio	3,10	3,08	3,77	4,08	4,21
	Deudas/ EBITDA	11,52	10,83	31,87	22,48	15,35
	EBIT / Carga financiera	2,04	1,17	0,01	0,31	0,76
Comercio y servicios	Deudas	91.522	96.941	112.322	108.579	115.571
	Deudas/ Patrimonio	2,52	1,70	2,14	1,78	1,96
	Deudas/ EBITDA	3,58	3,01	3,58	3,70	3,85
	EBIT / Carga financiera	2,44	3,23	2,86	3,28	3,49
Ajustes <sup>3</sup>		-11.199	-17.391	-20.802	-1.908	-1.909
<b>TOTAL AGREGADO<sup>4</sup></b>	<b>Deudas</b>	<b>266.198</b>	<b>300.967</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>340.232</b>
	Deudas/ Patrimonio	1,71	1,48	1,63	1,63	1,65
	Deudas/ EBITDA	3,86	3,96	4,63	4,82	4,40
	EBIT / Carga financiera	3,29	3,03	2,01	2,42	2,81

Fuente: CNMV.

- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de "Ajustes" se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.
- 4 No se incluyen las entidades financieras (entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera). Dado que los modelos de Información Pública Periódica vigentes a partir de 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Criteria Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

*La tasa de ahorro de los hogares se ha estabilizado en valores ligeramente superiores al 18% de la renta bruta disponible.*

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al primer trimestre de 2010 mantienen las tendencias observadas en los trimestres anteriores salvo en el caso de la tasa de ahorro, que se ha estabilizado en valores cercanos al 18% de la renta bruta disponible (véase recuadro 2 para un análisis más detallado de la evolución del ahorro de los hogares). Por su parte, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantiene en tasas cercanas al 125% de la renta bruta disponible y la riqueza neta de los hogares<sup>11</sup> ha registrado un leve descenso como consecuencia del retroceso del componente inmobiliario. Por lo que se refiere a las variaciones de activos financieros y pasivos, no se observa un cambio de patrón relevante con respecto a la tendencia de trimestres anteriores por lo que se refiere a la magnitud de los mismos, si bien se percibe un cierto cambio en la composición de la cartera de activos. Así, la adquisición neta de activos financieros en el primer trimestre del año<sup>12</sup> se situó en el 4,1% del PIB (4,2% en 2009), mientras que el descenso de los pasivos ascendió al 1,1% del PIB (1,4% en 2009). Al mismo tiempo, se redujo la importancia relativa de

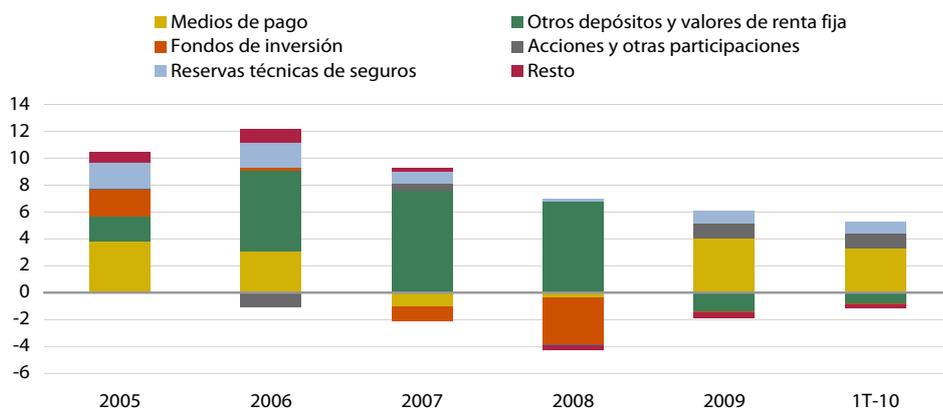
11 La riqueza neta de los hogares se obtiene mediante la suma de la cartera de activos financieros y no financieros (inmobiliarios) menos sus deudas.

12 Datos acumulados de cuatro trimestres.

los medios de pago (aunque siguen siendo el destino principal de los flujos), mientras que aumentó la de las acciones y las reservas técnicas de seguro.

### Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 10



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

### Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)<sup>1</sup>

CUADRO 7

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T09	4T09	1T10	2T09 <sup>8</sup>	3T09	4T09	1T10	2T09 <sup>8</sup>
Rta. fija <sup>1</sup>	19.696,6	20.150,3	15.240,8	13.620,5	20.089,9	21.710,4	19.940,5	22.951,2
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.081,7	3.309,0	1.243,5	1.255,4	576,6	792,3	1.106,0	1.653,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	541,5	366,6	292,1	556,5	554,2	264,9	225,7	601,2
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	589,2	743,2	582,5	464,0	455,6	734,9	709,6	673,9
Rta. vble. interncal. <sup>5</sup>	775,0	1.165,3	1.259,1	1.190,3	457,5	609,5	704,9	991,1
Gar. rta. fija	2.544,8	2.246,8	2.359,6	3.244,1	4.046,6	4.070,5	2.135,7	1.529,0
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1.683,7	1.899,6	1.607,4	1.576,3	3.100,5	2.574,1	1.818,0	1.852,4
Fondos globales	389,4	792,9	545,0	440,6	141,6	280,5	269,3	461,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>	204,4	269,0	242,6	271,1	164,3	235,9	396,2	682,1
Retorno absoluto <sup>7</sup>	1.256,4	2.221,5	1.853,3	1.778,8	924,6	1.672,1	1.018,9	1.645,3
IIC de IL	66,4	73,8	107,9	n.d.	24,2	32,5	52,6	n.d.
IIC de IIC de IL	4,6	3,7	21,4	n.d.	56,6	9,7	48,0	n.d.
<b>TOTAL</b>	<b>28.833,7</b>	<b>33.241,3</b>	<b>25.355,2</b>	<b>24.397,6</b>	<b>30.592,2</b>	<b>32.987,2</b>	<b>28.425,4</b>	<b>33.041,1</b>

Fuente: CNMV.

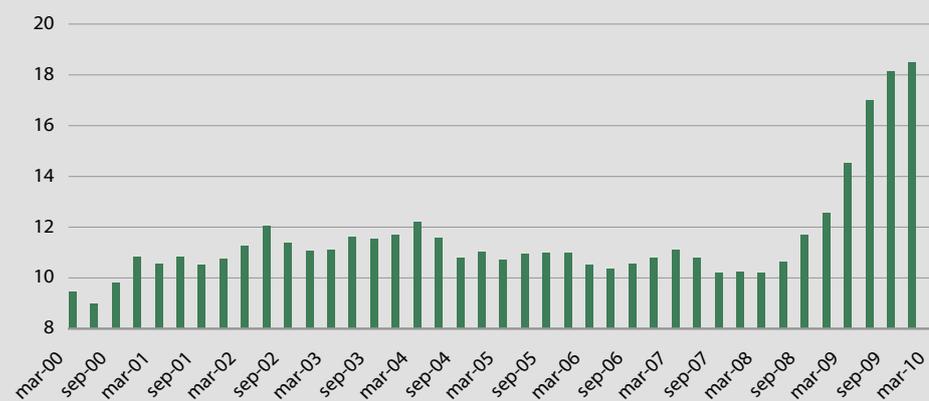
- Hasta 1T09 incluye: RF corto plazo, RF largo plazo, RF internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: RF euro, RF internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: RF mixta y RF mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RF mixta euro y RF mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV mixta y RV mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RV mixta euro y RV mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV nacional y RV euro. Desde 2T09 incluye RV euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- Datos estimados.

## Recuadro 2: “Evolución reciente del ahorro de los hogares españoles”

A lo largo de la última década, hasta el estallido de la crisis, la tasa de ahorro de los hogares españoles se mantuvo relativamente estable en el entorno del 10-12% de su renta bruta disponible. En ese periodo, la inversión tanto en activos reales, fundamentalmente inmobiliarios, como financieros experimentó un importante crecimiento que fue posible, en gran medida, por el fuerte recurso al endeudamiento, favorecido por unas condiciones de financiación muy holgadas. Así, la ratio de endeudamiento de los hogares aumentó desde el 45% de la renta disponible a mediados de los noventa hasta máximos cercanos al 130% en 2008.

Tasa de ahorro de los hogares (% renta bruta disponible)

GRÁFICO R2.1

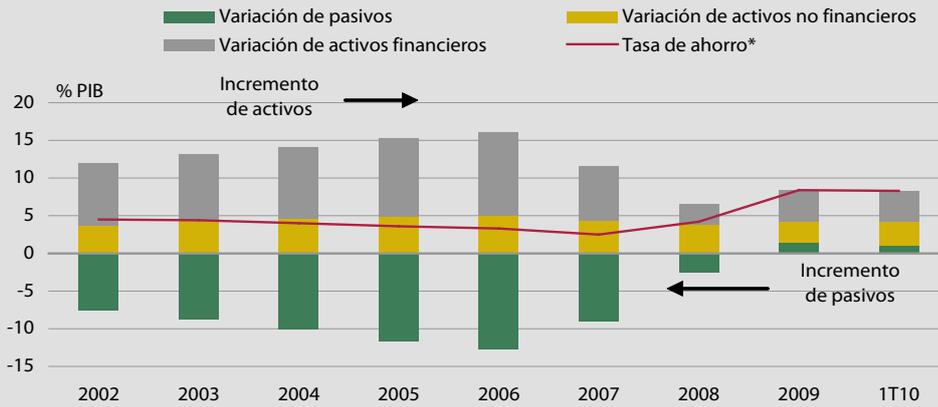


Fuente: Thomson Datastream.

El estallido de la crisis financiera elevó sustancialmente la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y, en particular, sobre el empleo. El ahorro de los hogares experimentó entonces un aumento histórico, situándose en 2009 por encima del 18% de la renta bruta disponible. Este aumento del ahorro se materializó en una reducción muy intensa del volumen de adquisición de pasivos que compensó la caída registrada en la acumulación de activos. Así, el aumento de los pasivos de los hogares, que crecían a tasas que oscilaban entre el 9% y el 14% del PIB en los años anteriores a la crisis, cayó hasta el 2,5% del PIB en 2008 y se tornó negativo desde 2009 (véase gráfico R2.2). De forma paralela, la inversión de los hogares, particularmente en activos financieros, también mostró un descenso sustancial. La adquisición de activos reales pasó de niveles cercanos al 5% del PIB en entre 2003 y 2007 hasta valores del 3%, mientras que, en ese mismo periodo, la adquisición de activos financieros cayó desde niveles próximos al 10% del PIB hasta el 3-4%.

## Descomposición de la tasa de ahorro de los hogares (% PIB)

GRÁFICO R2.2



Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

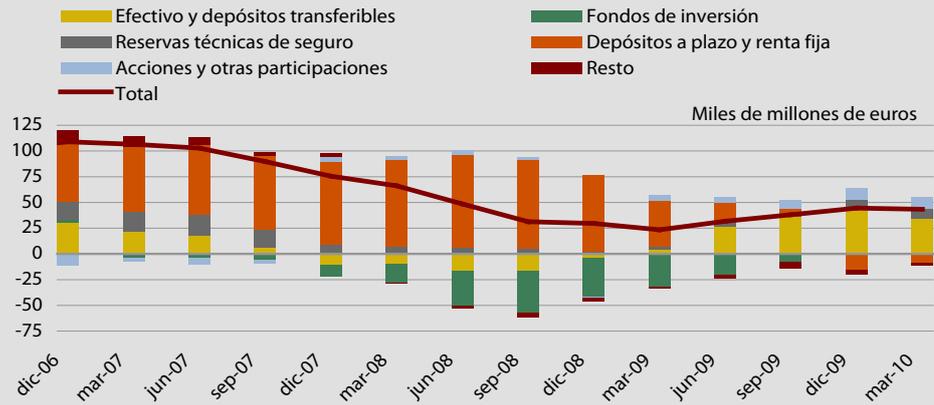
\* Tasa de ahorro más transferencias de capital.

El descenso de la inversión financiera de los hogares vino acompañado de un cambio sustancial tanto de la composición de los instrumentos financieros adquiridos como del sector emisor. Por lo que respecta al cambio en la composición de la cartera, se pueden distinguir dos fases en el comportamiento inversor de los hogares:

- 1) Desde el inicio de la crisis (mediados de 2007) hasta marzo de 2009. Durante este periodo, que vino marcado por un notable incremento de la aversión al riesgo de los agentes, los hogares mostraron con claridad una mayor preferencia por los depósitos (principalmente a plazo), en detrimento, fundamentalmente, de los fondos de inversión (véase gráfico R2.3).
- 2) Desde marzo de 2009 hasta el presente. Durante este tiempo, que se ha caracterizado, en términos generales, por un menor nivel de incertidumbre agregada en los mercados financieros, los depósitos han continuado siendo la inversión financiera preferida de las familias, pero se ha observado un trasvase desde los depósitos a plazo hacia los depósitos a la vista, más fácilmente transferibles. Además, se ha atenuado sustancialmente el elevado volumen de reembolsos en participaciones de fondos de inversión y, de forma paralela, se ha producido una cierta recuperación de la inversión en acciones cotizadas y seguros. En el primer trimestre de 2010 se ha observado que continúa manteniéndose una demanda sólida de acciones, seguros y depósitos a plazo, mientras que se ha reanudado el proceso de reembolsos de participaciones de fondos de inversión, que han sido especialmente intensos en los fondos de renta fija.

### Adquisición de activos financieros de los hogares<sup>1</sup>

GRÁFICO R2.3



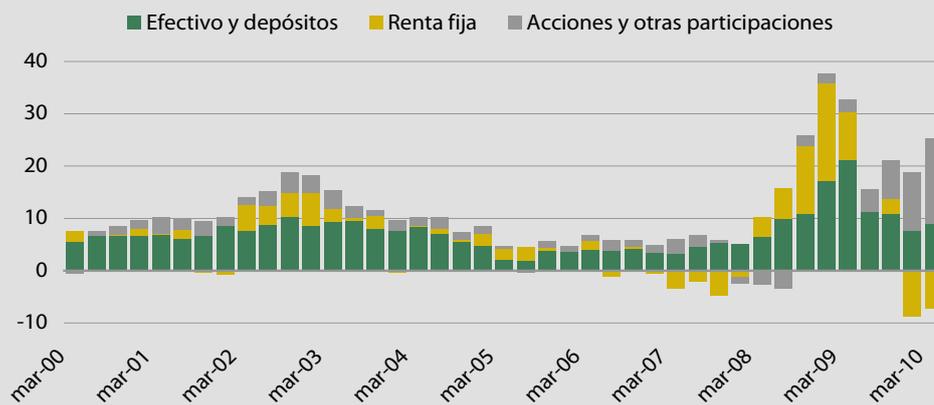
Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

1 Datos acumulados de cuatro trimestres.

Finalmente, y como se observa en el gráfico R2.4, desde el inicio de la crisis la importancia relativa de la inversión de los hogares en instrumentos financieros emitidos en el exterior ha crecido sustancialmente, desde valores inferiores al 10% de la inversión total hasta valores superiores al 20%, alcanzando máximos cercanos al 40%, coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre. Hasta marzo de 2009, la inversión en instrumentos financieros emitidos en el resto del mundo se repartía con proporciones prácticamente similares entre efectivo y depósitos, por un lado, e instrumentos de renta fija, por el otro. En los últimos trimestres, por el contrario, la inversión en acciones y otras participaciones emitidas en el exterior es la más relevante en este epígrafe.

### Adquisición de activos financieros de los hogares emitidos en el exterior<sup>1</sup> (%)

GRÁFICO R2.4



Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

1 % sobre la adquisición total de activos financieros. Datos acumulados de cuatro trimestres.

## 2.3 Perspectivas

Las previsiones del FMI y la OCDE indican que continuará la recuperación de la actividad económica en los próximos trimestres, con tasas esperadas de crecimiento mundiales cercanas al 4,5%. Las velocidades de recuperación seguirán siendo bastante heterogéneas entre las diferentes zonas y no se descarta una cierta variabilidad en el ritmo de crecimiento. Las economías emergentes continuarán liderando el crecimiento con tasas cercanas o superiores al 6,5%, mientras que las economías desarrolladas crecerán con algo menos de intensidad (entre el 1% y el 2%).

Las previsiones anteriores, no obstante, adolecen de un grado elevado de incertidumbre como consecuencia de la presencia de varios elementos de riesgo que se exponen a continuación. El primero de ellos, mencionado en ediciones anteriores de este informe, está relacionado con el grado de sostenibilidad del crecimiento de la actividad, en la medida en que una buena parte de las diferentes medidas de impulso adoptadas por las diversas autoridades han sido retiradas a lo largo del primer semestre del año. Un segundo elemento de incertidumbre está relacionado con las posibles consecuencias que se pueden derivar del reciente episodio de crisis de deuda soberana europea, el cual, en estos momentos, todavía no puede darse por superado definitivamente pues, como se ha señalado anteriormente, los indicadores de mercado del riesgo soberano para varias economías europeas siguen situados en niveles preocupantes.

Además de los efectos perjudiciales que tiene el propio incremento de la incertidumbre motivado por el deterioro de la posición fiscal de algunas economías, el riesgo más relevante es el derivado del impacto de esta crisis sobre el sistema bancario europeo. En este sentido, no es descartable que un empeoramiento acusado en las condiciones de financiación de estas entidades, como el registrado hace unos meses, acabe traducándose en un nuevo endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario, dificultando en última instancia el incipiente proceso de recuperación. Un tercer elemento de riesgo está relacionado con la publicación reciente de diversos indicadores de actividad y empleo en EE.UU. y Japón, que apuntan a un crecimiento algo más débil en estas economías a lo largo de la segunda mitad de este año.

Como nota positiva, conviene destacar el mantenimiento del dinamismo del crecimiento mostrado por las principales economías emergentes, que está suponiendo un estímulo adicional para el sector exterior de economías europeas, lo cual puede compensar, al menos parcialmente, el impacto negativo sobre la actividad de los planes de ajuste fiscal recientemente adoptados por varias economías de esta región.

En este contexto de recuperación no exenta de ciertos riesgos importantes, existen varios elementos que resultan necesarios para anclar convenientemente las expectativas de los agentes. En particular, conviene resaltar, por una parte, la importancia de acometer planes de ajuste fiscal creíbles, sólidos y equilibrados, así como las reformas estructurales necesarias para aumentar la capacidad potencial de crecimiento, especialmente en aquellas economías que presentan mayores elementos de fragilidad. Por otra parte, impulsar la pronta aplicación de los acuerdos alcanzados para reformar el sistema financiero a escala internacional debe seguir siendo una tarea prioritaria. En particular, este proceso debe pasar por incrementar la transparencia relativa al funcionamiento de los mercados e instituciones financieras (la reciente publicación de las pruebas de resistencia en el ámbito europeo constituye

*Las previsiones apuntan al mantenimiento de la recuperación de la actividad mundial con diferencias entre regiones,...*

*...aunque la incertidumbre sigue siendo elevada.*

*Uno de los riesgos más relevantes está relacionado con el impacto de las turbulencias en los mercados de deuda soberana sobre el sistema bancario europeo.*

*Entre las fortalezas, destaca el dinamismo mostrado por las economías emergentes y la expansión del comercio internacional.*

*Sigue siendo crucial abordar medidas que favorezcan la reducción de la incertidumbre agregada y permitan estabilizar las expectativas de los agentes.*

un ejemplo relevante en esta dirección), avanzar en la elaboración de la nueva regulación prudencial y culminar los procesos de saneamiento y reestructuración de las entidades que presentan dificultades (véase recuadro 1 sobre la reforma financiera de EE.UU.).

*Las perspectivas para la economía española siguen siendo débiles...*

En cuanto a la economía española, las previsiones que ofrecen los distintos organismos continúan siendo algo más pesimistas que para el conjunto de las economías avanzadas. El crecimiento medio del PIB, que en 2010 será ligeramente negativo, pasaría a terreno positivo en 2011, aunque con un dinamismo todavía insuficiente para reducir significativamente la elevada tasa de desempleo. La dilatación de la corrección de los desequilibrios acumulados en el pasado y el impacto del programa de ajuste fiscal aprobado en mayo (que se estima cercano a medio punto del PIB) estarían detrás de este comportamiento.

*...si bien las medidas de consolidación fiscal y otras reformas estructurales, junto con los resultados de la prueba de resistencia del sector bancario han tenido un impacto positivo en la confianza.*

A pesar de que existe un grado elevado de incertidumbre asociado a las previsiones sobre la economía española, lo cierto es que las medidas de consolidación fiscal recientemente aprobadas junto a la adopción de algunas medidas estructurales, entre las que destaca la reciente reforma del mercado de trabajo, la reducción de la incertidumbre propiciada por la reciente prueba de resistencia aplicada al sector bancario y la mejora experimentada por algunos de nuestros principales socios comerciales en los últimos meses están teniendo un impacto positivo sobre la confianza de los agentes, dando lugar a una cierta estabilización en los indicadores de riesgo de crédito, que no obstante todavía se sitúan en niveles muy elevados de acuerdo a su media histórica reciente. Esta estabilización ha permitido la reciente reanudación de las emisiones de deuda pública y privada en condiciones más favorables y, en la ausencia de nuevos episodios de desconfianza inversora, esta tendencia debería consolidarse en los próximos meses.

*Los riesgos más relevantes están asociados a la debilidad del mercado de trabajo y a las potenciales dificultades de financiación en el sector público y en el privado.*

Por otro lado, existe un conjunto de riesgos relevantes que podrían afectar a las perspectivas de recuperación de la actividad doméstica en los próximos trimestres, algunos mencionados en informes anteriores y otros de carácter novedoso. Entre los riesgos ya conocidos están, por un lado, aquéllos relacionados con la posibilidad de que el mercado laboral no se recupere con la intensidad necesaria para reducir la tasa de desempleo y, por consiguiente, estimular la recuperación de los niveles de consumo privado, y, por otro lado, aquellos riesgos derivados de la finalización de las medidas de impulso adoptadas por el Gobierno. Además, no es descartable que la reciente crisis de deuda soberana todavía dé lugar a algún episodio de desconfianza en los mercados de financiación mayorista, con el consiguiente perjuicio para la normal financiación tanto del sector público como del privado.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable nacional recuperaron en el tercer trimestre una parte de la caída registrada en los trimestres anteriores, en un marco de descenso notable de la volatilidad...*

Durante el tercer trimestre<sup>13</sup>, los mercados de renta variable nacional, con algunas excepciones, han recuperado un parte sustancial de la caída registrada en los primeros meses del año. La recuperación de las cotizaciones en el mercado español en este periodo, que ha sido superior a las de otros índices de referencia como también lo fue la caída previa, ha tenido lugar en un contexto de reducción progresiva de

<sup>13</sup> Hasta el 15 de septiembre.

la incertidumbre acerca del impacto de la crisis de deuda soberana en la economía española. Esto último ha permitido una cierta normalización en los niveles de volatilidad histórica del mercado, que habían alcanzado máximos cercanos al 70% en el mes de mayo, y una recuperación de la contratación, con indicadores del grado de liquidez en niveles incluso superiores a la media histórica reciente. Así, el Ibex 35, que registró descensos del 9% y el 14,8% en el primer y el segundo trimestre del año, respectivamente, había repuntado un 16,1% desde el comienzo del tercer trimestre hasta el cierre de este informe. Con todo, desde comienzos de año, este índice ha descendido un 10%.

La evolución más reciente de las cotizaciones muestra un comportamiento dispar según el tamaño y el mercado en cuestión. En cuanto al tamaño, el índice de empresas de mediana capitalización (Ibex Medium Cap) y el de empresas de pequeña capitalización (Ibex Small Cap), que se habían comportado de manera similar en el primer semestre del año, han mostrado incrementos de magnitud muy diferente en el tercer trimestre (del 14% y del 2,4%, respectivamente). En el conjunto del año acumulan caídas del 4,8% y el 15,6%, respectivamente. Las plataformas de valores de los mercados latinoamericanos, por su parte, han mostrado ligeras revalorizaciones en el tercer trimestre del año. El índice FTSE Latibex All-Share ha crecido un 1,1% mientras que el índice que representa los valores más líquidos (FTSE Latibex Top) lo ha hecho un 0,6%. Este último registra una mayor revalorización en el transcurso de 2010 debido, principalmente, a la menor caída que experimentó en el segundo trimestre. Estos dos últimos índices están más de un 20% por encima de los niveles de hace un año.

Por tipo de sector, las empresas químicas y las inmobiliarias han mostrado descensos significativos, que, prácticamente, han sido los únicos, durante el tercer trimestre, con caídas del 47,3% y el 20,8%, respectivamente. Así, la cotización del sector inmobiliario ha caído algo menos de un 60% en términos interanuales. El resto de los sectores ha mostrado un repunte de sus cotizaciones en el tercer trimestre que no ha podido compensar la caídas de la primera parte del año, salvo en el caso de las empresas relacionadas con los bienes de consumo y otros servicios financieros distintos de los bancarios, que experimentan una revalorización desde finales de 2009 (véase cuadro 8). La fuerte revalorización del sector bancario en el tercer trimestre (14,5%), tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia del sector bancario, ha sido un factor determinante del movimiento alcista del Ibex 35 en este trimestre. Otros sectores, de menor peso relativo en el mercado, también mostraron subidas significativas. Entre ellos destacaron los de bienes de consumo discrecional (21,1%), salud (20,3%), telecomunicaciones (18,6%), otros servicios financieros (15,2%), bienes industriales y servicios (15%) y construcción (14,3%).

En el gráfico 11 se observa cómo la crisis de deuda soberana en Europa ha tenido un impacto mayor en la cotización de las entidades financieras que en las no financieras. Por su parte, el grado de internacionalización de las empresas cotizadas en el Ibex 35 no parece ser un elemento discriminatorio relevante a la hora de interpretar el comportamiento de las empresas incluidas en este índice, al contrario de lo que ocurrió en 2009. Entonces, las entidades más internacionalizadas se revalorizaron desde los mínimos de marzo de ese mismo año un 96%, el doble que las empresas menos internacionalizadas (véase gráfico 12). En 2010, por el contrario, las cotizaciones de las empresas con ingresos más diversificados geográficamente han evolucionado

*...aunque se aprecian diferencias importantes según el tamaño de la empresa o el sector.*

*En el tercer trimestre del año, únicamente ha retrocedido la cotización de las empresas químicas y las inmobiliarias.*

*La crisis de deuda ha tenido un impacto mayor en la cotización de las entidades financieras.*

nado de forma relativamente similar a las del resto de empresas, con descensos del 10% frente al 13% de las empresas menos internacionalizadas.

### Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 8

Índices	2006	2007	2008	2009	I-10 <sup>1</sup>	II-10 <sup>1</sup>	III-10 (hasta 15 septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	-9,0	-14,8	16,1	-10,0	-7,3
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	-9,6	-14,5	15,6	-10,5	-8,4
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	-0,8	-15,9	14,0	-4,8	-9,4
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	-0,9	-16,9	2,4	-15,6	-23,6
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	6,9	-7,3	1,1	0,2	19,5
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	7,2	-2,5	0,6	5,1	27,0
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
Petróleo y gas	18,3	1,8	-30,8	-20,1	-6,7	-9,6	8,6	-8,4	-14,5
Químicas	-20,4	-58,4	-67,8	3,4	-0,7	-14,4	-47,3	-55,2	-57,6
Materiales básicos	69,3	-17,2	-45,4	23,1	2,7	-11,2	3,9	-5,2	-11,4
Construcción y mat. de construcción	61,6	-12,0	-51,0	25,5	-5,5	-21,2	14,3	-14,8	-16,2
Bienes industriales y servicios	28,4	6,9	-41,9	29,3	-4,1	-11,3	15,0	-2,2	1,5
Salud	40,7	19,2	-45,0	17,7	-3,7	-23,8	20,3	-11,7	-13,7
Utilities	42,0	18,5	-31,0	-7,8	-7,1	-19,1	12,5	-15,4	-12,1
Bancos	27,6	-4,5	-47,9	46,3	-14,6	-13,1	14,5	-15,1	-13,2
Seguros	44,7	-13,3	-25,0	19,8	-6,6	-17,4	7,4	-17,2	-18,2
Inmobiliaria	100,4	-42,6	-58,6	-43,8	-4,1	-19,8	-20,8	-39,1	-57,4
Servicios financieros	91,1	-35,6	-44,3	20,8	6,8	-9,8	15,2	11,1	5,2
Telecomunic. y medios de comunic.	29,4	26,3	-31,4	23,5	-9,0	-14,6	18,6	-7,8	-3,7
Consumo discrecional	21,2	-7,7	-39,2	37,0	10,5	-9,2	21,1	21,5	32,1
Consumo básico	12,9	6,9	-22,5	-8,4	1,6	-1,2	6,8	7,2	6,6

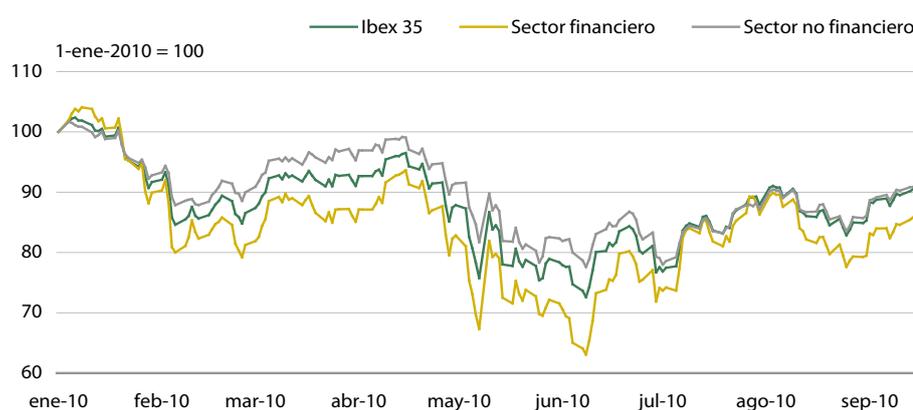
Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

### Desglose del Ibex 35: sector financiero y no financiero<sup>1</sup>

GRÁFICO 11



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

1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior.



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

- 1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2009. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2009.

### Recuadro 3: “El *flash crash* del 6 de mayo: hipótesis y mecanismos de prevención”

El pasado 6 de mayo, el índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) perdió en unos minutos cerca de 1.000 puntos (un 9,16% del nivel de cierre de la jornada anterior). Tras un breve lapso, el mercado recuperó casi completamente esas pérdidas (véase gráfico R4.1). Durante este episodio, que ya se conoce comúnmente como *flash crash*, la cotización de doscientas empresas cotizadas se desplomó hasta situarse, momentáneamente, en unos pocos centavos de dólar.

Tras una investigación conjunta llevada a cabo por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) y la SEC, las razones últimas que motivaron una de las mayores perturbaciones intradía de la historia de los mercados de valores todavía no están del todo claras. En un principio, todos los indicios apuntaban hacia un posible error humano en la introducción de una orden de venta, que podría haber provocado una súbita reducción en el precio de la acción afectada y el contagio casi simultáneo al resto de valores. Sin embargo, las últimas investigaciones, todavía en curso, parecen apuntar hacia una interacción entre varios factores, que incluirían la compleja estructura de los mercados de renta variable en EE.UU., caracterizada por una acusada fragmentación de la liquidez entre mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, la utilización cada vez más intensiva de estrategias de negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*) y un entorno regulatorio heterogéneo en el que, ante una misma circunstancia de mercado, se aplican diferentes previsiones normativas.



Fuente: Bloomberg

Otro de los factores implicados es la compleja interrelación entre las diferentes plataformas de negociación de ese país, ya que existe una norma, denominada National Market System (NMS), aplicable a todas las plataformas, que obliga a dirigir las órdenes al mercado con el mejor precio en cada momento, con objeto de lograr una consolidación de precios y ofrecer la mejor ejecución a los participantes. Sin embargo, existen varias exenciones a esta norma y, como señala Magerman<sup>1</sup> (2010), pueden producirse diversos problemas técnicos de interconexión o situaciones de elevada actividad que la hacen inaplicable bajo determinadas circunstancias, lo que puede dar lugar a desplazamientos inesperados de la liquidez de un mercado a otro. En este contexto, el reciente episodio ha avivado el debate en torno a la actual fragmentación de la liquidez entre las diferentes plataformas de negociación, con un 30% del volumen negociado en plataformas no públicas (*dark pools* e *internalizadores*) y la utilización, cada vez más intensa, de las estrategias de negociación de alta frecuencia<sup>2</sup>.

La última línea de investigación abierta por la SEC apunta a una práctica de manipulación conocida como *quote stuffing* y consistente en el envío al mercado de un elevado número de órdenes de compraventa que inmediatamente después de formularse son canceladas. El objetivo de esta operativa suele consistir en intentar colapsar y ralentizar el sistema de negociación y hacer que el resto de los participantes se centre en unas órdenes que posteriormente se van a retirar.

Por otro lado, algunos análisis del *flash crash* han señalado la disparidad normativa en los mecanismos de reducción de la volatilidad en las diferentes plataformas de negociación como un factor que podría haber exacerbado las fluctuaciones en las cotizaciones, aunque no pueda atribuirse tal perturbación a una norma concreta. Durante los veinte minutos que duró el episodio, se produjo un desplazamiento de las órdenes desde la NYSE hacia sistemas multilaterales de negociación que no tenían implantados mecanismos amortiguadores de la volatilidad. En la NYSE, el sistema de negociación pasó al modo “manual” (*go slow*), reduciéndose considerablemente la velocidad en la ejecución de las órdenes, pero, al no existir uniformidad normativa, en el resto de plataformas la negociación continuó funcionando sin restricciones. El resultado fue un agravamiento del descenso de precios al desplazarse parte de la actividad normal del NYSE a otras plataformas con menor liquidez y profundidad. Además, algunos participantes apuntan a que un

importante número de negociadores de alta frecuencia se retiraron del mercado, con el consiguiente impacto negativo sobre la liquidez y la profundidad.

En concreto, en la NYSE existen dos tipos de mecanismos de reducción de la volatilidad que, en ambos casos, se activan una vez alcanzada una variación pre-determinada en el precio:

- 1 Los “puntos de reposición de liquidez” (*liquidity replenishment points*, LPR), que se aplican de manera individualizada para cada valor y conllevan la ralentización de la negociación mediante el cese de las operaciones en el sistema automatizado de negociación y el traspaso al sistema tradicional de corros.
- 2 Los “cortacircuitos” (*circuit breakers*) que, una vez activados, suponen la suspensión de la negociación de algunos o de todos los valores del mercado. El objetivo de estos mecanismos es reducir la volatilidad y mejorar la confianza de los inversores mediante la introducción de pausas en la negociación para permitir un análisis sosegado de la nueva información que pueda llegar al mercado y reducir la posibilidad de fallos operativos. Los *circuit breakers* fueron introducidos en 1989 por la NYSE como respuesta a los episodios de volatilidad de octubre de 1987 y de ese mismo año. En su versión inicial de 1989, la medida era asimétrica, puesto que las paradas en la negociación únicamente se producían en caso de descensos significativos en el índice DJIA, pero nunca en caso de subidas bruscas. Cada trimestre, la bolsa calculaba y hacía públicos los puntos de variación del DJIA que supondrían un descenso del 10%, 20% y 30% y establecía, en función del tramo horario de la sesión en que se registrasen las caídas, las medidas a tomar. En caso de un descenso del 10%, se contemplaban tres posibilidades en función del tramo horario de la sesión en el que se registraba la caída. Así, si ésta se producía antes de las 14:00 horas, la negociación se suspendía durante una hora; entre las 14:00 y las 14:30, se cerraba la bolsa media hora y después de las 14:30, se mantenía la negociación. En situaciones de caídas del 20%, se suspendía el mercado durante dos horas cuando la caída tuviese efecto antes de las 13:00 horas, una hora si se registra entre las 13:00 y las 14:00 horas y, a partir de esa hora, cualquier caída del 20% suponía el cierre definitivo de la sesión. Por último un descenso del 30% suponía el cierre del mercado para el resto de la sesión con independencia del momento de la sesión en que se produjese.

Tras los acontecimientos del pasado 6 de mayo, la primera medida de la SEC, en coordinación con la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), fue la puesta en marcha de un sistema de “cortacircuitos” individualizados para cada acción y aplicable a todas las plataformas de negociación de acciones de EE.UU. El sistema entró en vigor el 11 de junio de este mismo año y estará en funcionamiento como experiencia piloto hasta el próximo 10 de diciembre. Esta primera fase de evaluación será aplicable exclusivamente a los 500 valores incluidos en el índice S&P 500 y, una vez analizados los resultados de su implantación, el objetivo es extender el sistema a todas las acciones cotizadas, incluidos los fondos cotizados (ETF).

De acuerdo con la nueva normativa, la negociación de un valor se suspenderá durante cinco minutos cuando la variación de precios durante los cinco minutos precedentes supere el 10%. La norma incorpora varias novedades importantes: i) se trata de una regla homogénea, al ser de aplicación a todas las plataformas de

negociación; ii) se aplica de manera individualizada a cada acción; iii) tiene un carácter más dinámico porque considera las variaciones de precios más recientes; y, por último, iv) incorpora un criterio de simetría al considerarse variaciones tanto al alza como a la baja.

En los mercados regulados de acciones españoles están vigentes desde el año 2001 mecanismos con objetivos similares a los descritos en el caso estadounidense, que en nuestra jurisdicción reciben la denominación de “subastas de volatilidad”. Las subastas de volatilidad tienen una duración de cinco minutos y entran en funcionamiento cuando los precios de una acción alcanzan un determinado porcentaje de variación con respecto al último precio negociado (*rango dinámico*) o a la última subasta celebrada para el valor (*rango estático*). Su objetivo es facilitar la difusión y asimilación de la nueva información sobre las acciones cotizadas o la coyuntura extraordinaria de mercado existente en cada momento.

1 *The Flash Crash*, David M. Magerman, 14 de mayo de 2010, Mill Creek Capital Advisors, LLC.

2 En un discurso reciente, la Presidenta de la SEC, Mary L. Schapiro señalaba la necesidad de establecer determinadas obligaciones a los negociadores de alta frecuencia para que su actividad sirva de apoyo a la estabilidad e integridad de los mercados (el discurso “Strengthening Our Equity Market Structure” fue pronunciado el 7 de septiembre de 2010 en el Economic Club of New York; disponible en <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch090710mls.htm>).

*El PER del Ibex 35 ha tendido a alinearse con los de las principales referencias europeas...*

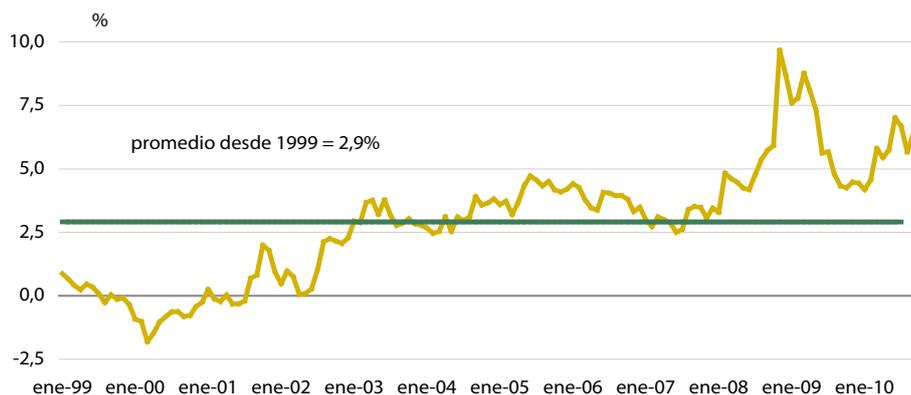
La ratio entre el precio y el beneficio por acción (PER) del Ibex 35, que había registrado valores muy reducidos durante la primera parte del año en comparación con las principales referencias internacionales, ha tendido a alinearse con las ratios de las referencias europeas más relevantes a lo largo del tercer trimestre del año.

*...mientras que el indicador que aproxima la prima de riesgo de la renta variable nacional ha revertido su tendencia al alza.*

Durante el tercer trimestre de este año, el indicador que aproxima la prima de riesgo de la renta variable nacional (frente a la deuda pública española), el *earning yield gap*, ha revertido su tendencia al alza iniciada a principios de año, tras el fuerte descenso que había registrado el año anterior desde su máximo de marzo de 2009. La evolución de este indicador, que normalmente suele responder más a los movimientos de los precios de la renta variable nacional que a los de la renta fija pública, desde el segundo trimestre del año ha estado más condicionada por las variaciones experimentadas por la rentabilidad de la deuda pública española a raíz de la elevada volatilidad registrada en ese mercado. Este indicador, que se situó en el 6,4% en el mes de septiembre, todavía dista del nivel promedio desde 1999, que es del 2,9% (véase gráfico 13).

### Earning yield gap<sup>1</sup> del Ibex 35

GRÁFICO 13

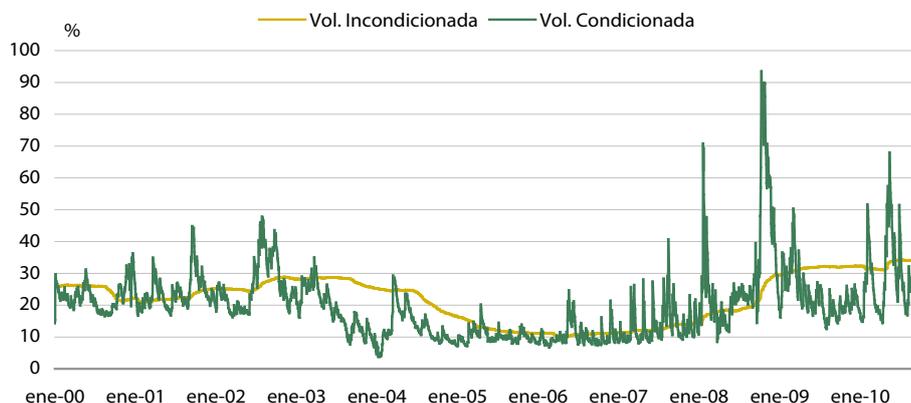


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta septiembre de 2010.

### Volatilidad histórica. Ibex 35

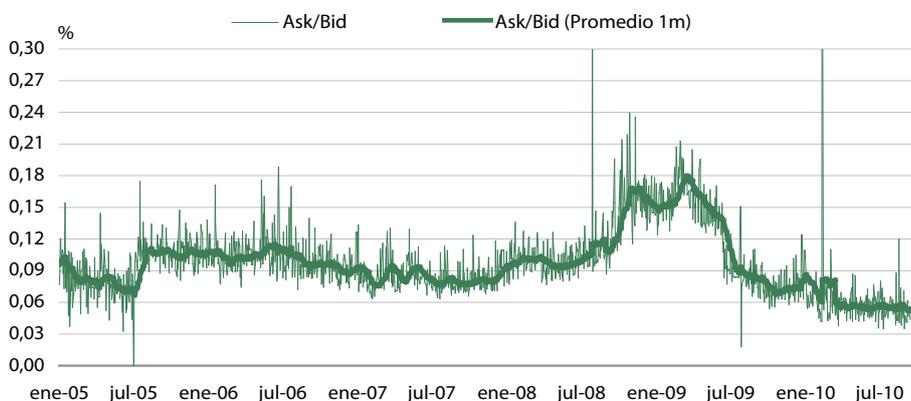
GRÁFICO 14



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

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

GRÁFICO 15



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

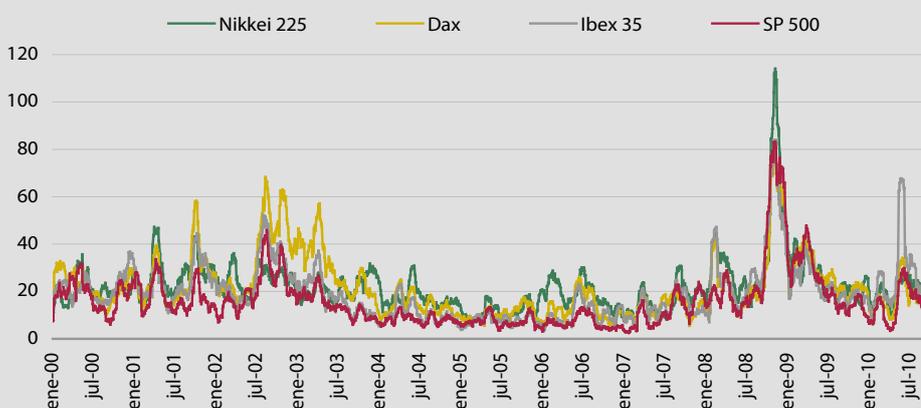
#### Recuadro 4: “La volatilidad de la bolsa española: una comparativa internacional”

La volatilidad es una medida de la intensidad con la que fluctúan los precios de los activos financieros y se asocia, por tanto, con el riesgo de mercado de dichos activos. Existen diversas maneras de estimar la volatilidad de un activo financiero. Las medidas utilizadas con más frecuencia son las de carácter *histórico* y las *implícitas*. Entre las primeras, la alternativa más sencilla es la de estimar la volatilidad de un activo o de un índice como la desviación típica de los rendimientos diarios del mismo a lo largo de un periodo de tiempo concreto. Algunos modelos suponen que la volatilidad no es constante en el tiempo y la dividen en dos componentes, uno variable y otro fijo<sup>1</sup>. El enfoque histórico se puede utilizar también para medir volatilidades intradía, por ejemplo, mediante la variación temporal entre el precio máximo y el mínimo que ha tomado un activo en cada jornada a lo largo del periodo de referencia. En cuanto a la volatilidad implícita, ésta se deriva de la valoración de las opciones sobre el activo en cuestión negociadas en el mercado.

En el segundo trimestre de 2010, las diferentes medidas disponibles de volatilidad del mercado de renta variable español (aproximado a través del Ibex 35) se incrementaron notablemente a raíz de la crisis de deuda soberana europea. La volatilidad histórica del Ibex 35 (medida como la desviación típica de los rendimientos diarios) alcanzó niveles próximos al 70% en la primera quincena del mes de mayo, claramente superiores a los mostrados por los índices de otras bolsas de referencia (véase gráfico R4.1), aunque posteriormente ha descendido nuevamente a valores del 20%.

Volatilidades históricas de índices bursátiles internacionales (%)

GRÁFICO R4.1



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

En el cuadro R.4.1 se exponen las volatilidades históricas medias de diferentes índices en varios periodos de tiempo, agrupados por regiones (economías centrales europeas, EE.UU. y Japón y economías europeas periféricas). Para cada uno de los índices se ha comparado su volatilidad media con la del Ibex 35 en periodos de normalidad o ausencia de turbulencias (concretamente entre 2005 y junio de 2007) y en el reciente periodo de crisis (desde junio de 2007).

Con carácter general, el análisis estadístico revela que la volatilidad del Ibex 35: (i) se muestra en línea con la volatilidad de los principales índices de referencia europeos tanto en momentos de normalidad como en momentos de turbulencias, (ii) es significativamente superior a la de los índices norteamericanos e inferior a la de los índices japoneses y (iii) se encuentra en un rango intermedio en el conjunto de índices de las economías periféricas europeas (es inferior a la volatilidad del mercado griego e irlandés, pero superior a la del italiano y el portugués<sup>2</sup>). En términos generales, los contrastes efectuados son robustos a diferentes periodos de tiempo y a otras medidas de volatilidad (véase gráfico R.4.2 que expone los promedios para la medida de volatilidad histórica intradía).

**Cuadro comparativo de las volatilidades históricas<sup>1</sup> de diferentes índices de renta variable (%)**

CUADRO R4.1

	Índice\Periodo	Desde 2005	ene-05 - jun-07 (normalidad)	Desde jun 07 (crisis)	Último dato <sup>2</sup>
	Ibex 35	20,6	11,5	27,2	20,6
Principales europeas	Euro stoxx 50 (Euro)	20,4	12,3	26,4	19,6
	Euronext 100	18,9	11,1	24,6	18,1
	Dax 30 (Alemania)	19,9	13,1	24,9	15,4
	Cac 40 (Francia)	20,7	12,3	26,8	21,0
	FT 100 (Reino Unido)	18,0	10,2	23,7	16,0
EE.UU. y Japón	Dow Jones (EE.UU.)	17,2	9,5	22,8	16,1
	S&P 500 (EE.UU.)	18,6	9,8	25,1	18,3
	Nasdaq-Cpte (EE.UU.)	20,5	12,7	26,2	20,3
	Nikkei 225 (Japón)	22,3	15,4	27,4	25,8
	Topix (Japón)	20,8	14,8	25,3	20,1
Euro periféricas	Índice bolsa Atenas (Grecia)	23,7	14,8	30,3	30,2
	Índice bolsa Portugal	15,2	7,4	20,9	11,0
	Índice bolsa Irlanda (Irlanda)	23,9	12,2	32,4	27,4
	Mib-30 (Italia)	15,9	8,9	21,0	17,5

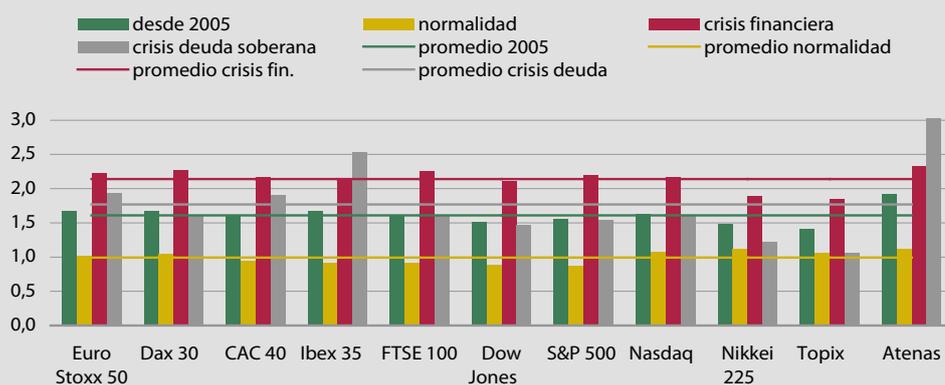
1 Calculada como la desviación típica de las rentabilidades diarias de los últimos veinte días.

2 15 de septiembre.

Atendiendo a los momentos de mayor inestabilidad en los mercados financieros a lo largo de la última década, se puede observar que los mayores incrementos relativos en la volatilidad se han producido generalmente en los índices de aquellas economías sobre las que en ese momento existía un grado de incertidumbre mayor. Así, en el periodo de los escándalos contables de varias compañías europeas en 2002/2003, los índices europeos, y particularmente el alemán, fueron los más volátiles. Por el contrario, a finales de 2008, con la quiebra de algunas entidades financieras estadounidenses de gran tamaño, fueron los índices de ese país los que marcaron volatilidades máximas en términos históricos (superiores al 100%). Finalmente, en el reciente periodo de turbulencias asociado a la crisis de deuda soberana europea, las economías sobre las que se han percibido mayores elementos de fragilidad, entre ellas la española, han tendido a mostrar una volatilidad superior en el mercado de renta variable.

## Volatilidad histórica intradía<sup>1</sup>

GRÁFICO R4.2



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

1 Calculada como la diferencia entre el precio máximo y el mínimo sobre el precio mínimo en porcentaje. Para cada índice se ofrecen promedios en varios periodos de tiempo.

Respecto a esta última apreciación, conviene destacar que los diferentes conjuntos de medidas de ajuste fiscal adoptados por algunas de estas economías y otras iniciativas de carácter europeo (mecanismo de asistencia financiera, medidas del BCE para favorecer la liquidez, etc.) han permitido que las volatilidades en estos mercados hayan alcanzado niveles relativamente similares a aquellos existentes en momentos de normalidad, como puede apreciarse en el tramo final de las series representadas en el gráfico R4.1.

- 1 En el gráfico 14 se presenta una descomposición de este tipo para la volatilidad del Ibex 35, estimada a través de un modelo GARCH.
- 2 El hecho de que la volatilidad de la bolsa española sea superior a la de la bolsa portuguesa o la de la italiana puede estar relacionado con las diferentes características de estos mercados en términos de profundidad o de liquidez.

*La contratación en los mercados ha mostrado un aumento significativo...*

La contratación en los mercados cotizados españoles de renta variable ascendió a más de 776 mil millones de euros en los nueve primeros meses de 2010 (hasta el 15 de septiembre), un 32% superior a la del mismo periodo del año anterior. La contratación media diaria del tercer trimestre se situó en los 4.520 millones de euros, en línea con las cifras del primer semestre del año (4.190 millones), sensiblemente superior a los 3.489 millones del conjunto de 2009. Estos valores distan de los alcanzados en 2008 (4.895 millones) y del máximo de 2007 (6.590 millones).

*...pero el volumen de emisiones continúa siendo reducido, a pesar de la activación de algunas operaciones.*

Respecto a las emisiones de renta variable, en el segundo trimestre de 2010 se activaron algunas operaciones de salida al mercado después de la atonía que dominó los dos años precedentes, aunque los volúmenes de estas operaciones (534 millones de euros en total) son aún mucho más reducidos que los registrados en los años anteriores a la crisis (véase cuadro 10). Las ampliaciones de capital contabilizadas hasta el 15 de septiembre ascendieron a algo más de 7 mil millones de euros, ligeramente por debajo de los 9.079 millones de hace un año y bastante alejados de los previos a la crisis.

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	I-10	II-10	III-10 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>1.243.387</b>	<b>886.135</b>	<b>229.120</b>	<b>298.811</b>	<b>248.611</b>
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	880.544	227.866	297.495	247.251
Corros	5.318	1.154	207	73	17	13	25
de los que SICAV <sup>2</sup>	4.581	362	25	20	3	4	7
MAB <sup>3</sup>	1.814	6.985	7.060	5.080	1.089	1.141	1.231
Segundo mercado	49	193	32	3	0	1	0
Latibex	723	868	758	435	147	162	103
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)							
	58,4	61,6	65,5	64,2	64,8	nd	nd

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.

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

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta<sup>1</sup>

CUADRO 10

	2006	2007	2008	2009	2010		
					I-10	II-10	III-10 <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>29.436</b>	<b>69.955</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>241</b>	<b>5.115</b>	<b>2.323</b>
Ampliaciones de capital	26.977	67.887	16.340	11.389	241	4.581	2.323
De ellas, mediante OPS	645	8.503	292	17	15	924	6
Tramo nacional	303	4.821	292	17	15	924	6
Tramo internacional	342	3.681	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.459	2.068	10	2	0	534	0
Tramo nacional	1.568	1.517	10	2	0	534	0
Tramo internacional	891	551	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>12</b>
Ampliaciones de capital	77	91	53	53	10	17	12
De ellas, mediante OPS	8	8	2	2	2	4	2
De ellas, liberadas	20	19	18	11	1	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	1	0	2	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 2010.

3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

4 Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse.

### Recuadro 5: “El nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto de CESR y su implementación por la CNMV”

A partir del tercer trimestre de 2008, coincidiendo con la agudización de la crisis financiera, un buen número de supervisores financieros establecieron nuevos regímenes de transparencia de posiciones cortas en los mercados de acciones<sup>1</sup>. Este fue el caso de muchas jurisdicciones europeas, en las que se activaron determinados requisitos de información sobre este tipo de posiciones frente al supervisor y, en algunos casos, al resto de participantes en el mercado<sup>2</sup>.

A pesar del elevado grado de consenso mostrado en torno a la conveniencia de establecer requisitos de transparencia en este ámbito, las distintas autoridades nacionales europeas siguieron, en ocasiones, criterios distintos a la hora de aplicarlos. La mayoría de países optaron por que los inversores con posiciones superiores al 0,25% debían informar acerca de las mismas. Sin embargo, hubo excepciones como Grecia, que fijaron ese umbral en el 0,1%. Otro de los aspectos donde hubo cierta divergencia fue en lo relativo a la obligatoriedad de comunicar las posiciones cortas al supervisor únicamente o también al mercado, aunque la opción mayoritaria fue informar a ambos, aunque hubo países como Portugal y Austria que optaron por que los inversores sólo informaran al supervisor.

En este contexto, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), tras una consulta pública, alcanzó un acuerdo sobre los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo. CESR publicó en marzo de 2010 el documento titulado “Model for Pan-European Short Selling Disclosure Regime”<sup>3</sup>, en el que se exponía un régimen común de transparencia sobre posiciones cortas. Asimismo, se proponía a la Comisión Europea que iniciara el proceso para su incorporación en la legislación europea sobre mercados de valores.

Este régimen prevé dos niveles de comunicación:

- Comunicación al supervisor competente cuando la posición corta supere el umbral del 0,2% del capital social del emisor. Una vez que un inversor comunique una posición de esta cuantía, la posición se actualizará siempre que la misma varíe más de un 0,1%.
- Comunicación al mercado cuando la posición supere el umbral del 0,5% del capital social del emisor. Una vez que un inversor comunique una posición de esta cuantía, ésta se actualizará siempre que varíe más de un 0,1%.

En el cómputo de la posición neta en el capital social de un emisor, CESR establece que el inversor debe tener en cuenta cualquier instrumento financiero que implique una exposición económica al precio de cotización de la acción. Esto supone que, además de tener en cuenta su posición neta en el mercado de contado de acciones, también debe considerar su posición en derivados cuyo subyacente sean las acciones del emisor en cuestión (futuros, *equity-swaps*, contratos por diferencias, opciones, cestas, índices, etc.)<sup>4</sup>.

En cuanto a su ámbito objetivo, el nuevo régimen se aplicará a las acciones admitidas a cotización en cualquier mercado regulado del Área Económica Europea o en cualquier plataforma de negociación multilateral si el mercado primario del emisor está localizado fuera del Área Económica Europea. Los proveedores de

liquidez se encuentran exentos de esta normativa, mientras que los creadores de mercado deberán solicitar a la CNMV su exención y ésta ha de autorizarla.

España ha sido el primer país donde entró en vigor el acuerdo. En concreto, el 27 de mayo de 2010, el Comité Ejecutivo de la CNMV tomó las medidas oportunas para poder aplicar con carácter inmediato las medidas propuestas por CESR. Desde el 10 de junio de este año, la CNMV exige a los inversores el cumplimiento de la obligación de informar al supervisor y al mercado de sus posiciones cortas cuando éstas superen los umbrales del 0,2% y del 0,5% del capital social, respectivamente. El 11 de junio de 2010, la CNMV hizo público por primera vez a través de su página web<sup>5</sup> los datos sobre los inversores cuya posición neta sobre el capital social de un emisor superaba el 0,5%.

Unas semanas antes del cierre de este informe, en septiembre de 2010, la Comisión Europea ha hecho pública una propuesta de reglamento en la que se establece la obligatoriedad de que todos los países de la UE implanten el régimen de comunicación de posiciones cortas de CESR.

- 1 El artículo "Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes," elaborado por A. Ispuerto Maté y R. Losada López, publicado en este mismo Boletín, analiza los efectos de este tipo de requisitos de transparencia en el funcionamiento de los mercados de acciones.
- 2 En el artículo "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)", elaborado por Rodrigo Buenaventura, publicado en el Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2008, se describen las principales medidas adoptadas entonces.
- 3 Disponible en: [http://www.cesr.eu/data/document/10\\_088.pdf](http://www.cesr.eu/data/document/10_088.pdf).
- 4 Quedan excluidas del cálculo de la posición neta los derechos de suscripción preferente, las obligaciones convertibles y los *equity-warrants* emitidos por el emisor de la acción hasta que no sean admitidas a cotización las acciones subyacentes. La ejecución del derecho de conversión de estos instrumentos en acciones supone la creación de un número de nuevas acciones igual a su delta.
- 5 <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=29>.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales han tendido a estabilizarse en relación al periodo de turbulencias registrado en los primeros meses de 2010. Así, en los meses centrales del año, los tipos de interés de la deuda pública cedieron ligeramente y las emisiones de este tipo de instrumentos se están realizando con una cierta comodidad. De hecho, a finales del tercer trimestre del año se ha observado un incremento en las emisiones de deuda de las entidades financieras.

Los tipos a corto plazo de la deuda pública, que habían repuntado sustancialmente en el segundo trimestre de 2010, tendieron a relajarse durante el tercer trimestre. En la fecha de cierre de este informe, el tipo de interés de las letras hasta tres meses rondaba los 67 p.b., el de las letras a seis meses quedaba en 118 p.b. y el de las letras a doce meses era ligeramente superior a los 160 p.b. El comportamiento de los tipos de interés a corto plazo de la renta fija privada fue diferente. El repunte de los tipos de interés en el segundo trimestre fue menos intenso que el de la deuda pública y, además, los tipos siguieron aumentando en el tercer trimestre, en contraposición con los descensos de las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo.

*El mercado de deuda pública nacional ha tendido a estabilizarse en los últimos dos meses...*

*...mostrando descensos moderados en las rentabilidades de los diferentes plazos,*

...que han sido algo más intensos en los plazos más cortos.

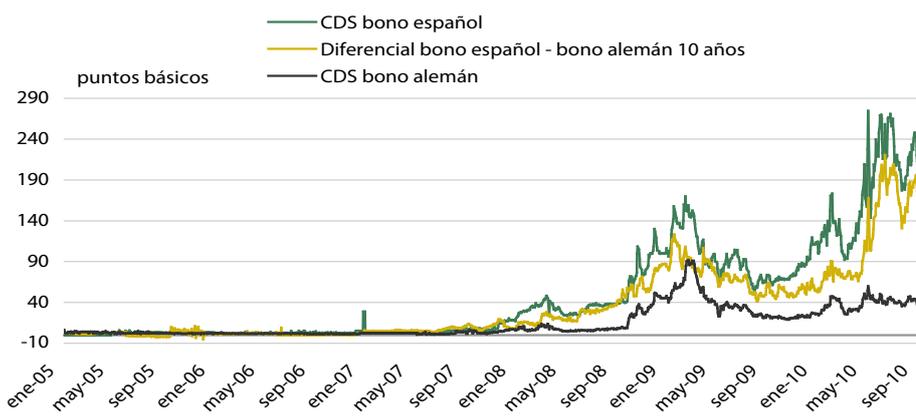
La prima de riesgo de la deuda pública española permanece contenida, pero en niveles relativamente elevados.

Los tipos a plazos más largos de la deuda pública han mostrado un comportamiento similar a los de los plazos más reducidos, es decir, un repunte en el segundo trimestre y una cierta relajación en el tercero, si bien esta última no ha compensado en su totalidad el aumento inicial. En consecuencia, la rentabilidad de la deuda pública española a tres y cinco años, que aumentó en 140 p.b. y 104 p.b. respectivamente en el segundo trimestre y descendió en torno a 70 p.b. durante el tercero, se situó a mediados de septiembre en el 2,6% y 3,1% respectivamente. Los movimientos de los tipos en el plazo a diez años han sido algo menores.

La prima de riesgo de la deuda pública española, aproximada por su diferencial con la alemana a diez años, ha experimentado un repunte desde principios de agosto de más de 45 p.b., hasta superar los 175 p.b., tras un notable descenso desde principios de julio de más de 80 p.b., cuando registraba valores alrededor de 210 p.b., todo ello después del fuerte incremento en el segundo trimestre. La evolución reciente de este indicador sugiere que, aunque las tensiones en los mercados de deuda pública permanecen contenidas, todavía distan de disiparse completamente. La evolución de la prima de riesgo soberano que se desprende de la información de los CDS apunta en la misma dirección, aunque presenta oscilaciones algo más intensas, como muestra el gráfico 16.

Prima de riesgo de la deuda pública española<sup>1</sup>

GRÁFICO 16

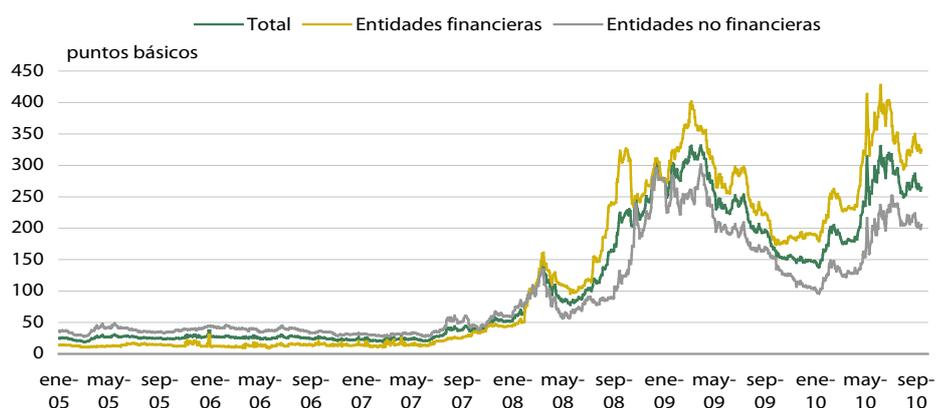


Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Datos hasta el 15 de septiembre.

Las primas de riesgo de los emisores privados también permanecen contenidas, tras los máximos de mayo, pero en niveles elevados.

Las primas de riesgo de los emisores privados, que habían descendido desde principios de julio, especialmente en el caso de las entidades financieras, tras el fuerte repunte del segundo trimestre, experimentaron de nuevo una tendencia al alza en el mes de agosto (véase gráfico 17). Las pruebas de resistencia sobre las entidades de crédito europeas publicadas en julio provocaron una disminución de los *spreads*, pero la preocupación por una recuperación débil, los vencimientos de deuda que afrontarán las entidades de crédito en los próximos años y la incertidumbre sobre el potencial impacto de la nueva regulación financiera en ciernes contribuyen a mantener la percepción general de que la normalización de las condiciones de financiación del sector puede ser un proceso largo.



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

1 Media simple.

La emisión bruta de renta fija registrada en la CNMV en el conjunto del año (hasta el 15 de septiembre) ha ascendido a 158 mil millones de euros, un 47% menos que el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 11). De este importe, las entidades financieras han emitido algo más de 155 mil millones (el 98% del total), lo que supone un descenso del 46% respecto al mismo periodo de 2009. Las sociedades no financieras han emitido 2.950 millones de euros en el periodo de referencia, un 64% menos que en 2009. La evolución por instrumento fue la siguiente:

*La emisión bruta de renta fija registrada en la CNMV ha retrocedido un 47% en términos interanuales, aunque recientemente se han observado signos de reactivación en algunos segmentos.*

- Los pagarés de empresa siguen siendo el principal instrumento de captación de recursos, si bien han experimentado una caída acumulada desde comienzos de año del 53% interanual, hasta los 69 mil millones de euros. Como consecuencia de ello, su peso en las emisiones totales ha descendido hasta el 44% (49% en 2009).
- El segundo instrumento financiero en importancia, los bonos de titulización, cuyas emisiones habían sido inferiores a los tres mil millones de euros en el primer trimestre del año, crecieron sustancialmente en el segundo y el tercer trimestre (hasta el 15 de septiembre) del año (16 y 27 mil millones, respectivamente), llegando a concentrar el 29% del total de las emisiones a lo largo de 2010. Con todo, el retroceso interanual alcanza el 31%. Cabe señalar, por las posibles implicaciones que puede tener sobre la emisión de los bonos de titulización, el anuncio del BCE de finales de julio acerca del establecimiento de un nuevo marco para el descuento de colateral con un endurecimiento de los márgenes (*haircuts*) que se aplicarán en las operaciones de concesión de liquidez<sup>14</sup> en las que se utilicen instrumentos con menor calificación crediticia.

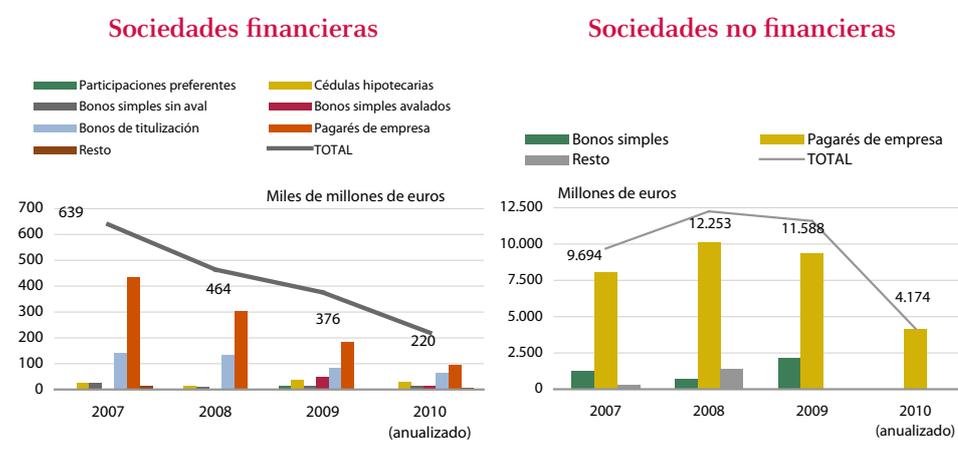
14 Este nuevo marco se aplicará a partir de enero de 2011 y es un paso más hacia la normalización de las extraordinarias condiciones en las que el BCE otorga financiación en la actualidad. Concretamente, con esta medida el BCE quiere desincentivar el uso de activos con una calificación más baja por parte de los bancos. El BCE va a seguir aceptando activos con una calificación crediticia BBB- en 2011 (antes de la crisis financiera la calificación mínima para los activos elegibles era de A-) pero lo va a hacer con limitaciones, al aplicar un *haircut* más elevado. Para más detalles sobre este programa véase: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728\\_1annex.en.pdf?2e693e1817cc1b3276a5f9d012cfee82](http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728_1annex.en.pdf?2e693e1817cc1b3276a5f9d012cfee82).

- Las cédulas hipotecarias mantienen el ritmo de emisiones del año anterior, en torno a 21 mil millones desde comienzos de año (caída interanual del 6%) pero, debido a la mayor debilidad del resto de instrumentos, han incrementado su peso en el total en 6 p.p. hasta el 13%. Destaca, además, el notable incremento de la emisión de cédulas territoriales, que ascendió a 5.400 millones de euros entre enero y septiembre de 2010, frente a los 500 millones emitidos en el conjunto de 2009.
- La emisión de bonos simples, efectuada en su totalidad por las entidades financieras, quedó cerca de los 17 mil millones de euros en los tres primeros trimestres del año, lo que supone un descenso del 65% respecto al año anterior. Cerca de la mitad de estas emisiones estaban avaladas por el Estado como consecuencia, fundamentalmente, del uso que algunas cajas de ahorro siguen haciendo de este tipo de emisiones.
- Ninguna participación preferente ha sido emitida por el momento. Esta tendencia no se circunscribe únicamente a España, sino que en otros países también se está reduciendo considerablemente el importe de estas emisiones como consecuencia de los cambios regulatorios previstos en el marco del acuerdo de capital de Basilea II, que incluyen la exclusión de estos instrumentos en el cómputo del capital regulatorio de máxima calidad.

Las emisiones brutas de renta fija en el exterior por emisores españoles descendieron hasta los 73 mil millones de euros entre enero y julio de 2010 (véase cuadro 11), aunque se observa un comportamiento notablemente dispar entre las emisiones a corto plazo, fundamentalmente de pagarés de empresa, que cayeron un 38%, frente a las emisiones de bonos y obligaciones, que se incrementaron más de un 14%.

### Emisión bruta de renta fija por tipo de entidad e instrumento<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Datos hasta el 15 de septiembre. A efectos comparativos, los datos de 2010 se han anualizado.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

a) registradas <sup>1</sup> en la CNMV	2006	2007	2008	2009	2010		
					I-10	II-10	III-10 <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>70</b>	<b>121</b>	<b>52</b>
Cédulas hipotecarias	37	32	47	75	11	32	18
Cédulas territoriales	6	8	8	1	2	4	1
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	244	39	58	19
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	6	0	0	0
Bonos de titulización	82	101	108	76	5	9	6
Programas de pagarés	83	106	88	73	13	18	8
De titulización	3	3	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	80	103	86	71	13	17	8
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	37	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>51.667</b>	<b>57.410</b>	<b>48.929</b>
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	35.574	4.650	10.892	5.667
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	500	400	4.700	300
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	62.249	8.733	6.811	1.287
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68	0	1.429	3.200	0	0	0
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	81.651	2.875	15.699	27.190
tramo nacional	30.886	94.049	132.730	77.289	2.875	15.205	27.190
tramo internacional	60.722	47.578	2.522	4.362	0	494	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	334.457	442.433	311.738	191.342	35.010	19.307	14.485
De titulización	1.993	465	2.843	4.758	995	930	1.433
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	186.583	34.015	18.377	13.052
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	12.960	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	20.989	3.284	1.984	833
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	4.794	299	0	0
<b>b) en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>		
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>98.975</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>36.792</b>	<b>23.862</b>	<b>12.450</b>
A largo plazo	76.257	65.629	39.894	47.230	15.671	8.990	6.585
Participaciones preferentes	1.504	2.581	0	3.765	0	0	0
Obligaciones subordinadas	5.758	8.984	70	2.061	0	0	0
Bonos y obligaciones	64.292	53.327	39.360	41.404	15.671	8.990	6.585
Bonos de titulización	1.703	736	464	0	0	0	0
A corto plazo	25.718	38.003	72.472	102.456	21.121	14.871	5.865
Pagarés de empresa	25.718	38.003	72.472	102.456	21.121	14.871	5.865
de titulización de activos	16.517	12.119	425	108	95	67	3

Fuente: CNMV y Banco de España

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles: 15 de septiembre de 2010.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos disponibles: 31 de julio.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>15</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 9% en el primer semestre de 2010, debido al notable incremento de los reembolsos.*

El patrimonio del conjunto de fondos de inversión se redujo un 8,9% en el primer semestre de 2010, hasta situarse en algo más de 155 mil millones de euros, el mismo nivel que el registrado a finales de 1997. La mayor parte de este retroceso tuvo su origen en el notable incremento de los reembolsos, fundamentalmente en los fondos de renta fija<sup>16</sup>, que, tras haberse reducido drásticamente en los últimos meses de 2009, han retornado a los volúmenes observados justo tras el estallido de la crisis. Los fondos de renta fija, que por sus propias características poseen un carácter conservador y mantienen un riesgo limitado, se están viendo afectados por el incremento de la competencia de las entidades de depósito nacionales en la captación de ahorro, fundamentalmente, a través de la oferta de depósitos a plazo con rentabilidades elevadas. No obstante, es importante señalar que no todas las categorías de fondos han mostrado salidas de recursos en el primer semestre del año. Los fondos garantizados de renta fija y los fondos de retorno absoluto recibieron en conjunto unas suscripciones netas cercanas a los tres mil millones de euros. También resultan relevantes las salidas de recursos en los fondos de renta variable euro frente a las entradas en los fondos de renta variable internacional.

*La pérdida de valor de la cartera tuvo un impacto más reducido.*

El resto de la caída del patrimonio de los fondos estuvo asociada a la pérdida de valor de los instrumentos de sus carteras, fundamentalmente, los de renta variable, en línea con los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles en dicho periodo. De este modo, la rentabilidad conjunta de los fondos de inversión, que en el primer trimestre del año fue del 0,6%, volvió a terreno negativo en el segundo trimestre (-1,8%). En ese periodo, todas las categorías de fondos mostraron retrocesos, que fueron especialmente intensos en los fondos de renta variable euro (-10,7%), de gestión pasiva (-7,3%) y de renta variable internacional (-5%).

*Se mantiene el proceso de fusiones entre fondos de inversión.*

A lo largo del primer semestre de 2010, el número de fusiones entre fondos de inversión siguió siendo elevado (57 fusiones en el primer trimestre y 98 en el segundo<sup>17</sup>), lo que contribuyó al descenso en el número de fondos, que se situó en 2.436 a mediados de año. El número de partícipes también descendió, en casi 53 mil, a lo largo del semestre, hasta situarse en algo menos de cinco millones y medio, con una fuerte recomposición entre categorías. Así, mientras que los fondos de renta fija perdían 176 mil partícipes, los fondos garantizados de renta fija y los fondos de renta variable internacional ganaron cerca de 120 mil y 30 mil partícipes, respectivamente.

15 Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial a estas instituciones, debido a la existencia de un subepígrafe específico para ellas.

16 Los reembolsos netos acumulados en el primer semestre del año en esta categoría de fondos fueron superiores a los 11.700 millones de euros.

17 En este periodo una sociedad gestora concentró casi todas las fusiones efectuadas.

## Principales magnitudes de los fondos de inversión\*

CUADRO 12

	2008	2009	2009			2010	
Número			II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.735	2.628	2.536	2.500	2.436
Rta. fija <sup>1</sup>	629	582	612	598	582	567	547
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	195	169	190	171	169	171	168
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	202	165	181	174	165	161	143
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	237	182	193	185	182	179	179
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	330	242	271	252	242	239	233
Gar. rta. fija	260	233	253	241	233	239	251
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	590	561	610	593	561	549	530
Fondos globales	469	187	208	193	187	182	181
De gestión pasiva <sup>7</sup>		69	69	69	69	66	64
Retorno absoluto <sup>7</sup>		146	148	152	146	147	140
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
Total fondos de inversión	175.865,3	170.547,7	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Rta. fija <sup>1</sup>	92.813,1	84.657,2	86.711,3	85.913,9	84.657,2	79.655,6	69.654,5
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.803,0	8.695,5	5.421,8	6.322,4	8.695,5	8.867,1	8.264,2
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.958,8	3.879,6	3.480,1	3.812,4	3.879,6	3.930,7	3.441,5
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	5.938,9	6.321,6	4.946,0	6.094,1	6.321,6	6.017,6	5.181,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.254,67	5.902,4	4.108,3	5.020,9	5.902,4	6.869,4	6.682,5
Gar. rta. fija	21.150,3	21.033,4	21.664,1	21.322,7	21.033,4	22.047,8	23.520,3
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	30.873,7	25.665,8	29.120,6	27.857,4	25.665,8	24.814,2	23.981,7
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	3.350,7	3.400,4	3.872,5	4.130,3	3.991,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>		3.216,6	2.714,5	3.066,3	3.216,6	2.971,9	2.350,2
Retorno absoluto <sup>7</sup>		7.303,0	5.643,6	6.647,7	7.303,0	8.219,9	8.228,4
<b>Participes</b>							
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.422.414
Rta. fija <sup>1</sup>	2.204.652	2.041.487	2.067.091	2.042.556	2.041.487	1.994.558	1.864.776
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	277.629	290.151	241.097	254.599	290.151	298.542	295.325
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	209.782	182.542	187.244	184.985	182.542	180.722	185.118
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	377.545	299.353	270.079	277.093	299.353	290.734	280.529
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	467.691	458.097	419.928	434.299	458.097	478.952	487.813
Gar. rta. fija	538.799	570.963	540.428	550.041	570.963	617.901	690.600
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	1.402.948	1.188.304	1.339.321	1.272.792	1.188.304	1.153.385	1.142.072
Fondos globales	444.300	88.337	96.581	79.288	88.337	94.630	99.163
De gestión pasiva <sup>7</sup>		85.403	91.738	97.399	85.403	92.352	97.949
Retorno absoluto <sup>7</sup>		270.766	244.818	268.421	270.766	287.822	279.069
<b>Rentabilidad<sup>8</sup>(%)</b>							
Total fondos inversión	-4,21	5,73	2,43	2,80	0,73	0,61	-1,83
Rta. fija <sup>1</sup>	2,06	1,91	0,55	0,88	0,24	0,46	-0,62
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-7,14	6,85	3,48	4,18	0,63	0,42	-2,18
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-22,21	16,47	9,86	10,18	1,99	-0,14	-6,00
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-39,78	32,41	23,34	19,76	3,06	-2,57	-10,67
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-41,71	37,28	20,08	15,15	6,30	5,63	-4,97
Gar. rta. fija	3,29	3,81	0,94	1,31	0,37	0,98	-1,24
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	-2,61	3,56	0,85	1,40	0,16	0,39	-1,91
Fondos globales	-8,64	10,90	4,90	5,18	1,87	1,43	-2,82
De gestión pasiva <sup>7</sup>		-	16,50	12,09	4,61	-1,26	-7,28
Retorno absoluto <sup>7</sup>		-	1,54	1,90	0,70	0,98	-1,19

Fuente: CNMV.

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

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

- Hasta 1T09 incluye: RF corto plazo, RF largo plazo, RF internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: RF euro, RF internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: RF mixta y RF mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RF mixta euro y RF mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV mixta y RV mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RV mixta euro y RV mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV nacional y RV euro. Desde 2T09 incluye RV euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- Rentabilidad anual para 2008 y 2009. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

La importancia de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se redujo en la primera mitad del año.

Las estimaciones más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida disminuyó significativamente en la primera mitad de 2010, desde los 14.870 millones de euros a finales de 2009 hasta los 11.421 millones en junio (véase cuadro 13). La importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión descendió desde el 8,7% en diciembre de 2009 hasta el 7,4% en junio de 2010, lo que supone la mayor caída desde que comenzó el seguimiento de este indicador (tercer trimestre de 2007). La menor exposición a activos de liquidez reducida ha sido generalizada tanto para los activos de renta fija financiera como para las titulaciones, siendo destacable la contracción de activos de menor liquidez en el segmento de activos de renta fija financiera de *rating* inferior a AA (1.900 millones de euros en el primer semestre del año).

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

CUADRO 13

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s./total de la cartera		
	dic-09	mar-10	jun-10	dic-09	mar-10	jun-10
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	4.637	3.977	3.724	20,7	17,9	18,3
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.619	4.231	2.740	31,4	26,0	19,6
Renta fija no financiera	190	304	246	3,9	3,9	3,5
Titulaciones	5.423	5.318	4.711	73,4	72,4	79,9
Titulización AAA	3.179	2.806	2.346	81,7	77,8	79,6
Resto titulaciones	2.244	2.512	2.366	64,1	67,1	80,2
<b>TOTAL</b>	<b>14.870</b>	<b>13.832</b>	<b>11.421</b>	<b>30,1</b>	<b>25,8</b>	<b>24,2</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>			

Fuente: CNMV.

Las perspectivas sobre la industria son complejas por la elevada presión competitiva que están ejerciendo las entidades de depósito.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva son relativamente complejas como consecuencia de la elevada presión competitiva que están ejerciendo las entidades de depósito y las IIC extranjeras en la captación de recursos. De hecho, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 28,5% en el primer semestre del año hasta los 32.365 millones de euros. El elevadísimo volumen de reembolsos en los fondos de renta fija a lo largo del primer semestre del año apunta a que esta tendencia puede prolongarse en los próximos meses. Así, la recuperación de la industria, que había mostrado una incipiente mejoría a finales de 2009, requerirá que las sociedades gestoras continúen racionalizando su oferta de fondos, de tal modo que éstos sean lo suficientemente atractivos en términos de costes y de rentabilidades. El proceso de fusiones de fondos podría repercutir en una mayor eficiencia de los mismos, mientras que el proceso de normalización de los mercados financieros, y en particular, los de renta fija, debería tender a facilitar una mayor rentabilidad obtenida por estas instituciones.

## IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias continúan su actividad en un marco complejo. Ante el incremento sustancial en las solicitudes de reembolso registradas durante los momentos más turbulentos de la crisis, algunos fondos de inversión inmobiliarios (FII) optaron por realizar ventas anticipadas de activos, reducir la frecuencia de los reembolsos o realizar tasaciones adicionales de los inmuebles. Además, como se apuntó en varias ediciones anteriores de este Boletín, a petición de las gestoras de dos FII, la CNMV autorizó la suspensión de los reembolsos de varios fondos por un periodo de dos años. Con ello, las gestoras de los fondos disponen de margen razonable para aplicar un plan de venta ordenado.

Los datos más recientes revelan que se mantiene el mismo número de FII que había a finales de 2009 (ocho). De ellos, uno se encuentra en proceso de liquidación y otros tres presentan reembolsos suspendidos o aplazados. Por tanto, únicamente existen cuatro FII propiamente activos. En tres de estos últimos, una parte significativa de su patrimonio está en manos de inversores que pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo<sup>18</sup>. En lo que va de 2010, los fondos propiamente activos han seguido experimentando reembolsos de cierta relevancia, si bien en los últimos meses se observa una cierta ralentización en los mismos. Todos los fondos han atendido sus respectivas ventanas de liquidez con cierta comodidad.

En este marco, el patrimonio de los FII descendió un 3,1% en los primeros siete meses de 2010 hasta situarse en los 6.263 millones de euros en julio de 2010, mientras que el número de partícipes lo hizo en un 7,9% hasta los 76.966. La rentabilidad del conjunto de FII se mantiene en terreno negativo, aunque ha presentado una leve mejoría con respecto a los valores observados desde el último trimestre de 2008.

Las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) presentaron durante ese periodo una evolución opuesta a la de los FII, con un incremento tanto de su patrimonio (un 5,2% en los primeros siete meses de 2010 hasta los 324,6 millones de euros) como del número de accionistas (desde 928 a finales de 2009 hasta los 937 en julio de 2010).

*Las IIC inmobiliarias siguen operando con ciertas dificultades.*

*De los ocho fondos dados de alta, únicamente cuatro permanecen activos y continúan haciendo frente a los reembolsos con cierta comodidad.*

*El patrimonio de los FII descendió un 3,1% y el número de partícipes retrocedió casi un 8% entre enero y julio.*

*Las SII, por el contrario, mostraron una leve expansión.*

### Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 14

	2006	2007	2008	2009	2009	2010			
					IV	I	II	III'	
<b>FONDOS</b>									
Número	9	9	9	8	8	8	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	83.583	83.583	81.647	76.772	76.966	
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.262,8	
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-8,32	-1,45	-1,63	-0,99	-0,30	
<b>SOCIEDADES</b>									
Número	8	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	749	843	937	928	928	927	942	937	
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	308,6	308,6	304,6	327,0	324,6	

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: julio 2010. En este caso, la rentabilidad es mensual.

18 Estos porcentajes ascendían al 80%, 78% y 41% en cada uno de los tres fondos que comparten esta característica.

Las perspectivas para el sector, marcadas por la debilidad del mercado inmobiliario, siguen siendo desfavorables.

El comportamiento de las IIC de inversión libre difiere del de las IIC de inversión libre de carácter puro...

...con retrocesos en el primer caso y una cierta expansión en el segundo.

De lo expuesto anteriormente, se deduce que las perspectivas para el conjunto de IIC inmobiliarias siguen siendo desfavorables, ya que sus fundamentos difícilmente mejorarán mientras no se comience a vislumbrar una reactivación clara del sector inmobiliario español y el volumen de reembolsos continúe ejerciendo presión sobre la liquidez de estas instituciones.

### IIC de inversión libre

La evolución más reciente de las instituciones de inversión libre muestra un comportamiento dispar entre las IIC de inversión libre (de carácter puro) y las IIC de inversión libre (fondos de fondos). En este ámbito, conviene recordar que las instituciones que experimentaron más dificultades tanto de liquidez como de valoración de activos, a raíz de la crisis, fueron las IIC de inversión libre, como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido. Al mismo tiempo, estas instituciones también experimentaron problemas de cierto calibre a la hora de atender al aumento de los reembolsos solicitados. Por ello, y a pesar de la incipiente mejoría que se observó para el conjunto de estas instituciones en los últimos meses de 2009, la recuperación de este segmento continúa demorándose.

En este contexto, la industria de IIC de inversión libre retrocedió con cierta intensidad en el primer semestre de 2010. En concreto, se produjeron tres bajas durante ese periodo, quedando el número total de instituciones en 35. El patrimonio del sector cayó un 8% respecto a la cifra de diciembre de 2009, hasta los 763,9 millones de euros, mientras que el número de partícipes cedió con algo menos de intensidad, un 3,1%, hasta los 5.241. Por el contrario, las IIC de inversión libre mostraron crecimientos de cierta intensidad en sus variables más relevantes. Así, el número de instituciones de este tipo quedó en 30, una más que en 2009, su patrimonio creció un 25%, hasta los 767,2 millones de euros, y el número de partícipes se incrementó un 14%, hasta los 2.192. Sin embargo, la evolución de la rentabilidad agregada de estas instituciones durante este año ha sido desfavorable, pasando de registrar una tasa positiva del 2,2% en el primer trimestre del año al -3,5% en el segundo trimestre.

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

CUADRO 15

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	31	40	40	40	40	38	37	35
Partícipes	3.950	8.151	5.321	5.577	5.303	5.321	5.311	5.241
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	709,5	846,8	810,2	793,9	763,9
Rentabilidad (%)	-0,43	-17,80	7,85	2,59	2,88	0,83	1,72	0,13
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	21	24	29	26	27	29	31	30
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.768	1.778	1.917	2.137	2.192
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652	536,9	602,6	652,0	722,4	767,2
Rentabilidad (%)	0,84	-4,82	14,94	8,12	5,21	1,45	2,23	-3,47

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: mayo de 2010. En este caso, la rentabilidad es del periodo abril-mayo.

Las perspectivas para la industria de la inversión libre, como las del resto de IIC, no son favorables. El número de instituciones en proceso de liquidación continúa siendo elevado, por lo que no se descarta un retroceso en el patrimonio de estas instituciones a medida que finalicen el proceso de liquidación. Este retroceso puede ser especialmente relevante en el segmento de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre). Entre los elementos positivos, cabe destacar la expansión de las IIC de carácter puro en un periodo en el que prácticamente todos los tipos de IIC han mostrado retrocesos de cierta intensidad. En principio, la progresiva normalización de los mercados financieros y la desaceleración en los reembolsos son factores que deben jugar a favor de estas instituciones.

*A corto plazo, el elevado número de instituciones en proceso de liquidación podría tener una incidencia notable en el patrimonio del sector.*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa estando, en líneas generales, notablemente afectada por la crisis, aunque se atisban diferencias palpables entre los distintos tipos de entidades y líneas de negocio. Los beneficios continúan a la baja en el conjunto de las sociedades de valores, pero este descenso tiene su origen, fundamentalmente, en las actividades por cuenta propia. De hecho, las actividades típicas de este negocio (la prestación de servicios de inversión) parecen mostrar una cierta mejoría en los últimos meses. Por el contrario, para el conjunto de las agencias de valores, el beneficio ha tendido a recuperarse como consecuencia de una contención de los gastos de explotación, en un contexto en el que sus ingresos han descendido. Finalmente, destaca la favorable evolución de las sociedades gestoras de cartera tanto en la vertiente de los ingresos percibidos por su actividad ordinaria como en la moderación de sus gastos. Así, la posición de solvencia del sector continúa siendo suficientemente holgada. A continuación se analizan estas tendencias con un mayor grado de detalle.

*La actividad de las ESI continúa estando notablemente afectada por la crisis, aunque existen diferencias importantes entre entidades y líneas de negocio.*

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 148 millones de euros durante el primer semestre de 2010, lo que representa un 24,8% menos que en el mismo período de 2009 (véase cuadro 16). Este descenso en los beneficios fue el producto de una caída del margen bruto de un 12% y de un incremento en los gastos de explotación de un 13%. La contribución en el resultado total de otras partidas, como las relacionadas con el deterioro de activos financieros o los elementos de carácter extraordinario, también fue negativa.

*El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 25% en el primer semestre del año...*

Las conclusiones del análisis de la evolución de las principales vías de ingresos de las sociedades de valores (margen bruto) no son del todo negativas, en la medida en que su retroceso a nivel agregado está asociado exclusivamente a aquellas actividades que no forman parte de la actividad ordinaria de estas compañías. Así, la caída del margen bruto fue consecuencia del descenso del margen de intereses y de las elevadas pérdidas por diferencias de cambio (producto de la debilidad del euro en el primer semestre del año), mientras que los ingresos percibidos por comisiones netas crecieron más de un 6%, marcando un punto de inflexión respecto al comportamiento observado en los últimos ejercicios. En el conjunto de comisiones percibidas, destaca el avance, en un 12%, de aquéllas relacionadas con la tramitación y ejecución de órdenes en los mercados financieros (las más importantes por su volumen) y con la comercialización de IIC, que crecieron un 17%. Las comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión retrocedieron un 11%, pero la caída más

*...debido al retroceso de algunas actividades que no forman parte de su actividad ordinaria y a pesar de que los ingresos percibidos por comisiones netas crecieron.*

relevante se produjo en la actividad relacionada con la colocación y el aseguramiento de emisiones, en línea con la atonía de los mercados primarios.

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-10)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-09	jun-10	% var.	jun-09	jun-10	% var.	jun-09	jun-10	% var.
1. Margen de intereses	98.211	43.915	-55,3	1.679	732	-56,4	247	165	-33,2
2. Comisiones netas	263.559	279.871	6,2	63.582	56.876	-10,6	5.175	5.967	15,3
2.1. Comisiones percibidas	393.081	423.657	7,8	72.250	65.412	-9,5	10.653	11.440	7,4
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	274.323	306.583	11,8	30.001	21.791	-27,4	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	21.567	2.906	-86,5	1.081	610	-43,5	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	7.911	11.218	41,8	166	186	12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	4.858	6.366	31,0	9.284	8.808	-5,1	8.995	9.218	2,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	27.581	24.477	-11,3	890	1.291	45,0	1.316	1.921	46,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	6	7	8,7	0	115	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	10	5	-50,5	3	10	286,2	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	27.509	32.261	17,3	10.010	12.004	19,9	7	26	245,7
2.1.9. Otras	29.317	39.834	35,9	20.816	20.596	-1,1	335	275	-17,9
2.2. Comisiones satisfechas	129.523	143.785	11,0	8.668	8.536	-1,5	5.479	5.473	-0,1
3. Resultado de inversiones financieras	51.163	76.990	50,5	102	-104	-	25	65	156,9
4. Diferencias de cambio netas	-5.749	-38.210	-564,6	113	278	145,8	13	16	17,7
5. Otros productos y cargas de explotación	6.132	1.437	-76,6	-402	-654	-62,7	-261	-173	33,8
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>413.316</b>	<b>364.004</b>	<b>-11,9</b>	<b>65.074</b>	<b>57.128</b>	<b>-12,2</b>	<b>5.200</b>	<b>6.040</b>	<b>16,2</b>
6. Gastos de explotación	185.780	209.760	12,9	61.891	50.836	-17,9	4.597	4.543	-1,2
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.143	1.776	-65,5	1.249	1.430	14,5	95	86	-9,1
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	36.436	3.159	-91,3	16	-32	-	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>185.957</b>	<b>149.310</b>	<b>-19,7</b>	<b>1.919</b>	<b>4.894</b>	<b>155,1</b>	<b>508</b>	<b>1.411</b>	<b>177,9</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	11.395	-929	-	110	551	403,0	-15	-6	56,8
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>197.353</b>	<b>148.381</b>	<b>-24,8</b>	<b>2.028</b>	<b>5.445</b>	<b>168,5</b>	<b>493</b>	<b>1.405</b>	<b>184,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	24.057	16.200	-32,7	1.904	1.003	-47,3	202	234	16,2
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>173.296</b>	<b>132.181</b>	<b>-23,7</b>	<b>125</b>	<b>4.443</b>	<b>3.458,4</b>	<b>291</b>	<b>1.170</b>	<b>301,5</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>173.296</b>	<b>132.181</b>	<b>-23,7</b>	<b>125</b>	<b>4.443</b>	<b>3.458,4</b>	<b>291</b>	<b>1.170</b>	<b>301,5</b>

Fuente: CNMV.

*Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores se incrementó...*

*...como consecuencia de una reducción de los gastos más intensa que el retroceso de los principales ingresos,...*

*...que fue especialmente notoria en la partida de gastos de personal.*

*El beneficio de las sociedades gestoras de cartera creció por el buen comportamiento tanto de ingresos como de gastos.*

Por su parte, las **agencias de valores** obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 5,4 millones de euros en el primer semestre de 2010 (véase cuadro 16), sustancialmente por encima de los dos millones obtenidos en el mismo periodo de 2009, pero aún muy por debajo de los 16 millones alcanzados en junio de 2008.

Como se observa en el cuadro 16, la recuperación del beneficio de estas entidades fue el resultado de una reducción de los gastos de explotación más intensa que el retroceso de los principales ingresos. De hecho, las comisiones netas percibidas por las agencias de valores cayeron cerca de un 11% en el primer semestre del año, debido a la menor recaudación en las líneas principales de negocio, con la excepción de aquellos ingresos percibidos por comercialización de IIC.

Los gastos de explotación descendieron cerca de un 18% por la reducción de los gastos de personal, que cayeron un 15% como resultado del reajuste de las plantillas. Los beneficios por recuperación de provisiones y otras partidas de carácter extraordinario también contribuyeron positivamente al incremento de los beneficios antes de impuestos.

Finalmente, las **sociedades gestoras de cartera** obtuvieron unos beneficios antes de impuestos entre enero y junio de 2010 de 1,4 millones de euros, casi tres veces más que en 2009. El crecimiento de los beneficios estuvo asociado al buen compor-

tamiento de las comisiones netas, que aumentaron un 15%, y a la contención de los gastos de explotación, que retrocedieron un 1,2%. En el conjunto de comisiones percibidas destaca el crecimiento en un 2,5% de la principal fuente de ingresos de estas entidades, que son las comisiones asociadas a la gestión de carteras y, especialmente, el de aquéllas percibidas en materia de asesoramiento financiero, que aumentaron en un 46%.

#### **Recuadro 6: “Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad”**

Tal y como recoge el Plan de Actividades para el 2010<sup>1</sup>, la CNMV está en estos momentos poniendo especial énfasis en fomentar la transparencia y mejorar la comunicación entre los distintos agentes que participan en los mercados. Entre las actuaciones previstas en estos ámbitos, se incluye la publicación de pautas sobre buenas prácticas en materia de evaluación de la conveniencia y la idoneidad en la comercialización de instrumentos financieros.

En el marco de estas áreas de actuación, el pasado 17 de junio la CNMV hizo pública una guía para el análisis de la conveniencia y la idoneidad en la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas<sup>2</sup>. La guía tiene por finalidad transmitir al sector pautas adecuadas para el cumplimiento de la normativa aplicable, facilitando su comprensión y la adaptación de las entidades a la misma. A continuación se recogen los principales aspectos que se desarrollan en la Guía.

##### **Análisis de la conveniencia**

Se revisa el concepto de “iniciativa”, determinante para establecer cuándo es necesario evaluar la conveniencia en el caso de productos no complejos. Así, se señala que un servicio de inversión se presta a iniciativa de la entidad cuando el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada procedente de la empresa, que establece contacto directo y personal con el mismo, por cualquier medio. Dicha comunicación debe contener una invitación o pretende influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o a una operación específica.

En las evaluaciones de conveniencia, para determinar que la experiencia previa del cliente es suficiente, será necesario que las posiciones vivas o las operaciones realizadas con anterioridad se refieran a los mismos instrumentos financieros o a otros de características similares a los que se está evaluando, que tal experiencia se fundamente en más de una operación y que no haya transcurrido un periodo de tiempo prolongado desde que se produjo la operativa previa.

La Guía recoge asimismo determinadas cautelas en relación con la valoración del nivel general de formación y experiencia profesional y el grado de familiaridad del cliente con los diferentes tipos de instrumentos financieros. Así, por ejemplo, a un cliente sin experiencia inversora previa le podría resultar conveniente la adquisición de un producto no complejo si cuenta con una cierta formación, con experiencia profesional o si sus características y los riesgos asumidos le resultan familiares.

La Guía también incluye otras cuestiones prácticas referidas a las pautas para el establecimiento de cuestionarios y la forma de realizar las oportunas advertencias

al cliente. La entidad debe poder acreditar, en todo caso, la evaluación de conveniencia realizada. Cuando la entidad utilice cuestionarios para obtener de los clientes la información necesaria, podrá realizarlos por escrito recabando la firma del cliente o utilizar otro soporte que permita dejar constancia fehaciente de la evaluación realizada. Las entidades deben poner especial atención en la elaboración y valoración de los resultados de los citados cuestionarios, de forma que no se produzcan incoherencias y sesgos que desvirtúen el análisis de conveniencia.

Asimismo, la entidad debe poder acreditar que hizo las oportunas advertencias al cliente, que serán diferentes según se trate de una situación de “sólo ejecución”, de que el producto se estime no conveniente o de que resulte imposible realizar el análisis de conveniencia por falta de datos. El texto de la advertencia será conciso y comprensible y revelará claramente al cliente el mensaje que la entidad debe transmitir en cada caso.

Por último, la Guía enfatiza que las entidades tienen el deber de actuar en el mejor interés del cliente en el ámbito de la conveniencia. En particular, si una entidad contacta con un cliente para ofrecerle un instrumento financiero complejo, disponiendo de información previa no desfasada relativa a la evaluación de la conveniencia que le permita presumir razonablemente que el citado instrumento no es conveniente para el cliente, aunque realice la correspondiente advertencia, se considerará que la entidad no se ha comportado con la diligencia y la transparencia exigibles.

### **Análisis de la idoneidad**

La Guía describe determinadas características que podrían permitir diferenciar distintos contextos en los que puede prestarse el servicio de asesoramiento en materia de inversión, a efectos de graduar las exigencias normativas y las implicaciones del deber de actuar en el mejor interés del cliente, tales como la periodicidad con la que se presta el servicio y la realización o no de un seguimiento de las recomendaciones formuladas.

Así, el documento recuerda que la gestión de la cartera o las recomendaciones en el ámbito del asesoramiento deben ser coherentes con los aspectos analizados. En particular, las recomendaciones o decisiones de inversión sobre la cartera gestionada deben adaptarse, en todo caso, a los objetivos de inversión del cliente. No obstante, aunque el cliente esté dispuesto a asumir elevados niveles de riesgo, si esto no le resulta asumible desde el punto de vista financiero o se estima que no comprende suficientemente la naturaleza y riesgos de la inversión planteada, las entidades deben tener en cuenta estos factores a la hora de realizar la recomendación o gestionar la cartera.

Se destacan asimismo otras cuestiones relativas a la valoración de los objetivos de inversión, como la necesidad de establecer variables o parámetros comprensibles para los clientes, la posible consideración del riesgo global de la cartera frente a los riesgos individuales de los instrumentos que la componen y la posible graduación del análisis y valoración de los conocimientos y experiencia en función del servicio prestado, al considerar que en el caso de la gestión de carteras estos aspectos resultan menos relevantes.

Como en el caso de los análisis de conveniencia, la Guía establece que las entidades deben poder acreditar la evaluación de la idoneidad realizada y facilita pautas

respecto al establecimiento de los cuestionarios en los mismos términos expuestos anteriormente.

Por último, se señala que las entidades deben contar con procedimientos para asegurarse de que disponen de información sobre sus clientes para evaluar la idoneidad que no esté desfasada y que los cambios, actualizaciones o revisiones que se hayan producido sobre los distintos aspectos que se deben analizar estén debidamente documentados y acreditados.

1 Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/PlanActividades2010web.pdf>

2 Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={ab8acb8a-dfb2-4200-9863-ee3708d0da86}>

Siguiendo la tendencia de los resultados, la **rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios**<sup>1</sup> (ROE) para el conjunto de ESI descendió en el segundo trimestre del año, aunque de forma menos intensa que en 2009 (véase gráfico 19). Este descenso de la rentabilidad fue producto de la caída del rendimiento de las sociedades de valores, que pasó del 21,4% en junio de 2009 hasta el 15,5% en el mismo semestre de 2010. Por el contrario, tanto las agencias de valores como las sociedades gestoras de cartera mostraron aumentos significativos en sus rentabilidades (del 5,7% al 9% en las primeras y del 3,2% hasta el 7,2% en las segundas).

La descomposición de la variación de la rentabilidad del conjunto de empresas de servicios de inversión muestra diferencias interesantes entre los años 2009 y 2010. Como se observa en el gráfico 19 (panel derecho), la caída de la rentabilidad de las ESI en 2009 estuvo básicamente marcada por el descenso del apalancamiento y por la pérdida de eficiencia de las entidades<sup>2</sup>. Sin embargo, la reducción de la rentabilidad a lo largo de 2010, bastante más moderada, está asociada a tres elementos: el descenso de la productividad de los activos, una cierta pérdida de eficiencia de las entidades, y el efecto negativo de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de resultados.

*La rentabilidad sobre fondos propios de las ESI descendió nuevamente, aunque de forma menos intensa que en 2009,...*

*...debido a un cierto retroceso en la productividad de los activos y en la eficiencia de las entidades.*

1 El ROE se ha calculado como:

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

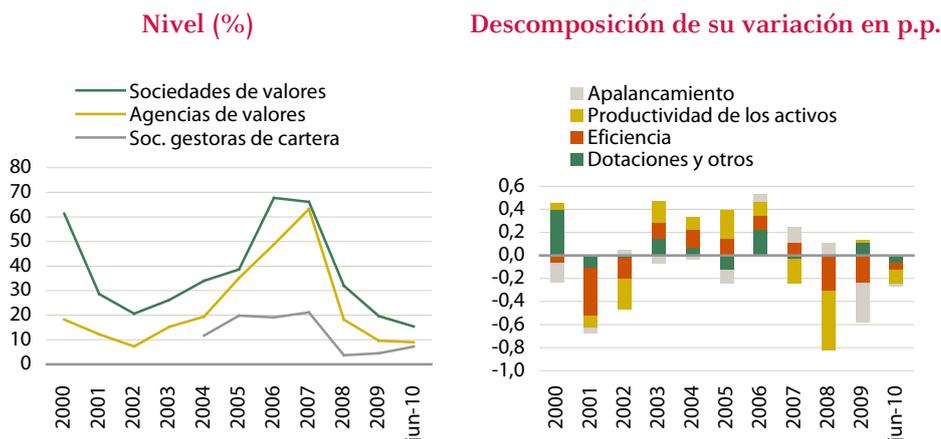
donde:

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

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

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

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



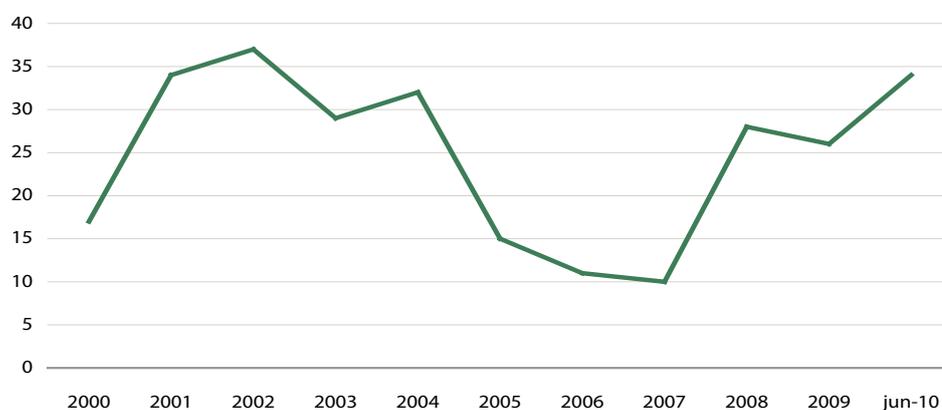
Fuente: CNMV.

*El número de entidades en pérdidas ha seguido aumentando en 2010.*

El número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) ha continuado ascendiendo durante el primer semestre del año, desde las 26 a finales de 2009 hasta las 34 en junio de 2010 (32 en junio de 2009, véase gráfico 20). De las 34 entidades en pérdidas que había en esa fecha, 15 eran sociedades de valores, 16 eran agencias de valores y tres eran sociedades gestoras de cartera (un año antes esta distribución contenía once sociedades de valores, 23 agencias de valores y dos sociedades gestoras de cartera). El volumen agregado de las pérdidas de estas entidades ascendió a 12,4 millones de euros, lo que supone cerca del 8% del beneficio total agregado antes de impuestos del sector.

### Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

*Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas...*

En cuanto a las condiciones de solvencia del sector, éstas continúan siendo holgadas y, en líneas generales, apenas han sufrido variaciones durante este primer año tras la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia (Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI). Aún así, se aprecia un descenso en el margen de solvencia respecto a los años anteriores, en la medida en que han aumentado los recursos propios exigibles como consecuencia de los nuevos requerimientos por riesgo operacional.

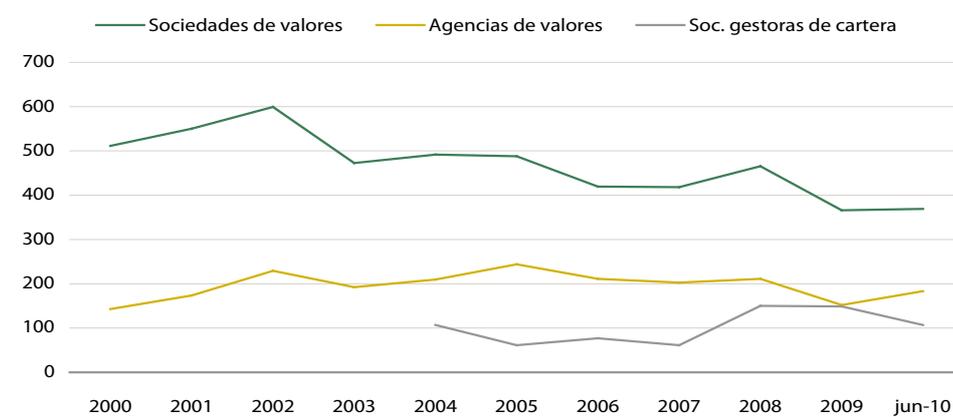
...especialmente en el conjunto de las sociedades de valores.

Al finalizar el primer semestre de 2010, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,7 veces superior al volumen de recursos exigidos (igual que en el cierre de 2009 y ligeramente por encima de las 3,5 veces registradas en junio de 2009), mientras que el de las agencias de valores era 1,8 veces superior a lo exigido (frente al 1,9 de un año antes, y al 1,5 de diciembre de 2009) y el de las sociedades gestoras de cartera sufrió un fuerte retroceso desde las 1,9 veces de junio de 2009 hasta las 1,1 del mismo mes de 2010 (véase gráfico 21). Como dato positivo, cabe destacar que a 30 de junio de 2010 ninguna empresa de servicios de inversión mostraba déficit de recursos propios. De las cinco entidades con déficit de solvencia a diciembre de 2009, cuatro de ellas se dieron de baja y la restante consiguió retornar al cumplimiento de la normativa a partir de un plan de viabilidad adecuado.

### Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 21

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



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son ligeramente más optimistas que en trimestres anteriores como consecuencia de la, todavía tímida, recuperación que se observa en los ingresos percibidos en algunas de las líneas de negocio más relevantes, como aquéllas relacionadas con la contratación en los mercados, y la tendencia a la contención de los gastos, especialmente en el caso de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de cartera. En el caso de las sociedades de valores, el impacto de los elementos que están repercutiendo de forma más negativa en la cuenta de resultados, que son el margen de intereses y las diferencias de cambio, previsiblemente tenderá a disiparse en los próximos trimestres, por lo que la caída de los beneficios tenderá también a atenuarse. Algo más complicada resulta la situación de las agencias de valores, para las que aún no se observa una recuperación relevante en su actividad de prestación de servicios. En términos generales, la continuidad del proceso de recuperación de la contratación en los mercados respaldaría la recuperación de la cuenta de pérdidas y ganancias de estas entidades en su conjunto. Finalmente, es preciso señalar que a pesar de que en los últimos meses se han producido algunas bajas de ESI, todavía se percibe un cierto exceso de capacidad del sector.

*Las perspectivas para las ESI son algo más optimistas como consecuencia de la incipiente recuperación de algunas líneas de negocio relevantes.*

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

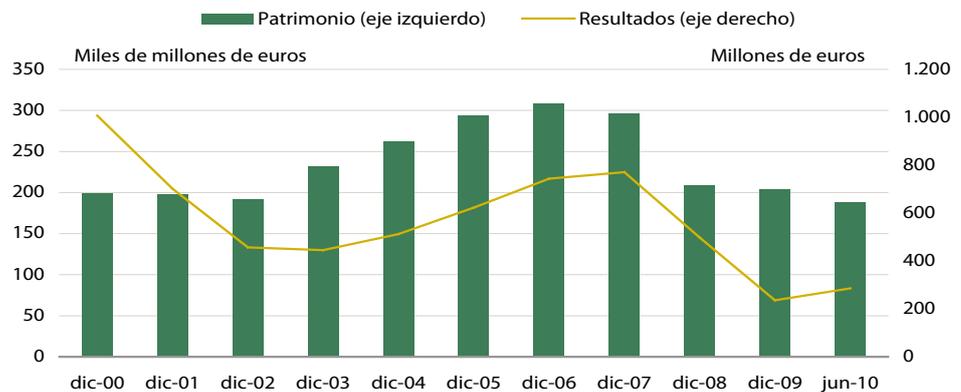
Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al primer semestre de 2010 muestran que el patrimonio gestionado por estas institu-

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió un 7,5% en el primer semestre del año,...

ciones descendió un 7,5%, hasta los 188 mil millones de euros. La caída del patrimonio gestionado, cercana a los 15 mil millones respecto a las cifras de diciembre de 2009, fue muy superior a la experimentada en el conjunto de 2009 (algo más de 5 mil millones de euros), si bien permanece alejada del fuerte retroceso de la industria en 2008, cuando el patrimonio gestionado por estas instituciones cayó en 87 mil millones de euros (véase gráfico 22 y cuadro 18).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV. Datos hasta junio de 2010. El dato de resultados de junio de 2010 ha sido anualizado.

...pero sus beneficios se incrementaron ligeramente.

A pesar del descenso del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de estas instituciones en la primera mitad del año ascendieron a 285 millones de euros (en términos anualizados), una cifra superior a los 236 del conjunto de 2009. Las comisiones de gestión percibidas por las entidades se mantuvieron relativamente estables en valores cercanos al 0,85% del patrimonio de junio de 2010. El número de entidades en pérdidas se incrementó desde 31 en 2009 hasta 37 en junio de 2010 (además de una entidad adicional en pérdidas que se dio de baja). La rentabilidad agregada sobre fondos propios (anualizada) repuntó levemente desde el 16,7% en diciembre de 2009 hasta el 19,4% en junio de 2010, en línea con el incremento de los beneficios.

### Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	497,8	36,8
2009	235,9	16,7
2010 (junio <sup>1</sup> )	285,4	19,4

Fuente: CNMV.

1 Los datos de junio han sido anualizados.

El retroceso de la industria de la inversión colectiva en la primera mitad de este año ha elevado sustancialmente la incertidumbre sobre las perspectivas de las sociedades gestoras de estas instituciones. El modesto aumento en los beneficios de las SGIIC a lo largo de este periodo podría carecer de continuidad, al estar estrechamente ligado al cambio en la importancia relativa de las diferentes vocaciones de fondos (a favor de las de renta variable, que tradicionalmente están asociadas a comisiones de gestión más elevadas). Lo cierto es que más del 30% de estas instituciones se mantiene en una situación de pérdidas, por lo que no se puede descartar un proceso de reestructuración del sector que reduzca su exceso de capacidad. Finalmente, la tarea de racionalizar la oferta de fondos de inversión y la de ganar eficiencia a través de la reducción de costes deben seguir siendo objetivos prioritarios para las sociedades gestoras de IIC.

*El retroceso de la industria de la inversión colectiva ha elevado la incertidumbre sobre las perspectivas de estas instituciones, mientras que se percibe un cierto exceso de capacidad en el sector.*

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

CUADRO 18

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>
2000	198.280	2.869	1,45	63,5
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010 (junio <sup>2</sup> )	188.159	1.636	0,86	68,5

Fuente: CNMV.

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

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Según el registro de entidades de capital-riesgo (ECR) de la CNMV, desde final de 2009 hasta el 31 de agosto de 2010, se registraron diez nuevas entidades de capital-riesgo (cuatro fondos y seis sociedades) y se dio de baja una sociedad de capital-riesgo. Así, el número total de entidades quedaba en 337, de las cuales 105 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 158 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 74 eran sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR).

*Continúan aumentando las entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV.*

	Situación a 31/12/2009	Altas	Bajas	Situación a 15/09/2010
<b>Entidades</b>	<b>328</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>337</b>
Fondos de capital-riesgo	101	4	0	105
Sociedades de capital-riesgo	153	6	1	158
Sociedades gestoras de ECR	74	0	0	74

Fuente: CNMV.

*El patrimonio de los fondos de capital-riesgo, que está mayoritariamente en manos de inversores institucionales, aumentó un 16,5% en 2009.*

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2009 a un total de 3.177 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 16,5% respecto a las cifras de 2008 (véase cuadro 20). La distribución del patrimonio por tipo de inversor revela que la mayor participación corresponde a inversores institucionales, que incluso en el último año habrían incrementado su importancia relativa en el total. Así, el porcentaje del patrimonio de los FCR en manos de personas jurídicas pasó del 93,2% en 2008 al 95,6% en 2009, mientras que el de las personas físicas pasó del 6,8% al 4,4% en 2009 en los mismos periodos. En el conjunto de personas jurídicas, las entidades de crédito, particularmente las cajas de ahorro, son las que ostentan la mayor participación, que se mantuvo estable en el 22% a lo largo de 2009. Le siguen en importancia las sociedades no financieras (14,4%), las Administraciones Públicas (12,2%), los fondos de pensiones (11,2%) y, finalmente, las entidades foráneas, con un 10%.

*Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 4.170 millones de euros en 2009, lo que supone prácticamente la misma cifra que en 2008, lo que supuso una cierta estabilización de los descensos mostrados en ejercicios anteriores.*

Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 4.170 millones de euros en 2009, lo que supone prácticamente la misma cifra que en 2008, lo que supuso una cierta estabilización de los descensos mostrados en ejercicios anteriores. Los mayores suscriptores de capital de estas entidades siguen siendo las empresas no financieras, si bien su importancia relativa ha descendido desde el 46% en 2008 hasta el 36% en 2009. Por el contrario, las entidades de crédito, particularmente las cajas de ahorro, han incrementado notablemente su presencia en estas entidades (desde el 23% al 33% del capital de las mismas).

*Los activos totales de las entidades de capital-riesgo crecieron un 1,1% en 2009, mientras que el volumen invertido se incrementó un 8%.*

Los activos totales de las ECR crecieron un 1,1% a lo largo de 2009, hasta alcanzar los 9.896 millones de euros. De ellos, el 74% correspondía a SCR y el 26% a FCR. Del total del activo, las ECR mantenían invertido en actividades de capital-riesgo un volumen de 6.190 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto a 2008. Del total invertido, el 76% correspondía a inversiones de las SCR y el resto a inversiones de los FCR. El apalancamiento del sector (calculado como la ratio de acreedores a largo plazo sobre el pasivo total) aumentó para el conjunto de entidades de capital-riesgo desde el 4,7% hasta el 5,8%, si bien se observan diferencias palpables entre entidades. El apalancamiento de los FCR se mantuvo en niveles mínimos (pasó del 0,1% al 0,2%), mientras que el de las SCR pasó del 6,1% al 7,7%.

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2008	2009	2008	2009
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	185,47	138,00	68,76	66,54
No residentes	1,15	1,65	0,55	0,57
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	202,49	207,70	530,25	551,92
Cajas de ahorros	413,18	488,37	438,10	819,37
Fondos de pensiones	295,84	356,91	24,20	27,19
Compañías de seguros	59,06	77,09	15,85	15,83
Sociedades y agencias de valores	-	-	0,88	0,89
Instituciones de inversión colectiva	32,58	22,39	10,31	8,20
Entidades de capital-riesgo nacionales	31,26	49,46	39,55	85,41
Entidades de capital-riesgo extranjeras	123,65	247,67	7,98	50,53
Administraciones públicas	310,66	386,46	120,43	132,44
Fondos soberanos	20,27	26,02	-	-
Otras empresas financieras	281,85	263,84	680,06	717,56
Empresas no financieras	391,87	455,92	1.914,95	1.500,53
Entidades extranjeras	286,04	347,26	32,69	36,34
Otros	91,41	108,15	290,94	156,43
<b>TOTAL</b>	<b>2.726,78</b>	<b>3.176,89</b>	<b>4.175,49</b>	<b>4.169,74</b>

Fuente: CNMV.

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (AS-CRI) para el primer semestre de 2010 revelan que el sector ha dado ciertas señales de reactivación, después de marcar mínimos en 2009. Así, el volumen de inversión del sector alcanzó los 1.091 millones de euros en este periodo, lo que supone un crecimiento del 43% en términos interanuales. El número total de operaciones cerradas descendió un 10% respecto a 2009, si bien se observa un incremento notable en el número de operaciones nuevas. En cuanto a la fase preferente de la inversión, el 45% del volumen de inversión se dirigió a empresas en expansión. Por su parte, las operaciones apalancadas concentraron el 25% de la inversión del sector, lo que supone una clara ruptura del patrón observado en los últimos años. En cuanto al destino de estos fondos, los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron comunicaciones (32%), transporte (19%), energía y recursos naturales (12%) y productos de consumo (10%).

En conjunto, todas las variables de relevancia para el análisis del sector de capital-riesgo revelan que en 2010 parece haber comenzado un proceso de reactivación, que coincide con la mejora registrada en otros países europeos, tras varios ejercicios de retroceso en los que las dificultades de acceso a la financiación han sido clave a la hora de condicionar los volúmenes de inversión del sector y, particularmente, la ejecución de operaciones de mayor tamaño. Las perspectivas para el sector son moderadamente favorables por el hecho de que no se observan graves problemas de liquidez en estas entidades y porque el crecimiento de las operaciones apalancadas y de las de mayor tamaño sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar, aún desde niveles reducidos, el flujo de crédito hacia aquellos proyectos que se valoran positivamente.

*Los datos de ASCRI revelan que el sector ha dado señales de reactivación en la primera mitad de 2010.*

*El crecimiento de las operaciones apalancadas y las de mayor tamaño sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar el crédito hacia estas actividades.*

