

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	23
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	34
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	49
4.1	Vehículos de inversión	49
4.2	Empresas de servicios de inversión	56
4.3	Sociedades gestoras de IIC	63
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	67

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Nuevo Plan de Educación Financiera	30
Recuadro 2:	I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores	39
Recuadro 3:	Refuerzo de la transparencia en la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad	55
Recuadro 4:	Nuevas obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad en la prestación de servicios de inversión	61
Recuadro 5:	Informe de ESMA sobre la comercialización de productos complejos a inversores minoristas	65

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional ha mostrado ciertos síntomas de mejoría a lo largo de los últimos meses, particularmente en el conjunto de las economías avanzadas, donde EEUU y Japón han manifestado un mayor dinamismo de la actividad bajo el paraguas de los diferentes programas de estímulo monetario, mientras que la economía de la zona del euro dejaba atrás la recesión en el segundo trimestre del año. En el conjunto de las economías emergentes se ha observado una ligera ralentización en sus elevadas tasas de crecimiento como consecuencia de algunas restricciones de capacidad, de la desaceleración de la demanda externa y de la moderación del precio de las materias primas en el primer semestre.
- Los mercados internacionales de deuda a largo plazo tendieron a reflejar la mayor fortaleza relativa de las economías avanzadas y el descenso del riesgo de crédito soberano en Europa, aunque mostraron un cierto grado de tensión a mediados de año, cuando la Reserva Federal anunció su predisposición a retirar el programa de estímulo monetario antes de tiempo si la actividad y el empleo se recuperaban suficientemente¹. Este último hecho propició un repunte en la rentabilidad del bono de deuda estadounidense a diez años hasta valores cercanos al 3%, que no se observaban desde mediados de 2011, y un cierto incremento de la volatilidad. Las primas de riesgo soberano tendieron a reducirse en la mayoría de las economías europeas hasta niveles semejantes a los de la primavera de 2011. En los mercados de renta variable, las revalorizaciones acumuladas en 2013 fueron sustanciales en los índices japoneses (cercasas al 40%) y estadounidenses (cercasas al 20%), mientras que en Europa, donde oscilaron alrededor del 10%, fueron algo más moderadas.
- El PIB de la economía española descendió un 0,1% en el segundo trimestre de 2013 (+0,3% en la zona del euro), lo que marca una tendencia algo más favorable con relación a los trimestres anteriores y abre la puerta al fin de la recesión, que podría llegar en el tercer trimestre del año. Por su parte, los indicadores más relevantes del mercado laboral mostraron descensos menos acusados en el nivel de empleo (-3,6%) y una leve caída de la tasa de paro que, no obstante, continuó en niveles superiores al 26% de la población activa. En este marco, la inflación se redujo de forma sustancial a lo largo del año (desde el 3% hasta el 1,5% en agosto), mientras que los datos de ejecución presupuestaria situaron el déficit del conjunto de las AAPP hasta julio en el 5,27% del PIB, frente a un objetivo del 6,5% del PIB para el conjunto de 2013.

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de septiembre.

- El sistema financiero español ha continuado inmerso en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, en el que se han ido cumpliendo los hitos acordados en el Memorando de Entendimiento firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012, y en el que destaca el traspaso a la SA-REB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades por un volumen total superior a los 50 mil millones de euros. A pesar de que el desarrollo del negocio bancario continúa siendo complejo, cabe señalar la sustancial mejora de los resultados de las entidades financieras cotizadas en el primer semestre del año, que ascendieron a 3.509 millones de euros², frente a las pérdidas registradas en el mismo periodo del año anterior (-9.507 millones de euros).
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 11,2% en el primer semestre del año, hasta los 8.368 millones de euros, debido al fuerte descenso de las pérdidas del sector de la construcción y las sociedades inmobiliarias. Por su parte, el endeudamiento agregado descendió un 5,8%, hasta los 283 mil millones de euros, si bien la ratio de apalancamiento permaneció estable en 1,4.
- En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones descendieron de forma notable en el primer semestre del año, pero repuntaron sensiblemente con posterioridad debido a la mejora de los indicadores económicos y al descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano. Así, el Ibex 35, cuyo nivel quedaba cerca de los 9.000 puntos a mediados de septiembre (una cota no observada desde octubre de 2011), acumulaba una revalorización del 9,5% en el conjunto del año, que fue incluso superior en los índices de las empresas de capitalización mediana y pequeña. La volatilidad del mercado osciló en torno a valores del 20% a lo largo de todo el año, repuntando temporalmente hasta el 30% a mediados del mismo. Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial *bid-ask*, fueron satisfactorias, en un marco de descenso prolongado de la contratación, que cayó un 8% en el año.
- Los mercados domésticos de renta fija han reflejado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana que comenzó tras el verano de 2012, con caídas notables en los tipos de interés de la deuda pública y privada, mostrando únicamente un cierto grado de tensión en mayo y en junio. La rentabilidad del bono de deuda soberana español a diez años se reducía a mediados de septiembre hasta el 4,5% (5,3% en diciembre de 2012) y el diferencial respecto al bono alemán caía hasta los 237 puntos básicos (p.b.), afectado también por el incremento de la rentabilidad de este último. A pesar del fuerte descenso de la percepción de riesgo sobre los emisores españoles y del abaratamiento del coste de su financiación, el volumen de las emisiones de deuda registrado en la CNMV en los tres primeros trimestres del año ascendió a 94 mil millones de euros, un 65% menos que en el mismo periodo de 2012. Una cierta fragilidad en los mercados, la existencia de fuentes alternativas de financiación y las menores necesidades de financiación de las entidades podrían explicar el escaso dinamismo de las emisiones de deuda.

2 Con la información disponible en la CNMV a 15 de septiembre.

- El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 4,3% durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 135.933 millones de euros, tras cinco ejercicios de descensos prácticamente ininterrumpidos. Cerca del 80% del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones de fondos de renta fija y de gestión pasiva, en detrimento de los fondos garantizados. Este cambio de tono en la industria, favorecido por el descenso de la remuneración proporcionada por los depósitos bancarios y los pagarés, permitió que el beneficio agregado de las SGIIC se incrementara un 11,1% y que tanto el número de las entidades en pérdidas como el volumen de dichas pérdidas se redujeran sensiblemente. En este marco, la importancia relativa de los activos de menor liquidez en la cartera de los fondos disminuyó desde el 4,1% del patrimonio total en diciembre de 2012 hasta el 3,1% en junio de 2013.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre del año siguió profundamente afectada por la caída de la contratación en los mercados, que es la principal fuente de ingresos de estos intermediarios, pero se observó una cierta recuperación de otras líneas de negocio, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Además se redujo el número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas y las ratios de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.
- El informe contiene cinco recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se describen las principales características de la renovación del Plan de Educación Financiera que firmaron la CNMV y el Banco de España el pasado mes de junio, que contempla los nuevos retos para el periodo 2013-2017.
 - El segundo recuadro resume la información que se presentó el pasado 27 de junio en la I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores, que tuvo como objetivo dar a conocer los trabajos en curso sobre la materia y discutir el panorama futuro de los sistemas de poscontratación en España.
 - El tercer recuadro expone las medidas preventivas que ha establecido recientemente la CNMV dirigidas a reforzar la información que se ofrece a los inversores en fondos de inversión como consecuencia del notable incremento de la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad como sustitutos de los fondos garantizados.
 - El cuarto recuadro recoge las novedades más relevantes relacionadas con las nuevas obligaciones de información a los clientes a los que se prestan servicios de inversión en el marco de la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros (Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV).
 - Finalmente, el quinto recuadro contiene un resumen de un informe publicado en julio de 2013 por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en el que se analizan dos tipos de productos complejos que se han comercializado de forma generalizada entre los inversores minoristas en la zona del euro.

2 Entorno macrofinanciero

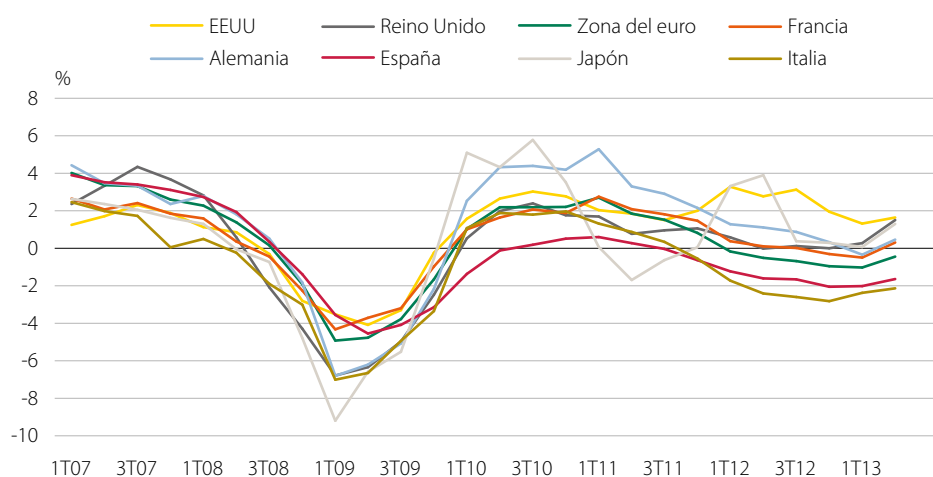
2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico ha mejorado en los últimos meses en las economías avanzadas, mientras que el crecimiento se ha moderado en las emergentes.

El entorno macroeconómico internacional ha dado ciertos síntomas de mejoría a lo largo de los últimos meses en el conjunto de las economías avanzadas, mientras que las economías emergentes más importantes han mostrado una ligera ralentización en sus elevadas tasas de crecimiento como consecuencia de algunas restricciones de capacidad, de la desaceleración de la demanda externa y de la moderación del precio de las materias primas. En la zona del euro, los datos del PIB correspondientes al segundo trimestre del año pusieron de manifiesto el fin de la recesión en la zona, con un avance de la actividad del 0,3% (0,7% en Alemania, 0,5% en Francia, -0,3% en Italia, -0,2% en Holanda y -0,1% en España). En EEUU y en Japón, el incremento del PIB se situó en el 0,6% y 0,9% respectivamente en dicho trimestre (1,6% y 1,3% en términos interanuales). En el caso de la economía nipona, el impulso de la actividad estuvo parcialmente relacionado con el programa de expansión monetaria anunciado por el Banco de Japón en el mes de abril.

Producto Interior Bruto (tasas de variación anual)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

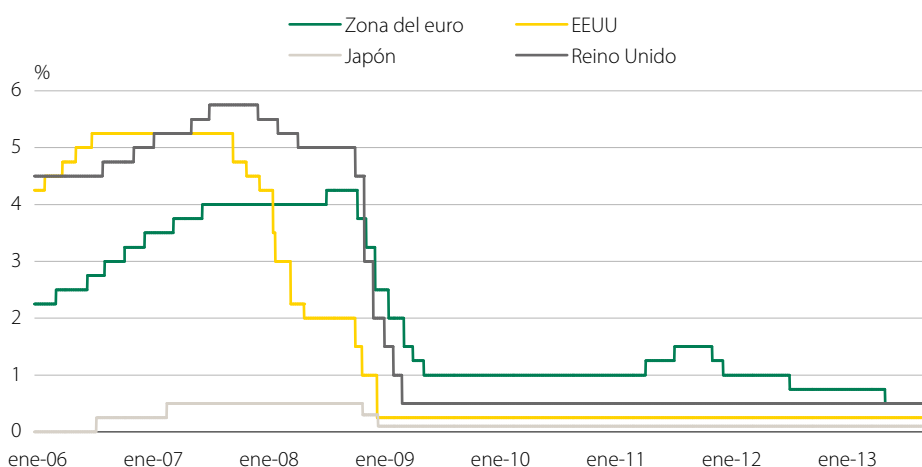
La Reserva Federal ha mostrado su predisposición a retirar el programa de estímulo monetario de forma progresiva.

La evolución de las tasas de inflación de las economías avanzadas más relevantes fue relativamente estable a lo largo del año, al mantenerse por debajo del 2% en EEUU y en la zona del euro y por debajo del 3% en el Reino Unido, mientras que las tasas subyacentes experimentaron incluso un ligero descenso. Únicamente en Japón se observó un incremento notable de la tasa de inflación general y de la subyacente entre marzo y julio (desde el -0,9% hasta el 0,7% en la tasa general y desde el -0,8% hasta el -0,1% en la tasa subyacente) como consecuencia del programa de expansión monetaria. Con todo, la ausencia de presiones inflacionistas relevantes permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran en niveles históricamente reducidos en estas economías o que descendieran aún más como en la zona del euro, donde el BCE rebajó en mayo el tipo de referencia en 25 p.b., hasta el 0,5% (véase gráfico 2). En EEUU, cabe señalar el anuncio a finales de junio por parte de la Reserva Federal de su predisposición a retirar progresivamente las medidas de estímulo monetario

que forman parte del programa conocido como *Quantitative Easing*, en el caso de que la evolución de la actividad económica y del desempleo fuera favorable³.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los mercados internacionales de deuda a largo plazo han estado condicionados a lo largo del último semestre por la publicación de diferentes indicadores de actividad que, en general, apoyaban la mayor fortaleza relativa de EEUU y de algunas economías europeas y por el anuncio de la Reserva Federal relacionado con su predisposición a retirar su programa de estímulo monetario antes de tiempo si la actividad y el empleo se recuperaban suficientemente. Este último hecho propició un repunte en la rentabilidad del bono de deuda estadounidense a diez años hasta valores cercanos al 3%, que no se observaban desde mediados de 2011, y un cierto incremento de la volatilidad en este mercado. Desde el mes de julio, la incertidumbre relacionada con los acontecimientos producidos en Siria también ha tenido un cierto impacto en los mercados de deuda.

Los mercados de deuda internacionales han experimentado una cierta volatilidad en los meses centrales del año, con repuntes en los tipos de interés de EEUU, Reino Unido y Alemania...

En conjunto, los tipos de interés de los bonos de deuda soberana a diez años de las economías más sólidas (EEUU, Reino Unido y Alemania) –que habían descendido desde comienzos del año hasta los primeros días de mayo marcando mínimos del 1,6% en EEUU y en el Reino Unido y del 1,2% en Alemania– han mostrado una tendencia alcista desde entonces que ha sido más acentuada en el caso del bono estadounidense (véase panel superior del gráfico 3). A mediados de septiembre estos tipos de interés se situaban en el 2,9% en EEUU y en el Reino Unido y en el 1,9% en Alemania. La volatilidad en estos mercados también se incrementó ligeramente. Por otra parte, en el resto de economías de referencia se ha observado una tendencia a la baja en los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo durante 2013 que solo se vio interrumpida en los meses centrales del año como consecuencia de diversos elementos

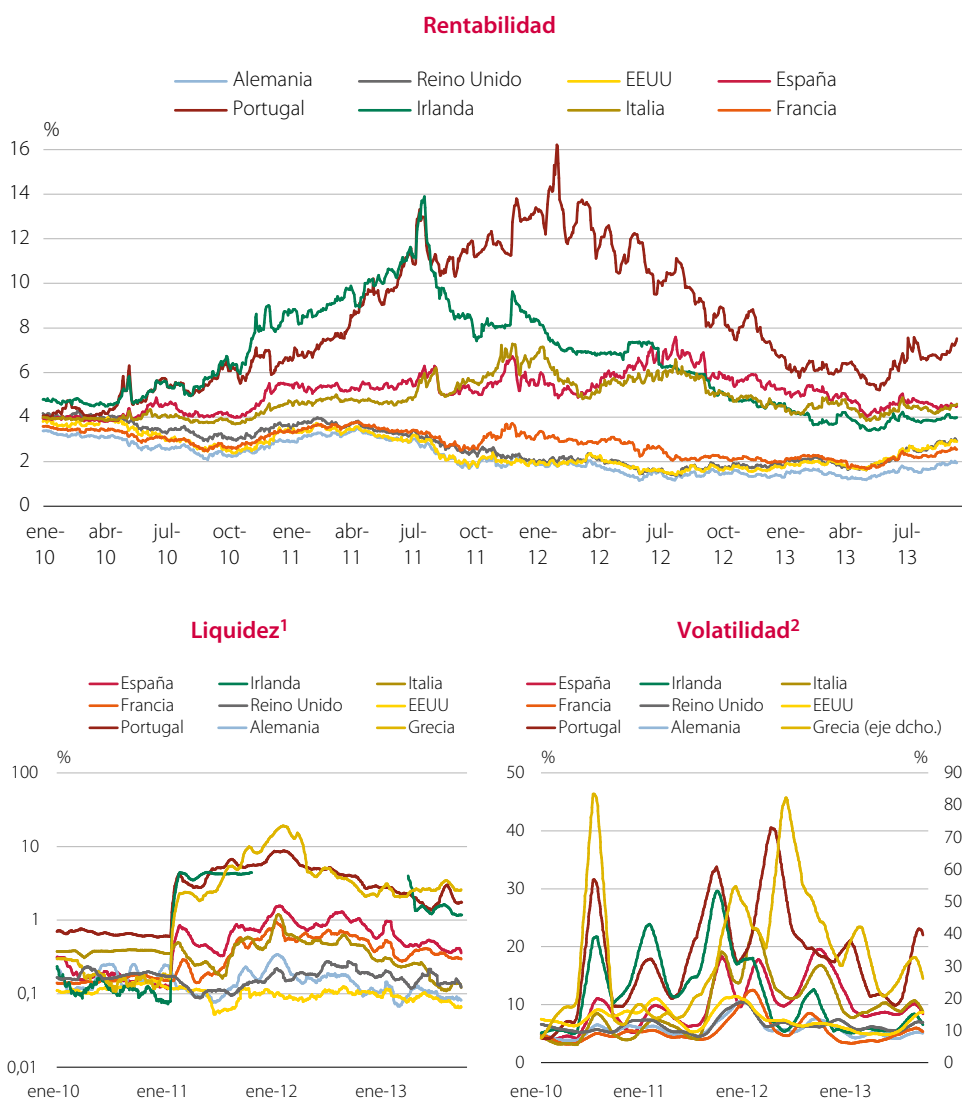
...y descensos, con ciertos altibajos, en los tipos de interés de otras economías de referencia.

3 A pesar de que el consenso del mercado esperaba que la Reserva Federal anunciara la reducción del volumen de compras de activos en su reunión del 18 de septiembre, la institución decidió finalmente mantener inalterado el programa de compras, aunque indicó que incrementar dicho volumen ya no era una opción (anteriormente sí lo era) y que los tipos de interés permanecerían en niveles reducidos a lo largo de los próximos tres años. Las bolsas recogieron la noticia con revalorizaciones, pero en días posteriores esta tendencia acabó revirtiéndose.

de incertidumbre. Únicamente se observó un mayor tensionamiento del mercado de deuda en el caso del bono portugués, como consecuencia de la inestabilidad política en aquel país. En general, las condiciones de liquidez en los mercados internacionales de deuda soberana evolucionaron favorablemente a lo largo de 2013, incluso en los momentos de mayor tensión (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



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

- 1 Promedio de un mes del *spread bid-ask* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años. Eje y en escala logarítmica.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días. Se ofrece media móvil de 50 periodos.

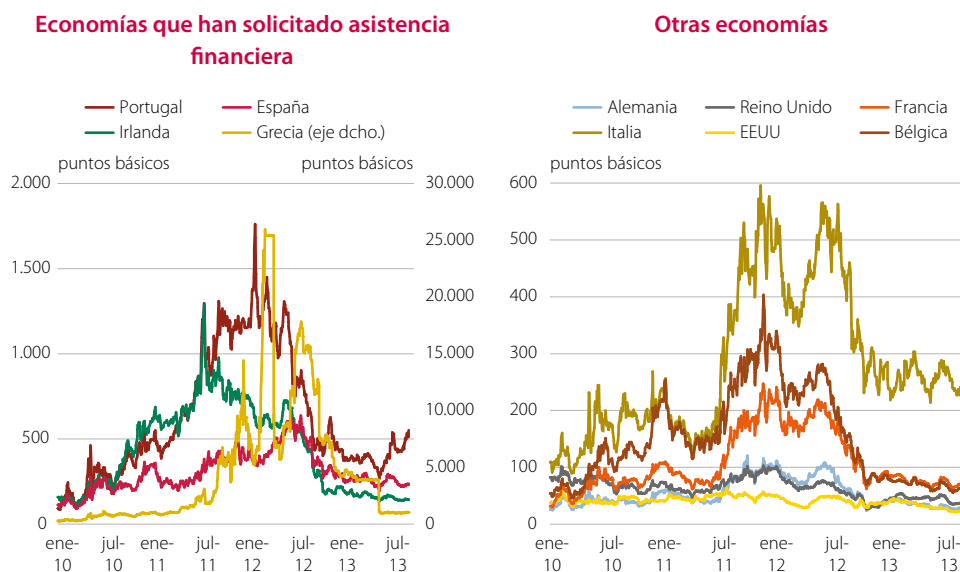
Las primas de riesgo de crédito soberano, tras el sustancial descenso de la segunda mitad de 2012, tendieron a estabilizarse en niveles similares a los existentes antes de las turbulencias del verano de 2011.

Tras el sustancial descenso de las primas de riesgo soberano durante los últimos meses de 2012, la evolución comentada de los tipos de interés en 2013 ha permitido estabilizar las primas de riesgo de la mayoría de las economías europeas más afectadas por la crisis de deuda europea en niveles similares a los existentes antes del episodio de turbulencias del verano de 2011. La evolución más reciente de los indicadores de contagio de riesgo soberano revela que estos se mantuvieron en niveles

relativamente reducidos, si bien se incrementaron temporalmente en los meses centrales del año, con más intensidad en el indicador que representa el contagio originado por el riesgo de crédito soberano en Portugal (véase gráfico 17). Como se observa en los paneles del gráfico 4, según la información de los CDS a cinco años, a mediados de septiembre la prima de riesgo soberano se situaba en 552 p.b. en Portugal, 251 p.b. en Italia, 237 p.b. en España y 145 p.b. en Irlanda. En otras economías europeas más sólidas, la prima de riesgo se situaba ampliamente por debajo de los 100 p.b.

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

GRÁFICO 4

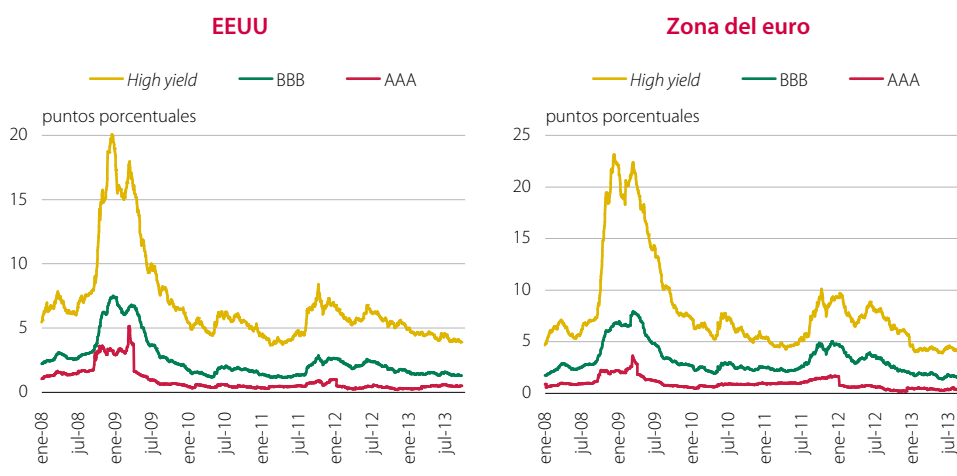


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

Las primas de riesgo del sector corporativo privado también han permanecido prácticamente sin cambios a lo largo del último semestre del año tanto en EEUU como en la zona del euro para los emisores de diferentes calidades crediticias. La abundancia de liquidez en los mercados financieros, en un contexto de tipos de interés históricamente reducidos, continúa impulsando la demanda de instrumentos de deuda de mayor riesgo (en un fenómeno de búsqueda de rentabilidad) y mantiene las primas de riesgo de crédito corporativo en unos niveles reducidos. Así, a mediados de septiembre, en el segmento de emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), la prima de riesgo se situaba en 392 p.b. en EEUU y en 399 p.b. en la zona del euro, unos niveles ligeramente inferiores a los del cierre del primer trimestre (453 p.b. y 445 p.b., respectivamente). Para los emisores con *rating* BBB, la prima de riesgo se situaba en 131 p.b. en EEUU y en 153 p.b. en la zona del euro (149 p.b. y 197 p.b., respectivamente, en el primer trimestre) y para los emisores con *rating* AAA, la prima de riesgo se reducía hasta los 51 p.b. en EEUU y los 13 p.b. en la zona del euro.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado se mantuvieron estables y en niveles reducidos debido a la elevada demanda de instrumentos de mayor riesgo relativo, en un contexto de abundancia de liquidez en los mercados.

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales descendieron como consecuencia de la caída de las emisiones de deuda soberana, pero se recuperaron en el sector privado.

En los mercados internacionales de deuda a largo plazo, el volumen de emisiones brutas en lo que va de año (en términos anualizados) alcanzó los 10,2 billones de dólares, lo que supone un descenso del 13,2% respecto al volumen emitido en 2012. En términos netos, el volumen de emisiones cayó de forma mucho más intensa (un 43%, hasta los 2,7 billones de dólares) como consecuencia tanto de la menor intensidad de las emisiones brutas como del incremento de los vencimientos de deuda. Por sectores, el volumen de emisiones soberanas (brutas) –el más cuantioso– se situó en 7 billones de dólares, un 16,4% por debajo del de 2012. El retroceso de las emisiones soberanas fue más intenso en EEUU, si bien en todas las áreas geográficas de referencia continúan apreciándose las consecuencias de los diferentes procesos de consolidación fiscal puestos en marcha. Por su parte, las emisiones de las entidades financieras ascendieron a 1,49 billones de dólares en 2013, un 9,4% menos que las de 2012. En este ámbito, cabe señalar el mejor comportamiento de las emisiones del sector financiero en EEUU y en Europa (tanto en términos brutos como netos), tras las dificultades de financiación experimentadas a raíz de la crisis financiera. Finalmente, las emisiones del sector corporativo no financiero se mantuvieron en volúmenes similares a los de 2012, ya que ascendieron a 1,71 billones de dólares (1,73 billones de dólares en 2012), notablemente por encima del volumen alcanzado por el sector financiero. Las emisiones efectuadas por estas entidades continuaron mostrando un gran dinamismo, ya que la comparación interanual se ve parcialmente influida por el hecho de que en el conjunto de 2012 el volumen de emisiones fue particularmente elevado (véase panel inferior derecho del gráfico 6).

Los índices de renta variable de EEUU y Japón se revalorizaron sensiblemente prácticamente a lo largo de todo el año, mientras que en Europa las ganancias fueron más intensas desde el tercer trimestre.

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas han mostrado un comportamiento relativamente heterogéneo entre las diferentes áreas geográficas a lo largo del año. En los primeros meses del mismo, los índices de las bolsas de EEUU y de Japón experimentaron las revalorizaciones más cuantiosas, como consecuencia del mayor dinamismo relativo de su actividad económica y, en el caso japonés, del programa de estímulo monetario puesto en marcha por el Banco de Japón. Los índices de las economías europeas sufrieron ciertos altibajos a lo largo de la

primera mitad del año debido a la atonía del crecimiento y a determinados elementos de incertidumbre económica y política en algunas economías. En el tercer trimestre del año, las cotizaciones de las acciones europeas crecían con intensidad, apoyadas en unos datos de crecimiento más favorables, que confirmaban el fin de la recesión en la zona del euro y elevaban el apetito por el riesgo de los inversores (véase gráfico 7).

Emisiones brutas internacionales de renta fija

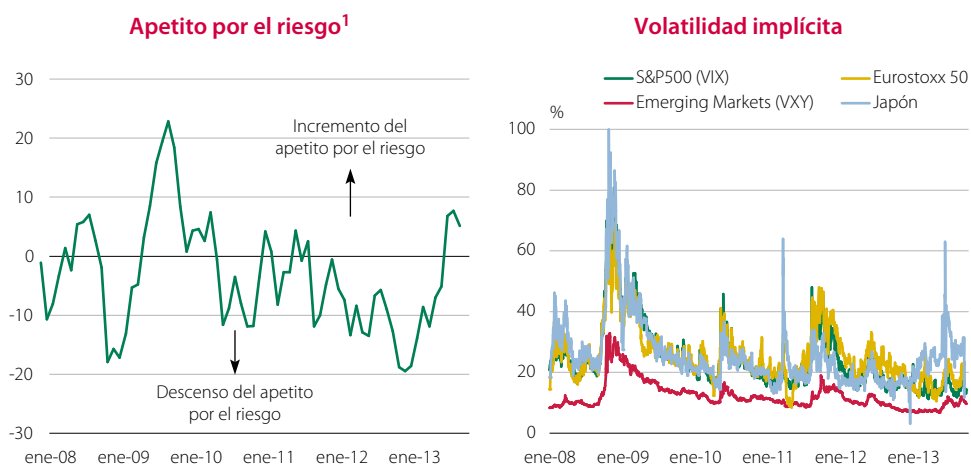
GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2013 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En el conjunto del año, los índices de renta variable japoneses son los que han acumulado una revalorización más elevada, en torno al 39%, aunque la volatilidad de los precios en estos mercados ha repuntado sensiblemente. La cotización de los índices estadounidenses se ha incrementado entre un 17% (Dow Jones) y un 23% (Nasdaq), y la de los índices europeos lo ha hecho en un rango algo más limitado, entre el 8,8% del Euro Stoxx 50 y el 13,4% del Euronext 100 (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados de renta variable en EEUU y en Europa tendió a oscilar en valores cercanos al 20%, unos niveles muy alejados de los observados en Japón en el segundo trimestre del año (véase panel derecho del gráfico 7).

En el acumulado del año, la mayoría de los índices de renta variable de las economías avanzadas mostraron revalorizaciones sustanciales, liderados por el índice japonés, que también mostró una gran volatilidad.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	III-12	IV-12	I-13	II-13	III-13 (hasta el 13 de septiembre)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual ²	
Mundo												
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	13,2	6,1	2,1	7,2	-0,1	7,0	14,6	15,4	
Zona del euro												
Euro Stoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,8	8,4	7,4	-0,5	-0,8	10,2	8,8	12,7	
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	14,8	5,0	6,0	4,7	-1,3	9,7	13,4	16,4	
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	29,1	12,5	5,5	2,4	2,1	6,9	11,8	16,4	
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,2	4,9	8,5	2,5	0,2	10,0	13,0	17,5	
Mib 30	20,7	-8,7	-24,0	10,2	8,6	6,0	-2,6	-0,4	12,8	9,4	10,5	
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	8,5	6,0	-3,0	-2,0	15,2	9,5	12,7	
Reino Unido												
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	5,8	3,1	2,7	8,7	-3,1	5,9	11,6	13,1	
Estados Unidos												
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,3	4,3	-2,5	11,3	2,3	3,1	17,3	13,6	
S&P 500	23,5	12,8	0,0	13,4	5,8	-1,0	10,0	2,4	5,1	18,4	15,6	
Nasdaq-Composite	43,9	16,9	-1,8	15,9	6,2	-3,1	8,2	4,2	9,4	23,3	17,9	
Japón												
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	22,9	-1,5	17,2	19,3	10,3	5,3	38,6	60,1	
Topix	5,6	-1,0	-18,9	18,0	-4,2	16,6	20,3	9,6	4,5	37,9	59,3	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

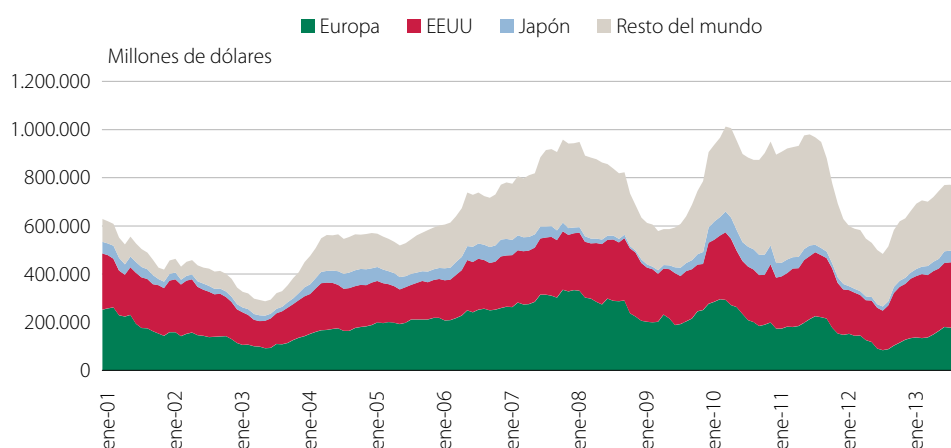
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados financieros internacionales ascendió a 730 mil millones de dólares hasta septiembre (en cifras acumuladas de los últimos doce meses), una cifra significativamente superior a los 583 mil millones de dólares correspondientes al mismo mes del año precedente, cuando los mercados financieros habían sufrido nuevos episodios de turbulencias. La recuperación de la emisión de acciones desde los últimos mínimos observados en el verano de 2012 ha sido intensa en la mayoría de las regiones de referencia. Así, en Europa, el volumen de las emisiones de renta variable prácticamente se dobló desde los 88 mil millones de dólares en agosto de 2012 hasta los 176 mil millones en septiembre de 2013⁴ y en EEUU lo hizo desde los 181 mil millones de dólares hasta los 249 mil millones (véase gráfico 8). El incremento de las emisiones de renta variable en Japón también fue notable, si bien su importancia relativa en el conjunto de las emisiones es reducida. El volumen máximo de las emisiones de estos instrumentos a lo largo de la última década tuvo lugar a principios de 2010, cuando superó ligeramente el billón de dólares.

Las emisiones de renta variable se han recuperado notablemente en las principales áreas geográficas a lo largo de 2013.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre del año revelaron un descenso trimestral del PIB del 0,1%, tres décimas inferior al del trimestre precedente⁵. En términos anuales, el descenso del PIB se situó en el 1,6% (-2,0% en el primer trimestre). Así pues, los datos del segundo trimestre apuntan a una tendencia más favorable en su evolución. Como se ha indicado,

El PIB descendió un 0,1% en el segundo trimestre del año (-1,6% interanual), tres décimas menos que en los tres primeros meses del mismo...

4 Cifras acumuladas de doce meses.

5 Estos datos incorporan la actualización de las estimaciones anuales correspondientes al periodo 2009-2012, de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, que fueron difundidas el 27 de agosto. Como consecuencia de esta actualización, el crecimiento del PIB de los años 2012, 2011 y 2009 fue revisado a la baja en dos, tres y una décima respectivamente, hasta tasas del -1,6%, 0,1% y -3,8%. Por su parte, la variación anual del PIB de 2010 fue revisada al alza en una décima, hasta el -0,2%.

esta tendencia es todavía más intensa en el conjunto de los países de la zona del euro, cuyo PIB mostró un avance del 0,3% en el segundo trimestre del año.

...como consecuencia del menor retroceso de los componentes de la demanda interna.

Los principales elementos que conforman la demanda nacional, el consumo final y la formación bruta de capital fijo, mostraron retrocesos menos intensos que en trimestres previos. Así, el gasto en consumo final de los hogares descendió un 3,2% en términos interanuales, por debajo del 4,3% del primer trimestre, y la formación bruta de capital fijo se redujo un 6,4% (-7,5% en el primer trimestre). En este último ámbito cabe señalar el avance de la inversión en bienes de equipo (0,4%, frente al -4,1% del trimestre previo) y el mantenimiento de la caída de la inversión en construcción en tasas superiores al 10%. En conjunto, la aportación de la demanda nacional al crecimiento total fue negativa (-3,6 p.p.), pero un punto menor respecto al primer trimestre. Por el contrario, la aportación del sector exterior al crecimiento pasó de 2,6 p.p. en el primer trimestre a 2,0 p.p. en el segundo, como consecuencia del repunte de las importaciones (desde el -4,8% hasta el 3,1%), que compensó el notable avance de las exportaciones (desde el 3,6% hasta el 9,2%).

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2009	2010	2011	2012	CE ¹	
					2013P	2014P
PIB²	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,5	0,9
Consumo privado	-3,7	0,1	-1,2	-2,8	-3,1	-0,1
Consumo público	3,8	1,5	-0,5	-4,8	-3,7	-0,4
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-17,9	-5,5	-5,4	-7,0	-7,6	-1,1
Construcción	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	-24,2	5,1	5,6	-3,9	-5,8	0,1
Exportaciones	-9,8	11,7	7,8	2,1	4,1	5,7
Importaciones	-16,8	9,5	0,0	-5,7	-4,0	2,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	2,9	0,4	2,2	2,5	2,6	1,3
Empleo³	-6,5	-2,3	-1,7	-4,4	-3,4	0,0
Tasa de paro	18,0	20,1	21,7	25,0	27,0	26,4
Índice de precios de consumo	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,8
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,4	-3,7	-0,9	1,6	2,9
Saldo de las AAPP (% PIB)⁴	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6	-6,5	-7,0
Deuda pública (% PIB)	53,9	61,5	69,3	84,2	91,3	96,8
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁵	-97,9	-91,7	-83,0	-67,5	n.d.	n.d.

Fuente: Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2013.

2 Los datos del PIB y sus componentes correspondientes al periodo 2009-2012 incorporan la actualización de las estimaciones de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, difundidas en agosto.

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

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

5 Sin Banco de España.

n.d.: dato no disponible.

El análisis desde el punto de vista de la oferta revela que el sector primario y la mayoría de las ramas de los servicios presentaron tasas de variación menos negativas que en trimestres previos. Por el contrario, el PIB de la industria aceleró ligeramente su contracción (del -3,0% al -3,1%), a pesar de la mejor evolución de la rama industrial manufacturera, que respondió al incremento de la demanda de bienes duraderos.

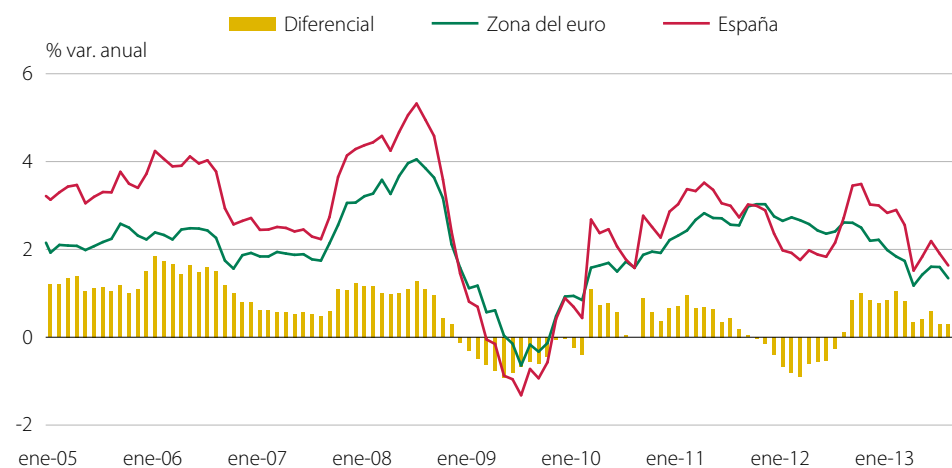
Todos los sectores, salvo la industria, presentaron tasas de variación menos negativas.

La tasa de inflación española se ha reducido a lo largo del año, con ciertos altibajos, desde tasas cercanas al 3% a finales de 2012 hasta el 1,5% en agosto. El descenso de la variación interanual de los precios fue el resultado de la moderación tanto de la tasa subyacente (desde el 2,1% hasta el 1,6%) como de la tasa energética (desde el 7,6% hasta el -2,2%). El diferencial de inflación con la zona del euro también ha descendido sensiblemente a lo largo del año, al pasar de unos niveles cercanos a un punto porcentual a finales de 2012 a solo tres décimas en agosto. La ausencia de presiones de demanda, junto con el efecto base que tendrá lugar en septiembre debido al incremento del IVA en este mismo mes de 2012, sugieren que la inflación podría seguir reduciéndose a corto plazo.

La tasa de inflación española se ha reducido desde tasas cercanas al 3% a finales de 2012 hasta el 1,5% en agosto. El diferencial de inflación con la zona del euro también ha caído hasta 0,3 p.p.

España: principales variables macroeconómicas

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

Los datos más recientes correspondientes al mercado laboral revelan una leve mejora en sus indicadores más relevantes, con descensos algo menos acusados del nivel de empleo (-3,6% en el segundo trimestre del año frente al -4,6% en el primero) y una ligera reducción de la tasa de desempleo que, no obstante, permanece en niveles superiores al 26% de la población activa. Los costes laborales unitarios continuaron cayendo en el segundo trimestre de 2013 (-2,3%), aunque a tasas más moderadas como consecuencia de la estabilización de la remuneración por asalariado (-0,1%) y del incremento algo más atenuado de la productividad por trabajador (que pasó del 2,6% al 2,2%).

Los últimos datos del mercado laboral apuntan a una mejora muy incipiente de los principales indicadores.

De acuerdo con el avance de los datos de ejecución presupuestaria, el déficit conjunto de las AAPP (excluyendo las Corporaciones Locales) entre enero y julio ascendió al 5,27% del PIB, como consecuencia de los saldos negativos registrados por la Administración Central y las CCAA (-4,55% y -0,77% del PIB, respectivamente) y del ligero superávit registrado por la Seguridad Social (0,05% del PIB). El objetivo de

El déficit público se situó en el 5,27% del PIB hasta julio, frente al objetivo del 6,5% para el conjunto del año.

déficit público se sitúa en el 6,5% del PIB en 2013, el 5,8% en 2014, el 4,2% en 2015 y el 2,8% en 2016⁶. Por su parte, la deuda de las AAPP se situó en el 92,2% del PIB en el segundo trimestre del año, cerca de dos puntos porcentuales más que en el primer trimestre (90,1% del PIB) y más de seis puntos con relación a la cifra de finales de 2012⁷ (85,9% del PIB).

El sector bancario doméstico prosigue con su proceso de saneamiento y reestructuración, pero la debilidad de la actividad continúa lastrando el negocio.

El sector bancario español ha continuado inmerso a lo largo de los últimos meses en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, en el que se han ido cumpliendo los hitos acordados en el Memorando de Entendimiento firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012. Además del incremento de las provisiones de las entidades realizado en 2012, destaca el traspaso a la SAREB de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades del Grupo 1 en diciembre de 2012 y de las entidades del Grupo 2 en febrero de 2013, por un importe total superior a los 50 mil millones de euros. Sin embargo, y a pesar del descenso de la incertidumbre presente en torno a la calidad de sus activos, la evolución del sector bancario doméstico continúa notablemente condicionada por el estancamiento de la economía española y por la fragmentación de los mercados financieros en Europa, que dificulta la financiación de algunas entidades y, en última instancia, la reanudación del flujo de crédito a la economía.

El beneficio del conjunto del sector bancario ascendió a 621 millones de euros en el primer trimestre del año, por debajo de los 1.060 millones de 2012...

En este marco, la cuenta de resultados del sector correspondiente al primer trimestre del año continuó deteriorándose, aunque de forma menos intensa que en periodos anteriores. Así, el margen bruto obtenido por el sistema bancario descendió desde 14,4 mil millones de euros en el primer trimestre de 2012 hasta 13,3 mil millones en el mismo periodo de 2013. La contención de los gastos de explotación, junto con un ligero descenso del volumen de las pérdidas derivadas del deterioro de los activos financieros, permitió un incremento interanual del resultado de explotación agregado de estas entidades, que pasó de 964 millones de euros en 2012 a 1.336 millones en 2013. Finalmente, el empeoramiento de los resultados extraordinarios rebajó el beneficio del sector bancario doméstico hasta los 621 millones de euros en el primer trimestre del año, por debajo de los 1.060 millones de los primeros meses de 2012. La información preliminar correspondiente al primer semestre del año de las entidades financieras cotizadas revela una mejoría notable en la cuenta de pérdidas y ganancias del sector, ya que sitúa el beneficio agregado en 3.509 millones de euros, frente a las pérdidas registradas en el primer semestre de 2012 (-9.507 millones de euros).

...en un marco en el que se mantiene la contracción del crédito...

La financiación a los sectores no financieros del sector privado de la economía ha descendido a lo largo de casi todo el año a ritmos que han oscilado entre el 5,5% y el 6,0% en términos interanuales. El último dato de la serie, correspondiente al mes de julio, reveló que dicha financiación era un 5,5% inferior a la del año previo (-5,6% en el mes anterior). El desglose sectorial mostró fuertes retrocesos de la financiación a las empresas (-6,3%) y, en menor medida, a las familias (-4,2%). En el conjunto de la financiación a empresas cabe señalar la divergencia entre el componente asociado al préstamo bancario (que cayó un 9,8% en términos interanuales) y la financiación a través de otros tipos de deuda (que se incrementó un 8,1%). En cuanto a la finan-

6 En relación con las CCAA, a finales de agosto el Gobierno aprobó los objetivos individuales de déficit y deuda para estas administraciones hasta 2016, con la particularidad de que los objetivos de déficit son diferenciados en 2013 (oscilan entre el -1% y el -1,6% del PIB), mientras que para el periodo 2014-2016 son homogéneos (-1% del PIB en 2014, -0,7% en 2015 y -0,2% en 2016).

7 La deuda pública ascendía al 70,4% del PIB a finales de 2011 y al 61,7% del PIB a finales de 2010.

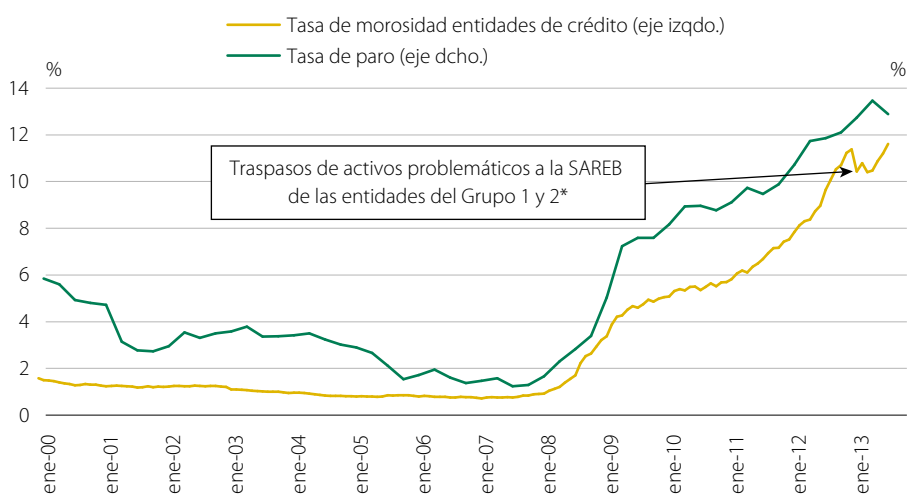
ciación de los hogares, cabe señalar la caída tanto de los préstamos para la adquisición de vivienda (-4,5%) como de los destinados al consumo (-3,4%). En la zona del euro, el retroceso del crédito bancario no es tan acentuado como en el caso español. El crédito bancario a las sociedades no financieras descendió un 3,7% interanual en julio, mientras que el crédito a los hogares se incrementó levemente (0,1%), como consecuencia del aumento de los préstamos para la compra de vivienda (0,7%).

La tasa de morosidad de las entidades de crédito, que había descendido de forma puntual como consecuencia del traspaso a la SAREB de los activos problemáticos de las entidades del Grupo 1 en diciembre de 2012 y del Grupo 2 en febrero de 2013⁸, retomó nuevamente una tendencia alcista (véase gráfico 10). En junio de 2013, esta tasa se situaba en el 11,6%, lo que marca un nuevo máximo histórico de esta serie. Atendiendo a las diferentes actividades productivas, las tasas de morosidad asociadas a las actividades inmobiliarias y de construcción siguieron mostrando los valores más elevados a finales del primer trimestre de 2013 (el 28,9% y el 25,4% respectivamente), si bien el traspaso de activos a la SAREB supuso un punto de inflexión en la tendencia alcista de ambas series. La morosidad correspondiente al resto de las actividades productivas se incrementó desde el 8,7% a finales de 2012 hasta el 9,3% en marzo de 2013. Por su parte, la ratio de morosidad de los hogares se incrementó desde el 4,9% en diciembre de 2012 hasta el 5,1% en marzo de 2013⁹.

...y el aumento de la morosidad, que en junio alcanzó un nuevo máximo histórico (11,6%).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta junio de 2013 para la tasa de morosidad y para la tasa de paro.

¹ Sobre la población activa.

* Los trasposos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2, en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

En relación con las condiciones de financiación del sector financiero, cabe señalar que el descenso de las tensiones en los mercados de deuda a lo largo del último año ha permitido una leve mejoría en el coste de emisión de los valores de renta fija, si

Las condiciones de financiación del sector continuaron siendo complejas, a pesar del descenso de los tipos de interés y de la recuperación de los depósitos.

⁸ El importe total de los activos problemáticos traspasados ascendió a 50.781 millones de euros.

⁹ La morosidad de los préstamos para adquisición y rehabilitación de vivienda se incrementó desde el 4,0% hasta el 4,2% y la de los préstamos para la adquisición de bienes duraderos lo hizo desde el 6,1% hasta el 6,2%.

bien su volumen no ha sido excesivamente elevado a lo largo de 2013. A pesar del proceso de desapalancamiento del sector y de las menores necesidades de financiación en un marco de retroceso del crédito, la dependencia de un número considerable de entidades de la financiación procedente del Eurosistema continúa siendo notable. Los últimos datos correspondientes al mes de agosto revelan que el préstamo neto del Eurosistema al sistema financiero español se ha estabilizado en valores algo inferiores a los 250 mil millones de euros. Finalmente, destaca la recuperación del saldo de los depósitos de las empresas y los hogares en el sector, que desde los mínimos observados en agosto de 2012 se han incrementado en más de 55 mil millones de euros.

Los beneficios agregados de las empresas cotizadas no financieras crecieron un 11,2%, hasta los 8.368 millones de euros, en el primer semestre del año debido al fuerte descenso de las pérdidas del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias.

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras ascendió a 8.368 millones de euros en el primer semestre del año, lo que supone un incremento del 11,2% con relación a los resultados del primer semestre de 2012. La mejora de los resultados tuvo su origen en la sustancial disminución de las pérdidas obtenidas por las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que pasaron de 1.937 millones de euros en la primera mitad de 2012 a 516 millones de euros en 2013 (véase cuadro 3). La contribución de las empresas industriales también fue positiva, si bien los beneficios generados por este sector alcanzaron un importe considerablemente menor que los de otros sectores (pasaron de 548 millones de euros en 2012 a 574 millones de euros en 2013). Los beneficios de las empresas energéticas, los más cuantiosos, se situaron en niveles ligeramente inferiores a los del año pasado, al retroceder un 0,9%, hasta los 5.735 millones de euros. La caída de los resultados fue más intensa en las empresas del comercio y los servicios (un 16,2%, hasta los 2.565 millones de euros).

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1S12	1S13	1S12	1S13	1S12	1S13
Energía	14.222	12.666	9.235	7.580	5.790	5.735
Industria	2.191	2.129	1.374	1.301	548	574
Comercio y servicios	14.497	13.603	7.359	6.245	3.061	2.565
Construcción e inmobiliario	3.626	3.382	2.009	1.772	-1.937	-516
Ajustes	-13	-69	39	-18	65	10
TOTAL AGREGADO	34.523	31.711	20.016	16.880	7.527	8.368

Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 5,8% entre diciembre de 2012 y junio de 2013, hasta los 283 mil millones de euros. Sin embargo, la ratio de apalancamiento permaneció estable.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se redujo en el primer semestre de 2013 un 5,8%, hasta los 283 mil millones de euros, con relación a las cifras de finales de 2012. El 88% de descenso del nivel de deudas se concentró en los sectores del comercio y los servicios y en el de la construcción y las actividades inmobiliarias. La ratio de apalancamiento agregada, definida como el cociente de las deudas sobre el patrimonio, permaneció estable en 1,4, aunque se observaron algunas diferencias entre sectores. La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del

número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se incrementó ligeramente desde el 4,3 hasta el 4,5, mientras que el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre del año, después de los deterioros de 2011 y 2012 (véase cuadro 4).

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros		2009	2010	2011	2012	jun-2013
Energía	Deudas	100.572	98.283	95.853	91.233	89.323
	Deudas/patrimonio	1,08	0,95	0,92	0,85	0,79
	Deudas/EBITDA ¹	3,46	2,81	3,27	3,26	3,53
	EBIT ² /carga financiera	3,38	4,15	3,30	3,14	3,01
Industria	Deudas	15.953	14.948	17.586	17.232	17.158
	Deudas/patrimonio	0,69	0,58	0,63	0,63	0,95
	Deudas/EBITDA	3,05	2,11	2,54	2,38	4,03
	EBIT/carga financiera	3,15	5,00	3,90	3,82	2,27
Construcción e inmobiliario	Deudas	104.762	99.917	83.716	76.236	69.629
	Deudas/patrimonio	4,08	3,42	2,98	3,51	3,64
	Deudas/EBITDA	22,48	11,18	15,00	15,17	10,29
	EBIT/carga financiera	0,31	0,98	0,52	0,32	0,85
Comercio y servicios	Deudas	108.579	115.413	113.142	117.359	108.383
	Deudas/patrimonio	1,78	1,60	2,01	2,00	2,08
	Deudas/EBITDA	3,70	3,38	3,78	4,01	3,98
	EBIT/carga financiera	3,28	3,94	2,45	2,02	1,97
Ajustes ³	-1.908	-1.792	-1.404	-1.429	-1.400	
TOTAL AGREGADO	Deudas	327.958	326.769	308.893	300.633	283.093
	Deudas/patrimonio	1,63	1,43	1,44	1,41	1,41
	Deudas/EBITDA	4,82	3,84	4,29	4,32	4,46
	EBIT/carga financiera	2,42	3,12	2,30	2,06	2,03

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.

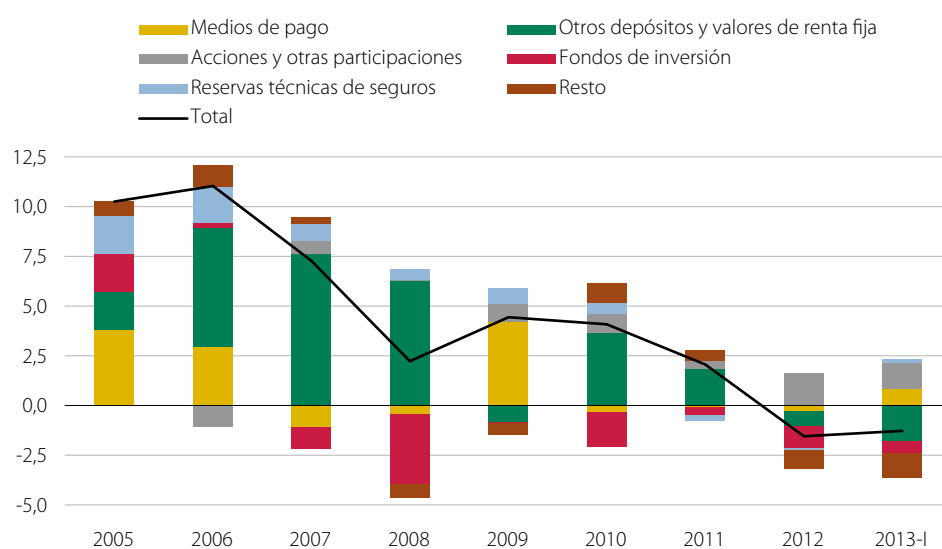
Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al primer trimestre de 2013 apuntan a un descenso de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias con relación a la renta bruta disponible, debido a la disminución de sus pasivos y a la reducción del tipo medio de su deuda. La riqueza neta de las familias no varió excesivamente ya que el incremento en el valor de sus activos financieros compensó el descenso del valor de sus activos inmobiliarios. En relación con las decisiones de inversión de los hogares, cabe destacar el mantenimiento de sus desinversiones financieras, que en el primer

Disminuye la ratio de endeudamiento de los hogares y se incrementa la inversión en determinadas categorías de activos (fondos de inversión y seguros) en los primeros meses de 2013.

trimestre de 2013 ascendían al 1,3% del PIB¹⁰ en términos agregados (1,5% del PIB en el conjunto de 2012). Sin embargo, se observa un cierto cambio en el patrón inversor de los hogares desde los últimos meses de 2012. Así, se aprecia que las mayores desinversiones financieras de los hogares durante los cuatro trimestres que transcurren entre marzo de 2012 y marzo de 2013 se produjeron en instrumentos de renta fija (fundamentalmente en pagarés), mientras que las inversiones en depósitos a plazo fueron predominantes¹¹. Por su parte, la inversión en fondos de inversión continuaba en terreno negativo en el acumulado de los últimos doce meses hasta marzo de 2013 (-0,6% del PIB), pero el dato correspondiente al primer trimestre de 2013 se tornaba positivo, con unas entradas netas de recursos superiores a los 3.400 millones de euros (0,33% del PIB). También fue significativa la adquisición de seguros y fondos de pensiones durante el primer trimestre del año (0,46% del PIB).

Hogares: adquisiciones de activos financieros

GRÁFICO 11



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

Nuevo Plan de Educación Financiera

RECUADRO 1

En la cumbre del G-20 celebrada en Los Cabos (México) en junio de 2012, los jefes de Estado aprobaron y respaldaron los Principios de Alto Nivel para las Estrategias Nacionales de Educación Financiera desarrollados por la Red INFE de la OCDE. Estos principios están siendo observados por la CNMV y el Banco de España para elaborar su propia estrategia de educación financiera en España. En concreto, tales principios impregnan la reciente renovación para el periodo 2013-2017 del Plan de Educación Financiera que ambas instituciones vienen impulsando desde el año 2008.

10 Datos acumulados de cuatro trimestres. La cifra del primer trimestre del año arroja una inversión positiva del 0,7% del PIB.

11 Particularmente elevadas en el cuarto trimestre de 2012.

Conviene señalar que, en febrero de 2013, los ministros de Finanzas del G-20 y los gobernadores de los bancos centrales reiteraron su interés por la educación financiera y pidieron a la OCDE que elaborara un informe sobre el desarrollo de las estrategias nacionales en cada país. Dentro de este informe se incluye un capítulo completo destinado al Plan de Educación Financiera español, sus objetivos, líneas de acción, los principales resultados del periodo ya vencido (2008-2012) y los nuevos retos previstos en el periodo contemplado en su renovación. Esta iniciativa pone de manifiesto que la promoción de la educación financiera se ha convertido, con un horizonte de largo plazo, en una prioridad política para los principales países del mundo.

El nuevo Plan de Educación Financiera

El pasado mes de junio, la CNMV y el Banco de España firmaron la renovación del Plan de Educación Financiera que ambos organismos pusieron en marcha en 2008 y que finalizaba en 2012. De este modo, se extienden sus actividades durante cinco años más y se ratifica el apoyo al primer plan puesto en marcha en España para conseguir aumentar el nivel de cultura financiera de los ciudadanos.

El objetivo del Plan de Educación Financiera es la mejora de los conocimientos sobre finanzas de toda la población española, con el fin de que los ciudadanos estén en mejores condiciones para afrontar las decisiones económicas que deberán tomar a lo largo de su vida.

Tras un periodo de cinco años, en el que se han sentado las bases de la educación financiera y se han cumplido los objetivos propuestos (diseño de un portal de referencia en educación financiera para los ciudadanos –www.finanzasparatodos.es–, elaboración de materiales y recursos divulgativos, puesta en marcha de actividades formativas para diferentes tipos de colectivos, establecimiento de acuerdos de colaboración con entidades públicas y privadas para el fomento de la cultura financiera, etc.) es el momento de continuar con las acciones que han resultado más eficaces y proponer nuevos retos para el próximo quinquenio.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos en el periodo 2008-2012 y la experiencia acumulada, se han establecido las siguientes líneas de actuación:

- *La introducción de la educación financiera en la enseñanza obligatoria:* se trata de uno de los retos fundamentales del plan. Con este propósito, la CNMV y el Banco de España, en el marco del convenio firmado con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte en septiembre de 2009, y como continuación de las actuaciones llevadas a cabo en colaboración con las autoridades educativas autonómicas y con las asociaciones sectoriales, se proponen seguir trabajando con el objetivo de incorporar la educación financiera al sistema educativo.

Gracias a la colaboración de dichos agentes, durante el curso 2012-2013 casi 400 centros educativos de toda España impartieron un programa de educación financiera en sus aulas. El objetivo a corto plazo es que, durante el próximo curso 2013-2014, aumente el número de centros que imparta este programa.

El programa impartido el curso pasado está siendo evaluado en la actualidad con el objetivo, entre otros, de analizar las consecuencias teóricas, metodológicas y formativas que se deriven del mismo y para estudiar, en colaboración con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, el mejor encaje de estos contenidos en el currículo oficial.

Es importante destacar que ya en numerosos países se imparte educación financiera en los centros de enseñanza. Recientemente, Inglaterra ha aprobado la incorporación obligatoria de contenidos de esta materia en sus planes de estudio de forma transversal.

Un hecho que revela la importancia que la educación financiera en los colegios ha adquirido a nivel internacional es que la OCDE ha evaluado en 2012 las competencias financieras de los jóvenes de 15 años a través de una prueba estandarizada incluida dentro de su Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes (PISA) y repetirá dicha evaluación en 2015. Esto hace necesario que nuestros alumnos también se encuentren preparados para afrontar este reto.

- *La educación financiera para la jubilación y en el ámbito del seguro:* debido a la necesidad de incrementar la cultura financiera en el ámbito de la planificación financiera a largo plazo, así como la mejora de la cultura aseguradora y la percepción social del seguro, se desarrollarán recursos, contenidos y actividades adicionales que tratarán de formar y concienciar a la población sobre estos temas.
- *Consolidación de la marca finanzasparatodos:* el logotipo y la marca de finanzasparatodos se consolidarán como la imagen pública del Plan de Educación Financiera. Para ello se diseñará una estrategia de presencia social que promueva el conocimiento, por parte del público, de la existencia y objetivos del Plan de Educación Financiera, mediante la utilización, entre otros instrumentos, de las redes sociales.

Uno de los objetivos es que más usuarios consulten o naveguen por el portal web www.finanzasparatodos.es, con el resultado de que se produzca un incremento de los conocimientos o habilidades financieras de los ciudadanos.

- *Fomento y ampliación de la red de colaboradores del plan:* la colaboración de numerosas entidades públicas y privadas en el ámbito del Plan de Educación Financiera ha sido fundamental para llevar a cabo muchas de las acciones realizadas hasta ahora, habiendo conseguido por ello llegar a colectivos cada vez más numerosos.

Durante el próximo periodo, se trabajará con el objetivo de firmar nuevos acuerdos de colaboración e impulsar los ya existentes. Adicionalmente, se realizará un trabajo de identificación de los diferentes proyectos de educación financiera existentes a nivel nacional, con el propósito de intercambiar experiencias, materiales y recursos para lograr la máxima eficacia y evitar duplicidades.

- *Evaluación e investigación:* Antes de llevar a cabo cualquier proyecto de educación financiera, es fundamental establecer objetivos específicos que, en la medida de lo posible, sean cuantificables y así poder valorar la efectividad de las acciones emprendidas. Asimismo, resulta imprescindible la realización de investigaciones que ayuden a avanzar en la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos.

Por tanto, uno de los objetivos primordiales será la identificación de las necesidades reales de la población a través de una encuesta nacional de educación financiera, que ayudará a determinar las áreas de conocimiento que hay que reforzar y a establecer la base sobre la que medir la efectividad de los programas de este tipo en la sociedad y sus progresos en el conocimiento.

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en julio, revelan que el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,1% en 2013 y el 3,8% en 2014. Estas cifras suponen una revisión a la baja de dos décimas con relación a los pronósticos publicados en abril. La actividad de las economías avanzadas crecerá un 1,2% y un 2,1% en 2013 y 2014 respectivamente, por debajo del crecimiento esperado para el conjunto de las economías emergentes (5% en 2013 y 5,4% en 2014).

Los principales riesgos que rodean este escenario macroeconómico continúan siendo a la baja. Entre ellos destacan los asociados a los siguientes factores: (i) la posibilidad de que se produzca una disminución de los flujos de inversión hacia las economías emergentes como consecuencia de la posible retirada en el futuro del programa de estímulo monetario en EEUU; (ii) la dilatación en la adopción de determinadas iniciativas regulatorias en Europa, en particular, del progreso de la Unión Bancaria, que resulta clave para desvincular el riesgo de crédito soberano y el riesgo de crédito financiero; y (iii) la prolongación de los episodios de inestabilidad geopolítica originados en algunos países. Los riesgos derivados del estado relativamente frágil de los mercados de deuda soberana en Europa se han estabilizado a lo largo de los últimos trimestres, pero continúan siendo relevantes, particularmente en un contexto de crecimiento aún reducido.

En relación con la economía española, el FMI pronostica un descenso del PIB del 1,6% en 2013 y una variación nula del mismo en 2014. La rebaja de la previsión de crecimiento para 2014, de siete décimas respecto a las cifras publicadas en abril, fue de las más elevadas. En el lado positivo del escenario macroeconómico previsto hay que apuntar la evolución satisfactoria de los mercados financieros domésticos desde los últimos meses de 2012, que se ha traducido en un descenso sustancial del coste de financiación de todos los agentes de la economía, la incipiente mejoría de los datos del mercado laboral y el avance en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero. Sin embargo, las tasas de avance previstas de la actividad son aún demasiado reducidas para permitir incrementos sustanciales en el nivel de empleo a corto plazo y persisten ciertas dudas en torno al grado de saneamiento del sector bancario, en un marco de notable contracción del crédito, que impide, a su vez, una recuperación más intensa de la actividad.

Según los pronósticos más recientes del FMI, el crecimiento de las economías avanzadas alcanzará el 1,2% en 2013 y el de las emergentes, un 5%.

Los principales riesgos bajistas están relacionados con la posible disminución de los flujos de inversión hacia las emergentes, el retraso de algunas iniciativas regulatorias y la prolongación de la inestabilidad geopolítica.

En España, el PIB descenderá un 1,6% en 2013 y no variará en 2014, de acuerdo con las previsiones del FMI. Aunque el entorno macro da ciertas señales de mejoría, los riesgos a la baja aún son relevantes.

	2009	2010	2011	2012	FMI ¹	
					2013P	2014P
Mundial	-0,7	5,3	3,9	3,1	3,1 (-0,2)	3,8 (-0,2)
EEUU	-3,0	2,4	1,8	2,2	1,7 (-0,2)	2,7 (-0,2)
Zona del euro	-3,8	2,0	1,5	-0,6	-0,6 (-0,2)	0,9 (-0,1)
Alemania	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,3 (-0,3)	1,3 (-0,1)
Francia	-3,0	1,6	2,0	0,0	-0,2 (-0,1)	0,8 (=)
Italia	-5,5	1,8	0,4	-2,4	-1,8 (-0,3)	0,7 (+0,2)
España ²	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,6 (=)	0,0 (-0,7)
Reino Unido	-3,9	1,8	1,0	0,3	0,9 (+0,3)	1,5 (=)
Japón	-5,5	4,7	-0,6	1,9	2,0 (+0,5)	1,2 (-0,3)
Emergentes	2,8	7,5	6,2	4,9	5,0 (-0,3)	5,4 (-0,3)

Fuente: FMI, Thomson Datastream y Eurostat.

- 1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2013 respecto a abril de 2013.
- 2 Los datos de crecimiento del PIB en España entre 2009 y 2012 incorporan la actualización de las estimaciones anuales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, que fueron difundidas el 27 de agosto.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones descendieron de forma notable en el primer semestre del año, pero repuntaron sensiblemente con posterioridad debido a la mejora de los indicadores económicos y al descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano.

En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones retrocedieron con cierta intensidad en la primera mitad del año como consecuencia de la debilidad de la actividad económica y de la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre en algunas economías. Los momentos de mayor tensión en los mercados internacionales se produjeron a finales de junio, tras el anuncio de la Reserva Federal de su predisposición a retirar las medidas de estímulo monetario antes de lo previsto en función de la evolución de la actividad y del empleo. La tendencia bajista del mercado revirtió a lo largo del tercer trimestre del año, con aumentos sensibles en las cotizaciones de la mayoría de los sectores, impulsadas por unos datos de actividad y de empleo algo más favorables y por el descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano. La volatilidad del mercado de renta variable ha permanecido en unos niveles reducidos a lo largo de todo el año y solo a finales de junio, coincidiendo con los momentos de mayores tensiones, alcanzó cotas del 30%, que son muy reducidas con relación a las observadas en otros periodos de turbulencias. Las condiciones de liquidez continuaron siendo holgadas y los niveles de contratación fueron limitados a pesar del repunte temporal observado en las semanas centrales del año.

Así, el Ibex 35 acumuló una revalorización del 9,5% en el conjunto del año, que fue incluso superior en los índices de las empresas de capitalización mediana y pequeña.

El Ibex 35, que había descendido un 3% y un 2% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente, se revalorizó un 15,2% durante el tercer trimestre, lo que comporta un avance del 9,5% desde el inicio de 2013 (véase cuadro 6). El índice de referencia español se situaba de este modo a mediados de septiembre cerca de los 9.000 puntos, un nivel que no se alcanzaba desde octubre de 2011. En cuanto a los índices bursátiles referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización,

cabe señalar el incremento de las cotizaciones de ambos índices prácticamente a lo largo de todo el año, de manera más intensa en el índice de empresas de mediana capitalización. Este índice se revalorizó un 28,1% entre enero y septiembre de 2013, frente al 20,5% del de empresas de pequeña capitalización. Por su parte, y en claro contraste con la evolución de los índices de renta variable domésticos, los referentes a los valores latinoamericanos negociados en Latibex presentaban retrocesos notables en el acumulado del año (15,1% en el caso del FTSE Latibex All-Share y 10,5% en el caso del FTSE Latibex Top).

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

CUADRO 6

Índices	2009	2010	2011	2012	I-13 ¹	II-13 ¹	III-13 (hasta el 13 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	-3,0	-2,0	15,2	9,5	12,7
Madrid	27,2	-19,2	-14,6	-3,8	-3,2	-2,1	15,9	9,9	12,8
Ibex Medium Cap	13,8	-5,6	-20,7	13,8	2,2	7,9	16,1	28,1	43,9
Ibex Small Cap	17,6	-18,3	-25,1	-24,4	7,3	-3,1	15,9	20,5	12,9
FTSE Latibex All-Share	97,2	9,0	-23,3	-10,7	-1,2	-18,8	5,8	-15,1	-21,0
FTSE Latibex Top	79,3	9,7	-17,1	-2,6	5,2	-19,0	5,1	-10,5	-13,7
Sectores²									
Servicios financieros e inmobiliarios	47,3	-31,7	-18,9	-4,7	-9,4	-6,1	23,5	5,0	4,6
Banca	50,0	-33,1	-20,3	-4,8	-10,1	-6,5	24,0	4,2	3,3
Seguros	18,9	-26,4	12,5	-2,0	8,5	3,0	13,7	27,0	32,6
Inmobiliarias y otros	-31,8	-53,3	-47,5	-14,4	-7,8	-2,1	15,2	4,0	30,6
Petróleo y energía	-2,7	-8,6	-2,7	-16,0	-3,0	7,2	5,3	9,5	18,4
Petróleo	12,4	10,2	14,9	-35,4	3,4	2,3	14,2	20,7	17,9
Electricidad y gas	-8,4	-14,2	-10,8	-5,4	-5,7	9,5	1,1	4,4	18,6
Mat. básicos, industria y construcción	22,5	-15,2	-14,3	-8,0	-0,9	3,7	14,7	17,9	27,8
Construcción	17,7	-14,9	-6,9	-9,3	-0,7	4,0	15,5	19,3	37,5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	9,9	-29,2	-12,2	-8,8	-2,1	17,8	15,8	33,6	42,9
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	36,4	-9,1	-33,7	-8,7	-9,6	-7,3	17,0	-1,9	-3,4
Ingeniería y otros	92,7	-0,1	-29,0	3,8	-0,1	-6,8	6,7	-0,6	-6,7
Tecnología y telecomunicaciones	22,8	-12,8	-20,9	-18,3	3,9	-2,9	12,3	13,3	5,1
Telecomunicaciones y otros	23,3	-12,8	-20,8	-23,0	3,2	-6,0	14,4	10,9	0,4
Electrónica y software	3,0	-12,0	-21,3	39,4	8,0	15,1	3,5	28,7	40,9
Bienes de consumo	26,3	17,0	5,7	55,6	0,2	-5,9	13,6	7,0	26,3
Textil, vestido y calzado	38,3	28,6	12,7	66,2	-2,0	-8,3	16,0	4,2	26,0
Alimentación y bebidas	7,0	25,3	-6,3	25,0	-3,7	-1,4	6,2	0,8	14,8
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,5	-22,2	-7,3	68,3	12,5	0,9	9,2	23,9	37,9
Servicios de consumo	32,3	-0,1	-24,2	12,7	12,6	5,2	13,3	34,2	44,9
Autopistas y aparcamientos	36,2	-10,1	-3,7	5,7	5,6	2,2	6,5	14,9	19,4
Transporte y distribución	3,8	55,3	-34,9	29,7	34,3	2,8	21,8	68,1	96,1

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Por sectores, destacó la revalorización en 2013 del índice del sector de los servicios de consumo, materiales básicos, industria y construcción y, finalmente, tecnología y telecomunicaciones.

La ratio PER del Ibex 35, que había retrocedido en el primer semestre del año, se incrementó con posterioridad hasta 12,4, en un rango superior de entre las ratios de los índices europeos...

...mientras que la prima de riesgo de los activos de renta variable, que se había incrementado en la primera mitad de 2013, se redujo con posterioridad hasta niveles del 3,6%, en línea con su promedio histórico.

La volatilidad del Ibex 35 ha oscilado prácticamente alrededor del 20% a lo largo de todo el año, incrementándose solo hasta el 30% en momentos de cierta tensión en el segundo trimestre.

En relación con la evolución sectorial de las cotizaciones, el análisis de los diferentes sectores que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) revela una gran heterogeneidad entre los mismos. En la primera mitad del año destacó el fuerte descenso de los precios en el sector de los servicios financieros e inmobiliarios (-9,4% y -6,1% en el primer y segundo trimestre, respectivamente), que contrastó con el avance de los precios en el sector de los servicios de consumo (12,6% y 5,2% en los mismos periodos). En el tercer trimestre del año, los incrementos de las cotizaciones tuvieron un carácter más generalizado en los diferentes sectores del índice y oscilaron entre el 5,3% del sector del petróleo y la energía y el 23,5% del sector de los servicios financieros e inmobiliarios (véase cuadro 6). En el acumulado del año destacó la revalorización de los sectores de los servicios de consumo (34,2%), materiales básicos, industria y construcción (17,9%) y tecnología y telecomunicaciones (13,3%). Por debajo de la revalorización media del IGBM se situaron los sectores del petróleo y la energía (9,5%), los bienes de consumo (7,0%) y los servicios financieros e inmobiliarios (5%). En este último sector, los fuertes retrocesos de las cotizaciones bancarias en los dos primeros trimestres de 2013 (-10,1% y -6,5%, respectivamente) fueron determinantes.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción¹² (PER) del Ibex 35, que había descendido desde 11,7 en diciembre de 2012 hasta 11,3 en marzo y 11,0 en junio de 2013, retomó una tendencia creciente a lo largo del tercer trimestre del año, como consecuencia de la revalorización de las cotizaciones. La ratio PER del principal índice de renta variable de referencia español ascendía a mediados de septiembre a 12,4, situándose en el rango superior de las ratios observadas en otros índices europeos (similar a la ratio del Euronext 100 y superior a la del índice británico e italiano), pero por debajo de las ratios PER de los índices estadounidenses y japoneses, que oscilaban entre 13,6 y 13,9.

El *earnings yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, se incrementó a lo largo del primer semestre del año desde el 3,3% hasta el 4,5%, debido tanto al descenso de la ratio PER como a la caída de la rentabilidad de la deuda pública española. El fuerte repunte de las cotizaciones a lo largo del tercer trimestre del año, que dio lugar a un incremento notable de la ratio PER, compensó la tendencia a la baja de la rentabilidad de la deuda, lo que redujo el valor del *earnings yield gap* hasta niveles del 3,6%, en línea con su promedio histórico¹³.

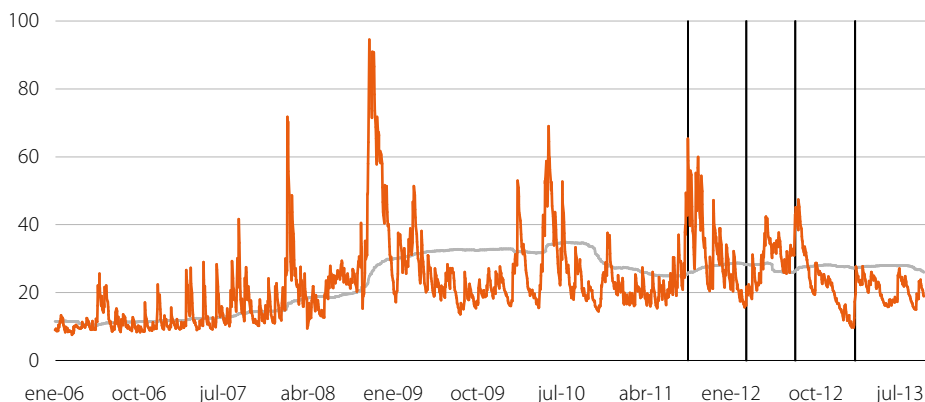
La volatilidad del Ibex 35, que había descendido sustancialmente durante la segunda mitad del año 2012 desde niveles próximos al 50% hasta el 10%, ha oscilado a lo largo de 2013 en torno a valores del 20%. A mediados de año, coincidiendo con momentos de cierto incremento de la incertidumbre en los mercados, el repunte de la volatilidad del Ibex 35 fue temporal y de magnitud mucho más reducida que en los episodios de turbulencias de años anteriores, con picos por debajo del 30% (véase gráfico 12).

12 Según los beneficios previstos a un año.

13 El promedio histórico desde 1999 de este indicador se sitúa en el 3,3%.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 12



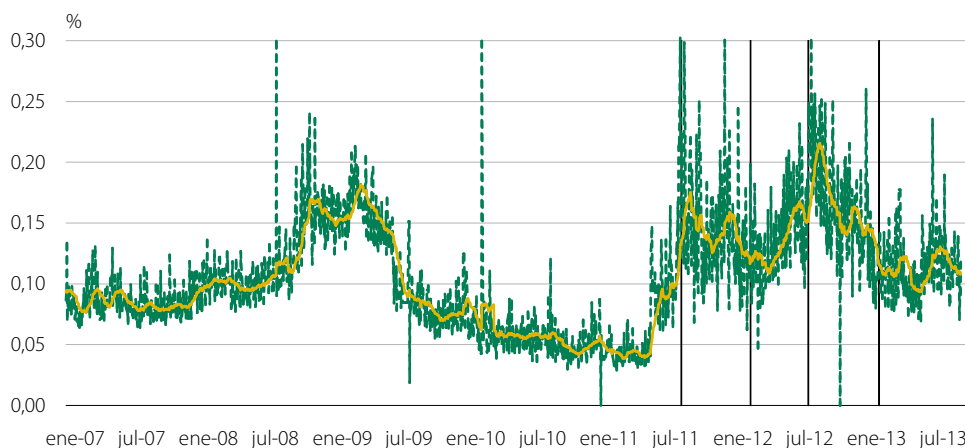
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11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

En cuanto a la liquidez del Ibex 35, el diferencial entre precios de compra y venta (*spread bid-ask*), que había mejorado sensiblemente a lo largo de la segunda mitad del año pasado, prolongó esta tendencia a lo largo de los primeros meses de 2013, si bien con ciertos altibajos (véase gráfico 13). Tras un leve deterioro de la liquidez del índice en junio y julio, el diferencial *bid-ask* se reducía nuevamente hasta el 0,11% a mediados de septiembre, en línea con su promedio desde 2003.

Las condiciones de liquidez del índice han sido holgadas en los tres primeros trimestres de 2013...

Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 13



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

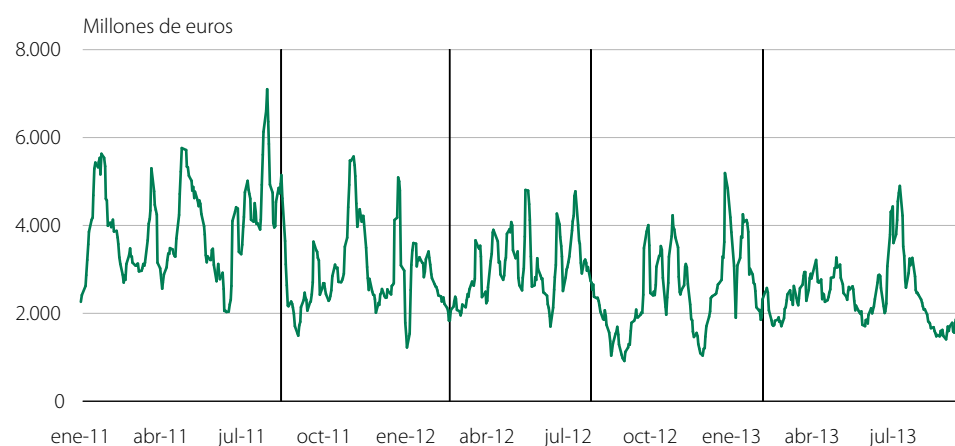
La contratación del mercado bursátil nacional en los tres primeros trimestres de 2013 (hasta el 15 de septiembre) ascendió a 455,9 mil millones de euros, lo que supone un 8,2% menos que en el mismo periodo de 2012. En promedio diario, la

...pero persiste la contracción de la contratación en el mercado.

contratación se mantuvo relativamente estable en unos niveles cercanos a los 2.600 millones de euros en la primera mitad del año, pero se incrementó sensiblemente en las semanas centrales del mismo, hasta alcanzar valores ligeramente inferiores a los 5.000 millones, coincidiendo con un cierto aumento de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, la contratación ha descendido nuevamente hasta promedios diarios cercanos a los 2.350 millones de euros, que se corresponden con los niveles mínimos de los últimos años¹⁴.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de septiembre de 2013. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2009	2010	2011	2012	I-13	II-13	III-13 ¹
Total bolsas	886.135	1.037.284	925.667	698.987	162.136	164.346	129.393
Mercado continuo	880.544	1.032.447	920.879	694.294	160.793	163.071	128.304
Corros	73	165	48	50	6	4	28
de los que SICAV ²	20	8	6	0	0	0	0
MAB ³	5.080	4.148	4.380	4.330	1.238	1.171	993
Segundo mercado	3	3	2	0	0	0	0
Latibex	435	521	358	313	99	100	67
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)							
	64,5	75,2	81,2	78,7	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado Alternativo Bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

14 Tomando en consideración volúmenes medios diarios en el año, este mínimo corresponde al año 2012 (2.607 millones de euros), frente a los volúmenes superiores registrados desde 2008 hasta 2011 (4.895 millones en 2008, 3.489 millones en 2009, 4.052 millones en 2010 y 3.616 millones en 2011).

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos alcanzaron un importe cercano a los 24 mil millones de euros en los tres primeros trimestres de 2013, superando el volumen total emitido en el conjunto de 2012 (21.142 millones). La actividad emisora alcanzó su mayor volumen en el segundo trimestre del año, impulsada por las ampliaciones de capital de una entidad bancaria nacionalizada cuyo importe efectivo superó los 15,5 mil millones de euros. No se produjo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) a lo largo de 2013, frente a las tres que tuvieron lugar en 2012, por un importe de 1.231 millones de euros (véase cuadro 8).

Las emisiones de renta variable fueron cercanas a los 24 mil millones en los tres primeros trimestres del año, por encima de las del total de 2012, aunque estuvieron concentradas en pocas entidades.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 8

	2009	2010	2011	2012	I-13	II-13	III-13 ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	11.391	16.017	17.146	21.142	4.996,0	16.372,3	2.580,4
Ampliaciones de capital	11.389	15.407	17.019	19.911	4.996,0	16.372,3	2.580,4
De ellas, mediante OPS	17	959	6.239	2.457	0,0	1.054,8	0,0
Tramo nacional	15	62	5.827	2.457	0,0	1.054,8	0,0
Tramo internacional	2	897	412	0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	610	127	1.231	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	2	79	125	1.231	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0	530	2	0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	53	69	92	105	28	37	32
Ampliaciones de capital	53	67	91	103	28	37	32
De ellas, mediante OPS	2	12	8	7	0	3	0
De ellas, liberadas	11	15	22	22	9	9	10
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	2	3	0	0	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.
- 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.

I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores

RECUADRO 2

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) celebró el pasado 27 de junio la I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores. El objetivo de esta jornada fue dar a conocer el estado de los trabajos en curso, así como discutir el futuro panorama de los sistemas de poscontratación del mercado español. Con la convocatoria de esta Jornada, la CNMV daba cumplimiento al compromiso asumido de informar al sector de los avances alcanzados en el proceso de reforma que se inició en 2010, cuando la CNMV constituyó un Comité de Coordinación presidido por la Vicepresidencia de la CNMV e integrado por representantes del Banco de España, la Asociación Española de Banca (AEB), la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), el Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN), Bolsas y Mercados Españoles (BME) y los principales participantes en las actividades de liquidación.

La Jornada fue inaugurada por la Vicepresidenta de la CNMV, que destacó los importantes avances alcanzados hasta el momento en el proceso de reforma, publicados en el documento del 13 de mayo de 2013 «Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación¹». Asimismo subrayó que quedan muchas tareas por desarrollar, que requerirán de un trabajo intenso y coordinado para cumplir con el calendario previsto.

A continuación, el Director General de Mercados de la CNMV recordó que se dispone de un horizonte temporal muy ajustado para cerrar los aspectos pendientes de la reforma, entre los que destacó el diseño de las comunicaciones de las entidades participantes con el *Post Trading Interface* (PTI), el detalle de los flujos del modelo opcional de liquidación y la liquidación de las operaciones extrabursátiles con intervención de una cámara. Asimismo, subrayó la necesidad de completar en 2013 la planificación detallada de la migración al nuevo sistema y el análisis de sus riesgos. Por último, mencionó la importancia de las modificaciones normativas, que se deben elaborar en muy breve espacio de tiempo.

Las discusiones se organizaron en cuatro mesas temáticas. La primera mesa se centró en aspectos prácticos relacionados con las oportunidades abiertas por la reforma, cuestión de gran importancia por su impacto potencial sobre el negocio estratégico de las entidades. En particular se debatió acerca de los asuntos pendientes de definir actualmente en relación con el proyecto de reforma que podrían suponer una limitación de la capacidad de adopción de decisiones sobre el modelo de negocio por parte de las entidades. En este sentido, se puso de manifiesto la existencia de algunas incertidumbres –como los requisitos que se exigirán a los diferentes tipos de miembros compensadores de la entidad de contrapartida central (ECC)– que conviene despejar cuanto antes. También se analizaron los esfuerzos que realizarán las entidades para diseñar sus estrategias de posicionamiento y poner en marcha sus planes de adaptación. Los intervinientes destacaron que los requisitos de participación en cada infraestructura afectarán a la decisión de las entidades de ser miembro compensador individual (MCI) o, en su lugar, firmar un contrato con un miembro compensador general (MCG), con el correspondiente efecto en el número de entidades y estructura del mercado.

En relación con el análisis de las ventajas e inconvenientes que traerá la reforma para el inversor final, los participantes en esta mesa subrayaron que la reforma se debe desarrollar de forma que el inversor minorista no note las modificaciones y que deben vigilarse los costes e informar adecuadamente y con la máxima transparencia a los clientes finales. Por último, los participantes destacaron que el diseño flexible de la reforma aportará a las entidades mayores posibilidades operativas y les permitirá elegir los servicios que prestarán: determinadas entidades podrán ampliar la gama de servicios que ofrecen, mientras que se favorecerá la especialización de otras.

La segunda mesa se centró en las funcionalidades de las entidades de contrapartida central (ECC) en el contexto del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, conoci-

do como EMIR. Se señaló que la introducción de la ECC mejorará la optimización de los procedimientos de liquidación y la información de detalle que recibirán los participantes.

Entre las novedades que traerá el diseño de la cámara se mencionaron las siguientes: la posibilidad de netear operaciones con anterioridad a la generación de las instrucciones de liquidación; la introducción de procedimientos de gestión de operaciones para poder delimitar el alcance del neteo; la posibilidad de que los miembros negociadores puedan ser miembros ordinarios o segregados; y la posibilidad de asignar una operación a una cuenta concreta desde el momento de su ejecución o enviar un *give-up* (traslado de la operación), también desde el momento de la orden, a otro miembro compensador o no compensador. Esta opción permite agilizar el traspaso del riesgo y el consiguiente cómputo de garantías exigidas por la ECC al miembro compensador definitivo.

La mesa se mostró de acuerdo en que los costes de la reforma deberían considerarse en su conjunto, no descartándose la necesidad de acometer algunas inversiones, si bien el neteo en la ECC debería contribuir a su reducción. Se subrayó la importancia de la interoperabilidad y de que el EMIR consolidara en breve la tendencia a materializar en efectivo las garantías aportadas a la cámara. Se señaló asimismo que la inversión internacional ve con simpatía la reforma y espera que traiga una mejora en los procesos actuales de liquidación de las operaciones que provienen de otras ECC no residentes, que se consideran subóptimos. Por último, se indicó la conveniencia de mantener como hasta ahora las operaciones fallidas en un nivel muy moderado.

En la tercera mesa se debatieron aspectos del nuevo sistema de liquidación por saldos que contempla la reforma. La mesa dedicó una particular atención a los desafíos que se derivarán del posterior acortamiento del ciclo de liquidación desde tres hasta dos días hábiles, a contar desde la fecha de contratación, y de la integración de Iberclear en T2S. Se subrayó que la liquidación en T+2, que reforzará el grado de armonización en Europa, puede generar un aumento a corto plazo del nivel de operaciones fallidas, sobre todo por parte de la inversión institucional no residente, pero también reducirá la exigencia de garantías en una tercera parte, al acortarse en la misma proporción el plazo de liquidación y, por tanto, de la exposición al riesgo de que no se liquide la operación.

Asimismo, se discutieron en esta mesa las implicaciones de la reforma en la determinación del momento de la firmeza de las operaciones. Como consecuencia del principio de aseguramiento en la entrega, Iberclear fija actualmente la firmeza de la operativa bursátil desde el momento en el que se acepta la contratación. Con la introducción de las ECC, es necesario su reconocimiento como sistemas a los efectos de la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores. La firmeza en la cámara tendrá lugar en el momento en el que acepte las operaciones provenientes del mercado, y en Iberclear se desplazará hacia el entorno de la liquidación, una vez que desaparezca el principio de aseguramiento en la entrega.

Igualmente, se valoró positivamente la flexibilidad de la estructura de cuentas prevista en los trabajos preparatorios de la reforma, tanto en la ECC como en el depositario central de valores (DCV). En particular, se destacaron los siguientes aspectos: (i) la posibilidad de abrir cuentas individuales a nombre de un cliente del miembro, por medio de las cuales los clientes puedan aislar sus garantías respecto al resto de las cuentas del miembro compensador; (ii) la posibilidad de que, con carácter general, las cuentas lleven un registro neto o bruto de las operaciones, que determinará el cálculo neto o bruto de las garantías y la aplicación o inaplicación, respectivamente, de los procesos de compensación al cálculo de las instrucciones de liquidación; y (iii) la posibilidad de abrir cuentas a nombre de un ordenante intermediario financiero que permitan la liquidación y registro en el DCV a nombre de un titular final por cuenta del cual actúa el ordenante, siempre dentro del ciclo de liquidación, y en los términos en que lo permitan los respectivos reglamentos internos de los DCV y las ECC.

Por último, se señaló en la mesa que la liquidación por saldos que traerá la reforma hará innecesaria la utilización de la información registral en la fase de mercado, lo que simplificará los procesos y aumentará el atractivo de la operativa, en particular para la inversión no residente, que actualmente representa el 60% del total negociado en bolsa. Este mayor atractivo podría contribuir al aumento de los volúmenes negociados en el futuro.

La cuarta y última mesa de discusión se centró en cuestiones de interés relativas a la llevanza del nuevo sistema de registro de valores. Así, en relación con el nuevo sistema de registro y liquidación gestionado por Iberclear, se explicó que será un registro único para todos los valores (renta variable y renta fija, ya sea pública o privada), si bien su incorporación se realizará en dos fases, conforme a lo previsto en el cronograma del proyecto. Se señaló que se mantendrá el registro de doble escalón, basado en saldos o posiciones agregadas. En referencia a la nueva estructura de cuentas del registro, se aclaró que podrá haber una o más cuentas propias o de terceros de carácter general o individualizadas por cliente, e incluso cuentas individuales especiales para intermediarios financieros que utilicen el procedimiento opcional de liquidación de órdenes.

La mesa comentó los cambios en el modelo de relaciones jurídicas que conlleva la reforma (incluida la firmeza) y su interrelación con otras reformas del marco normativo europeo en materia de derechos sobre valores. Por último, además de analizar las implicaciones de estos cambios para los participantes de las diferentes infraestructuras, se habló del nuevo sistema estandarizado de información de las inscripciones realizadas en el registro de detalle por parte de las entidades participantes. Se destacó que este sistema ofrecerá, a efectos de supervisión, prestaciones equivalentes al actual sistema basado en la referencia de registro (RR).

La clausura de la Jornada estuvo a cargo del Director General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pagos del Banco de España y del Secretario General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad. El primero destacó la utilidad de la I Jornada y el interés suscitado. Calificó la re-

forma como uno de los proyectos prioritarios en la industria financiera española, en el marco de las modificaciones legislativas armonizadoras que se están desarrollando en el ámbito de la poscontratación en Europa, y subrayó la necesidad de que las entidades se adapten al nuevo entorno. Centró su intervención en dos aspectos: la escasez de tiempo debida a unos plazos muy ajustados para el ingente trabajo que queda por hacer y la entrada en funcionamiento de T2S, cuya puesta en marcha y correspondiente migración requieren de un gran esfuerzo por parte del conjunto del mercado. A esto hay que sumar el acortamiento del ciclo de liquidación a tan solo dos días, previsto en el futuro Reglamento para Centrales Depositarias de Valores, que aún se encuentra en proceso de aprobación.

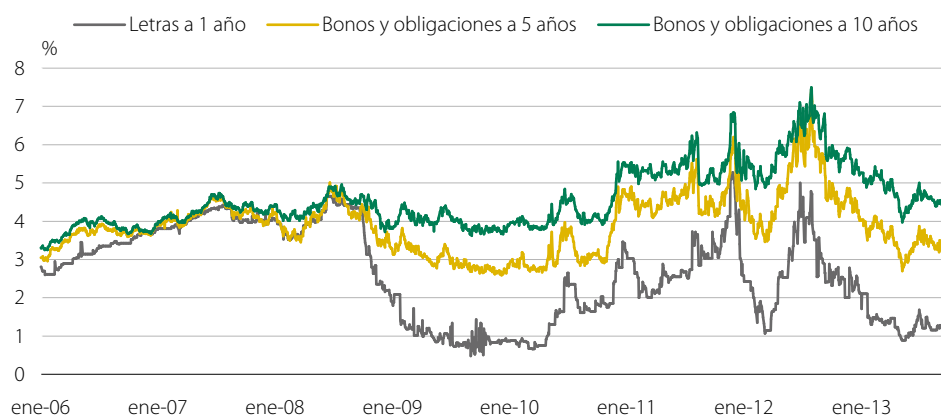
Por su parte, el Secretario General del Tesoro y Política Financiera resaltó que unos mercados eficientes requieren el funcionamiento adecuado de todos los procesos inherentes a la negociación, que culminan con el pago y el cambio de propiedad del valor. Asimismo, enfatizó que la fase de poscontratación, en la que se integran la compensación, la liquidación y el registro de valores, constituye una pieza crucial de cualquier sistema financiero, al permitir el intercambio de valores y de efectivo. Por otro lado, recordó que Europa se encuentra ante un escenario de grandes cambios en la poscontratación, comparable al que experimentó la fase de negociación de valores con la primera directiva MiFID hace ya una década. Destacó que en este contexto de cambios se enmarca la Ley 32/2011, por la que se modificó la Ley del Mercado de Valores y que supuso el inicio en España del proceso de reforma de su sistema de compensación, liquidación y registro de valores, en el que hoy nos encontramos inmersos. Finalmente, clausuró la Jornada señalando que el adecuado desempeño del papel de los reguladores, supervisores e industria hará que la reforma sea una realidad y que la migración al nuevo sistema resulte lo más suave posible.

1 Disponible en <http://www.cnmv.es/docportal/aldia/SituacionReforma090513.pdf>

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos han reflejado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos y solo han mostrado una cierta volatilidad en mayo y junio, cuando se produjo un leve incremento de la incertidumbre. En general, los tipos de interés de la deuda pública y, en menor medida, de la deuda privada han descendido de forma notable, rebajando las primas de riesgo hasta niveles que no se observaban desde la primavera de 2011. Sin embargo, persiste un cierto grado de fragilidad en los mercados de renta fija y, por el momento, el sustancial descenso del coste de financiación de los agentes no se ha traducido en unos volúmenes de emisión de deuda notables. La atonía de las emisiones de este tipo de instrumentos financieros podría atribuirse a la disponibilidad de otras alternativas de financiación de menor coste relativo en un marco de desapalancamiento y de escaso dinamismo de la actividad, que estarían reduciendo sensiblemente las necesidades de financiación del sector privado de la economía.

Los mercados domésticos de renta fija, en términos generales, han mostrado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados europeos de deuda, que comenzó en el verano de 2012. Sin embargo, persiste una cierta fragilidad en los mismos.



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

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron entre 75 y 96 p.b., dependiendo del plazo, a lo largo de 2013 y solo se incrementaron de forma notable en mayo y junio.

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaban el año en niveles del 1,1%, 1,7% y 2,2% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, prosiguieron a la baja prácticamente a lo largo de todo el ejercicio 2013 y solo mostraron un incremento relevante durante los meses de primavera, en momentos de cierta incertidumbre en los mercados. En la fecha de cierre de este informe (15 de septiembre), los tipos de interés (en promedio mensual) de la deuda pública a corto plazo se situaban en el 0,2%, 0,9% y 1,3% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, unos niveles entre 75 p.b. y 96 p.b. inferiores a los de finales de 2012 (véase cuadro 9). Por su parte, los tipos de interés de los pagarés, que se habían reducido sustancialmente a lo largo del primer trimestre del año, mostraron un comportamiento mucho menos variable en meses posteriores. El descenso acumulado de los tipos de interés de estos instrumentos fue superior al de la deuda pública, pues a mediados de septiembre se situaban en el 1,2%, 1,6% y 1,6% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, entre 162 p.b. y 224 p.b. menos que a finales de 2012 (2,8%, 3,6% y 3,8%).

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13 ³
Letras del Tesoro						
3 meses	1,60	2,20	1,14	0,29	0,58	0,22
6 meses	2,71	3,47	1,68	0,85	0,79	0,93
12 meses	3,09	3,27	2,23	1,37	1,34	1,27
Pagarés de empresa²						
3 meses	1,37	2,74	2,83	1,49	1,25	1,21
6 meses	2,52	3,52	3,58	1,72	1,43	1,61
12 meses	3,49	3,77	3,83	1,90	1,67	1,59

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de septiembre.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo mostraron una tendencia similar a las de la deuda a corto plazo, con descensos pronunciados a lo largo de 2013, interrumpidos únicamente en mayo y en junio. Como se observa en el cuadro 10, el promedio mensual de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años quedaba en el 2,6%, 3,4% y 4,5%, respectivamente, en septiembre, cerca de 80 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2012¹⁵. Las rentabilidades a largo plazo de la deuda privada, que también mostraron un fuerte descenso en el primer trimestre del año, reflejaron un comportamiento relativamente más estable en los meses siguientes. A mediados de septiembre, el promedio mensual de los tipos de interés de la deuda privada a tres, cinco y diez años se situaba en el 2,9%, 3,7% y 5,3%, respectivamente, unos niveles entre 93 p.b. y 146 p.b. inferiores a las cifras de finales de 2012.

El descenso de las rentabilidades de la deuda pública de plazos más largos también fue significativo. En el caso del bono a diez años, la rentabilidad se situaba en el 4,5% a mediados de septiembre (5,3% a finales de 2012).

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 10

	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13 ²
Renta fija pública						
3 años	3,87	4,01	3,40	2,85	2,86	2,62
5 años	4,65	4,65	4,22	3,65	3,47	3,36
10 años	5,38	5,50	5,33	4,93	4,67	4,49
Renta fija privada						
3 años	4,39	5,43	4,19	2,81	3,00	2,90
5 años	4,96	5,91	4,66	3,45	3,81	3,73
10 años	6,28	8,06	6,79	5,40	5,38	5,33

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

La prima de riesgo soberano de la economía española, evaluada tanto mediante la prima negociada del CDS del bono español a cinco años como a través del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, ha mostrado ciertos altibajos a lo largo del año, pero en líneas generales ha tendido a la baja, lo que refleja el sustancial descenso de las tensiones en los mercados de deuda soberana en Europa. Así, la prima de riesgo del CDS se situaba en 237 p.b. a mediados de septiembre desde los 295 p.b. de finales de 2012 (véase gráfico 16) y el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el alemán caía hasta los 255 p.b. desde los 396 p.b. de diciembre de 2012. La reducción de este diferencial fue más intensa a lo largo del tercer trimestre del año, ya que al descenso de la rentabilidad del bono español se unió el aumento de la del bono alemán. El descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano fue relativamente generalizado entre las diferentes economías europeas¹⁶ (solo se incrementó en Portugal), en un marco en el que los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano se mantenían en unos niveles relativamente reducidos (a pesar de su leve aumento temporal en los meses de verano). Únicamente cabe señalar el incremento más elevado del indicador de contagio originado por el riesgo de crédito soberano portugués (véase gráfico 17).

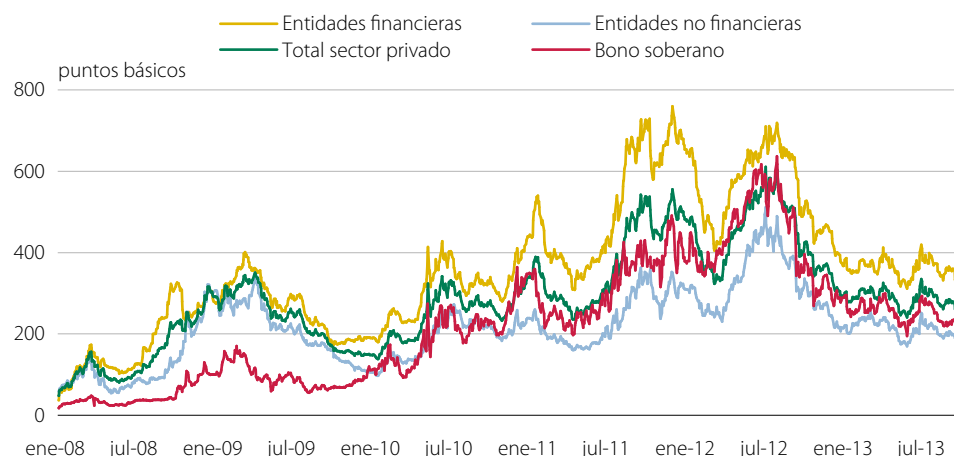
La prima de riesgo soberano, que había mostrado ciertos altibajos en los primeros meses del año, tendió a la baja, situándose en 255 p.b. a mediados de septiembre, frente a los 396 p.b. de finales de 2012.

15 Unos niveles que ya se habían reducido sustancialmente desde los máximos históricos alcanzados en el verano de 2012.

16 Cabe señalar a este respecto que la reducción de la prima de riesgo soberano fue algo más intensa en España que en Italia en el periodo considerado. Así, desde el 10 de septiembre, el diferencial entre la rentabilidad del bono soberano español y el bono alemán era inferior al diferencial entre la rentabilidad del bono de deuda italiano y el bono alemán, algo que no ocurría desde marzo de 2012.

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

GRÁFICO 16

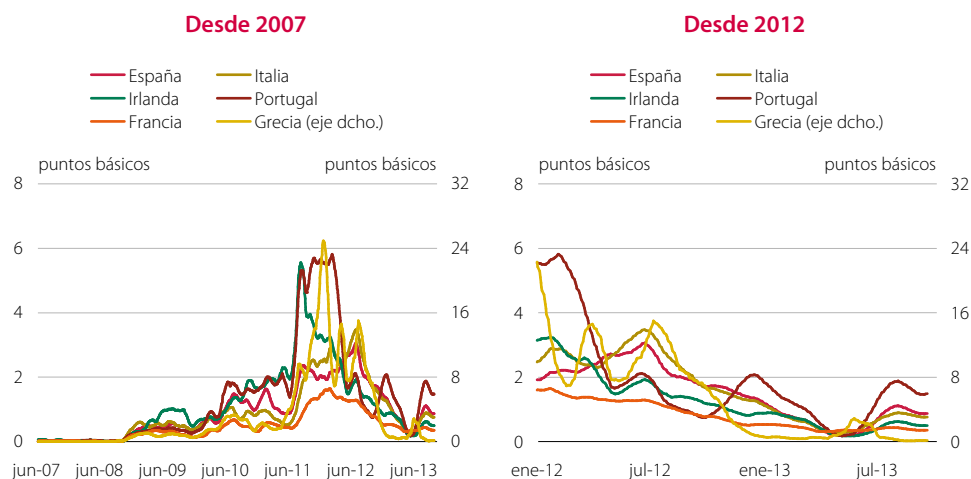


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro¹

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre de 2013.

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

Las primas de riesgo de crédito del sector privado mostraron una evolución similar a la de la deuda pública a lo largo de 2013, con incrementos en el segundo trimestre del año, pero marcando una tendencia general a la baja desde los niveles de finales de 2012. Así, como se observa en el gráfico 16, el promedio de las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado de la economía tendió a aproximarse a la prima de riesgo de crédito soberano al situarse, a mediados de septiembre, en 262 p.b. (237 p.b. la prima de riesgo soberano). Sin embargo, y a pesar del notable descenso de la percepción del riesgo de crédito de los emisores domésticos, persiste una diferencia notable entre la prima de riesgo (media) de los pertenecientes al sector financiero, que ascendía a 332 p.b. en septiembre, y la de los del sector no financiero, que se reducía hasta los 191 p.b.

La prima de riesgo de crédito del sector privado de la economía mostró una reducción similar a la de la prima de riesgo soberano, si bien la prima de riesgo de las entidades financieras permanecía en niveles elevados.

Entre enero y septiembre de 2013¹⁷, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 94.123 millones de euros, lo que supone un retroceso del 65% con relación al volumen de deuda emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 11). En valor absoluto, los mayores descensos se produjeron en el segmento de los pagarés (-77.665 millones de euros), de las cédulas hipotecarias (-64.550 millones de euros) y, en menor medida, de los bonos simples (-26.729 millones de euros). La actividad en los mercados primarios de estos instrumentos, que fueron los más dinámicos en 2012, retrocedió como consecuencia de diferentes factores, si bien en todos ellos subyacen las menores necesidades de financiación de las entidades emisoras.

Entre enero y septiembre de 2013, el volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV descendió un 65%, hasta los 94 mil millones de euros...

En el caso de las emisiones de pagarés –que en el conjunto de 2012 se incrementaron un 28%–, estas apenas alcanzaron los 32,5 mil millones de euros entre enero y septiembre de 2013, un 71% menos que en el mismo periodo del año anterior. La recuperación del saldo de los depósitos bancarios por parte de los hogares y las empresas y de la inversión en determinadas categorías de fondos de inversión de riesgo reducido habría incidido directamente en el descenso de este tipo de emisiones en lo que va de 2013.

...debido al retroceso de la emisión de pagarés, afectado por la recuperación de los depósitos bancarios y los fondos de inversión,...

Por su parte, la emisión de cédulas hipotecarias, que ascendió a 21,8 mil millones de euros, fue un 75% menor en términos interanuales, y la emisión de bonos simples, que alcanzó un importe cercano a los 19,9 mil millones, cayó un 57%. La fuerte contracción del volumen de las emisiones de estos instrumentos en términos relativos se debe tanto a las menores necesidades de financiación de los emisores como a los volúmenes anormalmente elevados, en términos históricos, de las emisiones de estos instrumentos realizadas en 2012 por las entidades financieras con el fin de disponer de activos de calidad elevada que aportar en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

...de las cédulas hipotecarias y de los bonos simples.

En este marco de retroceso de las emisiones de deuda, cabe señalar el incremento del volumen de las emisiones de bonos de titulización (de un 10%), alcanzando un importe cercano a los 14.000 millones de euros, aunque continúa estando muy alejado de los volúmenes observados antes de la crisis. En cuanto a la emisión de otros instrumentos como las cédulas territoriales, su importe ascendió a 5.615 millones de euros entre enero y septiembre de 2013, un 37% menos que en 2012. No se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

Sin embargo, las emisiones de bonos de titulización se incrementaron un 10%, aunque desde niveles reducidos.

17 Con datos hasta el 15 de septiembre.

Las emisiones de deuda en el exterior también se contrajeron sensiblemente en 2013.

Las emisiones de renta fija en el exterior también mostraron descensos sustanciales entre enero y julio de 2013. Como se observa en el cuadro 11, el volumen total de las emisiones de renta fija en el exterior efectuado por emisores españoles alcanzó en este periodo los 32.885 millones de euros, lo que supone un retroceso del 43% con relación al mismo periodo de 2012. El grueso de este retroceso se produjo en las emisiones de corto plazo que, con un descenso del 73%, se situaron en 8.388 millones. Las emisiones a largo plazo descendieron un 8%, alcanzando un importe cercano a 25.000 millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

registradas ¹ en la CNMV	2009	2010	2011	2012	2013		
					I	II	III ²
Número de EMISIONES	512	349	353	334	61	74	47
Cédulas hipotecarias	75	88	115	94	15	14	5
Cédulas territoriales	1	9	42	18	1	2	2
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	134	27	47	31
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	7	3	1	0
Bonos de titulización	76	36	45	35	11	5	3
Programas de pagarés	73	59	53	46	4	5	6
De titulización	2	2	2	1	0	0	0
Resto de pagarés	71	57	51	45	4	5	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	387.476	226.449	288.992	357.830	44.462	30.406	19.255
Cédulas hipotecarias	35.574	34.378	67.227	102.170	9.195	7.340	5.265
Cédulas territoriales	500	5.900	22.334	8.974	95	1.520	4.000
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249	24.356	20.192	86.442	15.595	4.136	166
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200	968	7.126	3.563	425	15	0
Bonos de titulización	81.651	63.261	68.413	23.800	8.052	4.942	904
Tramo nacional	77.289	62.743	63.456	20.627	6.965	4.309	904
Tramo internacional	4.362	518	4.957	3.173	1.087	633	0
Pagarés de empresa ³	191.342	97.586	103.501	132.882	11.100	12.453	8.920
De titulización	4.758	5.057	2.366	1.821	180	390	440
Resto de pagarés	186.583	92.529	101.135	131.061	10.920	12.063	8.480
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12.960	0	200	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	20.989	9.154	29.199	7.633	1.557	978	92
Emisiones aseguradas	4.794	299	10	0	0	193	0
					2013		
en el exterior por emisores españoles	2009	2010	2011	2012	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	149.686	127.731	120.043	91.882	19.246	11.506	2.133
A largo plazo	47.230	51.107	51.365	50.312	16.076	7.793	628
Participaciones preferentes	3.765	0	0	0	0	1.500	0
Obligaciones subordinadas	2.061	0	242	307	0	0	0
Bonos y obligaciones	41.404	50.807	51.123	50.005	16.076	6.293	628
Bonos de titulización	0	300	0	0	0	0	0
A corto plazo	102.456	76.624	68.677	41.570	3.170	3.713	1.505
Pagarés de empresa	102.456	76.624	68.677	41.570	3.170	3.713	1.505
De titulización de activos	108	248	322	11.590	0	0	0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

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

4 Datos correspondientes al mes de julio. No se dispone del dato correspondiente a ese mes de las emisiones en el exterior de pagarés respaldados por activos titulizados.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁸

El patrimonio de los fondos de inversión, después de cinco años de continuos descensos, aumentó un 4,3% durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 135.933 millones de euros (véase cuadro 13). Cerca del 80% del incremento tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante estos dos trimestres, que superaron los 9.000 millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en las categorías de renta fija y de gestión pasiva. Por el contrario, los fondos garantizados de renta fija y renta variable, los de retorno absoluto y los fondos globales experimentaron reembolsos netos durante este periodo. Este comportamiento de los flujos de inversión y desinversión supone un cambio de patrón con relación al observado durante los últimos años, cuando las categorías de fondos garantizados de renta fija y renta variable recibían la mayoría de las suscripciones, en detrimento de los fondos de renta fija.

Tras cinco años de descensos, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 4,3% en el primer semestre del año, hasta quedar cerca de 136 mil millones de euros.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2012			2013			
	2010	2011	2012	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-25.580,9	-10.839,0	-11.495,4	-3.176,6	-3.570,7	4.224,4	5.205,5
Rta. fija ¹	-27.150,0	-10.427,7	-5.662,5	-1.880,9	-1.273,4	1.729,5	3.934,9
Rta. fija mixta ²	-1.416,9	-1.925,7	-651,6	-173,6	-116,5	419,0	668,7
Rta. vble. mixta ³	-90,1	-320,5	-281,6	-68,3	-53,3	349,0	315,7
Rta. vble. euro ⁴	-696,9	152,0	-109,7	-2,1	-23,9	275,0	104,6
Rta. vble. internacional ⁵	1.151,9	-817,6	-370,2	-55,9	-186,5	122,3	133,3
Gar. rta. fija	4.716,0	7.228,3	-334,5	58,5	-974,5	537,8	-602,6
Gar. rta. vble. ⁶	-2.500,1	-3.061,6	-3.353,1	-805,1	-1.115,8	-651,9	-952,7
Fondos globales	323,7	945,3	-7,8	-101,1	7,5	-61,0	-197,9
De gestión pasiva ⁷	-790,3	-274,5	572,1	67,8	360,4	1.477,0	1.851,1
Retorno absoluto ⁷	871,8	-2.337,0	-1.296,5	-215,9	-194,7	27,7	-49,5

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

Cerca del 80% del aumento del patrimonio se debió al volumen de suscripciones netas, mientras que el resto fue producto de la rentabilidad de estos productos (2%).

La rentabilidad de los fondos de inversión, por su parte, fue positiva durante los primeros seis meses del año (2%), aunque con valores notablemente inferiores a los de 2012 (véase cuadro 13). Las categorías más rentables en el primer semestre fueron las de renta variable euro e internacional (4,4% y 7%, respectivamente). Cabe mencionar, además, que durante el primer trimestre del año, en términos generales, la rentabilidad de las distintas vocaciones estuvo muy por encima de la obtenida en el segundo. A pesar del mejor tono de la industria, el número de fondos siguió reduciéndose en el primer semestre de 2013. A finales de junio había un total de 2.117 fondos, 68 menos que a finales de 2012, siendo los fondos de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (46 menos).

El número de partícipes se incrementó en más de 200.000 en el primer semestre del año.

El número de partícipes en fondos de inversión se situó a mediados de 2013 en 4.646.619, lo que implica un aumento de más de 200.000 desde diciembre del año anterior. En línea con la evolución del patrimonio, los mayores incrementos se produjeron en las vocaciones de renta fija y de gestión pasiva, con 86.000 y 99.000 respectivamente. Únicamente los fondos garantizados de renta variable y los de retorno absoluto mostraron un descenso en el número de partícipes (72.000 y 2.500, respectivamente).

La tendencia expansiva de la industria continuó en julio, según los datos preliminares.

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio de 2013 indican que la tendencia expansiva del patrimonio y del número de partícipes ha continuado. También parece que la racionalización del número de fondos no ha llegado a su fin y continúan produciéndose algunas fusiones entre ellos.

Nuevo descenso del volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión, que en junio representaban el 3,1% del patrimonio total.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada siguieron mejorando durante el primer semestre de 2013. Así, el volumen total de activos de liquidez reducida disminuyó un 25%, desde los 5.390 millones de euros a finales de diciembre de 2012 hasta los 4.051 millones en junio de 2013 (véase cuadro 14). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 4,3% del patrimonio total de los fondos a finales de 2012 al 3,1% al terminar el primer semestre de este año. En relación con la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, no ha habido grandes cambios durante este año. Tan solo cabe señalar el ligero incremento de la importancia de la renta fija no financiera, si bien la partida más voluminosa de liquidez reducida sigue correspondiendo a los instrumentos de renta fija financiera con una calificación crediticia inferior a AA.

Número	2010	2011	2012	2012		2013	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.197	2.185	2.185	2.117
Rta. fija ¹	537	508	454	459	454	448	408
Rta. fija mixta ²	160	140	125	128	125	126	129
Rta. vble. mixta ³	138	128	117	119	117	120	124
Rta. vble. euro ⁴	172	148	127	129	127	126	116
Rta. vble. internacional ⁵	232	220	211	214	211	209	198
Gar. rta. fija	276	351	398	393	398	409	402
Gar. rta. vble. ⁶	499	420	361	369	361	348	336
Fondos globales	192	203	192	194	192	182	174
De gestión pasiva ⁷	61	59	85	75	85	103	126
Retorno absoluto ⁷	141	133	115	117	115	114	104
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.039,9	125.108,2	124.039,9	130.295,4	135.933,5
Rta. fija ¹	56.614,6	46.945,5	40.664,6	41.512,2	40.664,6	42.690,3	46.736,8
Rta. fija mixta ²	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.512,9	5.500,9	5.965,6	6.618,4
Rta. vble. mixta ³	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.116,2	3.179,9	3.593,6	3.911,9
Rta. vble. euro ⁴	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.891,7	5.270,2	5.691,8	5.867,8
Rta. vble. internacional ⁵	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.663,2	6.615,0	7.224,0	7.297,3
Gar. rta. fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.489,9	36.445,0	37.653,1	37.316,1
Gar. rta. vble. ⁶	22.046,5	18.014,5	14.412,7	15.383,0	14.412,7	13.925,5	13.032,2
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.288,4	4.358,6	4.366,9	4.157,3
De gestión pasiva ⁷	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.456,2	2.991,2	4.511,4	6.402,4
Retorno absoluto ⁷	8.348,1	5.989,7	4.601,9	4.794,4	4.601,9	4.673,3	4.593,4
Participes							
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.741	4.531.940	4.410.741	4.523.140	4.646.619
Rta. fija ¹	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.297.686	1.261.634	1.283.052	1.347.295
Rta. fija mixta ²	270.341	206.938	188.574	193.992	188.574	194.084	203.705
Rta. vble. mixta ³	171.336	145.150	138.096	140.387	138.096	140.132	141.715
Rta. vble. euro ⁴	266.395	237.815	220.433	220.342	220.433	231.881	239.309
Rta. vble. internacional ⁵	501.138	448.539	398.664	417.276	398.664	409.552	427.789
Gar. rta. fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.082.897	1.075.852	1.114.875	1.124.209
Gar. rta. vble. ⁶	1.065.426	912.298	727.867	783.203	727.867	703.587	655.760
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	105.824	101.321	104.718	111.567
De gestión pasiva ⁷	90.343	100.416	125.003	110.678	125.003	170.399	224.481
Retorno absoluto ⁷	277.445	229.097	173.297	179.655	173.297	170.860	170.789
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,35	-0,08	5,50	2,72	2,08	1,64	0,37
Rta. fija ¹	0,11	1,56	3,54	1,35	1,12	0,76	0,31
Rta. fija mixta ²	-0,54	-1,34	4,95	2,41	1,75	0,83	-0,19
Rta. vble. mixta ³	-0,98	-5,64	7,83	4,12	3,30	2,02	0,17
Rta. vble. euro ⁴	-2,94	-11,71	12,31	8,16	7,28	3,05	1,32
Rta. vble. internacional ⁵	14,22	-10,83	13,05	5,27	2,32	7,49	-0,45
Gar. rta. fija	-0,67	3,28	4,85	2,42	2,27	1,72	0,68
Gar. rta. vble. ⁶	-1,79	0,14	5,07	3,89	1,99	1,16	0,42
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	2,95	2,03	1,75	-0,26
De gestión pasiva ⁷	-2,36	-7,33	7,10	5,50	4,04	0,96	0,77
Retorno absoluto ⁷	1,53	-1,87	3,84	1,81	1,36	1,01	-0,57

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2010, 2011 y 2012. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-12	mar-13	jun-13	dic-12	mar-13	jun-13
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	348	330	210	23	29	21
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.120	4.018	3.114	19	20	17
Renta fija no financiera	148	175	186	5	7	8
Titulizaciones	774	605	541	42	35	30
Titulización AAA	44	37	35	97	98	99
Resto de titulizaciones	730	568	506	40	34	28
Total	5.390	5.127	4.051	20	21	17
% sobre patrimonio FI	4,3	3,9	3,1			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

El entorno en el que las IIC inmobiliarias desarrollan su actividad continuó siendo complejo...

El ajuste del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias de nuestra economía, aún inconcluso, continuó condicionando el desarrollo de la actividad de las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2013, aunque se observaron algunas diferencias entre los fondos, cuyas magnitudes principales siguieron retrocediendo, y las sociedades, que experimentaron un cierto avance.

...lo que dio lugar a nuevos retrocesos en las magnitudes más relevantes de los fondos de inversión inmobiliaria.

En el caso de los fondos de inversión inmobiliaria (FII), cabe mencionar que el número total de estas instituciones a finales de junio ascendía a seis, igual que en diciembre de 2012. De estos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, tanto el número de participes como el patrimonio gestionado siguieron contrayéndose durante la primera mitad del año. En concreto, el número de participes se redujo un 10,3%, hasta los 21.563, y el patrimonio disminuyó un 2,9%. La rentabilidad de estas IIC volvió a ser negativa y de magnitud similar a la de los últimos años (-1,86% en el primer trimestre de 2013 y -0,76% en el segundo).

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2009	2010	2011	2012	2012		2013	
					III	IV	I	II
FONDOS								
Número ¹	8	7	6	6	6	6	6	6
Participes	83.583	75.280	29.735	25.218	27.587	25.218	24.048	21.541
Patrimonio (millones de euros)	6.465,0	6.116,0	4.495,0	4.202,0	4.314,0	4.202,0	4.071,4	3.985,5
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-5,96	-1,83	-2,17	-2,59	-1,88
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	8	8	9	10
Accionistas	928	943	943	937	935	937	1.021	1.017
Patrimonio (millones de euros)	309,0	322,0	313,0	284,1	294,7	284,1	843,8	854,0

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

En cuanto a las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), su número aumentó de ocho a diez entre enero y junio de 2013. Cabe mencionar que durante el primer trimestre del año, el patrimonio se multiplicó por tres, pasando de 284 millones de euros a más de 800 millones, aunque este incremento se debió exclusivamente a una entidad, que en enero de este año se transformó de sociedad anónima en SII. El número de accionistas se incrementó en 80 durante los primeros seis meses de 2013, hasta situarse en 1.017.

Sin embargo, las sociedades de inversión inmobiliaria mostraron un cierto avance por el alta de dos nuevas entidades.

IIC de inversión libre

En la industria de las IIC de inversión libre se observó una continuidad de las tendencias más relevantes iniciadas durante la crisis. Así, el segmento de IIC de inversión libre siguió profundamente afectado, mientras que el segmento de IIC de inversión libre tuvo un comportamiento positivo, aunque con variaciones más moderadas que en el año anterior. A finales del segundo trimestre de 2013, se observó un número significativo de entidades en proceso de liquidación (ocho IIC de inversión libre y una IIC de IIC de inversión libre).

En la industria de las IIC de inversión libre se mantuvieron las tendencias de ejercicios anteriores...

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), el patrimonio a finales de mayo de 2013 se situó en 529 millones de euros, un 2% menos que en diciembre de 2012, y su número de partícipes disminuyó en 153, hasta los 3.185 (véase cuadro 16). El volumen de los reembolsos de los partícipes en estas instituciones fue superior al de las suscripciones durante el primer trimestre del año, igual que durante todo el año anterior (en la fecha de cierre del informe todavía no se dispone de información referente al segundo trimestre).

...con retrocesos de patrimonio en la modalidad de los fondos de fondos de inversión libre...

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

CUADRO 16

	2009	2010	2011	2012		2013	
				III	IV	I	II ²
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	38	28	27	26	24	24	22
Partícipes	5.321	4.404	3.805	3.513	3.338	3.211	3.185
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	561,3	540,0	536,2	529,2
Rentabilidad (%)	7,85	3,15	-1,70	1,38	0,60	2,73	0,72
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	29	33	36	36	36	33	33
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.305	2.427	2.384	2.346
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	828,7	918,6	964,8	995,3
Rentabilidad (%)	14,94	5,37	-2,60	2,85	3,03	3,72	2,34

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta mayo de 2013.

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) ascendía a finales de mayo de 2013 a 995 millones de euros, lo que supone un 8,3% de crecimiento a lo largo de estos cinco primeros meses del año (frente a más del 26% de incremento durante los doce meses anteriores). Este aumento se debe tanto a las suscripciones de

...y avances para el conjunto de los fondos de inversión libre de carácter puro.

fondos efectuadas por los partícipes como a la revalorización de la cartera, que fue de un 6,1% entre enero y mayo de 2013. El número de partícipes, en cambio, que también había crecido de forma sustancial a lo largo de los últimos dos años, se redujo en 81, hasta situarse a finales de mayo de este año en 2.346.

IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España también fue notable en el primer semestre del año, tanto en términos de volumen de inversión como de partícipes.

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que se inició en 2012, continuó a lo largo del primer semestre de 2013 tanto con relación a su volumen de inversión como al número de partícipes. Así, el volumen de inversión de estas IIC se incrementó un 26,9% durante los seis primeros meses de 2013, hasta alcanzar más de 48 mil millones de euros, con avances tanto en los fondos (25,6%), hasta casi los 8.000 millones de euros, como en las sociedades (27,2%), hasta superar los 40 mil millones de euros. El número de inversores también se incrementó, concretamente un 16,4%, hasta los 950.000. En relación con el número de instituciones, se produjo un aumento sustancial de las sociedades (14 más, 347 en total) y una reducción de los fondos (15 menos, 406 en total).

Perspectivas

Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva continúan siendo favorables debido a la menor competencia de otras alternativas de inversión.

Desde que comenzó la crisis, el patrimonio administrado por la industria de inversión colectiva no ha dejado de contraerse debido al elevado volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes, hasta reducirse prácticamente a la mitad. Sin embargo, los datos del primer semestre de 2013 apuntan a un cambio de tendencia. La trayectoria expansiva del patrimonio observada durante este periodo podría consolidarse en los próximos meses como consecuencia del menor atractivo relativo de otros productos de inversión, como los depósitos bancarios o los pagarés, y de la recuperación de la confianza de los inversores en este tipo de productos tras los periodos de turbulencias en los mercados financieros de años anteriores. La estabilización de la renta disponible de las familias es un factor que tenderá a limitar en menor medida la capacidad inversora de este sector. De hecho, la tasa de ahorro de los hogares ya experimentó un ligero ascenso en los primeros meses de 2013.

En el proceso de toma de decisiones financieras, la recopilación de toda la información relevante para el inversor es un pilar fundamental para la sostenibilidad de la industria.

Las perspectivas de la industria también están parcialmente condicionadas por las políticas de oferta de productos y las estrategias de comercialización de las entidades financieras. A este respecto, y dada la tendencia al alza observada recientemente en la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad, pero no garantizados, cabe señalar la importancia de que los partícipes reciban toda la información necesaria a la hora de realizar sus inversiones o desinversiones. Solo de esta manera las decisiones financieras se ajustarán a su perfil de riesgo y el inversor será consciente de qué puede esperar de cada producto y cuáles son sus derechos en determinadas ocasiones. En relación con esta cuestión, el recuadro 3 describe las medidas que la CNMV ha establecido recientemente para reforzar la transparencia en la comercialización de determinados fondos de inversión.

El coste del otorgamiento de garantía a los fondos de inversión, unido a la necesidad de las entidades gestoras de seguir lanzando fondos que puedan competir con la rentabilidad ofrecida por otros productos financieros –especialmente los depósitos– ha favorecido una tendencia creciente durante los últimos meses a sustituir los fondos garantizados por otros con un nuevo objetivo de rentabilidad no garantizado. Esta tendencia suscita el riesgo de que el inversor no sea realmente consciente de esta diferencia, toda vez que no se requiere ningún acto expreso de aceptación de la nueva política de inversión, siendo suficiente su aceptación tácita si no se ejerce el derecho de separación por el cambio de política. El temor a que se incurra en este riesgo se apoya en el comportamiento observado de los partícipes en estas situaciones. Así, es frecuente que, al vencer la garantía de un fondo garantizado, una parte de los partícipes se vayan a otro fondo o reembolsen sus participaciones, y que otros partícipes permanezcan en el mismo a la espera de un cambio de la política de inversión que, en estos casos, se traducirá en un fondo muy parecido al anterior, pero sin la garantía de un tercero.

Como consecuencia de lo anterior, la CNMV ha considerado necesario establecer, con una finalidad preventiva, una serie de medidas de refuerzo de la información que se ofrece a los inversores con el objeto de minimizar los riesgos que pueden derivar de la transformación de fondos garantizados en no garantizados. Adicionalmente, algunas de estas medidas, por su naturaleza y contribución a la mejora en la transparencia, se hicieron extensivas a los fondos con objetivos de rentabilidad (garantizado o no) en diferentes situaciones.

El pasado 12 de julio, la CNMV difundió a través de su página web una comunicación sobre esta iniciativa, en la que se indicaba que las entidades deben evitar, en la medida de lo posible, la sustitución de fondos garantizados por fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado y extremar las medidas para asegurar que el inversor del fondo preexistente sea consciente de la ausencia de garantía en el nuevo producto.

Entre las medidas preventivas puestas en marcha por la CNMV destacan:

- Los folletos y el documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado deberán incluir la siguiente advertencia en letras mayúsculas:

«ESTE FONDO NO TIENE GARANTÍA DE UN TERCERO, POR LO QUE NI EL CAPITAL INVERTIDO NI LA RENTABILIDAD ESTÁN GARANTIZADOS».

- Se indicará que el objetivo de rentabilidad no está garantizado, tanto en el folleto como en el DFI así como, en su caso, en la comunicación a remitir a los partícipes. Cuando se indique la TAE, la advertencia de que NO ESTÁ GARANTIZADA se indicará en letras mayúsculas.
- En el escrito a remitir a los partícipes de los fondos garantizados que, al vencer la garantía, establezcan una nueva política no garantizada, se deberá

hacer especial hincapié (en letras mayúsculas) en que el fondo DEJA DE ESTAR GARANTIZADO, debiendo enviarse a la CNMV el borrador de la carta a los partícipes.

Adicionalmente se incluirá, al final de la carta en letras mayúsculas, la siguiente advertencia:

«SI USTED DECIDE NO REEMBOLSAR, MANTENIENDO SU INVERSIÓN, ESTÁ ACEPTANDO CONTINUAR COMO PARTÍCIPE DEL FONDO CON LAS MODIFICACIONES ANTERIORMENTE DESCRITAS».

Esta advertencia se hace extensiva a las cartas de derecho de información/separación de cualquier fondo, sea o no garantizado.

- Todos aquellos fondos preexistentes que vayan a modificar su política de inversión para reflejar un objetivo concreto de rentabilidad (garantizado o no), deberán enviar, junto con la carta a los partícipes, el nuevo DFI inscrito en la CNMV. Ello supone un cambio en la práctica del registro del folleto y del DFI que se venía manteniendo hasta la fecha, ya que en lo sucesivo tales documentos deberán registrarse con carácter previo al envío de la citada carta. Con ello, los inversores del fondo preexistente dispondrán de una información más completa.
- Finalmente, en el caso de fondos con objetivo concreto de rentabilidad (garantizado o no garantizado) que admitan suscripciones y/o reembolsos tras la finalización del periodo de comercialización, las entidades gestoras deberán:
 - (i) Adoptar medidas tendentes a evitar posibles conflictos de interés entre los partícipes que suscriban o reembolsen frente a los que permanezcan en el fondo.
 - (ii) Adoptar medidas dirigidas a garantizar que los inversores que suscriban el fondo, una vez finalizado el periodo de comercialización, reciban una información adecuada sobre la rentabilidad esperada de su inversión.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión continuó afectada por las circunstancias de los mercados. El beneficio del sector descendió un 15%, pero el número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente y las condiciones de solvencia fueron satisfactorias.

Los beneficios agregados del sector correspondientes al primer semestre de 2013 se redujeron un 15,3% respecto al mismo periodo del año anterior, debido esencialmente al descenso de los ingresos derivados de la tramitación y ejecución de órdenes, que es la principal línea de negocio de estas entidades. Cabe mencionar, no obstante, que este empeoramiento de los resultados se dio únicamente en las sociedades de valores, que concentran más del 95% del total de los beneficios del sector, ya que tanto las agencias de valores como las sociedades gestoras de cartera vieron cómo sus resultados mejoraban durante este periodo de tiempo. En cuanto al número de entidades en pérdidas, la cifra se redujo de forma sustancial, disminuyendo también el volumen total de las mismas. Por su parte, las condiciones de solvencia continuaron siendo holgadas.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las **sociedades de valores (SV)** experimentaron una reducción de su actividad entre el primer semestre de 2012 y el primero de 2013, como lo demuestra el retroceso del 15,8% en las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión. En consecuencia, el beneficio agregado antes de impuestos disminuyó un 22,5%, hasta situarse en 78 millones de euros (véase cuadro 17). La causa principal de este retroceso se encuentra en los ingresos asociados a la tramitación y ejecución de órdenes, que representan aproximadamente dos tercios del total de las comisiones percibidas, y que disminuyeron un 15,8%, hasta los 175,7 millones de euros. Cabe mencionar también el fuerte descenso de los ingresos relacionados con el asesoramiento en materia de inversión, que pasaron de 23,7 a 4,5 millones de euros, o de la partida «otras comisiones». Por su parte, las comisiones percibidas por la comercialización de IIC aumentaron ligeramente, en línea con el buen comportamiento de estas instituciones durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 24,4 millones de euros. En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, que cayó un 10,7% hasta los 271,1 millones de euros, es destacable el buen comportamiento del resultado de las inversiones financieras, que prácticamente se doblaron, y el aumento de las pérdidas originadas por diferencias de cambio (116,2%, hasta los 132,7 millones).

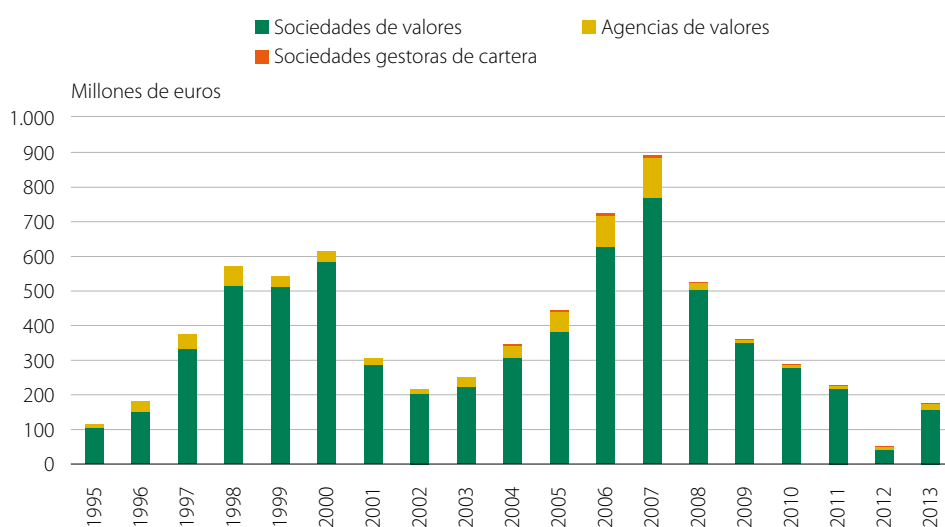
En el caso de las sociedades de valores, los beneficios retrocedieron un 22% en el primer semestre del año por la caída de los ingresos por comisiones y el fuerte incremento de las pérdidas por diferencias de cambio.

A pesar de que en términos interanuales el resultado de las sociedades de valores disminuyó de forma notable en el primer semestre del año, si se repitieran estos resultados en el segundo semestre (es decir, si se anualizara el importe), la cifra total sería sensiblemente superior a la del año 2012 (véase gráfico 18). Este resultado se debe al hecho de que una entidad experimentó pérdidas significativas en diciembre de 2012, lo que redujo de forma relevante los resultados del conjunto del sector en aquel año. Sin tener en cuenta la evolución de esta entidad, los beneficios agregados del sector en 2013 (con las cifras hasta junio anualizadas) serían aproximadamente un 6% inferiores a los de 2012.

Con todo, las cifras anualizadas de resultados de 2013 arrojan un resultado favorable comparadas con las de 2012, debido a las elevadas pérdidas registradas por una entidad el año pasado.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos^{1,2}

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2013 anualizados.

El beneficio agregado antes de impuestos de las agencias de valores se incrementó sensiblemente en el primer semestre del año debido al incremento de los ingresos por comisiones y al descenso de los gastos de explotación.

Las **agencias de valores**, por su parte, mejoraron sensiblemente sus resultados en términos interanuales, al pasar el beneficio antes de impuestos de 2,7 millones de euros entre enero y junio de 2012 hasta los 9,1 millones de euros en los mismos meses de 2013. El hecho de que muchas entidades con pérdidas sustanciales durante 2012 dejaran de tenerlas o las redujeran de forma notable es la causa de este repunte en los beneficios. Como puede observarse en el cuadro 17, las comisiones percibidas ascendieron durante el primer semestre del año a 59,2 millones de euros, un 10,4% más que en el mismo periodo del año anterior. El dinamismo de esta partida fue consecuencia del buen comportamiento de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes, junto con los correspondientes a la comercialización de IIC (los primeros aumentaron un 12%, hasta los 20,2 millones, y los segundos un 56%, hasta los 15,4 millones). En conjunto, el margen bruto de las agencias de valores creció un 8,7% hasta alcanzar los 51,6 millones de euros y los gastos de explotación continuaron disminuyendo (un 4,3%, hasta los 41,9 millones).

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-13)

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-12	jun-13	% var.	jun-12	jun-13	% var.	jun-12	jun-13	% var.
1. Margen de intereses	32.651	26.865	-17,7	946	924	-2,3	390	341	-12,6
2. Comisiones netas	234.842	187.136	-20,3	46.665	51.267	9,9	3.832	4.102	7,0
2.1. Comisiones percibidas	331.330	278.910	-15,8	53.625	59.204	10,4	8.864	9.384	5,9
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	200.721	175.651	-12,5	17.993	20.178	12,1	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	4.089	8.366	104,6	1.620	1.957	20,8	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.091	8.944	-11,4	311	306	-1,6	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	6.881	6.960	1,1	5.487	6.341	15,6	8.115	8.564	5,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	23.684	4.508	-81,0	2.445	1.800	-26,4	749	819	9,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	25	30	20,0	0	55	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	6	84	1.300,0	14	11	-21,4	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	23.113	24.433	5,7	9.881	15.401	55,9	0	0	-
2.1.9. Otras	62.720	49.934	-20,4	15.874	13.155	-17,1	0	1	-
2.2. Comisiones satisfechas	96.488	91.774	-4,9	6.960	7.937	14,0	5.032	5.282	5,0
3. Resultado de inversiones financieras	92.439	184.105	99,2	786	35	-95,5	-52	-11	78,8
4. Diferencias de cambio netas	-61.398	-132.712	-116,2	25	-33	-	23	7	-69,6
5. Otros productos y cargas de explotación	5.043	5.737	13,8	-978	-643	34,3	25	-2	-
MARGEN BRUTO	303.577	271.131	-10,7	47.444	51.550	8,7	4.218	4.437	5,2
6. Gastos de explotación	205.085	194.152	-5,3	43.785	41.906	-4,3	3.528	3.378	-4,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.705	6.405	12,3	1.022	902	-11,7	53	34	-35,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	501	447	-10,8	45	9	-80,0	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	92.286	70.127	-24,0	2.592	8.733	236,9	637	1.025	60,9
9. Otras ganancias y pérdidas	8.348	7.843	-6,0	129	390	202,3	0	0	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	100.634	77.970	-22,5	2.721	9.123	235,3	637	1.025	60,9
10. Impuesto sobre beneficios	22.174	15.870	-28,4	361	580	60,7	200	337	68,5
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	78.460	62.100	-20,9	2.360	8.543	262,0	437	688	57,4
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	78.460	62.100	-20,9	2.360	8.543	262,0	437	688	57,4

Fuente: CNMV.

Por último, el beneficio agregado antes de impuestos de las **sociedades gestoras de cartera** se incrementó un 60,9%, hasta algo más de un millón de euros. La causa principal de esta mejora de los resultados se encuentra en la combinación de un incremento de los ingresos y una reducción de los gastos. Así, el margen bruto agregado creció un 5,2% (4,4 millones de euros), debido al buen comportamiento de los ingresos por comisiones, y los gastos de explotación se redujeron un 4,3% (3,4 millones).

El beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera también se incrementó en el primer semestre del año, hasta superar el millón de euros.

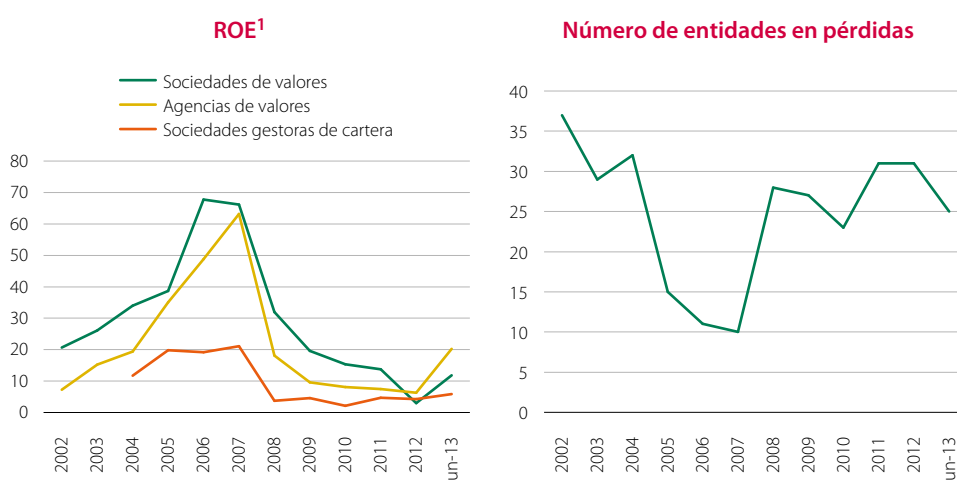
Entre diciembre de 2012 y junio de 2013, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto del sector aumentó de forma sustancial, al pasar del 3,0% al 12,2%, aunque es preciso comentar que el valor del ROE de diciembre de 2012 está notablemente influenciado por las pérdidas sustanciales de una SV, como se comentó anteriormente. Por tipo de entidad, la rentabilidad de las sociedades de valores se incrementó desde el 2,9% hasta el 11,8% si bien, descontando el efecto de la entidad en cuestión, la rentabilidad habría bajado del 12,8% al 11,8%. Por su parte, el ROE de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de cartera aumentó, en línea con el comportamiento de los resultados acumulados hasta junio de 2013. Así, la rentabilidad de las agencias de valores se incrementó en 14 puntos porcentuales (hasta el 20,3%), mientras que en el caso de las sociedades gestoras de cartera el aumento fue más moderado (del 4,2% al 5,9%; véase panel izquierdo del gráfico 19).

Las rentabilidades de los diferentes tipos de ESI tendieron a aumentar en junio de 2013, en línea con la mejoría de los resultados, aunque en el caso de las SV, el incremento con relación a las cifras de 2012 está notablemente condicionado por los malos resultados de una entidad en 2012.

En este marco, el número de entidades en pérdidas se redujo de forma notable, ya que se situó en 25 a mediados de 2013, frente a las 38 de junio de 2012 y las 31 de diciembre del mismo año. El volumen de las pérdidas también disminuyó sensiblemente, un 10,6% en términos interanuales, hasta los 11,5 millones de euros. Del número total de intermediarios en pérdidas en junio de 2013, 13 eran sociedades de valores (frente a las 15 de diciembre de 2012), diez eran agencias de valores (cuatro menos que en 2012), y se mantuvo en dos el número de sociedades gestoras de cartera en pérdidas.

El número de entidades en pérdidas y el volumen de dichas pérdidas disminuyeron sensiblemente en 2013...

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

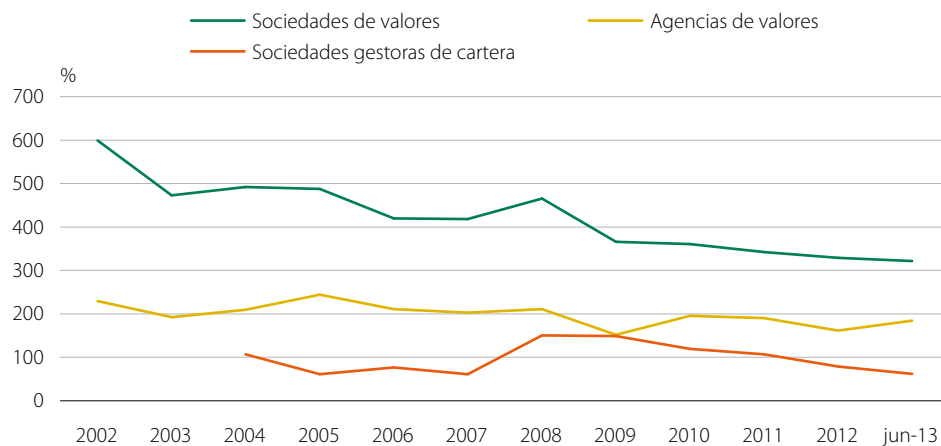
...en un marco en el que las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo muy holgadas.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo óptimas en 2013, a pesar de haberse reducido ligeramente el margen de solvencia a lo largo de los seis primeros meses de 2013. Esta disminución, no obstante, no fue generalizada para los distintos tipos de ESI (véase gráfico 20). En particular, entre diciembre de 2012 y junio de 2013, se contrajo el exceso de recursos propios sobre los recursos exigibles de las sociedades de valores (de 3,3 a 3,2) y de las sociedades gestoras de cartera (de 7,9 a 6,2), mientras que aumentó para las agencias de valores (de 1,6 a 1,8).

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 20

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



Fuente: CNMV.

El negocio de las EAFI volvió a crecer en los seis primeros meses de 2013, tras los descensos observados en 2012.

La actividad de las **empresas de asesoramiento financiero (EAFI)**, que nacieron en 2009 con la transposición a la legislación española de la MiFID, ha experimentado un cierto impulso a lo largo del primer semestre de 2013, después de los síntomas de ralentización de 2012 (véase cuadro 18). Así, el número de estas instituciones aumentó en 11 entre diciembre de 2012 y junio de 2013 (15 con relación al número de entidades de junio de 2012) hasta una cifra final de 112. Por su parte, el patrimonio asesorado se incrementó en un 5,1% (15.437 millones de euros), y el número de contratos lo hizo en un 12,3% (3.680 millones). Aproximadamente la mitad del patrimonio asesorado –concretamente el 52%– correspondía a contrapartes elegibles¹⁹ (epígrafe «otros»), mientras que el 22% procedía de clientes profesionales y el restante 26%, de clientes minoristas. Cabe mencionar que el patrimonio asesorado correspondiente a estos últimos clientes es el que experimentó un mayor crecimiento (del 62,6%) respecto al primer semestre de 2012. En línea con este marco expansivo, los ingresos percibidos por comisiones de las EAFI aumentaron respecto al primer semestre de 2012 un 6% (14,7 millones de euros), mientras que los beneficios lo hicieron un 5% (3 millones de euros).

Las perspectivas para el sector de ESI continúan siendo complejas por la atonía de la contratación en los mercados, pero se observan signos de recuperación en otras líneas de negocio.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo algo complicadas, como consecuencia de la prolongada atonía de la contratación en los mercados de renta variable, que es la principal fuente de ingresos de estos intermediarios. No obstante, se aprecian signos de recuperación en otras líneas de

19 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

negocio, particularmente en la industria de la inversión colectiva y, en menor medida, en la colocación de emisiones, que incidirán positivamente en la cuenta de resultados del sector. Por otra parte, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido, por el momento, un impacto limitado en cuanto al número de ESI activas. Si bien durante 2012 se produjo alguna baja a causa de la absorción por parte de otra entidad, durante el año 2013 (hasta el mes de agosto), las tres bajas registradas se han debido a transformaciones en otro tipo de entidad. A su vez, durante este mismo periodo se han producido cuatro altas, tres agencias de valores y una sociedad de valores.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

Importes en miles de euros	2010	2011	2012	2012		2013	% var. año
				S-1	S-2	S-1	
NÚMERO DE ENTIDADES	52	82	101	97	101	112	15,5
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	16.114.880	16.033.108	14.776.498	14.694.319	14.776.498	15.437.210	5,1
Clientes minoristas	1.710.385	2.181.943	3.267.079	2.443.271	3.267.079	3.973.782	62,6
Clientes profesionales	3.854.641	3.151.565	3.594.287	3.396.260	3.594.287	3.472.835	2,3
Otros	10.549.854	10.699.600	7.915.132	8.854.788	7.915.132	7.990.593	-9,8
NÚMERO DE CONTRATOS¹	2.431	3.673	3.484	3.276	3.484	3.680	12,3
Clientes minoristas	2.345	3.540	3.285	3.097	3.285	3.455	11,6
Clientes profesionales	70	117	175	157	175	194	23,6
Otros	16	16	24	22	24	31	40,9
INGRESOS POR COMISIONES²	20.745	31.053	26.177	13.915	26.177	14.685	5,5
Comisiones percibidas	20.629	30.844	26.065	13.833	26.065	14.660	6,0
De clientes	17.132	26.037	20.977	11.642	20.977	12.058	3,6
De otras entidades	3.497	4.807	5.088	2.191	5.088	2.601	18,7
Otros ingresos	116	209	112	82	112	25	-69,5
PATRIMONIO NETO	10.062	12.184	13.402	13.123	13.402	12.153	-7,4
Capital social	3.014	3.895	4.365	4.328	4.365	4.820	11,4
Reservas y remanentes	247	950	4.798	5.912	4.798	4.306	-27,2
Resultado del ejercicio ²	6.801	7.338	4.239	2.883	4.239	3.027	5,0

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Nuevas obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad en la prestación de servicios de inversión

RECUADRO 4

El 19 de junio de 2013 se publicó la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

En esta circular se concretan, entre otros asuntos, los términos en los que las entidades deben advertir a los clientes de la no conveniencia o de la ausencia de

evaluación de una operación, las expresiones manuscritas concretas que tendrán que recabarse junto a la firma del cliente y los requisitos de mantenimiento del registro de productos no adecuados para clientes, en consonancia con las modificaciones introducidas en los números 6 y 7 del artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) por la disposición final tercera de la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

En lo que al manuscrito se refiere, la nueva normativa pretende asegurar que, cuando un producto no sea adecuado para los clientes o no haya podido ser evaluado por deficiencias en la información, estos sean plenamente conscientes de tal circunstancia. Respecto al mantenimiento del registro de clientes y de productos no convenientes, se pretende que esta medida contribuya a que no se ofrezcan a los clientes, de forma personalizada, productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo.

En concreto, las novedades más relevantes recogidas en la Circular 3/2013 son las siguientes:

- Obligaciones de información durante el proceso de evaluación de la idoneidad. Se detalla que la descripción del ajuste de la recomendación a las características y objetivos del inversor, contemplada en el número 6 del artículo 79 bis de la LMV, debe referirse, al menos, a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio, tanto desde el punto de vista del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, como de su complejidad, así como a la evaluación de la idoneidad realizada al cliente en relación con los tres componentes del riesgo referidos. Se matiza que dicha descripción podrá ser abreviada cuando se realicen recomendaciones reiteradas sobre el mismo tipo o familia de instrumentos. También se especifica que la entidad debe establecer los mecanismos necesarios para poder acreditar el cumplimiento de esta obligación.
- Obligaciones de información durante el proceso de evaluación de la conveniencia.
 - (i) Entrega del documento acreditativo de la evaluación realizada. En la circular se precisa que las entidades deben poder acreditar la entrega al cliente del documento que contenga la evaluación realizada al que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV y que la evaluación debe resultar coherente con toda la información proporcionada por el cliente o con la que disponga la entidad y se utilice en la evaluación.
 - (ii) Contenido de los avisos de ausencia de evaluación y no conveniencia y expresión manuscrita, en el caso de instrumentos complejos. En la circular se establece el texto del aviso que se debe facilitar a los clientes en el caso de no evaluación o de resultado no conveniente y se precisa, igualmente, el texto de la expresión manuscrita a la que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV, que deberá recabarse de los clientes cuando las operaciones se refieran a instrumentos financieros complejos.
 - (iii) Operaciones no asesoradas. La circular precisa que cuando se incluyan manifestaciones relativas a la ausencia de prestación del servicio de

asesoramiento en materia de inversión en la documentación firmada que se recabe de los clientes, dichas manifestaciones deben acompañarse de una expresión manuscrita del cliente mediante la que se ratifique dicho extremo, concretando además el texto de la misma.

- Registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados. La circular precisa que en el registro actualizado de clientes y productos no adecuados a que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV, debe constar la fecha a partir de la cual la entidad consideró no adecuado cada tipo de instrumento para cada cliente concreto, registrándose igualmente, cuando resulte preciso, la fecha a partir de la cual los instrumentos dejaron de tener dicha consideración. Adicionalmente, se establece la obligatoriedad de facilitar el acceso a esta información de manera gratuita a aquellos clientes que lo así lo soliciten.

Todas las obligaciones resultan exigibles a partir de dos meses desde la fecha de publicación de la circular, excepto las relativas al texto concreto al que deben ajustarse las advertencias, así como la llevanza del registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados, que resultarán exigibles transcurridos cinco meses desde dicha fecha.

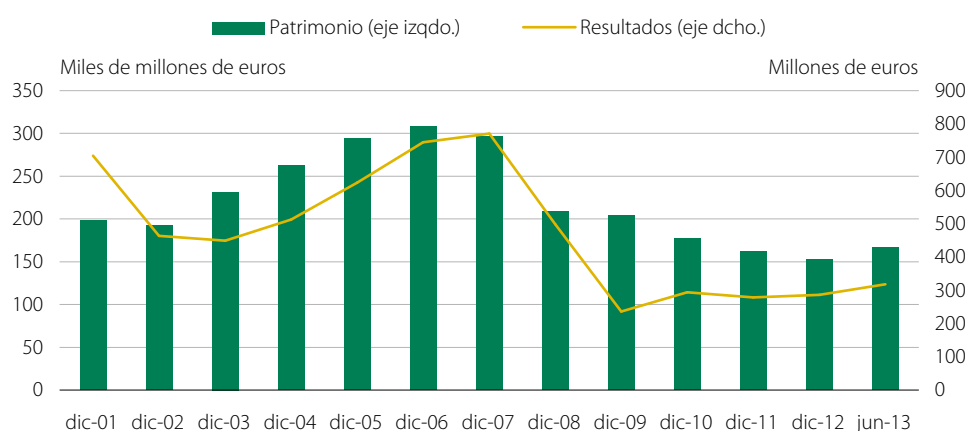
4.3 Sociedades gestoras de IIC

A finales de junio de 2013, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se situó cerca de los 166.700 millones de euros, lo que supuso un incremento del 9% respecto a la cifra de cierre de 2012. Como puede observarse en el gráfico 21, se trata del primer aumento en el patrimonio gestionado por estas entidades desde que empezó la crisis, a mediados del año 2007. La mayor parte de este avance, concretamente el 83%, tuvo su origen en el segmento de los fondos mobiliarios, aunque también experimentaron importantes aumentos en el patrimonio las sociedades de inversión.

En el primer semestre de 2013 se produjo un incremento en el patrimonio gestionado por las SGIIC del 9% (el primero desde el inicio de la crisis a mediados de 2007)...

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ El dato de resultados de junio de 2013 ha sido anualizado.

...que permitió avances de los ingresos y de los beneficios del sector, además de una reducción del número de entidades en pérdidas.

El número de SGIIC continuó reduciéndose, en parte como consecuencia del proceso de reorganización del sector bancario español.

El aumento del patrimonio gestionado por las SGIIC se vio reflejado en las principales partidas de la cuenta de resultados de estas entidades. Así, los ingresos por comisiones de gestión de IIC se situaron en 1.445 millones de euros (en términos anualizados), un 2,1% más que en 2012, y los beneficios agregados antes de impuestos (anualizados) aumentaron un 11,1%, hasta alcanzar prácticamente los 318 millones de euros (véase gráfico 21). En esta misma línea, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un ligero incremento desde el 23,1% de finales de 2012 hasta el 23,7% de junio de este año. Por su parte, el número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente desde 28 hasta 19, igual que el volumen total de pérdidas, que ascendía a 10 millones de euros a finales de 2012 y se redujo hasta los 3,7 millones.

Al igual que en los últimos años, aunque a un ritmo mucho menor, durante 2013 ha continuado observándose un cierto proceso reorganizativo en el sector, debido básicamente a la reestructuración que se está produciendo en las entidades de crédito. Así, durante los ocho primeros meses de 2013 se dio de alta una entidad y se produjeron cinco bajas, dos de las cuales se debieron a la mencionada reorganización bancaria. Como consecuencia de estos movimientos, a 31 de agosto de este año, había un total de 101 SGIIC.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ²	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
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	203.730	1.702	0,84	68,6
2010	177.055	1.622	0,91	68,1
2011	161.481	1.479	0,90	66,6
2012	152.644	1.416	0,93	64,6
jun-13 ²	166.669	1.446	0,87	63,9

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.

La comercialización de productos financieros complejos entre inversores minoristas se ha incrementado de forma significativa en los últimos años. Esta tendencia supone que los inversores minoristas incurren actualmente en una serie de riesgos que en muchos casos son diferentes de los que habían asumido en otros periodos, por lo que resulta importante identificarlos y analizarlos correctamente.

En este contexto, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha publicado en julio de 2013 un informe en el que se analizan dos tipos de productos complejos que por su naturaleza se comercializan de forma generalizada entre los inversores minoristas de la zona del euro: productos estructurados e instituciones de inversión colectiva que siguen estrategias de inversión alternativas¹.

Estudio sobre productos estructurados

La comercialización de productos estructurados entraña unos riesgos específicos que deben tenerse en cuenta cuando se analizan los mismos desde el punto de vista de la protección del inversor. En concreto, muchos productos estructurados tienen un perfil de riesgo que es difícil de comprender si no se dispone de conocimientos y herramientas específicos. Asimismo, estos productos con frecuencia presentan una serie de costes implícitos en el precio de venta que generalmente no resultan fáciles de cuantificar.

Con objeto de investigar estos riesgos, el informe de ESMA realiza un análisis del perfil de rentabilidad y riesgo de una muestra de productos estructurados, tanto en la fecha de emisión de cada producto como asumiendo que la inversión se mantuviera hasta su vencimiento:

- *Análisis en la fecha de emisión:* El informe de ESMA analiza una muestra de 76 productos estructurados, comparando en cada caso el valor teórico del producto con el precio al que se vendía a los inversores minoristas. El resultado de la valoración arroja que, en media, los productos estructurados se comercializaron con una prima de emisión del 4,6%. No obstante, cuando se considera el riesgo de crédito de las contrapartidas, la prima de emisión se incrementa hasta el 5,5%. Es decir, para un producto que se comercializará a un precio del 100% del valor nominal, por término medio, su valor teórico se situaría entre el 94,5% y el 95,4% de su precio de venta, según se considere o no el riesgo de crédito de las contrapartidas.
- *Análisis en la fecha de vencimiento:* Por otra parte, el informe de ESMA también analiza la rentabilidad que se habría obtenido en una muestra de 2.760 productos estructurados con garantía de capital, asumiendo que los inversores hubieran mantenido en su cartera estos productos hasta su fecha de vencimiento. En este caso, por término medio, la rentabilidad anual que se habría conseguido invirtiendo en estos productos habría sido un 0,5% inferior al tipo de interés «libre de riesgo» (Euríbor o Libor) que podía obtenerse como alternativa de inversión en la fecha de comercialización.

Este análisis, en el que ha participado de forma activa la CNMV, se ha elaborado considerando productos estructurados emitidos en la zona del euro desde el año 1996 hasta el año 2011.

Estudio sobre UCITS con estrategias de inversión alternativas

En su informe, ESMA también analiza la rentabilidad obtenida por una muestra de 623 UCITS (*undertakings in collective investments in transferable securities*²) que desarrollaban estrategias de inversión similares a las empleadas por los *hedge funds*. En concreto, el informe compara los resultados obtenidos por estas UCITS alternativas con la rentabilidad que consiguieron, durante el mismo periodo, varios índices de mercado y *hedge funds*.

Los resultados del estudio indican que las UCITS alternativas, durante el periodo 2006-2011, lograron un rendimiento superior al de los índices de renta variable, pero inferior al de los *hedge funds*. No obstante, cuando su rendimiento se evalúa en función del riesgo asumido, medido por la volatilidad y el *conditional value-at-risk* (CVaR), las cifras obtenidas indican que la rentabilidad ajustada al riesgo de las UCITS alternativas ha sido próxima a cero y ligeramente inferior a la que obtuvieron, en ese mismo periodo, varios índices de renta variable y renta fija.

Conclusiones del informe

Las principales conclusiones que obtiene ESMA en su estudio son las siguientes:

- El análisis de los productos financieros complejos requiere un elevado conocimiento en cuanto a herramientas cuantitativas, métodos de valoración y acceso a *inputs* de mercado. Para asegurar una adecuada supervisión de estos productos complejos es importante que las autoridades competentes cuenten con medios específicos que les permitan analizar de forma apropiada estos productos y sus riesgos asociados.
- Dada su elevada complejidad, los inversores minoristas tienen dificultades para analizar el valor teórico, la rentabilidad esperada y los riesgos inherentes a la inversión en productos estructurados. En este contexto, resulta especialmente relevante que los inversores reciban toda la información necesaria para poder evaluar correctamente cada producto. La información que se proporciona a los inversores podría mejorarse incluyendo: (i) mayor transparencia respecto a los costes totales del producto, en particular la relativa a los costes implícitos en el precio de venta, (ii) información detallada sobre los riesgos específicos de la inversión, en especial el riesgo de contraparte y su posible cuantificación.

1 El informe, en inglés, puede consultarse y descargarse en la web de ESMA: http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-326_economic_report_-_retailisation_in_the_eu_0.pdf

2 Las UCITS son las instituciones de inversión colectiva establecidas conforme a la legislación comunitaria. Una vez registradas en un Estado Miembro pueden ser comercializadas en cualquier otro Estado de la Unión Europea.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

A finales de agosto de 2013, el número de entidades de capital riesgo (ECR) era el mismo que al cierre de 2012, concretamente 340, de las cuales 137 eran sociedades de capital riesgo (SCR), 124 eran fondos de capital riesgo (FCR) y 79 eran gestoras de este tipo de entidades (SGECR; véase cuadro 20). Durante estos ocho primeros meses del año se produjeron doce altas (seis SCR, cinco FCR y una SGECR) y el mismo número de bajas (ocho SCR y cuatro SGECR).

El número de entidades de capital-riesgo se mantuvo invariable en 2012, aunque con una composición algo diferente (más fondos y menos gestoras).

Altas y bajas en el registro de ECR en 2013

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2012	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2013
Entidades	340	12	12	340
Fondos de capital-riesgo	119	5	0	124
Sociedades de capital-riesgo	139	6	8	137
Sociedades gestoras de ECR	82	1	4	79

Fuente: CNMV.

A lo largo de 2012 el patrimonio de las ECR creció apenas un 0,7%, superando ligeramente los 8.500 millones de euros. El comportamiento de los FCR y las SCR fue dispar, ya que mientras que el patrimonio de los primeros crecía un 9,7%, hasta los 4.742 millones de euros, el de las SCR se contraía un 8,6%, hasta los 6.777 millones (véase cuadro 21). El origen de la mejora del patrimonio de los FCR se debió principalmente al incremento de la inversión realizada por parte de las entidades extranjeras (su patrimonio aumentó un 64,5%, hasta los 927 millones de euros) y, en menor medida, a las ECR nacionales, cuyo patrimonio creció un 126%, hasta los 227 millones. En el caso de las SCR, los principales inversores –bancos y empresas no financieras– redujeron su inversión en este tipo de entidades, concretamente un 27,7% y un 14,9%, respectivamente.

El patrimonio conjunto de las ECR aumentó ligeramente en 2012 (un 0,7%), con avances en el patrimonio de los fondos y retrocesos en el de las sociedades...

Los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) reflejan que durante el primer semestre de 2013 la inversión de las ECR en España fue reducida, concretamente de 508 millones de euros, frente a los 2.525 millones del mismo periodo del año anterior. Es importante destacar, no obstante, que la inversión en las primeras fases de las empresas se mantuvo estable, representando el 63% del volumen total (un 10% en operaciones de semilla y arranque y un 53% en operaciones de expansión). En línea con estos resultados, se observó que el 73% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de un millón de euros. Además, la falta de crédito disponible dio lugar a una reducción de la inversión mediante operaciones apalancadas, que supusieron el 21% del volumen, frente al 54% del primer semestre de 2012. En relación con la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 47% del volumen total invertido (60% en el mismo periodo del año anterior) se debió a este tipo de instituciones.

...pero ha vuelto a retroceder en los primeros meses de 2013, afectado por la escasez de crédito bancario.

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2011	2012	2011	2012
Personas físicas				
Residentes	212,7	209,3	80,8	73,7
No residentes	2,8	4,0	0,8	1,2
Personas jurídicas				
Bancos	526,4	524,6	1.265,4	915,1
Cajas de ahorros	281,8	198,8	102,7	41,5
Fondos de pensiones	417,6	422,0	23,6	14,2
Compañías de seguros	111,2	130,2	26,0	30,4
Sociedades y agencias de valores	0,0	0,0	0,0	0,1
Instituciones de inversión colectiva	27,2	34,9	10,7	6,6
Entidades de capital-riesgo nacionales	100,0	225,7	56,1	32,3
Entidades de capital-riesgo extranjeras	394,0	328,1	3,7	1,1
Administraciones públicas	588,4	574,5	165,2	237,0
Fondos soberanos	38,2	27,1	0,0	0,0
Otras empresas financieras	309,1	358,6	676,0	997,9
Empresas no financieras	594,1	586,3	1.541,1	1.311,9
Entidades extranjeras	563,3	926,5	46,8	40,0
Otros	157,3	191,7	134,8	73,8
TOTAL	4.324,1	4.742,2	4.133,8	3.776,8

Fuente: CNMV.

A corto plazo, las perspectivas para el sector son complejas y persistirá la escasez de crédito, aunque otros factores pueden ayudar a dinamizar el sector a medio plazo.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo altamente inciertas a corto plazo, como consecuencia de varios factores que pueden actuar a favor o en contra de su desarrollo. Por un lado, la escasez de financiación bancaria, que previsiblemente persistirá hasta que concluya el proceso de reestructuración y saneamiento del sector, lastra algunas de las posibilidades de inversión de las ECR, al igual que la difícil situación de la economía doméstica. No obstante, existen otros factores que pueden ayudar a dinamizar el sector, como es la inminente transposición de la Directiva AIFM a la legislación española, que pretende proporcionar un marco favorable para el desarrollo de esta industria, o la creación del fondo de fondos FOND-ICO Global, una iniciativa pública que supondrá una importante inyección de liquidez destinada a promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus etapas de desarrollo.