

# 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	31
3	La evolución de los mercados nacionales	32
	3.1 Los mercados bursátiles	32
	3.2 Los mercados de renta fija	40
4	Los agentes de los mercados	49
	4.1 Vehículos de inversión	49
	4.2 Empresas de servicios de inversión	55
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	62
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	63

## Índice de recuadros

Recuadro 1	Proyecciones de la economía española	25
Recuadro 2	Principales novedades de la MiFID II en el ámbito de los mercados	37
Recuadro 3	Evolución de los flujos de inversión del sector no residente en España	46
Recuadro 4	Resultados obtenidos en la operativa con CFD por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de estos productos: principales conclusiones de un análisis realizado por la CNMV	61



# 1 Resumen ejecutivo

- La información económica disponible<sup>1</sup> pone de manifiesto diferencias notables en el crecimiento de las economías más relevantes. Las emergentes y, dentro de las avanzadas, EE. UU. y el Reino Unido continuaron creciendo con intensidad durante el segundo trimestre del año, mientras que otras economías avanzadas, como Alemania o Francia, sorprendieron negativamente. Esta heterogeneidad explica las diferencias que empiezan a observarse en los giros de las políticas monetarias de estas zonas. En EE. UU., la Reserva Federal continuó reduciendo las compras de activos en los mercados y se espera que los tipos de interés empiecen a subir en la segunda mitad de 2015. Por el contrario, el BCE, en un marco de crecimiento e inflación muy bajos, redujo su tipo de interés hasta el mínimo histórico del 0,05% y adoptó medidas no convencionales que persiguen reavivar la concesión de crédito.
- En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias han mostrado, con más o menos intensidad, descensos a lo largo del año. La zona del euro presenta caídas mayores debido a que su situación económica es más débil; así, en Alemania y en Francia, los tipos de interés de la deuda pública a diez años descendían hasta el 1,0% y el 1,4% a mediados de septiembre, mientras que en EE. UU. se situaban en el 2,6%. En los países de la periferia de Europa, la mejora de la confianza de los inversores acentuó la caída de las rentabilidades de los bonos y de las primas de riesgo hasta niveles inferiores a los existentes al inicio de la crisis.
- La abundancia de liquidez y el apetito por el riesgo determinaron la evolución de los mercados de renta variable en los primeros meses del año. Como resultado, los principales índices de las bolsas se revalorizaron durante la primera mitad de 2014. Sin embargo, en el tercer trimestre los mercados mostraron un comportamiento más heterogéneo debido a varios acontecimientos con efectos opuestos. Así, la debilidad de los datos de actividad en Europa, junto con algunos riesgos geopolíticos, daban lugar a caídas en las cotizaciones, mientras que las nuevas medidas adoptadas por el BCE provocaban avances. En el acumulado del año destacaron los incrementos de los índices estadounidenses (superiores al 7% en el caso del S&P 500 y del Nasdaq), mientras que los índices europeos mostraron mucha más heterogeneidad.
- El PIB de la economía española creció un 0,6% en el segundo trimestre del año (1,2% en términos anuales), claramente por encima de la media de la zona del euro. La mejora de la actividad, producto del mayor dinamismo de la demanda

---

1 El presente informe se cierra a 15 de septiembre de 2014.

nacional, dio lugar a una leve recuperación del empleo y por tanto a una disminución de la tasa de paro. Por su parte, la inflación, que se había mantenido en torno a cero durante el primer semestre, cayó hasta el -0,5% en agosto. En el ámbito presupuestario, el déficit del Estado hasta julio se situó en el 3,08% del PIB, medio punto por debajo del registrado un año antes. La deuda conjunta de las administraciones públicas superó el billón de euros a mitad de año, aunque cerca de seis mil millones de este incremento se debieron a un cambio contable.

- El sistema bancario español sigue estando condicionado por la actividad económica, que a pesar de su mejoría no tiene todavía intensidad suficiente para dinamizar el negocio bancario, y por la elevada morosidad, todavía superior al 13% del crédito total. No obstante, se observa un avance en la situación del sector, como pone de manifiesto la evolución positiva de la cuenta de resultados agregada, la revalorización de las cotizaciones en bolsa y la mejora de las condiciones de financiación de las entidades. Los resultados de los test de estrés, que se conocerán en octubre, serán claves para apuntalar la confianza en el sector.
- La recuperación de la actividad económica española también ha empezado a trasladarse a los resultados de las sociedades cotizadas. El beneficio agregado de las empresas cotizadas no financieras se incrementó un 3,9% en el primer semestre del año, hasta los 8.628 millones de euros. Este avance respondió, en gran medida, a la recuperación de los resultados de las empresas del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias. El endeudamiento agregado se redujo un 3,3%, hasta los 265 mil millones, pero la ratio de apalancamiento se mantuvo casi sin cambios (1,32).
- En los mercados nacionales de renta variable, después de un primer semestre de elevadas revalorizaciones, las cotizaciones tendieron a estabilizarse. El Ibex 35, que había aumentado un 10,2% en los seis primeros meses del año, perdió un 0,8% de su valor en el tercer trimestre. En el acumulado del año, su revalorización (9,3%) es significativamente superior a la de otros índices europeos de referencia. Además, el volumen de contratación continuó creciendo (un 27% en el año) debido al mayor atractivo de los activos de renta variable española en relación con otras alternativas de inversión, y a pesar de que aumentó la contratación de acciones españolas en mercados regulados y SMN de otros países. La volatilidad del mercado de renta variable permaneció en niveles muy reducidos, inferiores al 20%.
- En los mercados de renta fija españoles se observaron nuevas caídas en los tipos de interés, en un contexto marcado por la mejoría de las perspectivas sobre la economía española y la abundancia de liquidez en el sistema. Así, las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública y privada se situaron en nuevos mínimos históricos en el tercer trimestre del año, dejando poco margen para caídas adicionales. En el caso del bono de deuda pública a diez años, la rentabilidad se situaba en el 2,3% a mediados de septiembre, muy por debajo de los niveles de finales de 2013 (4,1%). También descendieron las primas de riesgo de crédito de los diferentes tipos de emisores españoles, dando lugar a un intenso abaratamiento de las condiciones de financiación de la economía en su conjunto. Tal vez en algunos segmentos de estos mercados los precios de las referencias estén algo desalineados con los fundamentos de la economía y pue-

dan ser más sensibles ante posibles rebrotes de inestabilidad o incrementos no anticipados en los tipos de interés. Las emisiones de deuda de los emisores españoles registradas en la CNMV retrocedieron un 28,5% en 2014, hasta los 67.311 millones de euros<sup>2</sup>, debido a su menor necesidad de financiación.

- El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 16,6% durante el primer semestre del año, hasta situarse en 182,7 mil millones de euros. Gracias a esta tendencia creciente, que comenzó en 2013, el patrimonio del sector se ha situado en niveles que no se observaban desde finales de 2008. El 80% del aumento se debió a las suscripciones netas, que se concretaron de forma mayoritaria en las categorías de renta fija, renta fija mixta y fondos de gestión pasiva. El volumen de inversión de las IIC extranjeras también se incrementó sensiblemente (un 24,2%) y ya representa cerca de la cuarta parte del volumen total del patrimonio de IIC que se comercializa en España. En consonancia con la expansión del patrimonio del sector, las sociedades gestoras de estos productos (SGIIC) vieron aumentar sus ingresos por comisiones de gestión (16,7%) y sus beneficios (14%), si bien el número de entidades en pérdidas pasó de once en diciembre de 2013 a trece en junio de 2014.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) mejoró notablemente durante el primer semestre del año debido al incremento de la contratación en los mercados de renta variable y a la expansión de la inversión colectiva. En términos agregados, los beneficios de las ESI crecieron casi un 60% y su rentabilidad sobre fondos propios (ROE) pasó del 16,5% a finales de 2013 al 23,8% a mediados de 2014. Las condiciones de solvencia del sector, cuyo cálculo ha sido modificado por el Reglamento UE 575/2013, continuaron siendo óptimas. El volumen de patrimonio asesorado por las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) descendió en el primer semestre del año (un 18%, hasta los 14,4 mil millones), ya que se produjo la cancelación de un contrato voluminoso; fuera de esta cancelación, el patrimonio asesorado habría aumentado un 5%.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
  - El primero describe la revisión al alza de las previsiones de crecimiento de la economía española para 2014 y 2105 efectuadas por diferentes instituciones y su causa.
  - El segundo contiene las principales novedades de la directiva MiFID II en el ámbito de los mercados financieros.
  - El tercero expone los cambios en el volumen y en el sector de destino de los flujos de inversión del sector no residente en España durante la crisis.
  - El cuarto recuadro detalla las conclusiones de un análisis realizado por la CNMV de los resultados obtenidos por los clientes que utilizan la operativa con CFD (Contratos Financieros por Diferencias).

---

2 La caída se atenúa hasta un 11,5% si se incluyen las emisiones efectuadas en el exterior.

## 2 Entorno macrofinanciero

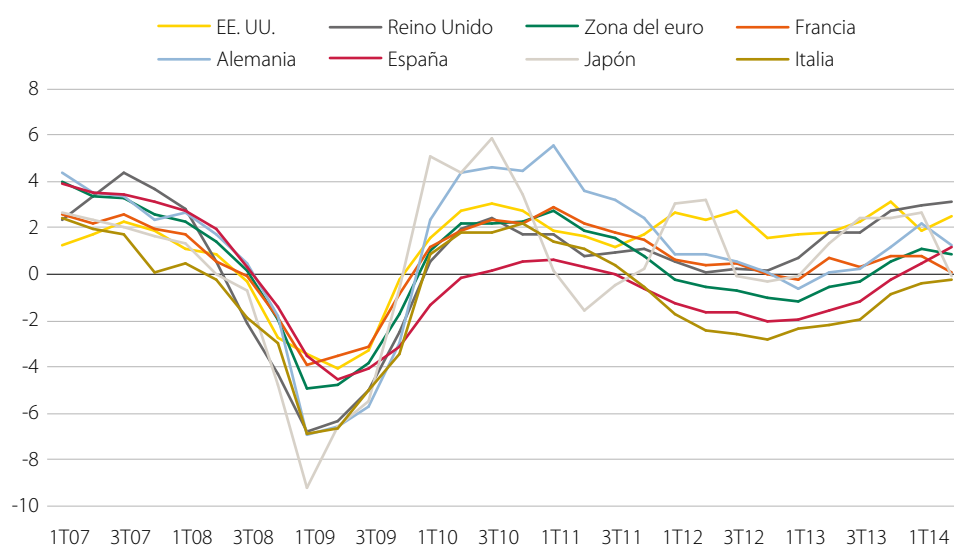
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

La evolución de la actividad fue desigual durante el segundo trimestre del año, con sorpresas negativas en Alemania y Francia y positivas en España, Portugal y Holanda.

La evolución de la actividad fue desigual en las economías avanzadas durante los meses centrales de 2014. Entre ellas, el crecimiento del PIB fue más vigoroso en EE. UU., a pesar de la debilidad del primer trimestre por factores puntuales, y en el Reino Unido. En términos anuales crecieron un 2,5% y un 3,2% respectivamente. Sin embargo, en la zona del euro los datos de actividad fueron algo desconcertantes ya que las economías más grandes no crecieron o incluso retrocedieron (Alemania registró un descenso trimestral del 0,2%, al igual que Italia, y Francia mostró una variación nula) mientras que las economías de la periferia, más débiles en trimestres anteriores, tuvieron un comportamiento más dinámico. Destacó el avance trimestral del PIB en España y Portugal (0,6% en ambos casos), así como en Holanda (0,5%). En China el crecimiento acumulado en los seis primeros meses del año fue del 7,4%, algo menos que en el mismo periodo del año anterior (7,6%).

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

La inflación siguió cerca del 2% en EE. UU. y en el Reino Unido y por debajo del 1% en la zona del euro. Por ello, los bancos centrales muestran algunas divergencias en sus estrategias.

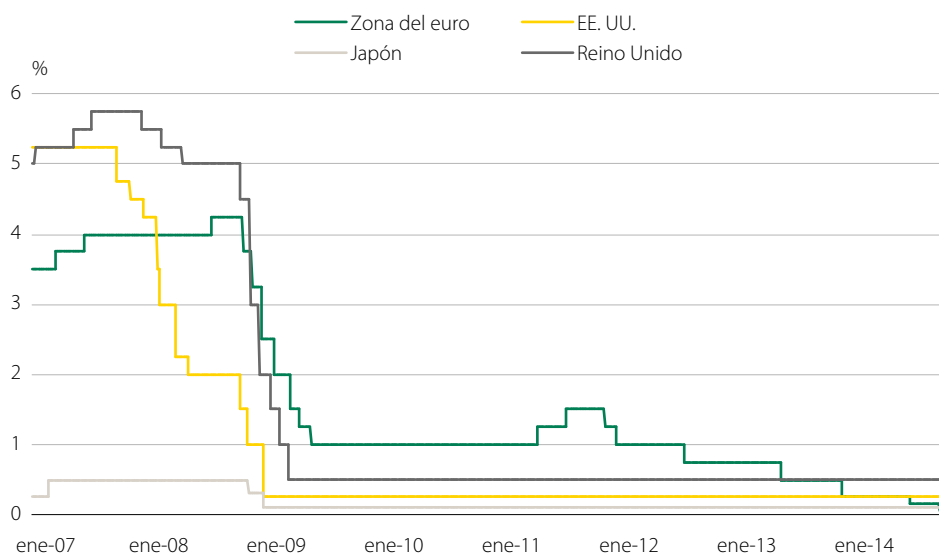
Las tasas de inflación se han mantenido cercanas al 2% tanto en EE. UU. como en el Reino Unido durante los últimos meses. En la zona del euro el crecimiento de los precios de consumo ha caído hasta tasas inferiores al 1% desde octubre de 2013, dando lugar a una cierta preocupación por el riesgo de deflación. Las políticas monetarias mantienen su tono ampliamente expansivo aunque se perciben diferencias notables. En EE. UU., por ejemplo, la evolución de la actividad y del empleo ha permitido a la autoridad monetaria ir reduciendo el volumen de las compras mensuales de deuda en los mercados. Hoy se sitúa en veinticinco mil millones de dólares, sesenta mil millones menos que a finales de 2013. La Reserva Federal ha anunciado que este importe se reducirá a quince mil millones a partir de octubre. Por el contrario, en la zona del euro, el BCE rebajó el tipo de interés oficial en junio y en septiembre hasta el mínimo histórico del 0,05% y anunció medidas no convencionales; entre ellas, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, Targeted Longer-Term



Refinancing Operations), mediante las cuales los bancos podrán obtener financiación en función del volumen de crédito (no hipotecario) que concedan, y la compra de activos privados (células hipotecarias y determinadas titulizaciones<sup>3</sup>), que el BCE realizará a partir de octubre.

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo han descendido, en general, durante todo el año, aunque con mucha menos intensidad en EE. UU. y en el Reino Unido. En estas dos economías, los tipos de interés se situaban en el 2,6% y el 2,5% respectivamente a mediados de septiembre, apenas 50 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2014. El mayor dinamismo de su actividad económica es la causa principal de la resistencia a la baja de estas rentabilidades.

*Las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo han descendido, en general, durante el año...*

En la zona del euro las caídas de las rentabilidades han sido mayores. En las economías de la periferia de Europa la mejora de las perspectivas económicas ha propiciado la compra de su deuda reduciendo aún más las rentabilidades de estos instrumentos. En Irlanda, España e Italia se quedaban en el 1,9%, 2,3% y 2,5% respectivamente, tras descensos superiores a 1,5 p.p. en lo que va de año. Estas rentabilidades, que están por debajo de los niveles previos a la crisis, podrían presentar una cierta disociación con los fundamentos macroeconómicos de estas economías. En el caso de las economías europeas de mayor tamaño, destaca el descenso de la rentabilidad del bono alemán, de 0,92 p.p., hasta el 1,02%, y sobre todo la del bono francés, de 1,1 p.p., hasta el 1,4%; su evolución, mucho más pareja que en años anteriores, responde posiblemente a la debilidad de sus datos de crecimiento del segundo trimestre.

*... con más intensidad en el conjunto de las economías europeas, debido a un estado macroeconómico más débil y también al incremento de los flujos de inversión hacia los países de la periferia.*

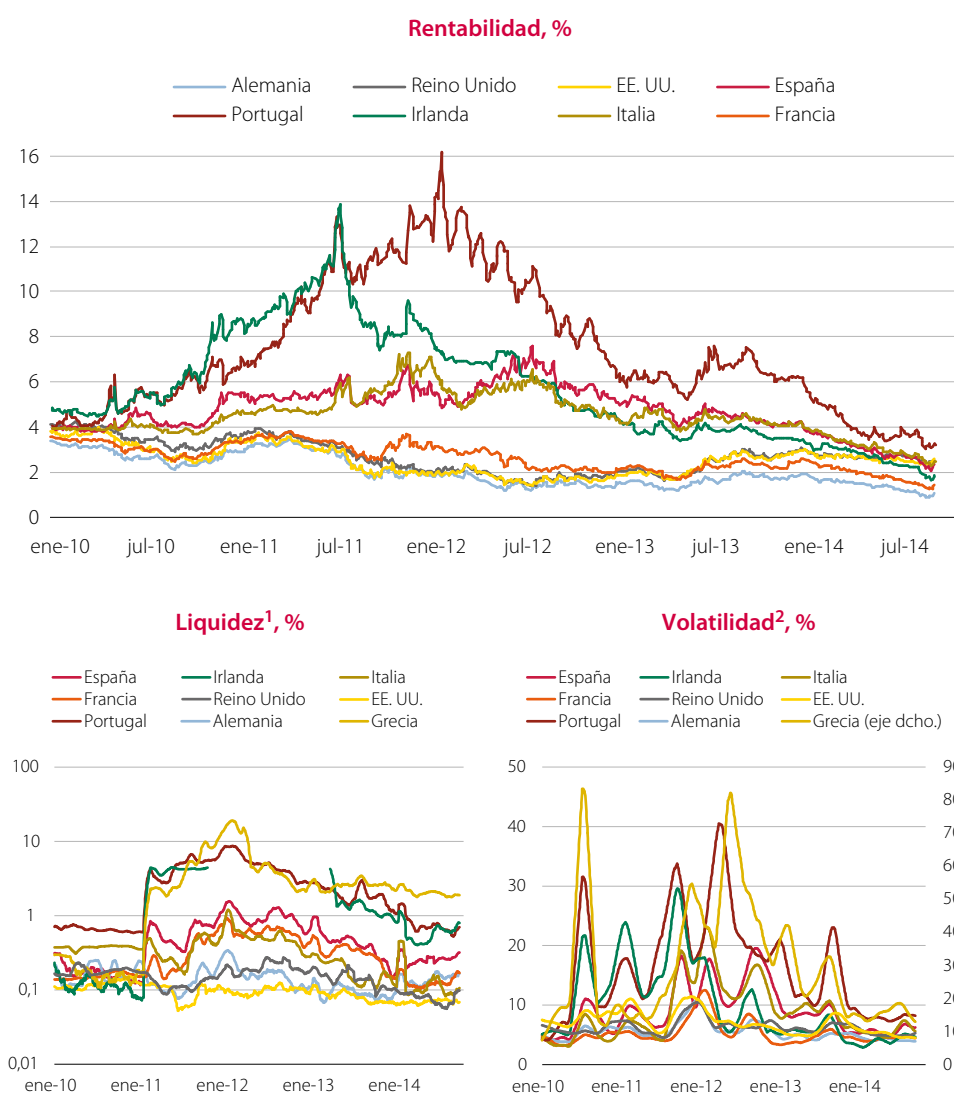
3 El BCE adquirirá titulizaciones (ABS, Asset-Backed Securities) cuyo activo subyacente sean derechos sobre el sector privado no financiero de la zona del euro bajo el programa de compras ABSPP (ABS Purchase Programme); asimismo, adquirirá cédulas hipotecarias acogiendo a un nuevo programa de compras (CBPP3, Covered Bonds Purchase Programme).

Las primas de riesgo de crédito soberano se encuentran en niveles similares o inferiores a los existentes antes de la crisis.

Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia han seguido descendiendo a lo largo del año, en línea con la moderación de las tensiones en los mercados de deuda y la mejora de las perspectivas económicas. Desde diciembre de 2013 hasta mediados de septiembre de 2014 la caída de las primas de los CDS a cinco años sobre bonos de deuda soberana a diez años ha oscilado entre los 70 y los 180 p.b. Como se observa en el gráfico 4, los niveles de estas primas son, en términos generales, similares o inferiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) siguieron siendo reducidas, ya que predominaron las estrategias basadas en la búsqueda de mayor rentabilidad (*search for yield*). Sin embargo, la tendencia descendente de estas primas se invirtió a principios de junio, acumulando desde entonces incrementos cercanos a los 60 p.b. en EE. UU. y a los 85 p.b. en Europa (véase gráfico 5).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3

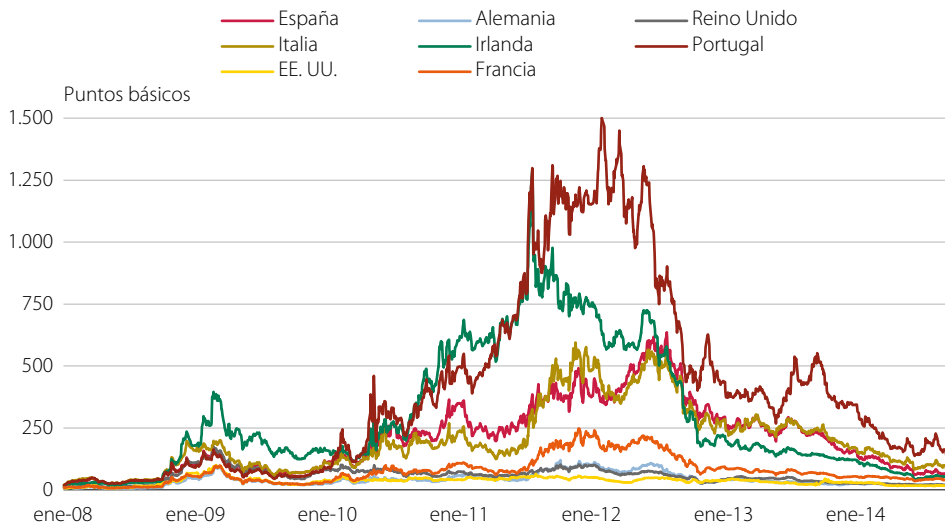


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (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.

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

GRÁFICO 4

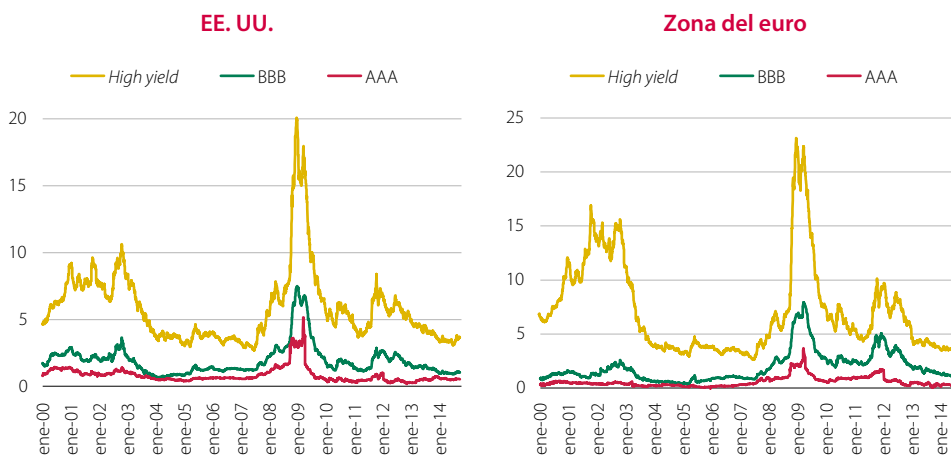


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

## Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

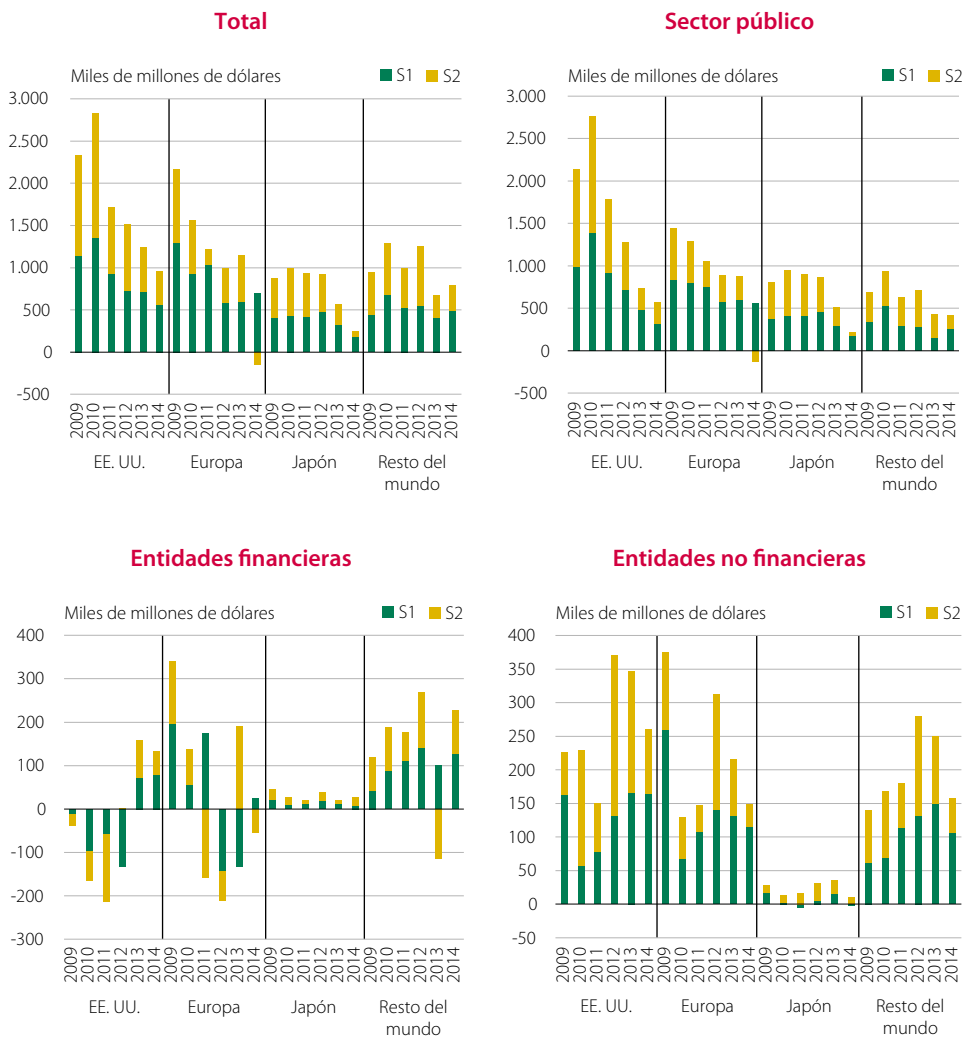
Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales en lo que va de año (en términos anualizados) fueron algo superiores a los 2,5 billones de dólares, lo que supone un descenso del 29,5% respecto al mismo periodo de 2013. Este retroceso tuvo su origen en la caída de las emisiones efectuadas por el sector público, que en los primeros meses del segundo semestre fueron muy reducidas, especialmente en Europa (véase gráfico 6). De hecho, en esta región, el descenso de las necesidades de financiación del sector público, en el contexto de los planes de consolidación fiscal, ha sido tan intenso que las emisiones netas se situaron en terreno negativo (es decir, los vencimientos de deuda pública a largo plazo fueron más altos que los volúmenes emitidos). En el sector privado de la economía destaca que, en el acumulado del año, las emisiones netas de las entidades financieras aumenta-

*Las emisiones netas de deuda cayeron un 29,5%, hasta los 2,5 billones de dólares, por las menores necesidades de financiación del sector público.*

ron desde los 223 mil millones de dólares en 2013 hasta los 357 mil millones en 2014, mientras que las de las entidades no financieras cayeron desde los 851 mil millones hasta los 574 mil millones. Sin embargo, como se observa en los paneles del gráfico 6, hay diferencias importantes entre regiones, también en cuanto al patrón temporal de las emisiones. En el caso de las entidades financieras, en EE. UU. los volúmenes netos llevan en terreno positivo varios trimestres, mientras que en Europa volvieron a ser negativos desde los meses centrales del año. En el caso de las entidades no financieras, el descenso de las emisiones ha sido relativamente similar en las regiones más relevantes.

## Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2014 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

*En los mercados de renta variable continuó predominando el apetito por el riesgo en un entorno de baja volatilidad. Tras las ganancias de los índices en los dos primeros trimestres, se produjo más heterogeneidad en el tercero...*

La evolución de los mercados de renta variable continuó marcada por el aumento del apetito por el riesgo de los inversores en un entorno de volatilidad muy reducida. Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que se habían revalorizado con intensidad en la primera mitad del año, mostraron un comportamiento algo más heterogéneo en el tercer trimestre. En este periodo, la debilidad de los datos de actividad en las economías más grandes de la zona del euro y la inesta-

bilidad geopolítica tuvieron un impacto relevante en la evolución de los índices europeos, que compensó el alza motivada por los anuncios del BCE; la variación de estos índices osciló entre el -2,2% del Mib 30 y el 0,7% del Euronext 100.

La información acumulada en lo que va de 2014 indica que los índices de renta variable de EE. UU. son los que han presentado las mayores ganancias, al crecer entre un 2,7% del Dow Jones y un 8,2% del Nasdaq. En la zona del euro, a pesar del retroceso experimentado durante los meses centrales del año, los índices presentaban avances que iban del 1,1% del Dax 30 al 9,3% del Ibex 35. En Japón, el Topix ganaba un 0,9% mientras que el Nikkei cedía un 2,1%. La evolución de los índices japoneses fue alcista en el segundo y tercer trimestre, pero su recorrido anual estuvo limitado por las elevadas caídas de los primeros meses del ejercicio.

... con descensos en algunos índices europeos debido a la debilidad de los datos macro y a la inestabilidad geopolítica, y a pesar del bálsamo que supusieron las nuevas medidas del BCE.

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

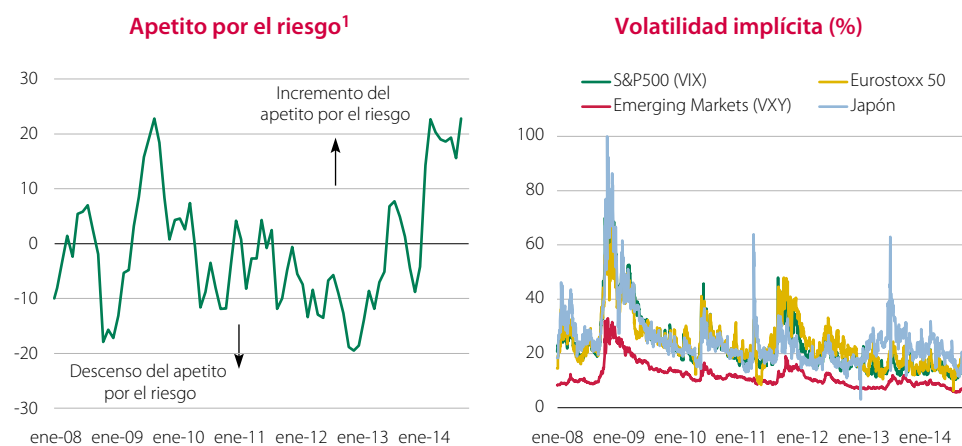
CUADRO 1

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

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



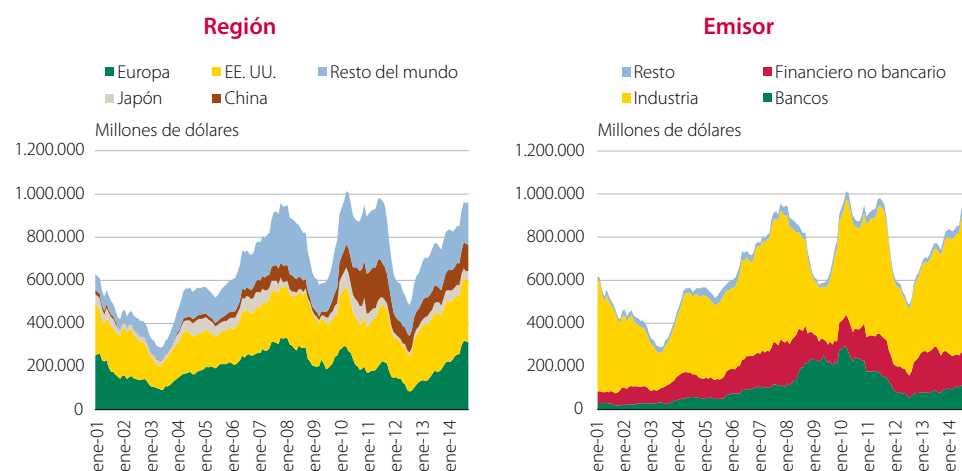
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales rozaron los 700 mil millones de euros, un 23% más que en 2013. Fueron especialmente dinámicas en Europa y en China.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales entre enero y mediados de septiembre ascendió a 692 mil millones de dólares, lo que supone un incremento del 23,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Por modalidad de la emisión, destacó el dinamismo de las OPS (Ofertas Públicas de Suscripción), con un volumen que superó los 154 mil millones de dólares (un 54,3% más que en 2013). El aumento del apetito por el riesgo de los inversores en momentos de buen tono en los mercados favoreció la emisión de acciones en detrimento de otros instrumentos de menor riesgo relativo, sobre todo en Europa y en China, donde los avances se situaron en el 63,5% y en el 48,8% respectivamente. Por sectores, cabe señalar el crecimiento de las emisiones de renta variable de las empresas industriales (no *utilities*), que fue del 33,9%, y en menor medida de los bancos, del 11%. En términos acumulados de los últimos doce meses, las emisiones internacionales de renta variable ascendieron a 964 mil millones de dólares, cerca de los máximos de la última década alcanzados en la primavera de 2010 (véase gráfico 8).

Emisiones internacionales de renta variable



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 revelan que el PIB creció un 0,6% en términos trimestrales en el segundo trimestre, elevando la tasa de variación interanual hasta el 1,2%. El avance de la actividad española contrastó con el escaso crecimiento en la zona del euro (0,05% trimestral y 0,8% anual en el segundo trimestre), que se vio lastrado por el empeoramiento de los datos de Alemania y Francia. La tasa de variación anual del PIB español fue superior a la de la zona del euro por primera vez en cinco años.

*El PIB creció en el segundo trimestre muy por encima de la zona del euro.*

La contribución al crecimiento agregado de la demanda nacional aumentó de forma notable al pasar de 0,7 puntos a 1,9 entre el primer trimestre y el segundo. Por el contrario, la aportación del sector exterior pasó de -0,2 puntos a -0,7. Los dos principales componentes de la demanda nacional aceleraron su crecimiento con respecto al primer trimestre: el consumo final de los hogares se incrementó un 2,4% (siete décimas más) y la formación bruta en capital fijo lo hizo un 1,2% (2,4 puntos más). Dentro de este último, destaca la evolución del sector de la construcción, cuyo descenso fue mucho menor que el de trimestres anteriores (3,4% en el segundo trimestre frente a 8,6% en el primero). Los avances de las exportaciones y las importaciones fueron bastante inferiores a los del trimestre previo, comportamiento que fue más acusado en el caso de las primeras.

*La contribución al crecimiento de la demanda nacional aumentó de 0,7 puntos a 1,9, mientras que la aportación del sector exterior pasó de -0,2 puntos a -0,7.*

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

CUADRO 2

	2010	2011	2012	2013	CE <sup>1</sup>	
					2014P	2015P
PIB	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,1	2,1
Consumo privado	0,1	-1,2	-2,8	-2,1	1,3	1,6
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-0,8	-0,7
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-5,5	-5,4	-7,0	-5,0	-1,4	4,2
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,0	5,6	-3,9	2,3	6,5	8,2
Exportaciones	11,7	7,7	2,1	4,9	5,5	6,7
Importaciones	9,4	0,0	-5,7	0,4	3,4	5,8
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,4	2,1	2,5	1,5	0,8	0,5
Empleo <sup>2</sup>	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	1,2
Tasa de paro	19,9	21,4	24,8	26,1	25,5	24,0
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,4	1,4	0,1	0,8
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-3,7	-1,2	0,8	1,4	1,5
Saldo de las AAPP (% PIB) <sup>3</sup>	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1
Deuda pública (% PIB)	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
Posición de inversión internacional neta (% PIB) <sup>4</sup>	-92,0	-83,6	-68,4	-84,4	n.d.	n.d.

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

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

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

3 Se incluyen los gastos ligados a la reestructuración bancaria, que ascienden a una cuantía del 0,5% del PIB, el 3,8% y el 0,47% respectivamente en 2011, 2012 y 2013.

4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

Todos los sectores de la economía salvo las ramas primarias presentaron un comportamiento mejor que el trimestre anterior.

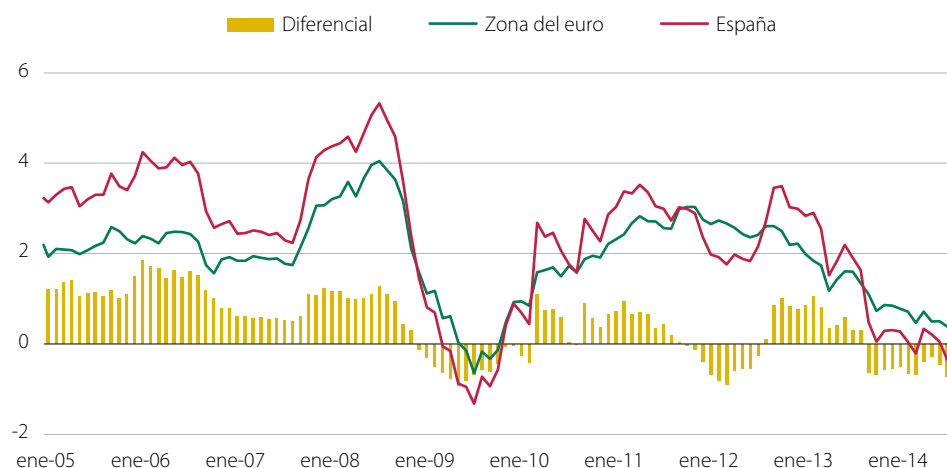
La tasa de variación del IPC osciló en torno a cero durante el primer semestre, y después observó una fuerte caída hasta terreno negativo.

Desde el punto de vista de la oferta, el análisis muestra que la industria, la construcción y los servicios a nivel agregado presentaron un comportamiento mejor que el registrado en el primer trimestre, mientras que el valor añadido bruto de las ramas primarias fue peor. Así, la variación anual del valor añadido bruto de las ramas industriales se aceleró desde el 0,5% hasta el 1,1%; la de la construcción, desde el -8,1% hasta el -3,1%, y la de los servicios pasó del 0,9% al 1,5%.

La tasa de inflación española, que permaneció en valores próximos a cero durante la primera mitad del año, descendió hacia valores negativos durante los meses de verano. En agosto, la variación anual de los precios se situaba en el -0,5%, una tasa notablemente inferior a la registrada en la zona del euro (véase gráfico 9), y la tasa subyacente permanecía en cero por cuarto mes consecutivo. Por componentes, cabe resaltar la tasa negativa de los precios de los bienes industriales no energéticos (desde hace un año) y, más recientemente, de los alimentos, sobre todo los frescos. La aportación de los servicios a la variación interanual del IPC fue ligeramente positiva.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El mercado laboral ha empezado a reflejar la mejoría de la actividad doméstica. Se han creado 127 mil empleos en un año y la tasa de paro se ha reducido cerca de 1,5 puntos, hasta el 24,5% de la población activa.

También continuó reduciéndose el déficit público, aunque de forma lenta.

Los datos más recientes del mercado laboral han empezado a reflejar la mejoría de la actividad de la economía de los últimos trimestres. El empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se incrementó un 0,6% en el segundo trimestre del año y un 0,8% en términos interanuales (127 mil empleos en un año). Se trata de la primera variación anual positiva del número de empleados desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de desempleo pasó del 25,9% de la población activa en el primer trimestre al 24,5% en el segundo. El número de desempleados era algo superior a 5,6 millones a mediados de año.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria revelan que el déficit del Estado acumulado hasta julio era del 3,08% del PIB, por debajo del 3,60% registrado en el mismo periodo del año anterior. El descenso de los números rojos del Estado se explica por un incremento de los recursos no financieros del 3,0% y una disminución de los empleos no financieros del 2,6%. El déficit conjunto de todas las administraciones públicas (excepto las corporaciones locales) hasta mayo se



situó en el 2,35% del PIB (2,48% en 2013). Las comunidades autónomas presentaron un déficit del 0,6% del PIB, mientras que las administraciones de la Seguridad Social registraron un superávit del 0,52%.

Por su parte, el nivel de deuda de las AAPP superó el billón de euros en el segundo trimestre, de acuerdo con la metodología del nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 (SEC 2010), cuyo reglamento entró en vigor el 1 de septiembre de 2014. Esta metodología ha supuesto una ampliación del perímetro de las AAPP y, como consecuencia de ello, un incremento de la deuda<sup>4</sup> de casi seis mil millones de euros. Cabe señalar que el PIB también se recalculará con la metodología SEC 2010, lo que provocará una revisión al alza de su valor y, previsiblemente, la ratio de deuda pública sobre el PIB disminuirá de forma apreciable<sup>5</sup>.

*La deuda pública superó el billón de euros en el segundo trimestre del año, en parte como consecuencia de un cambio contable.*

### Proyecciones de la economía española

RECUADRO 1

Las previsiones para el crecimiento de la economía española a corto y medio plazo han mejorado a lo largo de los últimos meses. Tanto instituciones nacionales como organismos internacionales han ido corrigiendo al alza las expectativas de crecimiento en España para este y el próximo año. Así, por ejemplo, las proyecciones del Banco de España realizadas en el mes de julio incrementaban el crecimiento del PIB de 2014 en una décima (del 1,2% al 1,3%) y el de 2015 en tres décimas (del 1,7% al 2,0%) respecto a las cifras publicadas en el mes de marzo. Por su parte, la Fundación de Cajas de Ahorros (FUNCAS), en su panel de previsiones de la economía española de julio, también aumentaba las perspectivas de crecimiento de este año y del siguiente en relación a los valores estimados en marzo, desde el 1,0% al 1,2% para 2014 y del 1,8% al 1,9% para 2015.

En cuanto a los organismos internacionales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la OCDE, en sus análisis periódicos de la economía mundial, también han revisado las predicciones para nuestro país. El primero, en el *World Economic Outlook* (WEO) de julio de este año, estimó una expansión del 1,2% y 1,6% en 2014 y 2015 respectivamente, frente a sus previsiones del pasado mes de abril, que apuntaban a un 0,9% para este año y a un 1,0% para el próximo. En este mismo documento se revisa a la baja el crecimiento mundial esperado para 2014 en tres décimas (del 3,7% al 3,4%)<sup>1</sup>, no así para 2015, año en el que se mantiene estable en el 4,0%.

El informe más reciente es el que publicó la OCDE a principios de septiembre, y en él también se revisan al alza las previsiones de crecimiento para la economía española. Su pronóstico de crecimiento es del 1,2% en 2014 y del 1,6% en 2015, lo que, en comparación con sus previsiones de mayo, supone dos décimas más para el actual ejercicio y una más para el próximo.

4 De acuerdo con el PDE (Protocolo de Déficit Excesivo).

5 El Banco de España ha anunciado que, después de que el INE difunda la nueva estimación anual del PIB el 25 de septiembre y la estimación trimestral en octubre, actualizará los cuadros de las ratios de deuda sobre el PIB en su página web.

## Proyección de las principales macromagnitudes

CUADRO R.1.1

Tasas de variación<sup>1</sup>

	Banco de España		FUNCAS		FMI		OCDE	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
PIB	1,3 (0,1)	2,0 (0,3)	1,2 (0,2)	1,9 (0,1)	1,2 (0,3)	1,6 (0,6)	1,2 (0,2)	1,6 (0,1)
Consumo privado	1,6 (0,5)	1,6 (0,4)	1,5 (0,5)	1,6 (0,2)	-	-	2,1 (1,1)	1,8 (0,8)
Consumo público	-0,8 (0,7)	-1,5 (1,0)	-0,9 (1,1)	-0,5 (-0,2)	-	-	-0,3 (3,3)	-1,5 (1,0)
Formación bruta de capital	1,8 (1,8)	4,2 (0,0)	0,5 (0,4)	2,9 (0,4)	-	-	0,6 (0,3)	2,9 (0,9)
Exportación bienes y servicios	4,6 (-0,5)	5,9 (-0,2)	5,2 (-0,2)	5,7 (-0,2)	-	-	3,7 (-1,9)	5,9 (-0,4)
Importación bienes y servicios	4,7 (1,7)	4,5 (0,1)	4,6 (1,3)	4,8 (-0,1)	-	-	4,3 (1,7)	5,2 (1,4)
Empleo	0,4 (0,0)	1,4 (0,5)	0,5 (0,1)	1,3 (0,2)	-	-	0,8	1,1

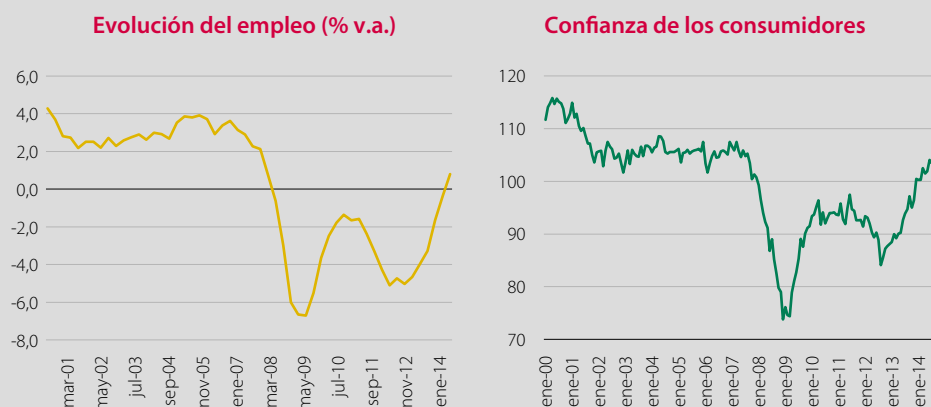
Fuente: Elaboración propia.

1 Los valores entre paréntesis corresponden a la diferencia entre el valor de la previsión del último informe y el del informe anterior. En el caso de FUNCAS, corresponde a la diferencia con el informe del mes de marzo, a pesar de que existe otro informe publicado en mayo (este criterio obedece a que la distancia temporal entre predicciones resultara similar).

Pero ¿cuáles han sido las razones que han llevado a esta revisión durante el último trimestre por parte de las distintas instituciones y organizaciones? Por un lado, las condiciones financieras internacionales se han vuelto más favorables, con una reducción de las tasas de interés a largo plazo de las economías avanzadas y una cierta estabilización de los mercados financieros. En la zona del euro, en concreto, gracias a una inflación por debajo de las expectativas, el BCE ha recortado el tipo de interés oficial a la vez que ha ido poniendo en marcha algunas medidas expansivas complementarias a las ya existentes. Por otro lado, en lo que se refiere a los condicionantes propios de nuestra economía, esta mejora en las expectativas de crecimiento a corto y medio plazo se apoya en una creciente contribución de la demanda interna, impulsada por un aumento gradual de la confianza y de la mejora del mercado laboral. El Banco de España, por ejemplo, estima que el consumo privado crecerá un 1,6% tanto en 2014 como en 2015 (frente a la predicción de marzo del 1,1% y del 1,2%), mientras que la proyección de la OCDE se sitúa en el 2,1% para este año y en el 1,8% para el próximo. También se valoran de forma positiva, por su impacto potencial en el crecimiento de la economía, la reciente reforma fiscal y la estrategia fiscal del Programa de Estabilidad del Gobierno para el periodo 2014-2017. Por su parte, el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero, gracias tanto a los esfuerzos realizados por las propias entidades como a los programas de reformas llevados a cabo por el Gobierno con la asistencia de la UE, ha comportado un fortalecimiento de las posiciones de capital y liquidez del sistema bancario y un descenso de los costes de financiación en los mercados.

## Evolución del empleo y de la confianza

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

No obstante, en términos generales se advierte que todavía persisten ciertos riesgos que podrían arrastrar a la baja el crecimiento de la economía española, especialmente para 2015. Teniendo en cuenta nuestra idiosincrasia, el elevado nivel de deuda pública es una fuente importante de vulnerabilidad ante un posible aumento de los tipos de interés en el mercado de deuda soberana. Por otro lado, se plantea la posibilidad de que el cumplimiento de los objetivos de déficit establecidos (5,5% para 2014 y 4,2% para 2015) pueda requerir un grado mayor de consolidación presupuestaria del previsto, lo que podría lastrar el crecimiento de la demanda interna.

En el ámbito exterior, el débil crecimiento que están experimentando nuestros principales socios comerciales podría lastrar la evolución de los mercados de exportación, con lo que las realizaciones de los pronósticos podrían ser más desfavorables de lo previsto<sup>2</sup>.

- 1 La principal causa de la reducción de la tasa de crecimiento esperada para 2014 a nivel mundial es la debilidad mostrada por Estados Unidos durante los primeros meses del año, que ha provocado que las expectativas de crecimiento pasen del 2,8% al 1,7%.
- 2 Algunos informes, basándose en el debilitamiento de las expectativas de algunas economías emergentes, ya han corregido a la baja el crecimiento de las exportaciones. Así, por ejemplo, el Banco de España lo ha reducido cinco décimas para 2014 y dos décimas para 2015, hasta el 4,6% y el 5,9% respectivamente.

El sector bancario español ha continuado inmerso en el proceso de reestructuración y saneamiento que comenzó en 2012. Los procesos de racionalización de las entidades continúan progresando, pero el negocio bancario sigue lastrado por la debilidad de la actividad, que aún no tiene suficiente dinamismo a pesar de su mejora. La morosidad de las entidades aún es elevada, ya que refleja con cierto retraso la debilidad de la situación macroeconómica, pero otras variables fundamentales del sector han empezado a cambiar de tendencia. Por un lado, la cuenta de resultados de los bancos, incluidos los intervenidos, ha mejorado como consecuencia del notable descenso de las provisiones efectuadas. Su financiación también se ha realizado en mejores condiciones ya que los mercados han tendido a normalizarse, reduciéndose notablemente, en particular, la fragmentación que se observaba en la zona del euro. También se ha apreciado una mejora de la predisposición de las entidades a conceder crédito: el saldo vivo sigue descendiendo, pero cada vez con

*El sistema bancario español continúa progresando, aunque su evolución sigue lastrada por la actividad económica y por la morosidad. Del lado positivo destaca la cuenta de resultados, la revalorización de sus cotizaciones y la mejora de sus condiciones de financiación. Los resultados de los test de estrés serán claves para apuntalar la confianza en el sector.*

menos intensidad. De cara al futuro, los resultados de los test de estrés realizados en el ámbito europeo pueden ser claves a la hora de fijar las expectativas de los agentes sobre el sector.

*Los beneficios agregados de los bancos aumentaron desde 621 millones de euros en el primer trimestre de 2013 hasta 3.702 millones en el mismo periodo de 2014.*

La cuenta de resultados correspondiente al primer trimestre del año arrojó unos beneficios para el sector de 3.702 millones de euros, muy por encima de los 621 millones de 2013. El desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias pone de manifiesto que el margen de intereses siguió contrayéndose (un 7,4%, hasta los 6.405 millones de euros), como consecuencia de la disminución de la actividad y particularmente de los tipos de interés reducidos, que suponen un gran desafío para las entidades. Sin embargo, la mejora de los rendimientos de los instrumentos de capital, el ajuste de los gastos de explotación y el descenso de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros permitieron la mejoría de los resultados del sector en su conjunto.

*La financiación a los sectores privados de la economía continuó cayendo, aunque de forma más atenuada que en trimestres anteriores.*

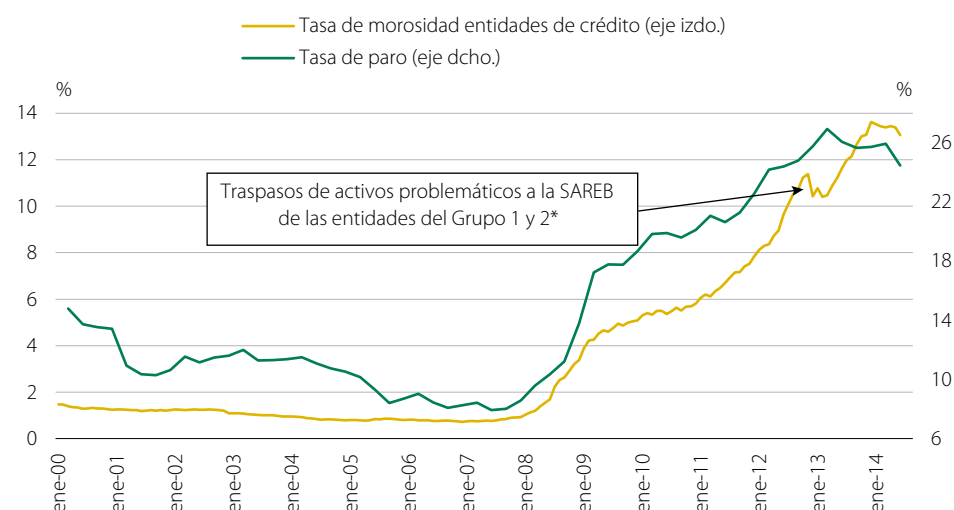
En este entorno, la financiación de los bancos a los sectores no financieros de la economía ha seguido retrocediendo, aunque de forma más atenuada que en meses anteriores. La financiación proporcionada a las sociedades no financieras caía un 4,7% en julio (el mínimo del año se observó en febrero con un descenso del 5,9%) y la de los hogares retrocedía un 4,5% (5% en enero). En la zona del euro, los préstamos a empresas y hogares caen un 2,3% y un 0,5% respectivamente. En España, es previsible que siga atenuándose la contracción de la financiación al sector privado en vista de la mejoría de la actividad doméstica y de la tendencia que están mostrando recientemente los bancos a la hora de relajar los criterios de aprobación de préstamos. Según los datos de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), esta relajación estaría siendo más intensa en los préstamos a corto plazo y en los dirigidos a las pymes.

*La morosidad en junio se situó en el 13,1% del crédito total.*

La morosidad del sector se situó en junio en el 13,1% del crédito total (véase gráfico 10), ligeramente por debajo de los registros de los cuatro meses anteriores (13,4%).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta junio de 2014.

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

\* Los traspos 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).

Las necesidades de financiación del sector bancario han seguido reduciéndose, por lo que la notable mejoría de sus condiciones de financiación no se ha traducido en aumentos significativos de las emisiones de instrumentos de renta fija. De hecho, la evolución del pasivo de estas entidades, cuyo tamaño en términos agregados ha descendido por debajo de los tres billones de euros<sup>6</sup>, muestra un cambio en la composición de las fuentes de financiación: aumenta la proporción relativa de capital en el sector, mientras que disminuyen los depósitos<sup>7</sup>, los valores de renta fija y la financiación del Eurosistema<sup>8</sup>.

*Destaca la reducción del tamaño del balance agregado del sector y la recomposición de sus fuentes de financiación primando el capital.*

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras aumentó hasta los 8.628 millones de euros en el primer semestre del año 2014, lo que supone una expansión del 3,9% respecto al mismo periodo de 2013. Este incremento se produjo como consecuencia de las ganancias obtenidas por las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias (829 millones de euros), en contraste con las pérdidas superiores a los 500 millones del primer semestre de 2013 (véase cuadro 3). También mejoraron los beneficios de las empresas industriales, un 5,2%, hasta los 664 millones de euros. Por el contrario, el resultado obtenido por las empresas del sector energético y, sobre todo, por las empresas relacionadas con el comercio y los servicios fue menor que el de 2013. El de las primeras retrocedió un 3,8%, hasta los 5.479 millones de euros; y el de las segundas, un 35%, hasta los 1.624 millones. Con todo, el beneficio del sector energético continuó siendo el más voluminoso, ya que representaba el 64% del total agregado de las sociedades cotizadas no financieras a mediados de año (68% en junio de 2013).

*El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras aumentó un 3,9% en el primer semestre del año debido a la mejora del sector de las empresas de la construcción y las inmobiliarias...*

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

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	1513	1514	1513	1514	1513	1514
Energía	10.471	11.775	6.176	7.282	5.690	5.479
Industria	2.085	2.236	1.311	1.414	631	664
Comercio y servicios	13.698	13.656	6.456	7.198	2.496	1.624
Construcción e inmobiliario	3.182	3.021	1.654	1.850	-517	829
Ajustes	-69	-59	-21	-16	7	32
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>29.367</b>	<b>30.629</b>	<b>15.576</b>	<b>17.728</b>	<b>8.307</b>	<b>8.628</b>

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 se redujo en el primer semestre de 2014 un 3,3%, hasta los 265 mil millones de euros. El 76% del descenso en el nivel de las deudas se concentró en el sector energético. La ratio de apalancamiento agregada, definida como el cociente de las deudas sobre el patrimonio

*... mientras que el nivel de deudas se redujo un 3,3%, hasta los 265 mil millones de euros.*

6 Algo que no ocurría desde marzo de 2008.

7 Especialmente los depósitos del sistema crediticio. Los depósitos de Otros Sectores Residentes (sociedades y hogares) se han mantenido relativamente estables durante 2014 en 1,3 billones de euros.

8 En agosto el saldo del préstamo neto del Eurosistema ascendía a 162,5 mil millones de euros (188,8 mil millones en enero).

nio, permaneció casi invariable al pasar de 1,33 a 1,32 en el primer semestre de este año. Esta ratio descendió en todos los sectores, excepto en el sector industrial, en el que pasó de 0,6 a 1,0 (véase cuadro 4). La ratio de cobertura de la deuda, medida por el número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), permaneció prácticamente estable en 4,3, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) mejoró entre finales de 2013 y junio de 2014, después de los deterioros continuados desde 2010. Este indicador presentó mejorías en todos los sectores, salvo en las empresas del sector industrial.

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

CUADRO 4

Millones de euros		2010	2011	2012	2013	jun-14
Energía	Deudas	98.283	95.853	91.233	82.146	75.363
	Deudas/patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,68
	Deudas/EBITDA <sup>1</sup>	2,81	3,27	3,26	3,41	3,20
	EBIT <sup>2</sup> /carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	3,48
Industria	Deudas	14.948	17.586	17.232	16.609	18.145
	Deudas/patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	1,03
	Deudas/EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	4,06
	EBIT/carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	2,41
Comercio y servicios	Deudas	115.413	113.142	117.359	111.795	109.503
	Deudas/patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,95
	Deudas/EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	4,01
	EBIT/carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,21
Construcción e inmobiliario	Deudas	99.917	83.716	76.236	65.066	63.637
	Deudas/patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,59
	Deudas/EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	10,53
	EBIT/carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,92
Ajustes <sup>3</sup>		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.376
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>Deudas</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>	<b>274.221</b>	<b>265.271</b>
	Deudas/patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,32
	Deudas/EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,33
	EBIT/carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	2,24

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.

*La tasa de ahorro de los hogares cae por debajo del 10% de su renta disponible y aumenta ligeramente su riqueza debido a la revalorización de los activos financieros y al descenso de las deudas.*

Los indicadores más recientes de la posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro ha continuado descendiendo en 2014 debido a la caída de la renta disponible y a la leve recuperación del consumo privado. En el primer trimestre del año la tasa de ahorro se situaba en el 9,4% de la renta disponible (promedio de los últimos cuatro trimestres), por debajo del 10,4% registrado en diciembre y muy alejada de los valores cercanos al 18% observados a finales de 2009. La riqueza neta de las familias (saldo de activos financieros e inmobiliarios menos pasivos) se incre-

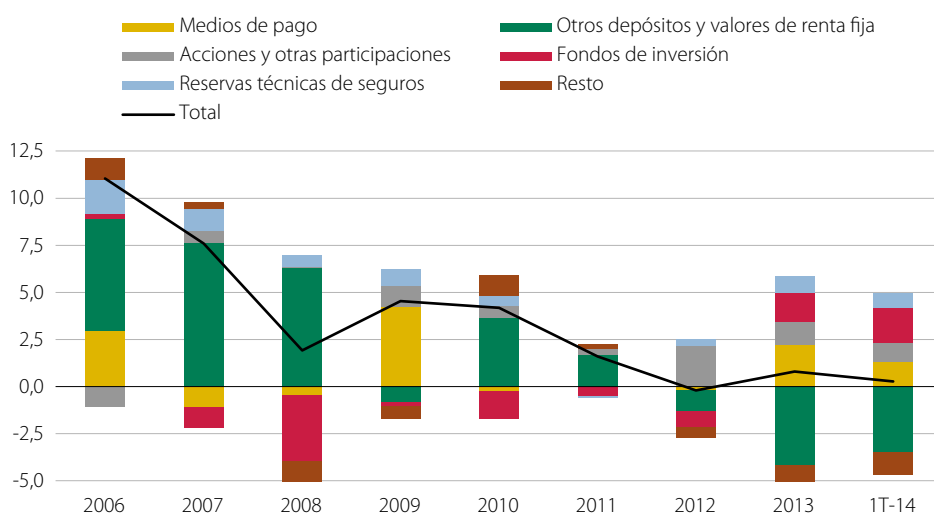
mentó ligeramente, rompiéndose la tendencia a la baja de los últimos años como consecuencia de la revalorización de los activos de renta variable y del descenso de las deudas. Los activos inmobiliarios continuaron perdiendo valor.

En relación con las inversiones financieras de las familias, los datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2014 ponen de manifiesto que la adquisición neta de activos financieros fue del 0,3% del PIB (0,8% en 2013 y -0,2% en 2012). Continuó la desinversión en depósitos a plazo y en activos de renta fija (un 3,5% del PIB en conjunto), mientras que se prolongó la adquisición de participaciones en fondos de inversión (1,9% del PIB), en medios de pago<sup>9</sup> (1,3%) y en acciones y otras participaciones (1,0%).

*Las inversiones financieras de los hogares fueron muy reducidas y continuaron enfocadas en la compra de participaciones en fondos de inversión, medios de pago y acciones.*

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 11



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

### 2.3 Perspectivas

De acuerdo con las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,4% en 2014 y al 4,0% en 2015 (véase cuadro 5). La previsión correspondiente a 2014 es tres décimas inferior a la anterior como consecuencia de la caída del pronóstico sobre la economía estadounidense, afectada sensiblemente por los datos negativos del primer trimestre de 2014, y, en menor medida, de las economías emergentes. Estas últimas mostrarían un crecimiento en 2014 del 4,6%, en línea con el de 2013, mientras que en 2015 volverían a crecer en términos agregados por encima del 5%.

*El PIB mundial crecerá un 3,4% en 2014 y un 4,0% en 2015, según los pronósticos del FMI...*

Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre el escenario macroeconómico están asociados a la posibilidad de que: (i) se prolonguen las tensiones geopolíticas en determinadas áreas o países y se acaben produciendo, por ejemplo, repuntes en los precios del crudo y descensos de la confianza de los inversores; (ii) comiencen a su-

*... aunque se observan notables riesgos a la baja derivados de las tensiones geopolíticas, de la posibilidad de reversión de tipos de interés y del estancamiento en Europa.*

9 Efectivo y depósitos transferibles.

bir los tipos de interés antes y con más fuerza de lo previsto, particularmente en EE. UU., dando lugar a una reversión de la caída de las primas de riesgo y a una revaluación del riesgo, y (iii) se dé un largo periodo de crecimiento e inflación reducidos en Europa, a la vista de la debilidad de los datos de algunas de las economías más grandes en los meses centrales de 2014.

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

CUADRO 5

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

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2014 respecto a abril.

*Los pronósticos de crecimiento para la economía española han mejorado de forma notable a lo largo de los últimos meses, aunque el escenario también muestra riesgos relevantes.*

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 1,2% en 2014 y del 1,6% en 2015. Estas previsiones suponen una revisión al alza de tres y seis décimas respectivamente en relación al último pronóstico, aunque están ligeramente por debajo de las previsiones de algunas instituciones y casas de análisis, sobre todo de cara a 2015 (véase recuadro 1). Los riesgos más importantes que deberá seguir afrontando la economía española tienen que ver con las exigencias del programa de consolidación fiscal en un entorno de crecimiento aún no muy vigoroso (la deuda pública está cerca del 100% del PIB), con el éxito del programa de reestructuración y saneamiento del sistema bancario y con la necesidad de reducir al máximo el número de desempleados.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Tras los repuntes del primer semestre del año, las cotizaciones se estabilizaron, en un contexto de contratación creciente y volatilidad reducida.*

En los mercados de renta variable, después de un primer semestre de elevadas revalorizaciones, las cotizaciones tendieron a estabilizarse. En el tercer trimestre se conocieron diversas noticias relevantes para los mercados, pero sus efectos fueron opuestos y tendieron a compensarse: la debilidad de los datos macroeconómicos de la zona del euro y la inestabilidad geopolítica originaron descensos en los precios, mientras que la adopción de las nuevas medidas del BCE dio lugar a incrementos. El



volumen de contratación continuó creciendo en el mercado debido a la liquidez disponible y al mayor atractivo de los activos de renta variable en relación con otras alternativas de inversión de menor rendimiento esperado. La volatilidad del mercado permaneció en niveles muy reducidos, inferiores al 20%, y sus condiciones de liquidez fueron holgadas.

En este contexto, el Ibex 35, que se había revalorizado un 4,3% y un 5,6% en el primer y el segundo trimestre del año respectivamente, mostró un comportamiento más irregular en el tercero, que acabó cerrando con un retroceso del 0,8%. En el acumulado del año, este índice muestra una ganancia del 9,3%. Otros índices de renta variable españoles mostraron variaciones similares. Por ejemplo, en el caso del IGBM, las variaciones fueron del 4,4%, 5,7% y -1,0% en estos trimestres y del 9,2% desde el inicio del ejercicio. La revalorización acumulada en el año de los índices de las empresas de tamaño mediano y pequeño fue menor, del 2,8% y el 6,2% respectivamente, afectada por las elevadas pérdidas del tercer trimestre. Finalmente, los índices representativos de valores latinoamericanos se han incrementado durante el mismo periodo entre un 8,5% (FTSE Latibex Top) y un 12,7% (FTSE Latibex All-Share), gracias al crecimiento registrado en el segundo y el tercer trimestre, que compensaron sobradamente las pérdidas experimentadas en el primero (véase cuadro 6).

El análisis sectorial pone de manifiesto revalorizaciones notables en el primer semestre del año y un comportamiento más heterogéneo en el tercer trimestre, en el que el impulso alcista originado por las medidas anunciadas por el BCE en septiembre no fue suficiente para compensar en todos los sectores las pérdidas de las semanas anteriores. Así, en este último trimestre se observaron descensos en cinco de los seis grandes sectores del mercado, que oscilaron entre el 0,3% del petróleo y la energía y el 6,3% de los materiales básicos, industria y construcción. Solo un sector mostró avances en este trimestre, el de los servicios financieros e inmobiliarios (1,1%), gracias a la revalorización de las entidades bancarias. En el acumulado del año todos los sectores registran ganancias, con la excepción de aquellos relacionados con los bienes y servicios de consumo. Los avances oscilan entre el 0,05% de la tecnología y las telecomunicaciones y el 17,8% del petróleo y la energía (véase cuadro 6). Otros sectores como el de los servicios financieros e inmobiliarios o el de los materiales básicos, industria y construcción avanzan por encima del 10% en el año y más del 20% en términos interanuales. El retroceso de las cotizaciones en el sector de bienes de consumo es del 2,1%, mientras que en el de servicios de consumo asciende al 1,3%.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se incrementó durante el primer semestre del año desde 14,2 veces hasta 16,3, en línea con la revalorización de las acciones, y posteriormente se redujo hasta 15,2. Como se observa en el gráfico 12, las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes, en general en ascenso desde mediados de 2011, están muy próximas a los valores medios de los últimos años. En el caso del Ibex, el promedio de esta ratio desde 2000 se sitúa en 13,5, por debajo del registro de esta variable en septiembre (15,2). La evolución de este indicador podría estar reflejando que, tanto en España como en otros países, los precios actuales de las acciones no responden completamente a los fundamentos de las economías.

*El Ibex 35, que se revalorizó en los dos primeros trimestres del año, se estabilizó en el tercero. En el acumulado de 2014 la ganancia es del 9,3%, por encima de la variación de los índices europeos más importantes.*

*Por sectores, las revalorizaciones acumuladas en el año oscilan entre el 0,05% y el 17,8%, con la excepción de los sectores relacionados con los bienes y servicios de consumo.*

*El PER aumentó durante el primer semestre y, aunque retrocedió en el tercer trimestre del año, el nivel de septiembre (15,2) se sitúa por encima de la media del periodo 2000-2014.*

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

CUADRO 6

Índices	2010	2011	2012	2013	I-14 <sup>1</sup>	II-14 <sup>1</sup>	III-14 (hasta el 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic-13	% inter- anual
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	4,3	5,6	-0,8	9,3	21,2
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	22,7	4,4	5,7	-1,0	9,2	22,0
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	52,0	6,8	2,4	-6,0	2,8	22,0
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	44,3	20,5	-1,3	-10,7	6,2	27,2
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-20,0	-5,6	6,9	11,7	12,7	6,2
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,4	-6,3	7,2	8,0	8,5	6,2
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-31,7</b>	<b>-18,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>19,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,1</b>	<b>14,0</b>	<b>30,3</b>
Banca	-33,1	-20,3	-4,8	18,8	6,5	6,3	1,5	14,9	31,0
Seguros	-26,4	12,5	-2,0	47,3	2,0	-6,3	-4,8	-9,1	5,5
Inmobiliarias y otros	-53,3	-47,5	-14,4	38,3	42,3	10,8	-3,8	51,6	101,7
<b>Petróleo y energía</b>	<b>-8,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>
Petróleo	10,2	14,9	-35,4	19,5	1,1	4,0	-2,8	2,2	1,1
Electricidad y gas	-14,2	-10,8	-5,4	18,7	11,9	10,4	0,5	24,1	41,0
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>-15,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>28,9</b>	<b>11,6</b>	<b>6,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>11,1</b>	<b>21,4</b>
Construcción	-14,9	-6,9	-9,3	26,5	16,0	6,5	-7,3	14,4	21,3
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-29,2	-12,2	-8,8	55,4	-2,4	6,0	-10,9	-7,8	7,2
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-9,1	-33,7	-8,7	11,5	9,2	5,6	3,4	19,2	35,5
Ingeniería y otros	-0,1	-29,0	3,8	7,6	22,0	9,5	-5,5	26,3	36,8
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-12,8</b>	<b>-20,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>22,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>6,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,05</b>	<b>8,5</b>
Telecomunicaciones y otros	-12,8	-20,8	-23,0	17,1	-1,4	8,2	-4,1	2,3	8,0
Electrónica y software	-12,0	-21,3	39,4	56,8	-0,7	-1,4	-7,2	-9,1	10,7
<b>Bienes de consumo</b>	<b>17,0</b>	<b>5,7</b>	<b>55,6</b>	<b>17,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,1</b>
Textil, vestido y calzado	28,6	12,7	66,2	13,5	-9,1	3,2	4,5	-1,9	6,8
Alimentación y bebidas	25,3	-6,3	25,0	4,7	-4,2	5,7	-4,8	-3,6	0,0
Productos farmacéuticos y biotecnología	-22,2	-7,3	68,3	39,6	12,1	1,8	-13,4	-1,1	11,5
<b>Servicios de consumo</b>	<b>-0,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>12,7</b>	<b>58,9</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>16,9</b>
Autopistas y aparcamientos	-10,1	-3,7	5,7	36,5	2,6	6,4	-5,5	3,3	22,7
Transporte y distribución	55,3	-34,9	29,7	116,4	4,6	-8,5	0,9	-3,4	24,3

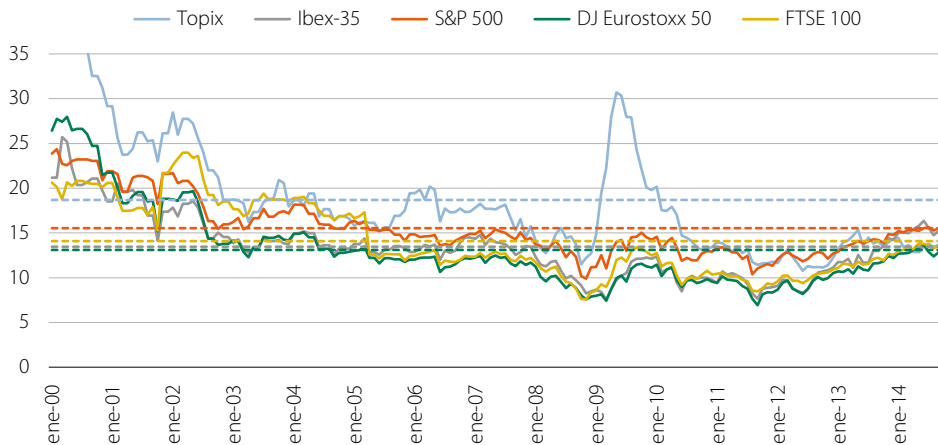
Fuente: BME y Thomson Datastream.

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.

## Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 12



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

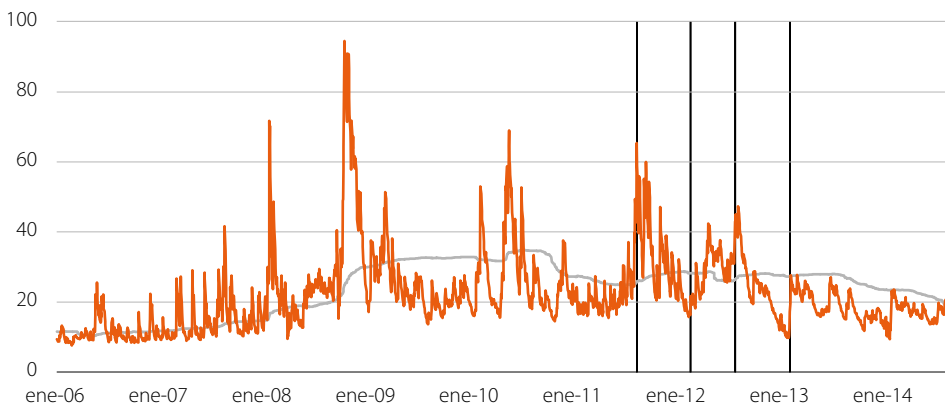
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La volatilidad del Ibex 35 se ha mantenido prácticamente todo el año por debajo del 20%, un nivel notablemente inferior al observado en cualquiera de los periodos de tensión experimentados en los mercados financieros desde 2008. La caída de la volatilidad y su mantenimiento en niveles bajos se enmarca en una tendencia más general que también se ha observado en otros índices de renta variable desde el año pasado. En septiembre, la volatilidad del Ibex 35 se situaba en el 15,6%. El promedio de esta variable en el conjunto del año es del 17,1% (18,5% en 2013).

*La volatilidad del mercado ha permanecido en niveles inferiores al 20% durante prácticamente todo el año. Esta tendencia también se ha observado en otras bolsas.*

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 13



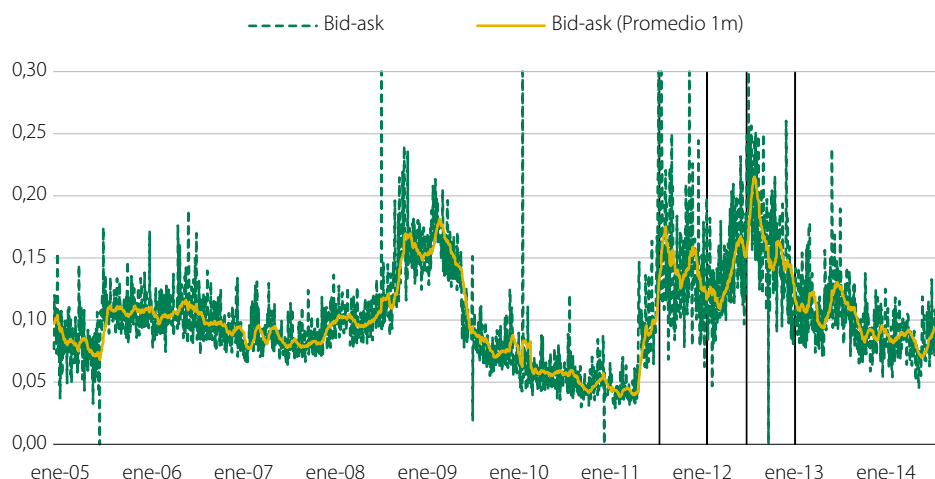
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 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.

Como se observa en el gráfico 14, las condiciones de liquidez del Ibex 35 continuaron siendo holgadas en el tercer trimestre del año, a pesar del ligero incremento del diferencial *bid-ask* que se produjo a mediados de agosto. El promedio de este diferencial ha oscilado entre el 0,081% y el 0,087% en los tres primeros trimestres del año, por debajo de la media desde 2003 (0,104%).

*La liquidez del Ibex 35 se mantuvo en buenos niveles a pesar del ligero aumento del diferencial bid-ask que se observó en agosto.*

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread (%)

GRÁFICO 14



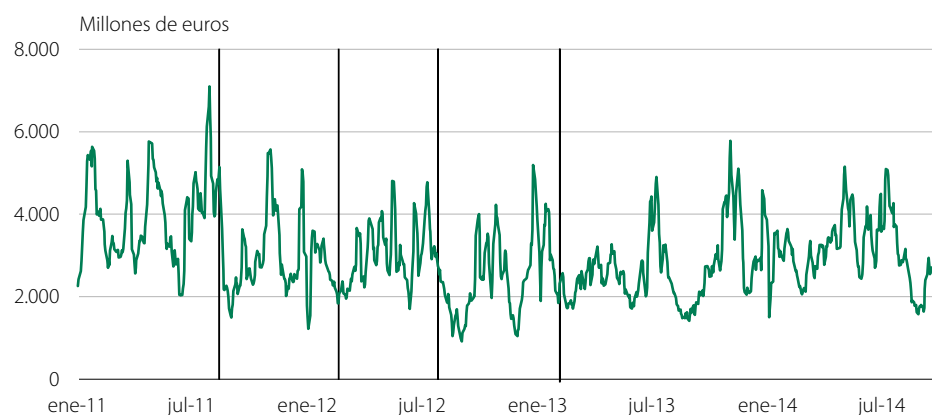
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto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

La contratación en el mercado bursátil español aumentó casi un 27%.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español fue cercano a los 578 mil millones de euros en los tres primeros trimestres del año, lo que supone un incremento del 26,8% en relación con el mismo periodo del año anterior. Este aumento de los volúmenes, observado también en otras plazas de referencia, es consecuencia del incremento generalizado de las compras de instrumentos de renta variable, que resultan muy atractivas en un contexto como el actual, caracterizado por el exceso de liquidez y los tipos de interés muy reducidos. En términos diarios, la contratación en el mercado se ha situado en 3.202 millones de euros (media de 2014), superando así los promedios de 2013 (2.760 millones diarios) y de 2012 (2.730 millones).

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

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de septiembre. 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.

El 14 de enero de 2014, el Parlamento y el Consejo Europeo alcanzaron un acuerdo por el que se aprobó la modificación de la Directiva 2004/39/EC<sup>1</sup> relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID). La modificación de la MiFID se realizará a través de una directiva<sup>2</sup> (MiFID II) y un reglamento (MiFIR) que están basados en sendas propuestas legislativas efectuadas por la Comisión Europea en 2011.

Las principales novedades en el ámbito de los mercados contempladas en el acuerdo entre el Parlamento y el Consejo Europeo son las siguientes:

- Se modifica el régimen de infraestructuras de negociación y se impulsa la negociación de acciones y derivados a través de los centros de negociación reconocidos.
- Se introducen dos reformas: i) en el ámbito de la renta variable, las empresas de inversión que gestionen sistemas internos de case de órdenes sobre una base multilateral deberán ser autorizadas a operar como sistemas multilaterales de negociación, y ii) se incluye un nuevo tipo de infraestructuras de negociación de carácter multilateral, los denominados sistemas organizados de negociación (Organised Trading Facility, OTF), que se añade a los internalizadores sistemáticos, los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación (SMN). En los OTF se negociarán instrumentos financieros distintos a las acciones y se establecen restricciones sobre la utilización de su propio capital para dar contrapartida a sus clientes.
- Se establece la obligación de contratar las acciones en los centros de negociación reconocidos por la normativa, así como aquellos productos derivados que se consideren aptos para la compensación centralizada, de acuerdo con el EMIR, y que sean suficientemente líquidos.
- Se fomenta la competencia entre las infraestructuras de negociación y compensación.

La MiFID II establece un régimen armonizado de acceso no discriminatorio a las plataformas de negociación y a las cámaras de contrapartida central. Las primeras tendrán que enviar los datos de negociación necesarios a todas las cámaras de contrapartida central que los soliciten y estas, a su vez, tendrán que dar acceso a sus servicios a cualquier plataforma que lo solicite. Asimismo, los propietarios de derechos sobre referencias o índices permitirán el acceso a sus datos y metodología de cálculo.

Se extienden los requisitos de transparencia a las plataformas en las que se negocien instrumentos financieros distintos a las acciones, como renta fija o productos derivados. Se obliga a los centros de negociación a poner a disposición del público sus datos de pretransparencia y postransparencia con unos criterios razonables desde un punto de vista comercial, fomentándose de esta manera la consolidación y la difusión efectiva de la información.

- Se refuerza la capacidad de supervisión sobre los mercados de derivados de materias primas.

En consonancia con los compromisos asumidos en el seno del G20, se introduce un régimen armonizado de límites a las posiciones abiertas en estos mercados con la finalidad de mejorar la transparencia, favorecer la correcta formación de precios y prevenir el abuso de mercado. ESMA determinará la metodología de cálculo para la imposición de los límites aplicables a las posiciones individuales. Asimismo, se establecen obligaciones de reporte de las posiciones para los distintos tipos de participantes de estos mercados con la finalidad de que los supervisores y el propio mercado tengan acceso a una mejor información sobre su funcionamiento.

- Se introducen controles sobre la negociación algorítmica.

Este tipo de operativa ha transformado la negociación en los mercados financieros y en algunas circunstancias ha ocasionado incidentes que han alterado la formación de precios, como en el *flash crash* de mayo de 2010 en EE. UU., e incluso podrían llegar a generar riesgos sistémicos. Bajo la MiFID II se establecerán una serie de requisitos para las empresas de inversión que realicen esta actividad así como para aquellas infraestructuras de negociación donde se lleven a cabo.

Aquellas empresas que realicen negociación algorítmica y que, de manera específica, sigan estrategias de creación de mercado estarán obligadas a aportar liquidez. Además, las empresas de servicios de inversión que faciliten un acceso directo electrónico a plataformas de negociación deberán tener en vigor sistemas de control del riesgo para prevenir el funcionamiento desordenado del mercado o las prácticas abusivas.

Por último, la novedad más importante desde el punto de vista de la protección al inversor es una nueva competencia recogida en el artículo 42 del reglamento MiFIR por la que se otorga a las autoridades supervisoras lo que se denomina intervención de productos (*product intervention*). Mediante esta facultad se podrían restringir e incluso prohibir ciertas actividades y productos financieros que supusieran una amenaza para la estabilidad financiera, el funcionamiento ordenado de los mercados o la protección al inversor. Se trata, por tanto, de una herramienta preventiva que permitiría anticiparse y evitar potenciales problemas en la colocación indebida de productos financieros a minoristas. La autoridad de Reino Unido ya ha utilizado esta herramienta, prohibiendo, desde el 1 de octubre de 2014 y durante un periodo de un año, la comercialización a inversores minoristas de bonos contingentes (*Contingent Convertibles* o CoCos) por considerarlos no adecuados para minoristas por su elevada complejidad y alto riesgo.

1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril relativa a los mercados de instrumentos financieros y traspuesta al Derecho español mediante la Ley 47/2007 de 20 de diciembre que modifica la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

2 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se derogan las directivas 2002/92/UE y 2011/61/UE, y Reglamento n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo relativo a los mercados de instrumentos financieros, y por el que se modifica el reglamento (EMIR) relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Por otra parte, continuó aumentando la contratación de acciones españolas negociadas en las bolsas nacionales en otros mercados regulados y SMN europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó<sup>10</sup> los 98 mil millones de euros, lo que supone casi el 15% de la negociación total de estos valores (10% en el conjunto de 2013).

*Se mantiene la tendencia a la fragmentación de los mercados.*

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

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	I-14	II-14	III-14 <sup>2</sup>
<b>Total</b>	<b>1.030.498,6</b>	<b>926.873,7</b>	<b>709.902,0</b>	<b>764.986,6</b>	<b>218.532,7</b>	<b>254.003,2</b>	<b>183.270,1</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>1.030.330,2</b>	<b>926.828,6</b>	<b>709.851,7</b>	<b>764.933,4</b>	<b>218.511,6</b>	<b>253.996,2</b>	<b>183.255,8</b>
BME	1.020.063,2	912.176,9	687.456,1	687.527,6	182.995,1	218.004,1	156.536,7
Chi-X	8.383,6	11.120,3	16.601,3	53.396,7	25.230,6	20.074,6	15.798,6
Turquoise	269,1	707,7	3.519,6	11.707,9	3.405,8	7.193,1	6.883,9
BATS	272,4	1.276,4	2.261,9	10.632,1	5.106,7	4.219,4	3.338,6
Otros <sup>3</sup>	1.341,90	1.547,3	12,8	1.669,2	1.773,4	4.504,9	698,1
<b>Corros</b>	<b>165,4</b>	<b>42,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>20,9</b>	<b>6,8</b>	<b>14,1</b>
Madrid	15,7	16,1	3	7,3	1,0	3,7	2,5
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,1	14,2	0,0	0,0
Barcelona	143,9	26,4	37,7	44,1	5,7	2,9	11,6
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,0	0,0	0,2	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	6.415	5.206	4.102	5.640	2.576,7	3.127,2	2.050,9
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	5.896,3	2.092,0	2.098,2	1.486,5
Latibex	521,2	357,7	313,2	367,3	137,3	76,7	58,5
ETF	5.968,2	3.495,4	2.736,0	4.283,9	2.696,6	1.894,9	2.140,5
Total contratación BME	1.037.284,3	925.661,3	698.987,5	703.768,7	190.518,8	225.208,1	162.287,9
% RV española en BME respecto al total RV española	99,0	98,4	96,9	90,0	83,9	85,9	85,5

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Datos hasta el 15 de septiembre.
- 3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 5.811 millones de euros en el tercer trimestre del año, dejando el volumen acumulado en 2014 en 19.754 millones (véase cuadro 8). Esta cifra es inferior a la del mismo periodo del año anterior, pero es preciso tener en cuenta que en 2013 se produjeron algunas ampliaciones de capital muy cuantiosas en el contexto del proceso de reestructuración y saneamiento del sector bancario que posiblemente no se van a repetir

*Las emisiones de renta variable se han situado cerca de los veinte mil millones en lo que va de año, con aumentos de la importancia de la modalidad dividendo-elección (scrip dividend).*

10 Según información extraída de Bloomberg.

este año. Cabe destacar que las emisiones de renta variable de 2014 han sido efectuadas por sociedades de múltiples sectores productivos (no solo el financiero) y que las emisiones realizadas bajo la modalidad de dividendo elección (*scrip dividend*) han continuado incrementando su importancia. El importe acumulado de estas emisiones ascendía a 8.239 millones de euros, lo que supone el 41,7% de las emisiones totales (25,2% en 2013).

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2011	2012	2013	IV-13	I-14	II-14	III-14 <sup>1</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)</b>	<b>20.970,3</b>	<b>29.557,4</b>	<b>39.171,9</b>	<b>4.982,5</b>	<b>4.829,1</b>	<b>9.113,3</b>	<b>5.811,4</b>
Ampliaciones de capital	20.843,3	28.326,0	39.171,9	4.982,5	4.829,1	7.877,0	5.293,6
De las cuales, dividendo elección	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.466,6	2.867,5	2.439,5	2.931,7
De ellas, mediante OPS	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	900,0	1.655,0	401,5
Tramo nacional	5.827,1	2.457,3	1.744,6	0,0	98,7	348,1	8,9
Tramo internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7
Tramo nacional	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5
Tramo internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>	<b>91</b>	<b>106</b>	<b>159</b>	<b>49</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>39</b>
Ampliaciones de capital	90	103	159	49	35	43	37
De ellas, liberadas	24	24	38	7	7	7	11
De ellas, mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	3	2
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	<b>44</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>29</b>
Ampliaciones de capital	44	39	46	23	21	30	28
De ellas, mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	2	1

Fuente: CNMV.

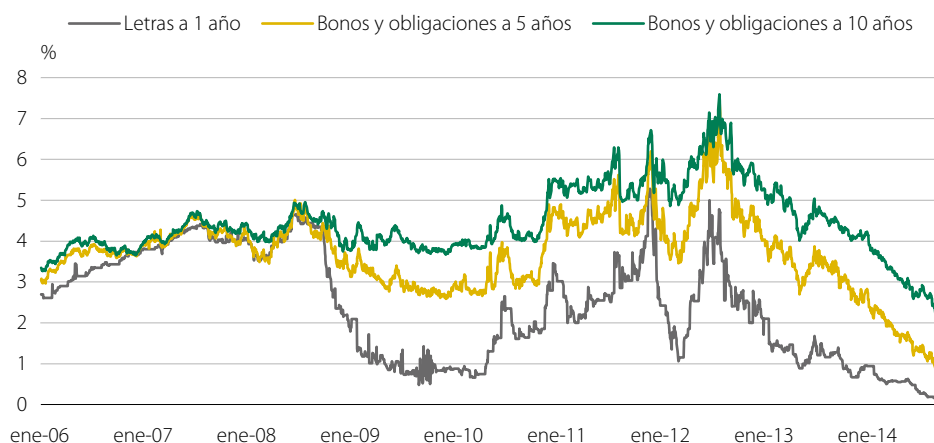
<sup>1</sup> Datos disponibles hasta el 15 de septiembre de 2014.

### 3.2 Los mercados de renta fija

*Nuevos descensos de los tipos de interés de la deuda española hasta mínimos históricos. En algunos casos, los precios de la deuda podrían no estar alineados con la evolución de los fundamentos económicos.*

Los mercados de renta fija nacionales continúan dominados por la abundancia de liquidez y la mejoría de las perspectivas sobre la situación macroeconómica nacional. Los tipos de interés de las principales referencias de deuda (pública y privada) se han situado en nuevos mínimos históricos, así como las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles, dando lugar a un intenso abaratamiento de las condiciones de financiación de la economía en su conjunto. En algunos casos, los precios de los instrumentos de deuda son muy elevados y podrían estar desalineados de los fundamentos de la economía española, siendo más sensibles a posibles episodios de inestabilidad en los mercados o a incrementos no anticipados en los tipos de interés. En este contexto, las emisiones de deuda registradas en la CNMV retrocedieron un 28,6% (un 11,5% si tenemos en cuenta el avance de las emisiones en el exterior) como consecuencia de las menores necesidades de financiación de los emisores españoles.





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

En este contexto, los tipos de interés de corto plazo de la deuda pública alcanzaron nuevos mínimos en el tercer trimestre del año. La caída acumulada desde enero en los tipos de las principales referencias ha oscilado entre los 51 y los 77 p.b. A mediados de septiembre, las rentabilidades de las Letras a tres, seis y doce meses se situaban en el 0,03%, 0,06% y 0,12%, unos niveles que dejan poco margen para nuevas disminuciones. En el caso de la renta fija privada a corto plazo, las rentabilidades también experimentaron descensos notables durante el año, que se situaron entre los 45 y los 63 p.b. Los tipos de interés de los pagarés a tres, seis y doce meses en el momento de la emisión descendían hasta niveles del 0,64%, 0,79% y 0,96% respectivamente en el promedio de septiembre (véase cuadro 9).

*Caídas en las rentabilidades de la deuda a corto plazo, con poco margen ya para mantener esta tendencia...*

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

CUADRO 9

%	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14 <sup>2</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,26	0,14	0,03
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,41	0,20	0,09
12 meses	3,27	2,23	0,91	0,56	0,42	0,13
<b>Pagarés de empresa<sup>3</sup></b>						
3 meses	2,74	2,83	1,09	1,01	0,93	0,64
6 meses	3,52	3,58	1,36	1,34	1,23	0,79
12 meses	3,77	3,83	1,59	1,34	1,32	0,96

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

- 1 Promedio mensual de datos diarios.
- 2 Datos a 15 de septiembre.
- 3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades de medio y largo plazo de la deuda pública aún descendieron más que las de las referencias a corto plazo y lo hicieron prácticamente sin interrupción durante el año. Estas rentabilidades, cuya caída osciló entre los 150 y los 191 p.b., se situaban en el promedio de septiembre en el 0,50%, 0,93% y 2,24 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente (véase cuadro 10). La disminución de las rentabilidades de la renta fija privada también ha sido significativa a lo largo del ejercicio,

*... más intensas en las referencias a largo plazo. La rentabilidad del bono de deuda pública a diez años cerraba el tercer trimestre algo por encima del 2%, marcando mínimos históricos.*

especialmente en los plazos más largos. A mediados de septiembre, estas rentabilidades eran del 1,13%, 1,60% y 2,77% en los plazos de tres, cinco y diez años. Estas rentabilidades se sitúan así en niveles mínimos históricos y, por tanto, suponen un abaratamiento sustancial de la financiación que obtiene el sector público español. Sin embargo, también se corresponden con precios muy elevados para estas referencias, y su evolución podría ser muy sensible a incrementos no anticipados en los tipos de interés o a nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.

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

CUADRO 10

%	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	4,01	3,40	2,00	1,26	0,85	0,50
5 años	4,65	4,22	2,68	1,96	1,36	0,93
10 años	5,62	5,35	4,15	3,34	2,70	2,24
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	5,43	4,19	2,63	1,78	1,40	1,13
5 años	5,91	4,66	2,84	2,18	1,90	1,60
10 años	8,06	6,79	4,46	3,66	3,07	2,77

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

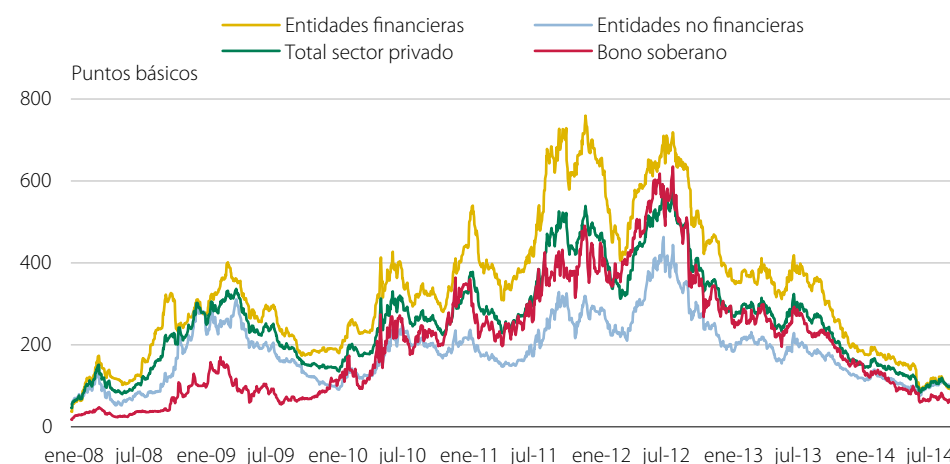
2 Datos a 15 de septiembre.

*La prima de riesgo soberano ha disminuido cerca de noventa p.b. durante el año...*

En esta tendencia a la baja en los tipos de interés de la economía, también se observó una moderación adicional de la prima de riesgo soberano durante el tercer trimestre, que ya había descendido de forma significativa en trimestres anteriores. El diferencial entre el tipo de interés del bono soberano español a diez años y el bono alemán pasaba de 220 p.b. a finales de diciembre de 2013 a 167 p.b., 142 y 132 al final de cada trimestre de 2014. De forma paralela, la prima de riesgo del CDS del bono soberano español se situaba en 67 p.b. a mediados de septiembre, por debajo de los 153 de finales de 2013.

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

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado también han descendido de forma notable a lo largo del año, si bien esta tendencia se ha estabilizado en las últimas semanas. El promedio de la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras ha pasado de 186 p.b. a finales de 2013 a 165, 107 y 94 a finales de los tres trimestres de 2014. En estos periodos, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de las entidades no financieras ha sido de 119, 112, 99 y 103 p.b.

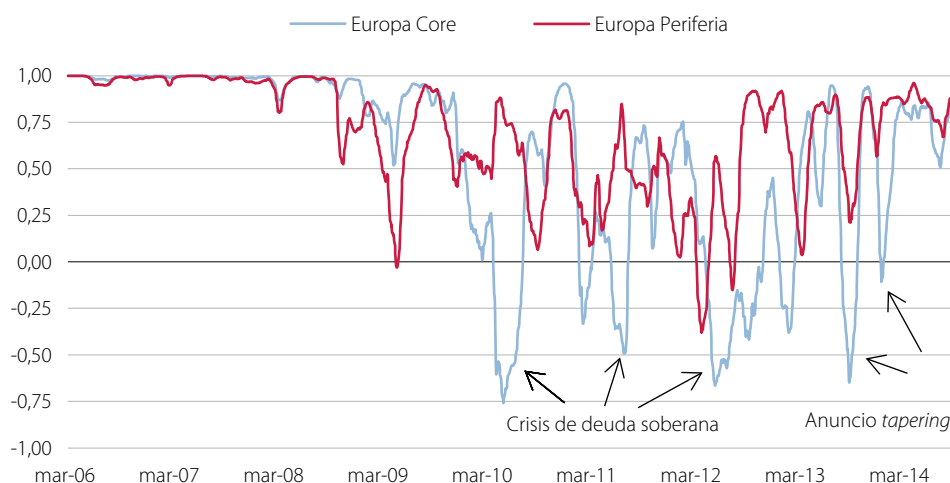
... un descenso similar al de la prima de riesgo del sector financiero. La del sector no financiero, mucho menos afectada por la crisis, cedió algo más de 15 p.b.

La correlación entre el precio de la deuda pública española y otros activos como la deuda pública de otras economías europeas o la renta variable está en niveles elevados. Este comportamiento se aleja del observado durante la crisis de la deuda soberana europea, en la que se producía una disociación clara entre los movimientos de la deuda pública española y los de esos activos, junto con una evolución más pareja respecto a la deuda soberana emitida en los países periféricos de la zona del euro (véase gráfico 18). A pesar de que las correlaciones son altas, los indicadores de contagio de riesgo de crédito están en niveles bajos debido, en parte, al reducido nivel de las primas de riesgo de crédito de los países.

La correlación entre la deuda pública española y otros activos de deuda o las acciones está en niveles elevados.

### Correlación entre la rentabilidad del bono español y la de otros bonos europeos<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre de 2014.

1 Coeficiente de correlación calculado en ventanas de tres meses sobre rentabilidades de bonos de deuda pública a diez años. El grupo Europa Core incluye Alemania, Francia, Bélgica y Holanda, mientras que el grupo Europa Periferia incluye Italia, Irlanda, Portugal y Grecia. Se calcula el coeficiente de correlación entre la rentabilidad del bono español y la de cada uno de los bonos europeos y se realiza el promedio de estos coeficientes para cada grupo.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 67.311 millones de euros en los tres primeros trimestres del año, un 28,5% menos que en el mismo periodo del año anterior. Este retroceso está en parte causado por las emisiones de bonos realizadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que fueron mucho más elevadas en 2013<sup>11</sup>. Además, se observa un aumento de las emisiones de deuda de las sociedades españo-

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 67 mil millones de euros, un 28,5% menos que en 2013. La caída se atenúa al 11,5% si se incluyen las emisiones en el exterior.

11 En 2013, las emisiones de la SAREB en los tres primeros trimestres del año se situaron en 14.087 millones de euros, mientras que en 2014 disminuyeron hasta los 4.085 millones.

las en el exterior (12%), particularmente en los instrumentos de corto plazo y en participaciones preferentes. Si tenemos en cuenta estos factores, el retroceso de las emisiones de las entidades españolas se atenuaría hasta el 11,5% y respondería fundamentalmente a sus menores necesidades de financiación. En el caso de las sociedades financieras también se explicaría por la preferencia de los instrumentos de capital como fuente de financiación en detrimento de la deuda.

*Descensos importantes en las emisiones de pagarés...*

En términos absolutos, el mayor retroceso en las emisiones de deuda se produjo en el segmento de los pagarés, cuyas emisiones acumuladas en el año fueron cercanas a los veinte mil millones de euros, 12,5 mil millones menos que en 2013. Las emisiones de estos productos en el exterior se situaron en 11,3 mil millones de euros, cerca de tres mil millones más que en 2013 (véase cuadro 11).

*... de bonos simples (afectados por las emisiones de la SAREB) y de cédulas hipotecarias y territoriales.*

Las emisiones brutas de bonos simples registradas en la CNMV hasta mediados de septiembre se situaron en 13.204 millones de euros, un 33,6% menos que en 2013. Descontando las emisiones efectuadas por la SAREB, las emisiones de bonos se habrían incrementado un 57%, hasta los 9.119 millones. Destaca asimismo el descenso de las emisiones de cédulas, tanto hipotecarias (un 17,7%, hasta los 17.950 millones de euros) como territoriales (un 67%, hasta los 1.853 millones).

*Las emisiones de bonos de titulización se mantuvieron en niveles parecidos a los de 2013.*

Las emisiones de bonos de titulización también cayeron, pero mucho menos que otros instrumentos. En el acumulado del año se situaron en 13.345 millones de euros, ligeramente por debajo de los 13.898 millones del año anterior.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2010	2011	2012	2013	2014		
					I	II	III <sup>2</sup>
<b>Registradas<sup>1</sup> en la CNMV</b>							
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>226.449</b>	<b>287.490</b>	<b>357.830</b>	<b>138.839</b>	<b>20.593</b>	<b>28.009</b>	<b>18.709</b>
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.800	3.450	11.000	3.500
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	1.500	218	135
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	18.692	86.442	32.537	5.988	4.855	2.361
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	3.563	803	0	1.000	1
Bonos de titulización	63.261	68.410	23.800	28.593	1.850	3.855	7.640
Tramo nacional	62.743	63.453	20.627	24.980	1.389	3.573	7.550
Tramo internacional	518	4.957	3.173	3.613	461	282	90
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586	103.501	132.882	43.991	7.804	7.081	5.072
De titulización	5.057	2.366	1.821	1.410	200	420	0
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	42.581	7.604	6.661	5.072
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	9.154	28.549	7.633	4.776	0	2.244	1.545
Emisiones aseguradas	299	10	0	193	196	0	0
					2014		
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>91.882</b>	<b>47.852</b>	<b>17.421</b>	<b>15.116</b>	<b>3.896</b>
A largo plazo	51.107	51.365	50.312	34.452	12.526	10.849	1.710
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	3.000	1.102	0
Obligaciones subordinadas	0	242	307	750	0	0	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.005	32.049	9.526	9.746	1.710
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.570	13.400	4.896	4.267	2.186
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.570	13.400	4.896	4.267	2.186
De titulización de activos	248	322	11.590	0	0	0	0
<b>Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>					2014		
	2010	2011	2012	2013	I	II	III <sup>4</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>191.266</b>	<b>108.396</b>	<b>49.123</b>	<b>48.271</b>	<b>13.463</b>	<b>9.610</b>	<b>2.843</b>
Instituciones financieras	161.897	79.199	18.389	8.071	2.549	2.989	60
Sociedades no financieras	29.369	29.197	30.734	40.200	10.914	6.621	2.783

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.

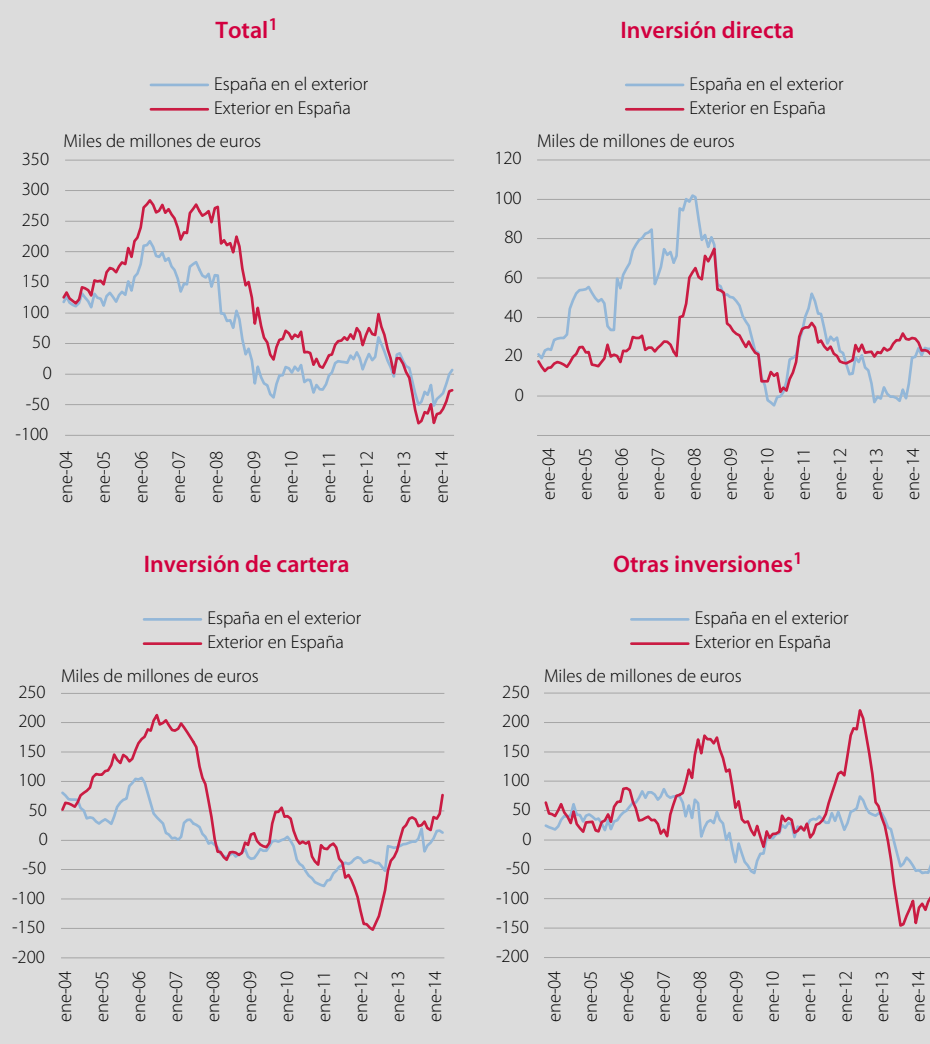
3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

4 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

Durante los años anteriores al inicio de la crisis financiera, la economía española era receptora de altos volúmenes de financiación procedentes del exterior. Esta necesidad de financiación surgía como consecuencia de la elevada tasa de inversión, que era muy superior a la tasa de ahorro. Sin embargo, la corrección de algunos desequilibrios durante la crisis redujo de tal manera la necesidad de financiación de la economía que, desde finales de 2012, España comenzó a ser emisor (neto) de financiación en relación con el sector no residente<sup>1</sup> (véase panel superior izquierdo del gráfico R.3.1). Los datos de la cuenta financiera revelan un nuevo cambio en el comportamiento inversor desde mediados de 2013, con incrementos sustanciales del volumen de inversión tanto del sector no residente en España como de España en el exterior. En este recuadro se hace un breve repaso de las diferentes etapas por las que ha pasado la inversión del exterior en nuestra economía, teniendo en cuenta su modalidad y el sector de destino.

Cuenta financiera: desglose en función de la modalidad de inversión (datos acumulados de doce meses)

GRÁFICO R.3.1



Fuente: Banco de España, Balanza de pagos. Datos hasta junio de 2014.

<sup>1</sup> Excepto los derivados y las reservas para las que no se dispone del desglose España - sector no residente.

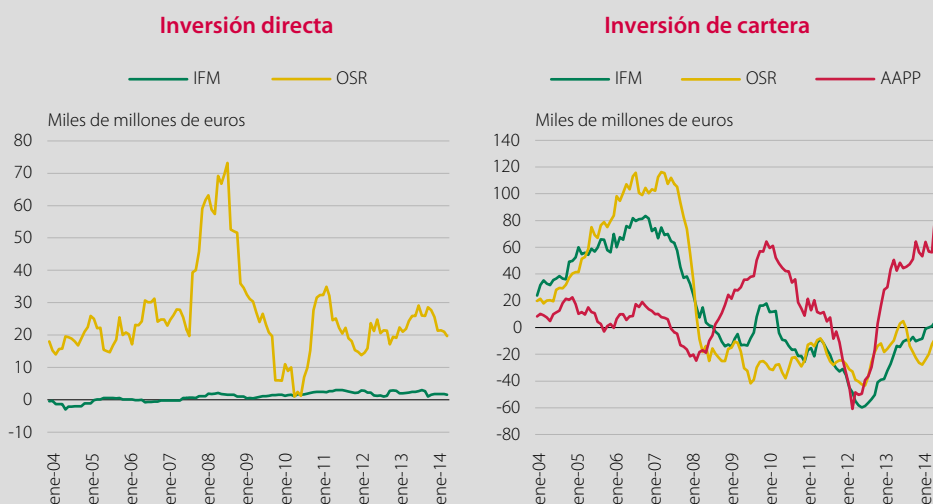
Los flujos de inversión del sector no residente en España han transitado por varias fases desde el inicio de la crisis. Durante la primera etapa (véase panel superior izquierdo del gráfico R.3.1), desde principios de 2008 hasta mediados de 2009, el volumen de inversión del sector no residente en nuestra economía descendió desde niveles superiores a los 250 mil millones (al año) hasta algo menos de 25 mil millones. Posteriormente mostró oscilaciones menos acentuadas durante los diferentes episodios de turbulencias asociados a la crisis de la deuda soberana europea, hasta que a mediados de 2012 la inversión del exterior retomó una nueva senda descendente. Por aquellas fechas la incertidumbre relacionada con la salud del sistema financiero español y con las posibilidades de recuperación de la economía era muy elevada. Desde mediados de 2013, el descenso de las tensiones relacionadas con estos factores ha permitido una recuperación notable de los volúmenes de inversión del sector no residente<sup>2</sup>.

El análisis de los flujos por modalidad de inversión revela patrones de comportamiento diferentes. Por una parte, los flujos de inversión directa (panel superior derecho del gráfico R.3.1), que descendieron significativamente entre finales de 2008 y mediados de 2010, sobre todo en el sector corporativo no financiero, han mostrado después oscilaciones mucho menos intensas y se han mantenido en terreno positivo a lo largo de todo el periodo considerado (cifras acumuladas de doce meses). Esta evolución es coherente con la naturaleza de este tipo de inversión, que tiene una vocación de permanencia mayor. Por el contrario, los flujos de inversión en cartera se redujeron sustancialmente durante 2008 y lo siguieron haciendo con intensidad durante algunos periodos de turbulencias relacionados con la crisis de la deuda europea. A mediados de 2012, las salidas de estos flujos de inversión (cifras acumuladas de doce meses) eran superiores a los 150 mil millones de euros. Desde entonces, la recuperación de la confianza y de las perspectivas sobre la economía ha facilitado la recuperación de esta modalidad de inversión, que en junio de 2014 ascendía casi a 77 mil millones de euros.

El desglose de la inversión en cartera permite contemplar un cambio de patrón en cuanto al sector que recibe los flujos de inversión de los inversores no residentes. Mientras que antes de la crisis los volúmenes más elevados tenían como destinatarias a las entidades del sector privado de la economía (financiero y no financiero), la recuperación de la inversión de cartera de los últimos meses está más relacionada con la adquisición de instrumentos emitidos por el sector público (véase panel derecho del gráfico R.3.2). De hecho, la participación del sector no residente en el saldo de la deuda del Estado se ha incrementado desde niveles mínimos del 32% a mediados de 2012 hasta el 44,6% a mediados de 2014<sup>3</sup> (véase gráfico R.3.3).

## Inversión del exterior en España: detalle por sectores institucionales (datos acumulados de doce meses)

GRÁFICO R.3.2

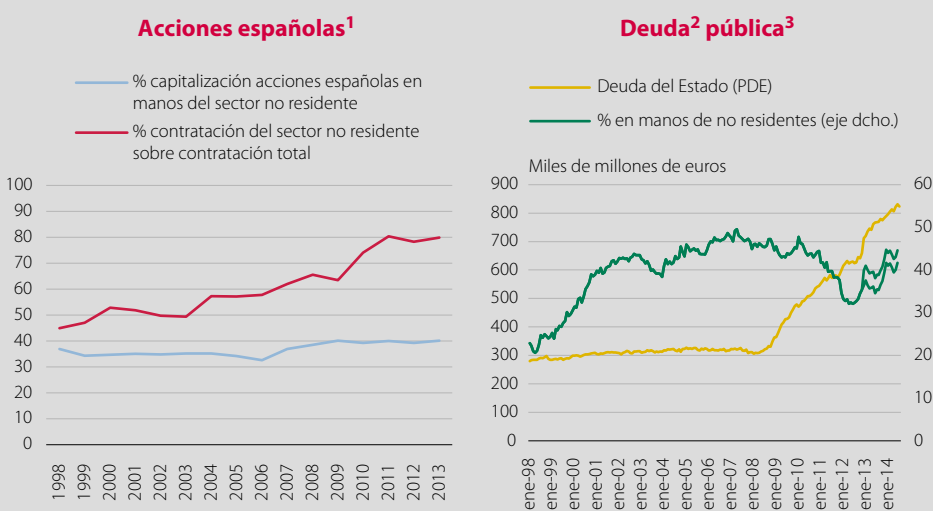


Fuente: Banco de España, Balanza de pagos. Datos hasta junio de 2014.

IFM: Instituciones Financieras Monetarias, ex Banco de España.

## Participación del sector no residente en:

GRÁFICO R.3.3



Fuente: BME (datos hasta 2013) y Banco de España (datos hasta julio de 2014 para el saldo de deuda pública, y hasta junio para la proporción del sector no residente).

1 Acciones de empresas españolas cotizadas.

2 Deuda según Protocolo de Déficit Excesivo.

3 Se ofrece la participación bruta del sector no residente y la participación descontando el saldo de la financiación del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad), que hasta junio ascendía a 41,3 mil millones de euros.

Cabe señalar asimismo dos elementos que han tenido una incidencia relevante en la evolución de la inversión del sector no residente, en particular, sobre la categoría denominada «Otras inversiones». Como se observa en el panel inferior derecho del gráfico R.3.1, este tipo de inversión ha mostrado dos máximos a lo largo de los últimos años que están relacionados fundamentalmente con la financia-



ción a los bancos procedente del Eurosistema y con los recursos recibidos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La primera vía de financiación fue ampliamente utilizada por el sector bancario español durante la crisis y su saldo (en términos netos) alcanzó un máximo de 388 mil millones de euros en agosto de 2012. La financiación procedente del MEDE superó los 41 mil millones de euros (entre diciembre de 2012 y febrero de 2013) y formó parte del proceso de saneamiento y reestructuración de las entidades de crédito españolas. La caída reciente de los flujos de inversión de esta categoría está relacionada con el descenso de la financiación del Eurosistema, ya que los primeros pagos de la financiación del MEDE todavía no tienen reflejo en la estadística<sup>4</sup>.

En conclusión, durante la crisis de los últimos años la economía española ha pasado a ser financiadora (neta) del resto del mundo, después de muchos años de ser gran receptora de fondos. Sin embargo, desde hace meses, la mejoría de la confianza sobre la actividad económica y la solidez del sector bancario han favorecido un incremento notable de la inversión del exterior en nuestra economía. Por el momento, el grueso de esta inversión se ha destinado a la compra de deuda pública. Sin embargo, si la recuperación de la economía se consolida, la inversión del sector no residente podría extenderse con más intensidad a los sectores privados. Así lo sugiere la participación creciente del sector no residente en las emisiones de renta fija y renta variable registradas en la CNMV, así como en otros productos financieros como la inversión colectiva.

- 1 La diferencia entre la inversión de España en el exterior y la inversión del exterior en España (cifras acumuladas de doce meses) comenzó a ser positiva en diciembre de 2012. El cálculo excluye el importe de los derivados y las reservas.
- 2 Véase la publicación del BCE *Financial Stability Review* (mayo de 2014), que expone los flujos de inversión en bonos y acciones en varias economías durante el último año, destacando España como gran receptora de fondos.
- 3 Si descontamos el volumen de deuda que se corresponde con la financiación obtenida del MEDE, este porcentaje queda en el 41,7%.
- 4 La estadística cubre hasta junio de 2014 y los primeros pagos del MEDE están previstos para julio de 2014.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>12</sup>

El patrimonio de los fondos de inversión creció un 16,6% durante el primer semestre de 2014, hasta situarse en 182.735 millones de euros. Este avance, que consolida la senda alcista iniciada en 2013, sitúa el nivel del patrimonio del sector en valores similares a los existentes a finales de 2008 (véase cuadro 13). El 80% del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante estos dos trimestres, que superaron los veinte mil millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en las categorías de renta fija

*El patrimonio de los fondos de inversión creció un 16,6% en el primer semestre de 2014, hasta los 182,7 mil millones de euros. El 80% del aumento se debió a las suscripciones de fondos.*

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

mixta (7.221 millones de euros), renta fija (6.639 millones) y gestión pasiva (4.724 millones). Por otro lado, los reembolsos netos más cuantiosos se observaron en los fondos garantizados, tanto de renta variable (2.950 millones) como de renta fija (1.466 millones). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en trimestres anteriores, con reembolsos en las categorías de fondos garantizados e inversiones en fondos de renta fija<sup>13</sup> y de gestión pasiva.

### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-10.838,6</b>	<b>-12.737,7</b>	<b>24.133,0</b>	<b>5.866,8</b>	<b>8.804,3</b>	<b>10.069,9</b>	<b>10.461,6</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-10.427,7	-5.843,6	13.783,1	3.438,4	4.386,4	3.633,3	3.005,6
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1.925,7	-775,2	2.059,3	194,4	1.142,3	2.323,5	4.898,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-320,5	-383,1	1.881,9	419,8	1.032,2	1.208,8	1.447,3
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	152,0	-163,7	1.730,3	327,7	1.025,8	955,0	452,0
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-817,6	-420,6	900,2	197,3	430,0	422,8	388,9
Gar. rta. fija	7.228,3	-853,0	-4.469,2	-956,1	-3.706,3	-3.763,4	2.297,6
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-3.061,6	-3.523,5	-2.070,2	-311,8	-343,0	-23,7	-2.926,0
Fondos globales	945,3	-7,5	847,4	178,3	288,7	413,7	-21,3
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-274,5	572,1	9.538,2	2.426,5	4.518,6	4.357,3	367,0
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-2.337,0	-1.339,4	-67,8	-47,8	29,9	542,7	552,5

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen las vocaciones de fondos 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 el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en «Fondos globales».

13 Desde 2013 una buena parte de los reembolsos observados en los fondos garantizados ha tenido como destino fondos de renta fija con objetivo concreto de rentabilidad pero sin garantía (para más información véase recuadro 3 del Informe de Mercados y Agentes, en el Boletín del tercer trimestre de 2013).

Número	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.310</b>	<b>2.185</b>	<b>2.045</b>	<b>2.070</b>	<b>2.045</b>	<b>2.037</b>	<b>2.023</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	508	454	384	388	384	374	375
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	140	125	122	125	122	119	119
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	128	117	128	128	128	127	126
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	148	127	108	113	108	103	104
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	220	211	193	192	193	190	190
Gar. rta. fija	351	398	374	391	374	355	336
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	420	361	308	316	308	307	297
Fondos globales	203	192	162	168	162	160	163
De gestión pasiva <sup>7</sup>	59	85	169	148	169	205	217
Retorno absoluto <sup>7</sup>	133	115	97	101	97	97	96
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>132.368,6</b>	<b>124.040,4</b>	<b>156.680,1</b>	<b>145.168,5</b>	<b>156.680,1</b>	<b>169.513,6</b>	<b>182.735,8</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	46.945,5	40.664,6	55.058,9	50.381,0	55.058,9	59.381,8	62.740,7
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.253,6	5.500,9	8.138,0	6.873,4	8.138,0	10.600,2	15.666,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	2.906,1	3.179,9	6.312,4	4.783,4	6.312,4	7.648,6	9.242,9
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	4.829,2	5.270,2	8.632,8	7.021,5	8.632,8	7.753,1	8.601,7
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.967,6	8.849,0	11.693,7	12.426,8
Gar. rta. fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	35.504,7	31.481,2	27.529,5	24.920,1
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	18.014,5	14.413,2	12.503,8	12.767,2	12.503,8	12.810,3	12.940,7
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.352,8	4.528,1	5.007,9	5.650,3
De gestión pasiva <sup>7</sup>	1.986,2	2.991,2	16.515,9	10.926,5	16.515,9	21.847,0	24.898,6
Retorno absoluto <sup>7</sup>	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.590,4	4.659,9	5.241,5	5.648,0
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>4.835.193</b>	<b>4.410.771</b>	<b>5.050.719</b>	<b>4.799.719</b>	<b>5.050.719</b>	<b>5.410.205</b>	<b>5.814.175</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.410.867	1.508.009	1.612.002	1.712.747
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	206.938	188.574	240.676	205.034	240.676	314.879	425.424
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	145.150	138.096	182.223	161.099	182.223	211.810	252.255
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	237.815	220.450	293.193	254.009	293.193	323.474	347.335
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	448.539	398.664	457.606	435.571	457.606	531.270	601.531
Gar. rta. fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.091.051	1.002.458	871.622	796.983
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	912.298	727.880	608.051	628.100	608.051	613.296	602.530
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	117.838	128.741	146.223	168.796
De gestión pasiva <sup>7</sup>	100.416	125.003	441.705	321.669	441.705	575.262	673.166
Retorno absoluto <sup>7</sup>	229.097	173.297	188.057	174.481	188.057	210.367	233.407
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>-0,08</b>	<b>5,50</b>	<b>6,50</b>	<b>2,50</b>	<b>1,85</b>	<b>1,71</b>	<b>1,41</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1,56	3,54	2,28	0,65	0,54	0,89	0,67
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1,34	4,95	4,16	1,85	1,62	1,57	1,34
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-5,64	7,83	10,85	4,78	3,52	1,69	1,89
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-11,71	12,31	28,06	13,71	7,99	5,01	3,04
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-10,83	13,05	20,30	6,87	5,54	2,22	2,92
Gar. rta. fija	3,28	4,85	4,96	1,46	0,89	1,56	0,71
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	0,14	5,07	6,15	2,62	1,83	1,26	1,59
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	3,80	3,25	1,65	1,69
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-7,33	7,10	8,88	4,13	2,58	3,45	2,64
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-1,87	3,84	2,46	1,07	1,04	0,82	0,75

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 las vocaciones de fondos 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 el II trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

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

El aumento del patrimonio se debió, en segundo término, a la revalorización de la cartera de los fondos.

Por su parte, la rentabilidad de los fondos de inversión fue positiva durante los primeros seis meses del año (3,1%), aunque con valores inferiores a los del semestre anterior (véase cuadro 13). Las categorías más rentables fueron las de los fondos de inversión de renta variable euro y de gestión pasiva (8,2% y 6,2% respectivamente), como consecuencia de la revalorización de las acciones durante este periodo. A pesar de las buenas cifras en cuanto a rentabilidades se refiere, el número de fondos siguió descendiendo en el primer semestre de 2014, pero con menos intensidad que anteriormente. Así, a finales de junio había un total de 2.023 fondos registrados, 22 menos que a finales de 2013. La mayor reducción en el número de fondos se produjo en la categoría de garantizados de renta fija (38). La vocación de gestión pasiva fue, de nuevo, la que experimentó el aumento más relevante en el número de fondos, que pasó de 169 a finales de 2013 a 217 a finales del primer semestre de 2014 (48 fondos más).

El número de partícipes en fondos de inversión aumentó en más de 760 mil en el primer semestre. En total superan los 5,8 millones.

El número de partícipes en fondos de inversión se incrementó en más de 760 mil desde diciembre del año anterior, situándose a mediados de 2014 en 5.814.175. En consonancia con la evolución del patrimonio, los mayores incrementos de número de partícipes se produjeron en los fondos de gestión pasiva, de renta fija y de renta fija mixta (231.461, 204.738 y 184.748 respectivamente, en relación al último trimestre de 2013). Únicamente los fondos garantizados de renta fija y variable mostraron un descenso en el número de partícipes.

La expansión del patrimonio y del número de partícipes del sector continuó en julio, a la vista de los datos preliminares.

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio de 2014 indican que continuó la tendencia expansiva del patrimonio y del número de partícipes en este sector, con aumentos cercanos al 2% en ambas magnitudes respecto a los datos de junio. También siguió la disminución del número de fondos, sobre todo de los fondos garantizados.

## 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-13	mar-14	jun-14	dic-13	mar-14	jun-14
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	177	216	202	18%	20%	18%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	2.457	2.360	1.214	15%	14%	6%
Renta fija no financiera	177	207	280	6%	6%	6%
Titulizaciones	509	522	554	23%	21%	21%
Titulización AAA	33	33	40	100%	100%	100%
Resto de titulizaciones	476	489	514	22%	20%	20%
<b>Total</b>	<b>3.320</b>	<b>3.304</b>	<b>2.249</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>8%</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>			

Fuente: CNMV.

El volumen de activos de menor liquidez de la cartera de los fondos descendió un 32% en el primer semestre y apenas representa el 1,2% del patrimonio total del sector.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del primer semestre de 2014. El volumen de activos de liquidez reducida pasó de 3.320 millones de euros en diciembre de 2013 a 2.249 en junio de 2014, es decir, disminuyó en más de mil millones (-32,2%). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de

inversión pasó de representar el 2,1% del patrimonio total a finales de 2013 al 1,2% en junio de 2014. En relación a la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, destaca el descenso de la importancia relativa de la deuda de entidades financieras con calificación inferior a AA, que pasó del 74% al 54%, y el incremento de la importancia relativa de las titulaciones (desde el 14% al 23%).

## IIC inmobiliarias

El sector de la construcción y las actividades inmobiliarias en el ámbito nacional continúa su ajuste, condicionando la actividad desarrollada por las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2014, cuyas magnitudes principales siguieron retrocediendo.

*La evolución de las IIC inmobiliarias continuó afectada por el ajuste del sector a escala nacional.*

En cuanto a los fondos de inversión inmobiliaria (FII), el número total de estas instituciones continuaba en seis a mediados de año, una cifra que se mantiene invariable desde 2011. De ellos, solo cuatro se consideraban propiamente activos, ya que dos FII estaban en proceso de liquidación. Por su parte, tanto el número de partícipes como el volumen de patrimonio siguieron contrayéndose durante este último semestre. El número de partícipes se redujo un 15%, situándose a finales de junio en 4.090, y el patrimonio lo hizo un 2,5%, hasta los 3.525 millones de euros. La rentabilidad de los fondos se mantuvo en valores negativos (-1,59% en el primer trimestre y -2,31% en el segundo), pero la magnitud de la caída fue inferior a la de años anteriores. Posiblemente el descenso menos severo de los precios del sector inmobiliario esté en el origen de este comportamiento.

*El patrimonio de los FII descendió un 2,5% y el número de partícipes un 15%. Su rentabilidad no fue tan negativa como en años anteriores.*

La evolución de las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también estuvo marcada por retrocesos en sus magnitudes más relevantes. El número de estas instituciones pasó de diez a nueve<sup>14</sup> entre diciembre de 2013 y junio de 2014, y el volumen de patrimonio disminuyó un 3,1%, hasta los 828,9 millones de euros, en contraste con la expansión observada en 2013<sup>15</sup>. El número de accionistas de dichas sociedades apenas varió, quedando ligeramente por encima de los 1.050.

*En el caso de las SII, cuyo número pasó de diez a nueve, el patrimonio disminuyó un 3,1%.*

## IIC de inversión libre

La evolución de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (versión española de los *hedge funds*) siguió mostrando una cierta heterogeneidad según el tipo de entidad: el grupo de fondos puros de inversión libre (IIC de inversión libre) siguió en expansión, mientras que en el grupo de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre) sus magnitudes más relevantes tendieron a estabilizarse, tras los retrocesos de años anteriores.

*Se mantiene la heterogeneidad en la evolución de los distintos tipos de instituciones de inversión colectiva de inversión libre.*

Como se observa en el cuadro 15, el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) se situó en 354 millones de euros en mayo de 2014, apenas un 1,1% superior al volumen del cuarto trimestre de 2013, mientras que su número de partícipes descendió un 1,6%, hasta situarse en los 2.973 millones. La rentabilidad

*El patrimonio y el número de partícipes de las IIC de IIC de inversión libre apenas varió entre enero y mayo...*

14 Una sociedad se dio de baja en mayo.

15 Esta expansión se debió a la transformación de una sociedad anónima en una SII a principios de 2013.

de la cartera de estas instituciones fue del 0,7% y el 1,3% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente. En términos anualizados, el rendimiento sería algo inferior al 4%, una tasa similar a la del conjunto de 2013.

... mientras que estas magnitudes presentaron avances del 16,4% y del 6,4% respectivamente en las IIC de inversión libre.

Por su parte, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se situaba a finales de mayo en 1.206 millones de euros (+16,4%) y su número de partícipes en 2.659 (+6,4%). El avance del patrimonio tuvo su origen tanto en la rentabilidad de la cartera de estas instituciones (4,2% y 1,0% en los dos primeros trimestres del año) como en las suscripciones netas efectuadas por los inversores (113 millones de euros entre enero y mayo de 2014).

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

CUADRO 15

	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	27	24	22	22	22	21	20
Partícipes	3.805	3.338	3.022	3.218	3.022	2.994	2.973
Patrimonio (millones de euros)	573	540	350	418	350	352	354
Rentabilidad (%)	-1,71	0,88	4,39	0,25	1,89	0,66	1,26
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	36	36	29	33	29	28	30
Partícipes	2.047	2.427	2.415	2.333	2.415	2.513	2.569
Patrimonio (millones de euros)	728,1	918,6	1.036,7	994,8	1.036,7	1.172,4	1.206,5
Rentabilidad (%)	-2,56	7,17	16,48	5,33	5,41	4,21	1,01

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo de 2014.

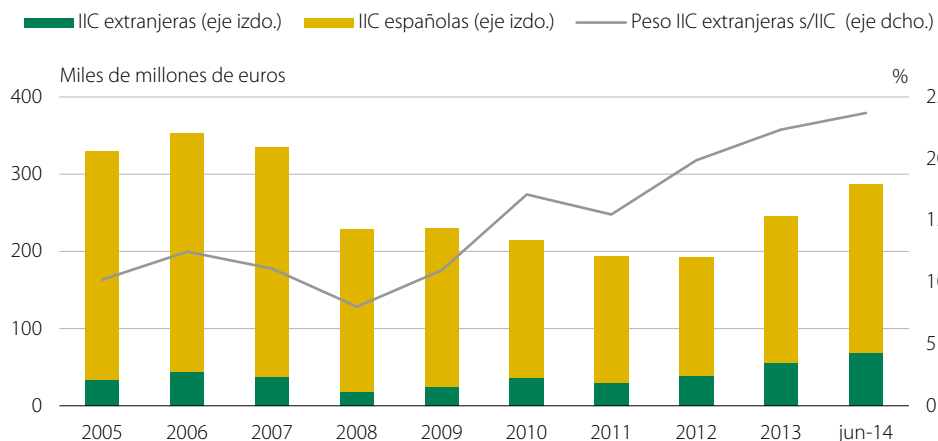
### IIC extranjeras comercializadas en España

Continúa la expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España: su volumen de inversión creció un 24% en la primera mitad de año, hasta los 68 mil millones de euros.

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó en 2012, siguió su curso en el primer semestre de 2014. El volumen de inversión de estas IIC fue cercano a los 68 mil millones de euros, un 24,2% más que a finales de 2013. Como se observa en el gráfico 19, este volumen representa casi el 25% del patrimonio total de las IIC comercializado en España, un porcentaje muy superior al 8% del ejercicio 2008, al inicio de la crisis.

Aumentos significativos tanto en fondos como en sociedades.

El incremento del patrimonio de las IIC extranjeras estuvo originado por el aumento del patrimonio tanto de los fondos como de las sociedades. El patrimonio de los fondos experimentó un incremento del 12,7%, hasta los 9.609 millones de euros, y el de las sociedades fue de un 26,3%, hasta los 58.371 millones. También aumentó el número de inversores en estos productos, un 18,4%, hasta un total de 1.263.699, y el número de instituciones (veintidós más, ocho fondos y catorce sociedades).



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva son globalmente positivas, aunque existen elementos que pueden impedir una expansión mayor de este sector a medio plazo. Por una parte, se ha producido una mejoría evidente de la confianza de los inversores desde el año pasado, que se ha traducido en una recomposición de su cartera de activos en favor de los fondos de inversión y de activos de mayor riesgo, en detrimento de otras categorías de productos más conservadores como los depósitos bancarios. Esta tendencia continuará previsiblemente en los próximos meses ya que la oferta de la industria de la inversión colectiva encaja tanto con los perfiles de los inversores más conservadores, a través de las categorías de renta fija (los depósitos siguen ofreciendo rentabilidades poco atractivas), como con los perfiles de los inversores que desean asumir un riesgo mayor, mediante las categorías de renta variable, gestión pasiva o fondos de inversión libre. Sin embargo, el volumen de inversión que puede captar la industria continuará limitado por la escasa capacidad de ahorro del sector privado. La evolución de este ahorro depende en último caso de la posibilidad de recuperación de su renta disponible, es decir, de la intensidad de la recuperación de la economía y el empleo.

*Las perspectivas para la industria de la inversión son buenas debido a la mejora de la confianza de los inversores. Sin embargo, su recorrido sigue limitado por el escaso ahorro del sector privado.*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

Durante la primera mitad del año, la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se desarrolló en un contexto favorable en los mercados financieros, lo que impulsó un avance significativo de los resultados del sector. En conjunto, los beneficios antes de impuestos ascendieron a 345 millones de euros (en términos anualizados), lo que representa un aumento del 58,8% en relación a la cifra obtenida en 2013 (véase gráfico 20). Este incremento se produjo de forma generalizada para los distintos grupos de intermediarios: sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de ochenta y cinco<sup>16</sup>, dos menos que a finales de 2013, ya que se produjeron

*La bonanza de los mercados financieros durante los primeros meses de 2014 permitió un incremento sustancial de los beneficios de las empresas de servicios de inversión (58,8%).*

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

tres bajas y un alta. Del total de ESI, cuarenta y seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE, seis mediante presencia física (una menos que a finales de 2013) y cuarenta ESI lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios.

*El beneficio de las sociedades de valores en el primer semestre de 2014 fue el doble que el de 2013 debido al aumento de las comisiones percibidas (16%) y a la reducción de los gastos.*

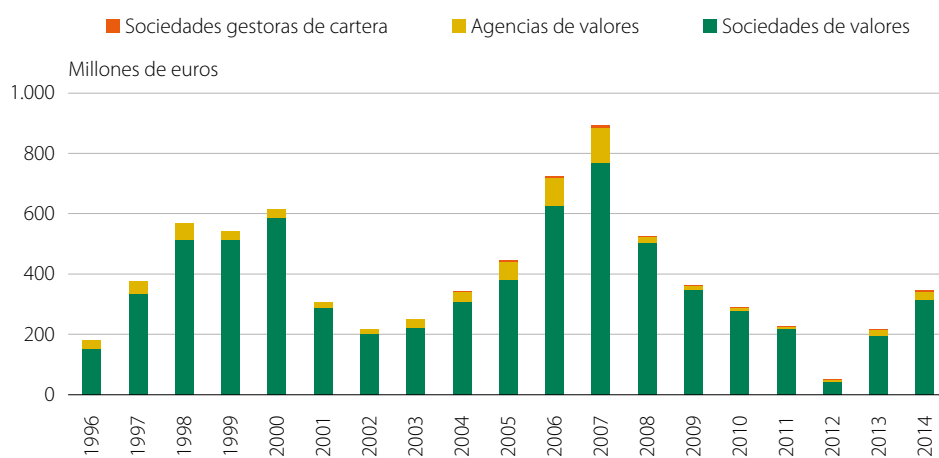
Las sociedades de valores (SV) experimentaron un aumento de su actividad entre el primer semestre de 2013 y el primero de 2014, como ya se ha mencionado. Así, estas entidades obtuvieron unos beneficios agregados antes de impuestos de 156,1 millones de euros, el doble que hace un año y más del 90% de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). Esta mejora tuvo su origen tanto en el aumento de las comisiones percibidas (15,9%) como en la reducción de los gastos de explotación y de los gastos por amortizaciones y otras dotaciones. Dentro de las comisiones que recibieron las SV, aquellas originadas por la tramitación y ejecución de órdenes fueron las que más se incrementaron en términos absolutos, concretamente en poco más de quince millones de euros, hasta alcanzar los 191,1 millones de euros. Las comisiones por gestión de carteras, aunque con cifras mucho más reducidas, empezaron a ganar importancia y superaron los diez millones de euros, lo que supone un incremento del 45% entre junio de 2013 y junio de 2014. En cambio, como ha venido sucediendo en los últimos años, los ingresos por asesoramiento en materia de inversión se redujeron un 15,1%, hasta los 3,8 millones de euros.

*El margen bruto de las SV aumentó un 26%, aunque sus partidas mostraron una evolución heterogénea: mejoraron las comisiones percibidas y los beneficios por diferencias de cambio, y empeoraron los resultados por operaciones financieras.*

En cuanto al resto de las partidas que componen el margen bruto, que aumentó un 25,7%, hasta los 340,8 millones de euros, su evolución fue bastante heterogénea. Por un lado, el resultado de las inversiones financieras se redujo de forma cuantiosa, concretamente un 80%, hasta los 36,8 millones de euros. Por otro, los resultados por diferencias de cambio netas se situaron en terreno positivo después de haber sido negativos durante varios ejercicios (ascendieron a 43,4 millones de euros frente a las pérdidas de 132,7 millones de finales de junio del año anterior). La reducción de un 3,3% de los gastos de explotación, hasta los 187,8 millones de euros, y de un 67,9% de las amortizaciones, hasta los dos mil millones de euros, hicieron que finalmente el resultado de explotación se situara en junio de 2014 en 150,4 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo de 2013.

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2014 actualizados.



Las agencias de valores (AV) también experimentaron una mejora notable durante el periodo analizado, con un incremento de los beneficios agregados del 60%, hasta los 14,6 millones de euros. La causa principal de estos buenos resultados se encuentra, igual que en el caso de las SV, en el aumento de los ingresos derivados de comisiones, especialmente las asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes, que se incrementaron en más de cinco millones de euros, y en las comisiones por comercialización de IIC, que lo hicieron en unos seis millones de euros (estos dos tipos de comisiones representan, entre las dos, más del 60% del total de las comisiones percibidas). También es importante mencionar el avance de las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones, con un incremento del 96,8%, o de las correspondientes al asesoramiento en materia de inversión, que aumentaron un 48,5% (véase cuadro 16). En términos agregados, el margen bruto se incrementó un 23,9%, hasta los 63,9 millones de euros, y los gastos de explotación experimentaron un avance del 15,3%, hasta superar los 48 millones de euros.

*El beneficio agregado de las agencias de valores también creció de forma significativa, un 60%, hasta los 14,6 millones de euros, debido, como en las SV, al repunte de las comisiones percibidas por la prestación de servicios.*

### Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-14)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-13	jun-14	%var.	jun-13	jun-14	%var.	jun-13	jun-14	%var.
1. Margen de intereses	26.865	25.055	-6,7	923	615	-33,4	341	125	-63,3
2. Comisiones netas	187.136	229.051	22,4	51.268	63.355	23,6	4.102	4.635	13,0
2.1. Comisiones percibidas	278.910	323.269	15,9	59.205	75.553	27,6	9.384	5.861	-37,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	175.651	191.070	8,8	20.177	25.577	26,8	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	8.367	7.390	-11,7	1.957	3.851	96,8	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	8.944	10.442	16,7	306	311	1,6	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	6.960	10.094	45,0	6.341	6.995	10,3	8.564	5.035	-41,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	4.508	3.829	-15,1	1.800	2.673	48,5	819	514	-37,2
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	30	3.956	13.086,7	55	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	84	0	-100,0	11	0	-100,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	24.433	30.549	25,0	15.402	21.667	40,7	0	0	-
2.1.9. Otras	49.934	65.938	32,1	13.155	14.480	10,1	1	312	31.100
2.2. Comisiones satisfechas	91.774	94.218	2,7	7.937	12.198	53,7	5.282	1.226	-76,8
3. Resultado de inversiones financieras	184.105	36.828	-80,0	35	565	1.514,3	-11	46	-
4. Diferencias de cambio netas	-132.712	43.447	-	-32	-3	90,6	7	227	3.142,9
5. Otros productos y cargas de explotación	5.737	6.440	12,3	-643	-661	-2,8	-2	-170	-8.400,0
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>271.131</b>	<b>340.821</b>	<b>25,7</b>	<b>51.551</b>	<b>63.871</b>	<b>23,9</b>	<b>4.437</b>	<b>4.863</b>	<b>9,6</b>
6. Gastos de explotación	194.152	187.841	-3,3	41.906	48.322	15,3	3.379	2.911	-13,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.404	2.056	-67,9	901	944	4,8	34	22	-35,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	447	471	5,4	8	-4	-	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>70.127</b>	<b>150.453</b>	<b>114,5</b>	<b>8.736</b>	<b>14.609</b>	<b>67,2</b>	<b>1.024</b>	<b>1.930</b>	<b>88,5</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	7.843	5.691	-27,4	390	-8	-	0	0	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>77.970</b>	<b>156.144</b>	<b>100,3</b>	<b>9.126</b>	<b>14.601</b>	<b>60,0</b>	<b>1.024</b>	<b>1.930</b>	<b>88,5</b>
10. Impuesto sobre beneficios	15.869	34.483	117,3	580	802	38,3	337	550	63,2
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>62.100</b>	<b>121.661</b>	<b>95,9</b>	<b>8.546</b>	<b>13.799</b>	<b>61,5</b>	<b>687</b>	<b>1.380</b>	<b>100,9</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>62.100</b>	<b>121.661</b>	<b>95,9</b>	<b>8.546</b>	<b>13.799</b>	<b>61,5</b>	<b>687</b>	<b>1.380</b>	<b>100,9</b>

Fuente: CNMV.

*El beneficio agregado de las sociedades gestoras de cartera también se incrementó, pero por causas diferentes: el descenso de los gastos y las comisiones satisfechas por estas entidades fue superior a la caída de las comisiones que percibieron.*

*En consonancia con la evolución de los resultados, la rentabilidad de las ESI se incrementó desde el 16,5% hasta el 23,8% en el primer semestre del año...*

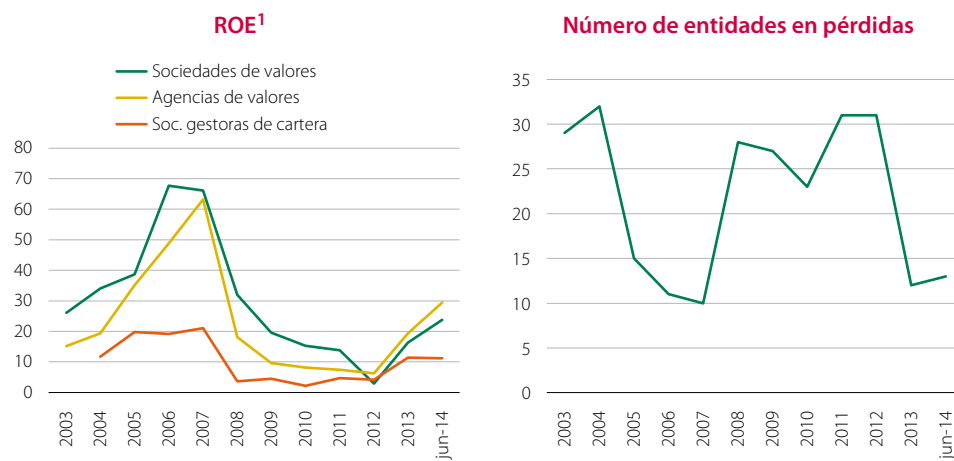
*... mientras que el volumen de las pérdidas del sector prácticamente se redujo a la mitad (eso sí, con un leve aumento del número de entidades que presentaban pérdidas).*

Finalmente, la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC) fue similar a la de las sociedades y agencias de valores, con un aumento de los beneficios antes de impuestos del 88,5%, hasta situarse cerca de los dos millones de euros (véase cuadro 16). Este buen comportamiento tuvo su origen tanto en la reducción de las comisiones satisfechas a otras entidades (del 76,8%) como en la contracción de los gastos de explotación (del 13,9%). Por su parte, las comisiones percibidas experimentaron un retroceso del 37,5% debido al comportamiento negativo de las comisiones por gestión de carteras, con una disminución del 41,2%. Estas comisiones representan la práctica totalidad de las comisiones que reciben las SGC.

Gracias al buen comportamiento de los resultados de las ESI, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto del sector aumentó de manera sustancial entre diciembre de 2013 y junio de 2014, al pasar del 16,5% al 23,8%. Por tipo de entidad, la rentabilidad de las sociedades de valores pasó del 16,4% al 23,7%, la de las agencias de valores del 19,3% al 29,5%, mientras que en el caso de las sociedades gestoras de cartera se mantuvo prácticamente constante, ligeramente por encima del 11% (véase panel izquierdo del gráfico 21).

El número de entidades en pérdidas, a pesar del avance experimentado por el sector, pasó de doce a finales de 2013 a trece a mediados de 2014. El aumento se originó exclusivamente en las agencias de valores, donde el número de entidades en pérdidas pasó de siete a once, mientras que en las sociedades de valores se redujo de cinco a dos. No había ninguna sociedad gestora de cartera en pérdidas, igual que el semestre anterior. El valor total de las pérdidas acumulado por las entidades que incurrieron en ellas se redujo prácticamente a la mitad, quedando por debajo de los ocho millones de euros.

**ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas** GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

*Las condiciones de solvencia del sector, cuyos cálculos se rigen por una nueva regulación, continuaron siendo óptimas.*

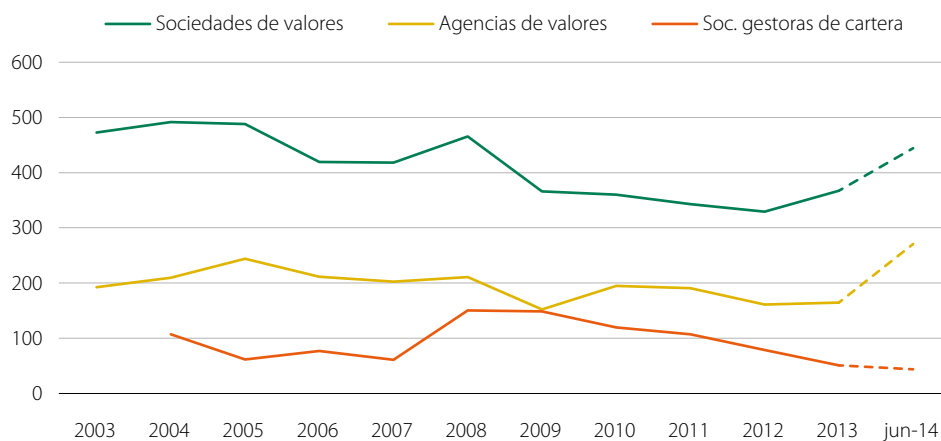
Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo óptimas. Cabe mencionar que desde enero de este año, la solvencia de las entidades que prestan servicios de inversión se rige por el Reglamento UE 575/2013, por lo que el cálculo de los recursos propios computables y exigibles difiere ligeramente del que se venía realizando hasta el momento. Con este nuevo cálculo, el margen de solvencia de las entida-

des, definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, ha sido de 4,4 para las sociedades de valores, de 2,7 para las agencias de valores y de 0,4 para las sociedades gestoras de cartera.

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

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



Fuente: CNMV.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) se volvió a ralentizar durante el primer semestre de 2014, después de la reanimación que habían experimentado a lo largo de 2013. Así, el volumen de patrimonio asesorado descendió un 18,1% en relación con las cifras de cierre de 2013 y se situó en 14,4 mil millones de euros<sup>17</sup> (véase cuadro 17). La distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes cambió de forma sustancial: aumentó el patrimonio asesorado de clientes minoristas y profesionales un 9,7% y un 13,1% respectivamente, mientras que el correspondiente a contrapartes elegibles<sup>18</sup> (epígrafe «Otros») se redujo prácticamente a la mitad. De hecho, la cancelación de un único contrato por parte de un cliente perteneciente a dicha categoría ha sido la que ha causado esta reducción tan importante y, en consecuencia, la contracción del patrimonio total gestionado. Sin esta cancelación, el patrimonio total gestionado se hubiera incrementado en más de un 5%.

*La actividad de las EAFI se ralentizó en el primer semestre del año, con un descenso del patrimonio asesorado del 18%...*

Cabe mencionar que la importancia relativa del segmento minorista en el volumen de patrimonio total asesorado por las EAFI se ha ido incrementando desde la creación de este tipo de entidades hasta alcanzar el 37,9% a mediados de 2014 (a finales de 2011 este porcentaje era del 13,6%). A pesar de gestionar un menor volumen de activos, los ingresos por comisiones aumentaron durante el primer semestre de 2014 un 47,4% (hasta los 21,7 millones de euros) en relación al mismo periodo de 2013. El número de EAFI, por su parte, también se incrementó entre enero y junio de 2014, de 124 a finales de 2013 a 136.

*... y un aumento de la importancia relativa del segmento minorista.*

17 Esta cifra corresponde, no obstante, a los datos del 95% de las entidades, que eran las que habían remitido la información a la fecha de cierre del informe.

18 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.

Importes en miles de euros	2011	2012	2013	2013		2014*	% var. año
				S-1	S-2	S-1	
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>134</b>	<b>19,6</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>16.033.108</b>	<b>14.776.498</b>	<b>17.630.081</b>	<b>15.442.297</b>	<b>17.630.081</b>	<b>14.444.024</b>	<b>-6,5</b>
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.975.400	4.991.653	5.476.008	37,7
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.476.305	3.947.782	4.465.564	28,5
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.990.593	8.690.646	4.502.452	-43,7
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>1</sup></b>	<b>3.677</b>	<b>3.484</b>	<b>4.002</b>	<b>3.672</b>	<b>4.002</b>	<b>4.321</b>	<b>17,7</b>
Clientes minoristas	3.542	3.285	3.738	3.446	3.738	4.022	16,7
Clientes profesionales	119	175	235	195	235	263	34,9
Otros	16	24	29	31	29	36	16,1
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>	<b>31.053</b>	<b>26.177</b>	<b>33.273</b>	<b>14.700</b>	<b>33.273</b>	<b>21.670</b>	<b>47,4</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>30.844</b>	<b>26.065</b>	<b>33.066</b>	<b>14.676</b>	<b>33.066</b>	<b>21.229</b>	<b>44,7</b>
De clientes	26.037	20.977	26.530	12.074	26.530	17.494	44,9
De otras entidades	4.807	5.088	6.537	2.601	6.537	3.735	43,6
Otros ingresos	209	112	206	25	206	441	1.664,0
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>12.320</b>	<b>13.402</b>	<b>21.498</b>	<b>15.119</b>	<b>21.498</b>	<b>22.897</b>	<b>51,4</b>
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.820	5.156	5.227	8,4
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	7.251	9.453	9.865	36,1
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	7.474	4.239	6.890	3.048	6.890	7.805	156,1

\* Avance con datos del 95% de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

1 Datos al final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

*El aumento de la contratación en los mercados y la expansión de la inversión colectiva seguirán siendo las bases de la recuperación de la actividad de las ESI.*

En línea con la estabilización de los mercados de renta variable, parece que, después de unos años complicados, las empresas de servicios de inversión están empezando a recuperarse. Esta tendencia podría continuar a corto plazo si se consolida la mejora de las líneas de negocio que están, esencialmente, promoviendo este avance: la industria de la inversión colectiva y la contratación en los mercados. Por otra parte, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido, por el momento, un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI. Si bien en 2012 y 2013 se produjeron tres y cuatro bajas, respectivamente, debido a una absorción por parte de otra entidad, ninguna de las bajas producidas hasta finales de agosto de este año se ha debido a esta causa (de las cuatro registradas, tres se han debido a la transformación en otro tipo de entidad y una, a su disolución).

**Resultados obtenidos en la operativa con CFD por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de estos productos: principales conclusiones de un análisis realizado por la CNMV**

RECUADRO 4

**Antecedentes**

En los últimos años algunas entidades se han centrado en nuestro país en la comercialización de contratos financieros por diferencias (CFD) dirigida al segmento de clientela minorista.

Estos contratos se caracterizan principalmente por su alto riesgo, debido al efecto multiplicador de los resultados que produce su apalancamiento; por la diversidad de los activos subyacentes utilizados (valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, materias primas, etcétera); por su elevada volatilidad a corto plazo, que requiere un seguimiento constante de la posición por parte del inversor, y por su condición de producto no estandarizado plenamente que se negocia de forma bilateral, lo que permite al proveedor del CFD aplicar sus propias condiciones y comisiones. Todo ello llevó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) a realizar una advertencia dirigida a los inversores en febrero de 2013, que fue publicada también por la CNMV. En la advertencia se destacaba que los inversores únicamente deberían considerar la inversión en CFD si cuentan con una experiencia amplia en mercados volátiles, comprenden plenamente cómo funcionan los CFD (incluidos todos los riesgos y costes que conllevan) y disponen de tiempo suficiente para gestionar su inversión activamente.

Se ha observado que estos productos complejos y arriesgados se comercializan a través de plataformas de Internet. Su promoción se realiza a través de comunicaciones y campañas publicitarias que suelen enfatizar los aspectos positivos de estos instrumentos financieros, concediendo una menor relevancia en el mensaje a la información sobre el carácter complejo de un producto que no es adecuado para la totalidad de los inversores.

Dado el especial interés desde el punto de vista de la supervisión que tiene la comercialización de productos especialmente complejos entre clientes minoristas, sobre todo cuando presentan un riesgo elevado, la CNMV ha llevado a cabo una revisión de una muestra de las campañas publicitarias realizadas por las entidades más activas para la promoción de los CFD.

Además, como complemento de esta revisión, ha realizado un análisis de los resultados obtenidos por los clientes en su operativa con este producto, cuyas principales conclusiones se difunden en este recuadro debido al interés que puede tener su conocimiento para los inversores minoristas.

El análisis realizado se basa en información mensual durante un periodo que abarca dos años de los resultados individuales obtenidos por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de este producto (tres entidades con una cuota en CFD superior al 85% del sector).

### Conclusiones principales

- El número de clientes que operaron en CFD en el periodo analizado se sitúa en torno a los ocho mil.
- La principal conclusión extraída del análisis es que aproximadamente el 75% de los clientes obtuvo pérdidas en su operativa con CFD. Este porcentaje no es homogéneo en todas las entidades analizadas, habiéndose situado en algunos casos por encima del 85%.
- En cuanto a la rotación de los clientes que operan con CFD, puede calificarse como elevada, sin duda impulsada por las frecuentes campañas publicitarias de promoción de este producto y, posiblemente, por los resultados negativos obtenidos en la operativa. Aproximadamente la cuarta parte de los clientes de la muestra ha realizado operaciones solo en uno o en dos meses durante el periodo analizado.

Puede concluirse, en consecuencia, que la operativa de los clientes de CFD se caracteriza por un elevado índice de pérdidas y de rotación: los clientes generalmente realizan operaciones durante poco tiempo y obtienen pérdidas, en algunos casos significativas.

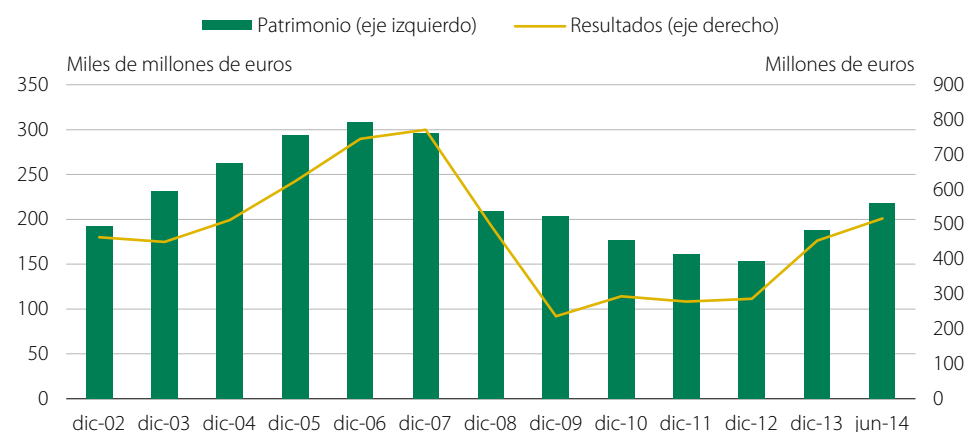
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC aumentó un 16,4% en el primer semestre del año, consolidando la expansión que comenzó en 2013...*

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) ascendía a 218 mil millones de euros a finales de junio, lo que supone un incremento del 16,4% durante los seis primeros meses de 2014. De esta forma, continuó la mejoría iniciada en 2013, después de cinco años de continuos descensos del patrimonio gestionado por estas entidades (véase gráfico 23). La mayor parte de este avance, el 84%, tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron importantes subidas las sociedades de inversión.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2014 ha sido anualizado.

El incremento del patrimonio gestionado se reflejó en la cuenta de resultados de estas entidades, con un aumento de los beneficios agregados antes de impuestos del 14%, hasta los 518,5 millones de euros (en términos anualizados), y del 16,7% de los ingresos por comisiones de gestión, que aumentaron hasta los 1.860 millones de euros (anualizados). Del mismo modo, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC experimentó un avance sustancial, desde el 38,7% de finales de 2013 hasta el 42,5% de junio de este año. A pesar de estos buenos resultados, el número de entidades en pérdidas se incrementó de once a trece, y el importe de las mismas pasó de 2,1 millones de euros al cierre del ejercicio anterior a 2,9 millones de euros (anualizados) a finales del primer semestre.

... y facilitando el incremento de los beneficios (14%) y de los ingresos por comisiones de gestión (17%).

El proceso reorganizativo que se estaba produciendo en el sector debido a la reestructuración de las entidades de crédito parece que está llegando a su fin. Así, durante los ocho primeros meses del año tan solo se ha producido una baja cuyo origen fue la mencionada reorganización (de hecho, es la única baja que se ha producido). A su vez, se produjo un alta, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto de este año permanecía sin cambios respecto a diciembre de 2013, con un total de noventa y seis entidades.

El número de gestoras se ha mantenido invariable en 2014 (en noventa y seis) debido a las escasas consecuencias que la reestructuración de las entidades de crédito tiene ya sobre este sector.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC <sup>1</sup>	Comisión media de gestión de IIC (%) <sup>1</sup>	Ratio de comisiones (%) <sup>2</sup>
2007	295.922	3.194	1,08	70,50
2008	208.861	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
Jun-14	218.011	1.860	0,85	61,26

Fuente: CNMV.

1 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

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

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) se ha incrementado desde 334 en diciembre de 2013 hasta 344 en agosto de 2014 (véase cuadro 19). De ellas, 140 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 128 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 76 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). Durante estos primeros ocho meses del año se produjeron veintitrés altas de entidades (dieciséis FCR, cinco SCR y dos SGEGR) y trece bajas (dos FCR, siete SCR y cuatro SGEGR).

El número de entidades de capital-riesgo ha aumentado desde 334 hasta 344 en lo que va de año.

	Situación a 31/12/2013	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2014
<b>Entidades</b>	<b>334</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>344</b>
Fondos de capital-riesgo	126	16	2	140
Sociedades de capital-riesgo	130	5	7	128
Sociedades gestoras de ECR	78	2	4	76

Fuente: CNMV.

*En 2013 el patrimonio de los FCR experimentó pocos cambios, mientras que el de las SCR disminuyó un 6,5%.*

Entre diciembre de 2012 y diciembre de 2013 el patrimonio de las ECR disminuyó un 3%, hasta situarse en 8.260 millones de euros. Por tipo de entidad se observaron algunas diferencias ya que el patrimonio de los FCR permaneció prácticamente invariable en niveles algo superiores a los 4.730 millones de euros, mientras que el de las SCR se redujo un 6,5%, hasta los 3.524 millones.

*En los FCR se produjo una recomposición en el patrón inversor, mientras que en las SCR cayó la inversión de las sociedades no financieras y de los bancos, que son inversores muy importantes para estas entidades.*

En el caso de los FCR se observó una recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2013. Disminuyó la inversión realizada por las cajas de ahorro (un 27%, hasta los 146 millones de euros), por los fondos de pensiones (un 7%, hasta los 393 millones) y por las entidades extranjeras (un 3,2%, hasta 897 millones) y aumentó la inversión realizada por las administraciones públicas (25%, hasta los 599 millones de euros) y por otras entidades. Con todo, las entidades extranjeras siguieron siendo el tipo de inversor más importante en FCR, con un 19% del patrimonio total (12,7% las AAPP, 12% las empresas no financieras y 11,3% los bancos). En el caso de las SCR, dos de los tres tipos de inversores más relevantes, las empresas no financieras y los bancos, redujeron su inversión en este tipo de entidades en 2013 (14,8% y 12,1% respectivamente), mientras que el tercer tipo de inversor por su volumen (otras empresas financieras) incrementó ligeramente su inversión (0,8%, hasta los 1.006 millones de euros). Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, la presencia de las personas físicas siguió estando por debajo del 5% del patrimonio total en los FCR y cerca del 2% en las SCR.

*La recuperación del sector que comenzó en la segunda mitad de 2013 se ha prolongado en el primer semestre de 2014, en el que la inversión de las ECR se ha doblado, hasta alcanzar los 1.198 millones de euros.*

Los datos preliminares de los primeros meses de 2014 facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) parecen confirmar la recuperación del sector iniciada en el segundo semestre de 2013. Así, la inversión de las ECR en España en el primer semestre del año aumentó hasta los 1.198 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo del año anterior. Del total del volumen de inversión, hay que destacar que aproximadamente el 90% correspondió a operaciones de menos de cinco millones de euros de capital en pymes que se encontraban en fase de arranque o expansión. La cifra más positiva del semestre fue, sin duda, la relacionada con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*), que experimentó un incremento del 315% respecto a los seis primeros meses de 2013, situándose en 2.135 millones de euros. Por su parte, la presencia de fondos internacionales aumentó de forma importante, ya que pasaron de representar el 47% del volumen total invertido en la primera mitad de 2013 al 73% en el mismo periodo de este año.



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

CUADRO 20

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2012	2013	2012	2013
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	209,3	214,5	72,4	75,1
No residentes	4,0	4,3	1,2	1,1
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	524,6	536,0	915,1	804,1
Cajas de ahorros	198,8	145,7	41,5	39,1
Fondos de pensiones	422,0	392,5	14,2	14,7
Compañías de seguros	130,2	125,6	30,4	27,0
Sociedades y agencias de valores	0,0	0,0	0,1	0,1
Instituciones de inversión colectiva	34,9	35,5	6,6	7,0
Entidades de capital-riesgo nacionales	225,7	234,6	32,3	35,9
Entidades de capital-riesgo extranjeras	328,1	328,7	1,1	1,2
Administraciones públicas	574,5	599,3	237,0	280,6
Fondos soberanos	27,1	26,3	0,0	0,0
Otras empresas financieras	358,6	359,6	997,9	1.006,2
Empresas no financieras	586,3	568,9	1.307,4	1.113,5
Entidades extranjeras	926,5	896,7	40,0	41,1
Otros	191,7	267,4	73,8	78,3
<b>TOTAL</b>	<b>4.742,2</b>	<b>4.735,5</b>	<b>3.770,9</b>	<b>3.525,0</b>

Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo empiezan a ser alentadoras como consecuencia de varios factores que parece que están aumentando el interés por el sector. Por un lado, la captación de nuevos fondos parece asegurada gracias a las próximas convocatorias de FOND-ICO Global y, por otro lado, la aprobación en julio del Proyecto de Ley<sup>19</sup> por el que se regulan las entidades de capital-riesgo dotará al mercado de un nuevo marco de actuación con nuevas figuras más flexibles, como, por ejemplo, la de la entidad de capital-riesgo pyme.

*Las perspectivas para el sector empiezan a ser alentadoras a la vista de varios factores que pueden incrementar el interés por el mismo.*

19 El Proyecto de Ley del 18 de julio de 2014 corresponde a la trasposición de la directiva AIFM de gestoras de fondos de inversión alternativos a la legislación española.