

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
	2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
	2.2 La evolución económica y financiera nacional	24
	2.3 Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
	3.1 Los mercados bursátiles	34
	3.2 Los mercados de renta fija	42
4	Los agentes de los mercados	48
	4.1 Vehículos de inversión	48
	4.2 Empresas de servicios de inversión	53
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	60
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	61

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Resultados de las pruebas de evaluación global de las entidades de crédito	28
Recuadro 2:	Primer informe de ESMA sobre negociación de alta frecuencia (HFT, <i>High Frequency Trading</i>) en Europa	41
Recuadro 3:	Consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos	59
Recuadro 4:	La nueva ley de entidades de capital riesgo y la modificación de la ley de instituciones de inversión colectiva	63

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional de los últimos meses se ha caracterizado por el mantenimiento de diferentes ritmos de crecimiento de la actividad, que ha sido más intenso en las regiones emergentes y en EE. UU., y por el fuerte descenso de la inflación debido a la caída del precio del petróleo. Este escenario sigue cimentando los tonos marcadamente expansivos de las políticas monetarias emprendidas por los bancos centrales en las economías avanzadas, si bien desde hace meses se observan diferencias notables en el ámbito de las medidas no convencionales. Entre ellas, destacó sin duda el anuncio del BCE de extender el programa de compras de deuda en el mercado, por un importe mensual de 60 mil millones de euros, al menos hasta septiembre de 2016. Este anuncio, efectuado en enero, tuvo un efecto balsámico sobre los mercados financieros, que prácticamente no se vieron afectados por la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda.
- Así, en los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo, que habían finalizado 2014 con niveles mínimos en la mayoría de las economías avanzadas, siguieron a la baja durante los primeros meses de 2015¹. En la zona euro estas rentabilidades se situaban en varias economías por debajo del 0,5 %, descontando ya algunos de los efectos del programa de compra de deuda del BCE. Las primas de riesgo de crédito soberano también se redujeron hasta niveles similares o inferiores a los existentes antes del primer episodio de turbulencias de la crisis de deuda soberana, en mayo de 2010, y casi no se vieron afectadas por la incertidumbre originada en Grecia.
- Los principales índices de renta variable internacional mostraron revalorizaciones intensas durante el primer trimestre del año, excepto los índices estadounidenses, cuya tendencia fue más estable. Los aumentos de los precios fueron mucho más elevados en los índices de la zona euro, en contraposición con las fuertes caídas de los últimos meses de 2014, impulsados por la mejora de las perspectivas económicas en Europa (que se beneficiaron a su vez del fuerte descenso del precio del petróleo) y la extensión del programa de compras de activos anunciada por el BCE en enero. Cabe señalar que la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda pública no tuvo un impacto relevante en los precios ni en la volatilidad de los mercados de renta variable, que solo mostró aumentos puntuales. La mayoría de los índices de la zona euro se revalorizó más de un 16 % en el primer trimestre del año.

1 La fecha de cierre de este informe es el 13 de marzo.

- El PIB de la economía española creció un 0,7 % en el último trimestre de 2014 (2 % en términos anuales), elevando el avance medio del ejercicio hasta el 1,4 %. Este incremento, que rompe el patrón contractivo de los últimos años, fue superior al de la zona euro (1,1 %), algo que no ocurría desde 2008. También se observó un cambio de patrón en la composición del crecimiento, en el que destacó la contribución positiva de la demanda nacional (2,2 puntos porcentuales). La mejora de la actividad se tradujo en un ligero aumento del empleo (1,2 % de media en 2014) y en una leve caída de la tasa de paro (de dos puntos, hasta el 23,7 % de la población activa). En relación con la evolución de los precios, destaca la caída notable de la inflación anual hasta valores negativos como consecuencia del abaratamiento de los carburantes (la inflación subyacente se mantiene cerca de cero). En el ámbito de las AA. PP. el déficit de 2014 se aproximará al objetivo del Gobierno (5,5 % del PIB), según el consenso del mercado.
- El sistema bancario español, que superó de forma satisfactoria las pruebas de evaluación del sector previas al inicio del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), está desarrollando su actividad en un entorno algo más favorable, que supone mejoras en su cuenta de resultados y leves descensos de la morosidad. La financiación al sector privado de la economía continuó cayendo, aunque a ritmos cada vez menores, observándose una mayor predisposición de las entidades a la hora de conceder nuevos créditos.
- La recuperación de la actividad repercutió positivamente en los resultados de las sociedades cotizadas no financieras, que en términos agregados se situaron en 17.507 millones de euros en 2014, un 64,8 % más que en 2013. Por sectores, destacó la mejora de los resultados en el sector de la construcción y las sociedades inmobiliarias, tras las fuertes pérdidas de los últimos años. Además, disminuyó el nivel de deudas agregado, un 7 %, hasta los 255 mil millones, en línea con el proceso de desapalancamiento del sector privado de los últimos años.
- La evolución de los mercados nacionales de renta variable en el primer trimestre de 2015 se caracterizó por la revalorización de las acciones (el Ibex 35 avanzó un 7,3 %), en contraste con las pérdidas de los últimos meses de 2014. El comportamiento alcista de los mercados transitó por algunos momentos de mayor volatilidad pero, en general, reflejó la mejora de las perspectivas sobre la economía española y, también, anticipó algunos de los efectos del nuevo programa de compra de activos del BCE. Asimismo, se observó un incremento notable del volumen de emisiones de acciones, que superó los quince mil millones de euros en los tres primeros meses de 2015 (cerca de la mitad de todo lo emitido en 2014), y también de la negociación, cuyo importe se situó en 202,8 mil millones (un 33,4 % más).
- Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante el primer trimestre del año la tónica observada en 2014 y apenas se vieron perturbados por la incertidumbre generada en Grecia. Así, se observaron descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda pública y de renta fija privada tanto a corto como a largo plazo, hasta nuevos mínimos históricos, anticipando en parte algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda del BCE. Las primas de riesgo de crédito presentaron ciertos altibajos en los primeros

meses de 2015 pero en general acabaron el trimestre en valores inferiores a los de finales de 2014 (por debajo de los 100 p. b. tanto en el sector público como en el privado). La mejora de las condiciones de financiación de las entidades permitió un aumento significativo del volumen de emisiones de renta fija registradas en la CNMV, que en el primer trimestre del año se situó en 27.615 millones de euros (un 68,4 % más que en 2014²).

- La industria de la inversión colectiva experimentó un avance significativo en 2014, consolidándose el cambio de tendencia que comenzó en 2013. La escasa rentabilidad de productos tradicionales de inversión, como los depósitos bancarios, hizo que muchos inversores buscaran alternativas más atractivas en los fondos de inversión. Así, el patrimonio de estos productos aumentó un 26,8 % en 2014, hasta los 198,7 mil millones de euros, lo que repercutió positivamente en los beneficios de las sociedades gestoras de IIC, que crecieron un 20,4 %. También se observó un repunte significativo en el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España, que quedó cerca de los 79 mil millones (más del 25 % del total comercializado en nuestro país).
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) mejoró notablemente durante el año 2014 debido al dinamismo de sus principales líneas de negocio, entre las que destacaron la comercialización de IIC y el aseguramiento y la colocación de emisiones. En términos agregados, los beneficios antes de impuestos de las ESI crecieron más de un 40 %, hasta los 306 millones de euros, y el número de entidades en pérdidas se redujo hasta ocho, cuatro menos que en 2013. El negocio de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) también evolucionó de forma favorable en 2014, con un incremento del 21,3 % del volumen de patrimonio asesorado, hasta los 21,4 mil millones de euros. Las condiciones de solvencia del sector, cuyo cálculo y obligaciones de información fueron modificados por el Reglamento UE 575/2013 y por la Circular 2/2014 de la CNMV, continuaron siendo satisfactorias.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primer recuadro describe los resultados de las pruebas de evaluación global de las entidades de crédito realizadas antes de la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), a finales de 2014.
 - El segundo recuadro resume las principales evidencias encontradas por el primer informe sobre negociación de alta frecuencia (HFT, *High Frequency Trading*) en Europa elaborado por ESMA.
 - El tercero expone las principales características de la consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos.
 - Finalmente, el cuarto recuadro detalla la nueva ley de entidades de capital riesgo y la modificación de la ley de instituciones de inversión colectiva.

2 Este incremento disminuye hasta el 41,8 % si se excluyen las emisiones efectuadas por la SAREB.

2 Entorno macrofinanciero

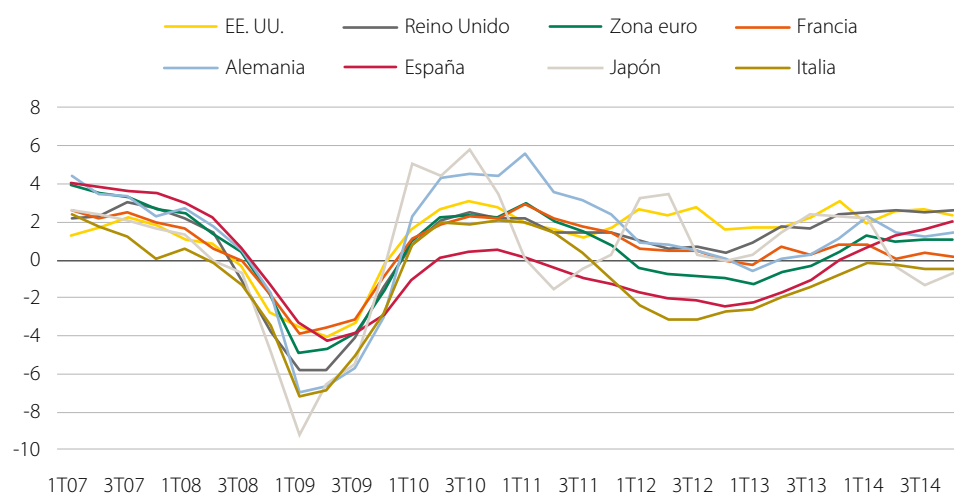
2.1 La evolución económica y financiera internacional

El PIB mundial creció un 3,3 % en 2014, igual que en 2013, debido al avance de las economías emergentes (4,4 %) y, en menor medida, al de las avanzadas (1,8 %).

La economía mundial creció a un ritmo del 3,3 % en 2014, el mismo que en 2013, debido a un avance del 1,8 % en el conjunto de las economías avanzadas y del 4,4 % en el de las economías emergentes. En las primeras, destacó el crecimiento del PIB en el Reino Unido (2,6 %) y en EE. UU. (2,4 %), así como la leve recuperación de la actividad en la zona euro, que pasó de caer un 0,4 % en 2013 a incrementarse un 1,1 % en 2014. No obstante, como se observa en el gráfico 1, la senda y la intensidad de la recuperación fueron algo heterogéneas entre las economías del área del euro. Alemania y España mostraron los avances más elevados, cercanos al 1,5 % en media anual, mientras que en Francia esta media fue mucho más reducida (del 0,4 %) y en Italia negativa (-0,4 %). En el ámbito de las economías emergentes, el crecimiento del PIB continuó liderado por las economías asiáticas (6,5 %), a pesar de la leve desaceleración de la actividad en China (que pasó del 7,7 % en 2013 al 7,4 % en 2014). Otras economías emergentes mostraron una desaceleración mayor del crecimiento a causa de algunos conflictos geopolíticos y, en el tramo final del año, del descenso en el precio del petróleo. Este fue el caso de Rusia, cuyo crecimiento pasó del 1,3 % en 2013 al 0,6 % en 2014, y de algunas economías latinoamericanas.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Fuerte caída de la inflación en la mayoría de las economías avanzadas por el retroceso del precio del petróleo...

Las tasas de inflación han descendido con intensidad en la mayoría de las economías avanzadas desde mediados de 2014 como consecuencia, fundamentalmente, de la caída del precio del petróleo³. Los niveles de inflación más reducidos se observaban en la zona del euro, donde la tasa anual se situaba en valores negativos desde diciem-

³ El precio del barril de petróleo se redujo desde niveles cercanos a 115 dólares a mediados de junio de 2014 hasta mínimos de 45 dólares a mediados de enero de 2015, lo que supone un descenso acumulado del 60 %. A mediados de marzo el precio del barril se situaba en niveles algo superiores, cercanos a los 60 dólares.

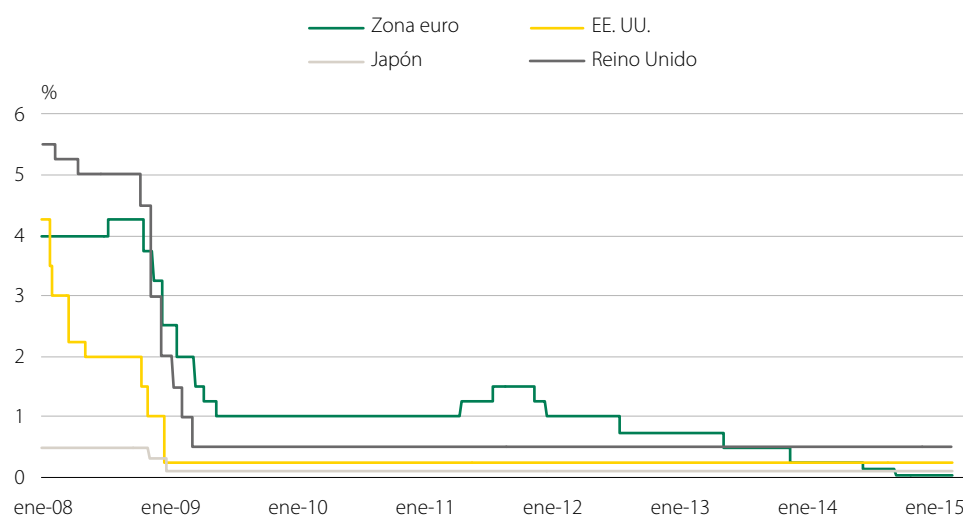
bre (-0,2 % en diciembre y -0,6 % en enero), y en EE. UU., donde la tasa anual también caía en terreno negativo en enero (-0,2 %). En el Reino Unido la inflación se situaba en niveles algo más elevados (0,3 %) y en Japón, donde había repuntado en abril de 2014 hasta el 3,4 % como consecuencia de un incremento del IVA, descendió en los meses posteriores hasta tasas del 2,4 %. La evolución de las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los componentes más volátiles, ha sido mucho más estable, aunque ligeramente descendente durante los últimos meses.

El tono de las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas continuó siendo ampliamente expansivo, pero con diferencias notables en las decisiones de los bancos centrales, sobre todo en el ámbito de las medidas no convencionales. Estas diferencias se explican por situaciones también diferentes en relación con la actividad, el empleo y la inflación. En el caso de la zona del euro, donde se percibe un incremento del riesgo de deflación y la actividad no muestra aún el dinamismo deseado, el BCE realizó en enero de 2015 un anuncio que los mercados esperaban desde hacía varias semanas: la ampliación del alcance de las medidas adoptadas en 2014⁴, concretamente la extensión del programa de compras de activos a bonos emitidos por las administraciones centrales de la zona euro (bonos soberanos), las agencias y las instituciones europeas. Según la entidad europea, el importe mensual de las compras de activos ascenderá a 60 mil millones de euros desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016 como mínimo. El diseño de este programa de expansión cuantitativa (Quantitative Easing-QE), cuya naturaleza es similar a la de otros programas no convencionales adoptados en su momento por la Reserva Federal, está dirigido al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios.

... que sigue justificando los tonos expansivos de las políticas monetarias, aunque se observan diferencias en el ámbito de las medidas no convencionales. En esta parcela destacó el anuncio en enero por parte del BCE de un programa de compras de deuda de 60 mil millones de euros al mes hasta septiembre de 2016.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

4 En 2014, el BCE redujo los tipos de interés oficiales en dos ocasiones hasta un mínimo histórico del 0,05 % (en junio y en septiembre) y adoptó un conjunto de medidas no convencionales, entre las que incluyó nuevos programas de compras de activos privados (cédulas y determinadas titulizaciones) y de financiación a largo plazo (Operaciones TLTRO —targeted longer-term refinancing operations—), mediante las cuales los bancos pueden obtener financiación en función del volumen de crédito (no hipotecario) que concedan.

Por su parte, la Reserva Federal dio por finalizado un programa similar a finales de 2014 y estudia el momento de subir los tipos de interés.

En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de la deuda a largo plazo, en mínimos históricos en muchas de las economías, se estabilizaron en EE. UU. y el Reino Unido pero siguieron descendiendo en la zona del euro.

Las primas de riesgo soberano no mostraron variaciones significativas, poniéndose de manifiesto el fuerte descenso del efecto contagio, tan presente en episodios anteriores de turbulencias.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo siguieron siendo reducidas pero se observó un cierto repunte en el segmento de bonos de peor calidad crediticia (high yield).

En EE. UU., por el contrario, la Reserva Federal decidió finalizar su programa de compras de activos en la reunión del FOMC (Federal Open Market Committee) de finales de octubre de 2014. La Fed ha indicado que los tipos de interés oficiales, que vienen situándose entre el 0 % y el 0,25 % desde diciembre de 2008, seguirán así durante un largo periodo, pero no descarta incrementarlos antes de lo previsto en función de la información que reciba sobre la evolución del empleo y la inflación. Así pues, se abre una nueva etapa en la que el mercado estará pendiente de esa posibilidad. El consenso de los analistas espera ese incremento durante el segundo semestre de 2015.

En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo, que finalizaron el año 2014 en niveles mínimos en la mayoría de las economías avanzadas, tendieron a estabilizarse en EE. UU. y el Reino Unido pero en la zona del euro prolongaron su tendencia descendente durante los primeros meses de 2015. La tendencia de las rentabilidades de los bonos europeos adelantó, al menos en parte, algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda anunciado por el BCE en enero. Así, a mediados de marzo, las rentabilidades seguían siendo algo más elevadas en EE. UU. y en el Reino Unido (2,1 % y 1,7 % respectivamente), mientras que en los países de la zona del euro se situaban en niveles muy reducidos. De hecho, en varias economías europeas como Alemania, Francia, Holanda y Bélgica, estas rentabilidades se mantenían por debajo del 0,5 %, al mismo tiempo que en España e Italia se situaban en niveles inferiores al 1,2 % (véase panel superior del gráfico 3). Las condiciones de liquidez de estos instrumentos empeoraron ligeramente durante los primeros meses de 2015, pero no se observó un incremento significativo de su volatilidad (solo destacó en el bono griego), ni siquiera en los días de mayor incertidumbre, relacionados con el cambio de Gobierno en Grecia y el proceso de renegociación de la deuda de este país (véanse paneles inferiores del gráfico 3).

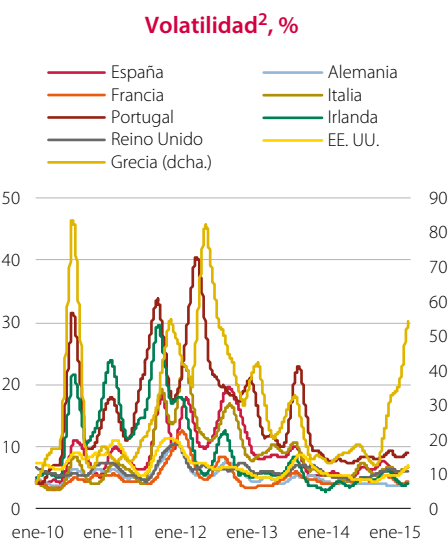
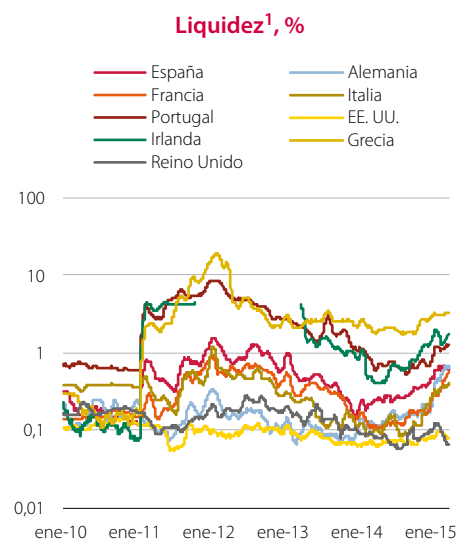
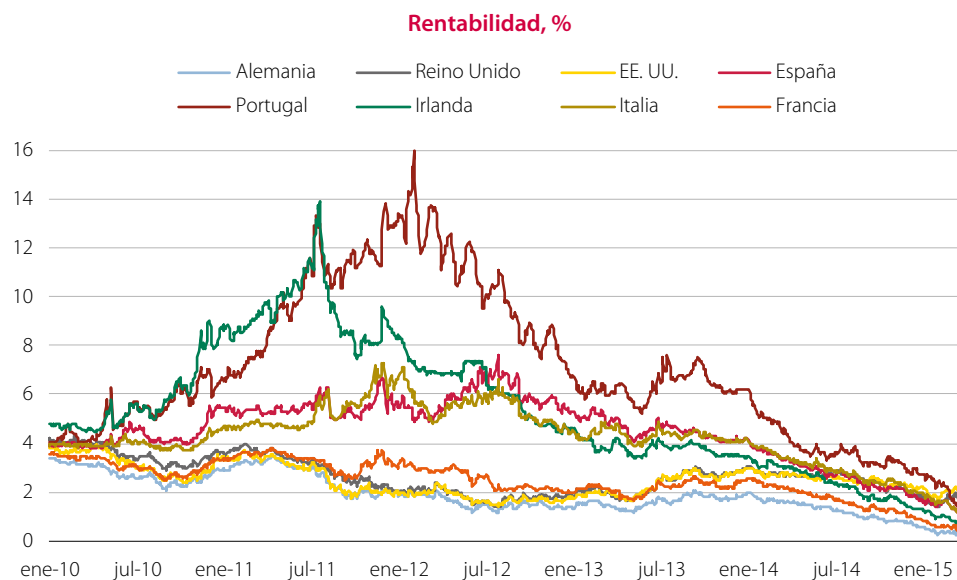
Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia, que habían descendido sensiblemente desde los máximos de mediados de 2012, no mostraron oscilaciones relevantes durante los primeros meses de 2015. La evolución reciente de las primas pone así de manifiesto una desvinculación entre los movimientos de las referencias de la deuda pública griega y los de las deudas soberanas emitidas en el resto de las economías europeas, al contrario de lo observado en episodios de turbulencias de años anteriores. En los primeros meses de 2015, la inestabilidad relacionada con el nuevo Gobierno griego y el proceso de renegociación de su deuda no se tradujo en incrementos de las rentabilidades ni de las primas de riesgo del resto de las economías europeas. Únicamente afectó a las referencias de la economía griega, donde la prima de riesgo soberano y la volatilidad del bono de deuda a largo plazo alcanzaron máximos de los últimos dos años (véanse gráficos 3 y 4).

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) siguieron siendo reducidas por el predominio de las estrategias basadas en la búsqueda de mayor rentabilidad (*search for yield*). Sin embargo, sí se observó una cierta reversión de esta tendencia desde junio del año pasado, que fue retomándose durante el primer trimestre de 2015. Como se aprecia en los paneles del gráfico 5, el incremento acumulado de las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia se situó cerca de los 145 p. b. en EE. UU. y de los 180 p. b. en Europa. También se incrementó la prima de riesgo de la deuda

privada de calidad intermedia en EE. UU. (63 p. b.). Por el contrario, las primas de riesgo de los instrumentos de mayor calidad (AAA) permanecieron más estables, cerca de los 55 p. b. en EE. UU. y de los 45 p. b. en Europa.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3

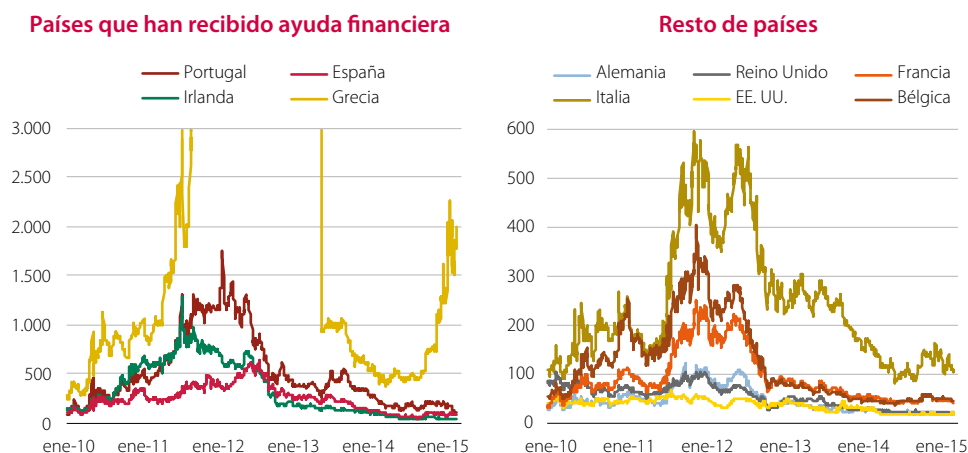


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica).
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de cuarenta días. Se ofrece media móvil de cincuenta periodos.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años, p. b.)

GRÁFICO 4

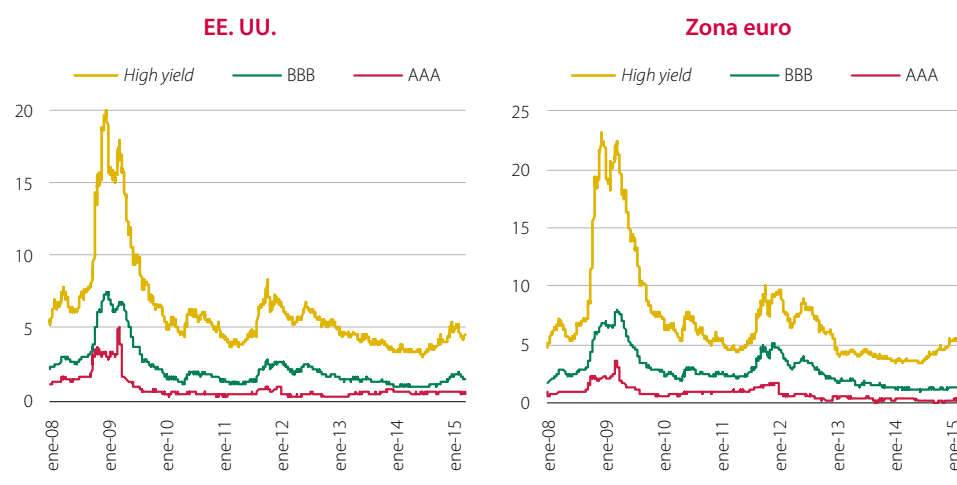


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las emisiones netas de deuda están aumentando en los mercados internacionales, con estancamiento en las emisiones soberanas y mayor dinamismo en las emisiones del sector privado...

... especialmente en el conjunto de entidades no financieras.

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales ascendieron a 3,26 billones de dólares en 2014, lo que supone un 8,9 % más que en 2013. Este avance se explica por el incremento de las emisiones del sector privado, ya que las emisiones netas de deuda soberana, que ascendieron a dos billones de dólares, permanecieron prácticamente en los mismos niveles de 2013 (-0,4 %). En general, la consolidación fiscal de las economías avanzadas más grandes ha dado lugar a descensos en las emisiones netas de deuda durante los últimos años. Estas emisiones habían alcanzado un máximo cercano a los seis billones de dólares en 2010.

En cuanto a las emisiones efectuadas por el sector privado, destacan por su volumen las procedentes de las sociedades no financieras (véanse paneles del gráfico 6). En términos netos estas emisiones se situaron en 756 mil millones de dólares en 2014 (el 23 % del total), prácticamente el mismo volumen que en 2013

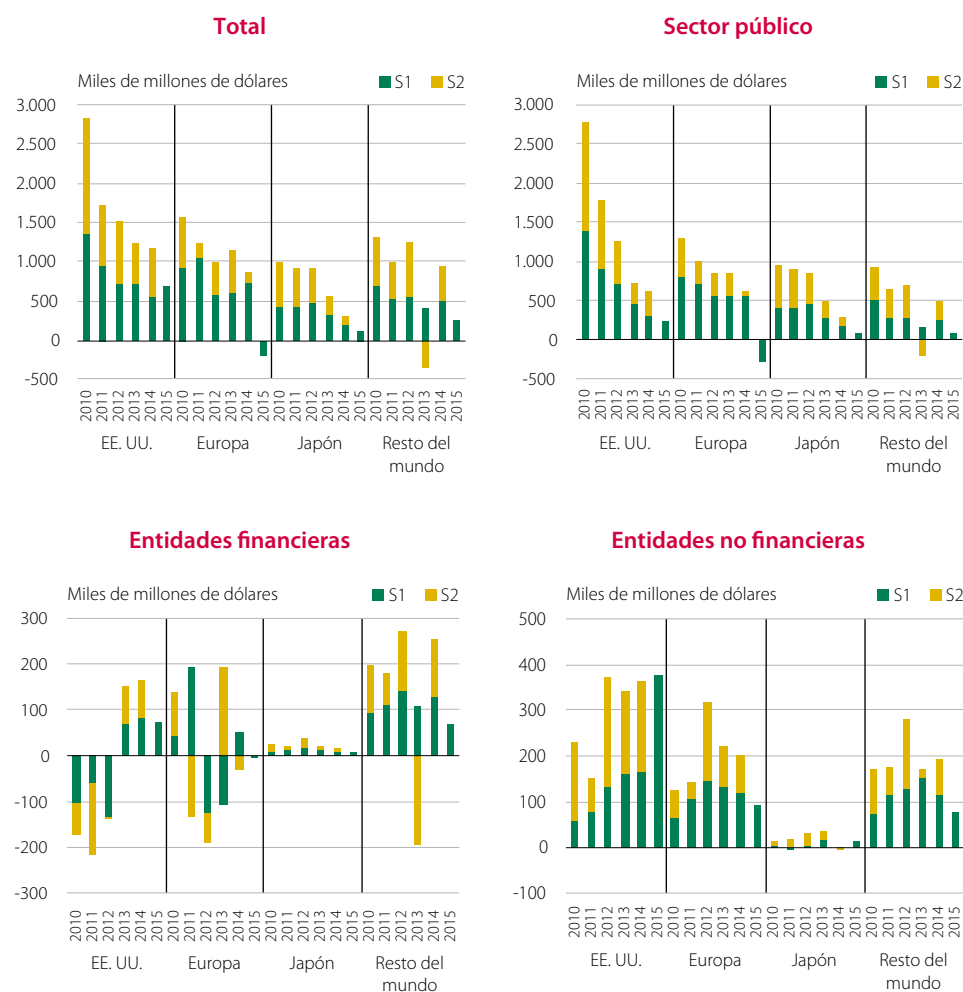
(766 mil millones). Las emisiones de deuda del sector no financiero fueron más elevadas en EE. UU., si bien su volumen también resultó significativo en Europa. En relación con las emisiones netas de las entidades financieras (un 14 % del total), continuó observándose un comportamiento diferente entre las de las entidades europeas y las del resto del mundo. En EE. UU. y en otras áreas económicas se observó un gran dinamismo emisor. Europa, donde el sector financiero está aún digiriendo las consecuencias de la crisis económica de los últimos años y todavía no presenta necesidades de financiación elevadas o puede financiarse por otras vías, fue una excepción.

Estas tendencias se mantuvieron durante los primeros meses de 2015, con la particularidad de que las emisiones de deuda corporativa en EE. UU. se incrementaron de forma significativa. El aumento de estas emisiones, mayoritariamente de deuda calificada como grado inversión (*investment grade*), respondió al deseo de las entidades de financiarse a tipos de interés muy reducidos, en un contexto de abundancia de liquidez exacerbado por las compras de deuda del BCE en los mercados secundarios desde marzo.

En los primeros meses de 2015 se ha observado un crecimiento significativo de las emisiones de deuda corporativa de alta calidad en EE. UU.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer trimestre de 2015 son hasta el 13 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los índices de renta variable se revalorizaron de forma notable en los primeros meses de 2015, sobre todo en Europa, por la mejora prevista de la actividad y el plan de estímulo del BCE.

También fue significativo el aumento de los índices japoneses de renta variable y la estabilidad de los estadounidenses, que están en sus valores máximos de los últimos años.

Los principales índices de renta variable internacional mostraron revalorizaciones intensas durante el primer trimestre del año, con la única excepción de los índices estadounidenses, cuya tendencia fue más estable. En los de la zona euro, los aumentos de los precios fueron mucho más elevados, en contraposición con las fuertes caídas de los últimos meses de 2014, debido al impulso que supusieron la mejora de las perspectivas económicas en Europa (a su vez beneficiadas por el fuerte descenso del precio del petróleo) y también la extensión del programa de compras de activos anunciada por el BCE en enero, que consolidaba las expectativas de tipos de interés muy reducidos. Cabe señalar que la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda pública no tuvo un impacto relevante ni en los precios ni en la volatilidad de los mercados de renta variable. De hecho, la mayoría de los índices de la zona euro se revalorizó más de un 16 % en el primer trimestre del año (véase cuadro 1).

Los índices japoneses también mostraron avances relevantes durante el primer trimestre del año, superiores al 10 %, mientras que los estadounidenses presentaron un recorrido más limitado: los índices S&P 500 y Dow Jones descendían un 0,3 % y un 0,4 % respectivamente en el trimestre, aunque el índice Nasdaq se revalorizaba casi un 3 %. De todos modos, desde una perspectiva temporal más larga, las mayores revalorizaciones corresponden a estos índices.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

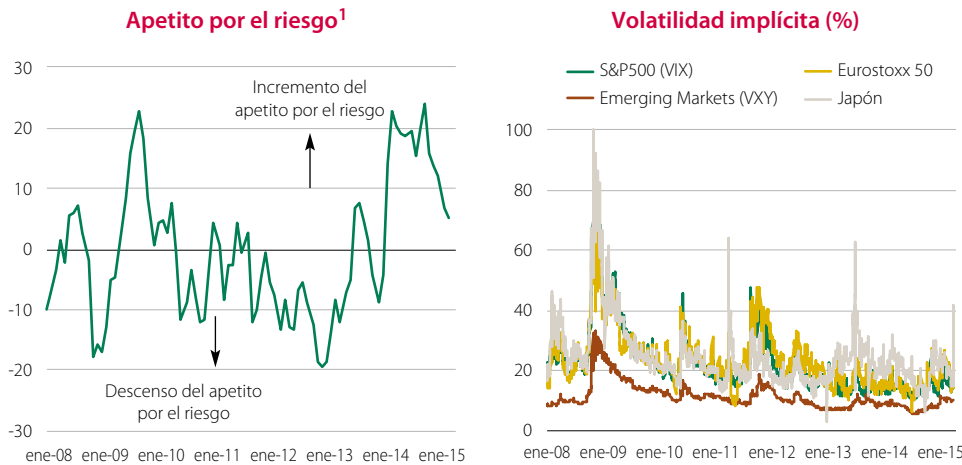
CUADRO 1

%	2011	2012	2013	2014	I-14	II-14	III-14	IV-14	I-15 (Hasta el 13 de marzo)	
									% s/ trim. ant.	% inter- anual ²
Mundo										
MSCI World	-7,6	13,2	24,1	2,9	0,8	4,2	-2,6	0,7	0,6	4,1
Zona euro										
Eurostoxx 50	-17,1	13,8	17,9	1,2	1,7	2,1	-0,1	-2,5	16,2	21,1
Euronext 100	-14,2	14,8	19,0	3,6	2,7	1,1	0,4	-0,6	17,5	22,7
Dax 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	0,0	2,9	-3,6	3,5	21,4	32,0
Cac 40	-17,0	15,2	18,0	-0,5	2,2	0,7	-0,1	-3,2	17,3	17,9
Mib 30	-24,0	10,2	18,8	-0,4	13,6	-2,2	-3,2	-7,4	20,1	9,5
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	4,3	5,6	-0,9	-5,0	7,3	10,9
Reino Unido										
FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-2,2	2,2	-1,8	-0,9	2,7	2,9
Estados Unidos										
Dow Jones	5,5	7,3	26,5	7,5	-0,7	2,2	1,3	4,6	-0,4	10,2
S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	1,3	4,7	0,6	4,4	-0,3	11,2
Nasdaq-Composite	-1,8	15,9	38,3	13,4	0,5	5,0	1,9	5,4	2,9	14,3
Japón										
Nikkei 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	-9,0	2,3	6,7	7,9	10,3	30,0
Topix	-18,9	18,0	51,5	8,1	-7,6	5,0	5,0	6,1	10,9	29,7

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



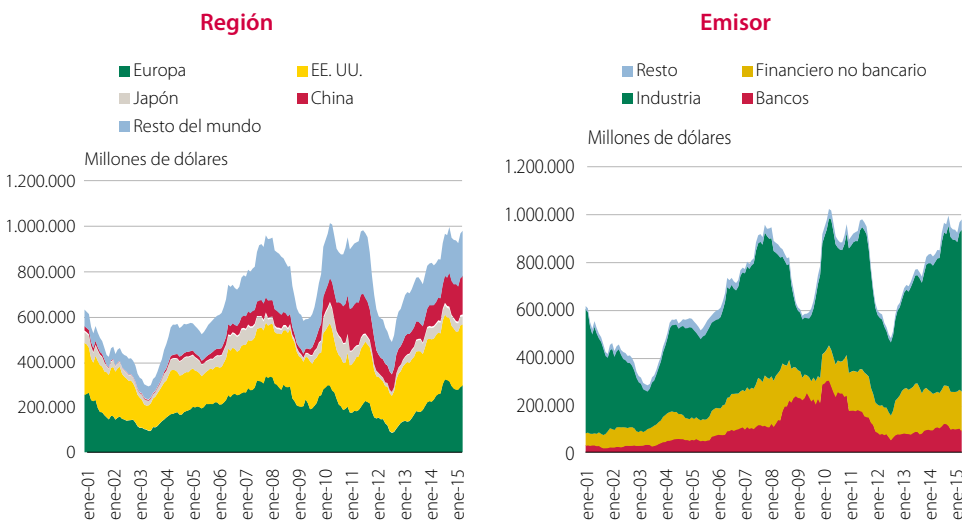
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales se situó en 936 mil millones de dólares en 2014, un 12,3 % más que en 2013. Por modalidad de la emisión, destacaron las OPS (ofertas públicas de suscripción), con un volumen de emisión que superó los 263 mil millones de dólares (un 52 % 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 22,7 % y en el 77,6 % respectivamente. Por sectores, destaca el crecimiento de las emisiones de renta variable de las empresas industriales (no *utilities*), que fue del 19,8 %, hasta situarse en 639 mil millones de dólares. La información de los primeros meses de 2015 indica que las emisiones de acciones continuaron en niveles muy elevados (véanse paneles del gráfico 8).

Las emisiones de acciones crecieron un 12,3 % en 2014, hasta los 936 mil millones de dólares, destacando el dinamismo emisor en Europa y en China.

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 13 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española creció un 2 % anual en el último trimestre del año y un 1,4 % en media, por encima del avance de la zona euro (1,1 %) y rompiendo la tendencia contractiva de los últimos ejercicios.

Por primera vez desde el inicio de la crisis, la contribución de la demanda nacional al crecimiento fue positiva (2,2 p.p.), mientras que la del sector exterior fue negativa.

El PIB de la economía española se incrementó un 0,7 % en el último trimestre del año (2 % interanual), acelerándose su ritmo de avance en relación con los trimestres anteriores (0,3 % en el primer trimestre y 0,5 % en el segundo y en el tercero). En el conjunto de 2014 el crecimiento medio del PIB se situó en el 1,4 %, lo que supone un punto de inflexión en relación con el patrón descendente observado durante los últimos años (-1,2 % en 2013, -2,1 % en 2012 y -0,6 % en 2011). El avance de la actividad fue superior al de la media de los países de la zona euro (1,1 %), un hecho que no se producía desde 2008.

El comportamiento de los principales componentes del PIB en 2014 puso de manifiesto un cambio significativo en la composición del crecimiento. Por primera vez desde el inicio de la crisis, la contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue positiva (2,2 p.p.), mientras que la del sector exterior fue negativa (-0,8 p.p.). Como se aprecia en el cuadro 2, la mayoría de los componentes de la demanda experimentó avances significativos en el ejercicio, que contrastaron con las caídas de 2013. Así pues, el gasto en consumo privado y público se incrementó un 2,4 % y un 0,1 % respectivamente, en comparación con los descensos registrados en el año anterior (-2,3 % y -2,9 %). El avance de la formación bruta de capital (3,4 % frente al -3,7 % precedente) tuvo su origen tanto en el notable incremento de la inversión en bienes de equipo (12,3 % frente al 5,6 %) como en la menor contracción de la inversión en construcción (-1,4 % frente al -9,2 %). En cuanto al sector exterior, las exportaciones españolas avanzaron un 4,2 %, un ritmo muy parecido al de 2013, mientras que el crecimiento de las importaciones se situó en el 7,7 % (muy por encima del leve descenso anterior).

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2011	2012	2013	2014	CE ¹	
					2015P	2016P
PIB	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,3	2,5
Consumo privado	-2,0	-3,0	-2,3	2,4	2,7	2,6
Consumo público	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,3	0,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-6,3	-8,1	-3,7	3,4	4,7	5,2
Construcción	-10,6	-9,3	-9,2	-1,4	n. d.	n. d.
Bienes de equipo y otros	0,9	-9,1	5,6	12,3	7,9	8,7
Exportaciones	7,5	1,2	4,3	4,2	5,4	6,0
Importaciones	-0,7	-6,3	-0,4	7,7	6,9	6,7
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,1	2,2	1,4	-0,8	-0,3	0,0
Empleo²	-2,6	-4,4	-3,2	1,2	1,8	2,0
Tasa de paro	21,4	24,8	26,1	24,4	22,5	20,7
Índice de precios de consumo	3,2	2,4	1,4	-0,1	-1,0	1,1
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-0,3	1,4	0,1	0,6	0,5
Saldo de las AA. PP. (% PIB)³	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,5	-3,7
Deuda pública (% PIB)	69,2	84,4	92,1	97,7	101,5	102,5
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁴	-81,4	-66,0	-78,9	-81,3	n. d.	n. d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2015.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012 y 2013 por una cuantía del 0,5 %, 3,8 % y 0,5 % del PIB, respectivamente. La cifra de 2014, aún no disponible al cierre de este informe, corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

4 Sin Banco de España. Datos de 2014 hasta el tercer trimestre.

n. d.: [dato] no disponible.

Desde el punto de vista de la oferta, el valor añadido de la mayoría de las ramas de actividad presentó tasas de variación positivas en 2014. Así, en el sector industrial y en los servicios el valor añadido bruto se incrementó en media anual un 1,5 % y un 1,6 % respectivamente (-1,1 % y -1,8 % en 2013), mientras que en las ramas primarias el aumento fue del 3,3 %. Únicamente el sector de la construcción presentó un retroceso, aunque más moderado que en años anteriores (-1,2 % en 2014 frente a -8,1 % en 2013).

Todas las ramas de actividad, excepto el sector de la construcción, presentaron incrementos en su valor añadido en 2014.

La tasa de inflación española, que se había mantenido en valores cercanos a cero durante la primera mitad del año pasado, descendió progresivamente durante la segunda parte hasta alcanzar un mínimo del -1,3 % en enero de 2015 (-1,1 % en febrero). El descenso de la inflación tuvo su origen principalmente en la fuerte caída del precio de los productos energéticos (-11,4 % interanual en enero, -10,2 % en febrero). La tasa de variación media anual del IPC en 2014 se situó en el -0,1 %, frente al 1,4 % de 2013. La evolución de la tasa subyacente, que descuenta los elementos más volátiles del índice, fue mucho más estable en 2014, al oscilar entre el -0,1 % y el 0,3 %. En promedio anual, su tasa de variación se situó en cero (1,5 % en 2013). El diferencial de inflación con la zona del euro continuó siendo negativo (lleva así desde mediados de 2013), finalizando el año en -1,0 puntos porcentuales (-0,9 p. p. en febrero).

La inflación anual ha descendido significativamente como consecuencia de la fuerte caída del precio de los productos energéticos. En febrero se situaba en el -1,1 % anual. La subyacente se mantiene cerca de cero.

La recuperación de la actividad económica en 2014 frenó el deterioro del mercado laboral de los últimos años, observándose incrementos en el número de empleados y un ligero descenso en la tasa de paro. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados a tiempo completo de la economía española empezó a crecer en términos anuales en el segundo trimestre de 2014, después de casi seis años de caídas. En el último trimestre del año, el empleo crecía a tasas del 2,4 % (1,2 % en media para el conjunto del año). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) revela que la tasa de paro prolongó la tendencia a la baja que comenzó tras el máximo histórico del 27 % en el primer trimestre de 2013. A finales de 2014, la tasa de paro se situaba en el 23,7 % de la población activa (5,46 millones de desempleados), dos puntos porcentuales menos que a finales de 2013. La EPA cifró el incremento de la población ocupada en 2014 en 434 mil personas (416 mil en el sector privado y 18 mil en el sector público). Cabe destacar que, por primera vez desde el inicio de la crisis en 2008, el número de hogares con todos sus miembros en situación de desempleo se redujo, a la vez que aumentó el número de hogares con todos sus miembros ocupados. En cuanto a los costes laborales unitarios, su caída continuó a lo largo de 2014, disminuyendo en promedio un 0,5 %. Este descenso se explica tanto por la disminución de la remuneración por asalariado (un 0,2 % en media anual) como por el incremento de la denominada «productividad aparente» del trabajo (un 0,2 % en media anual).

La recuperación de la actividad empezó a notarse en el mercado laboral, con un avance del empleo del 1,2 % en 2014 y un descenso de la tasa de paro de dos puntos, hasta el 23,7 %.

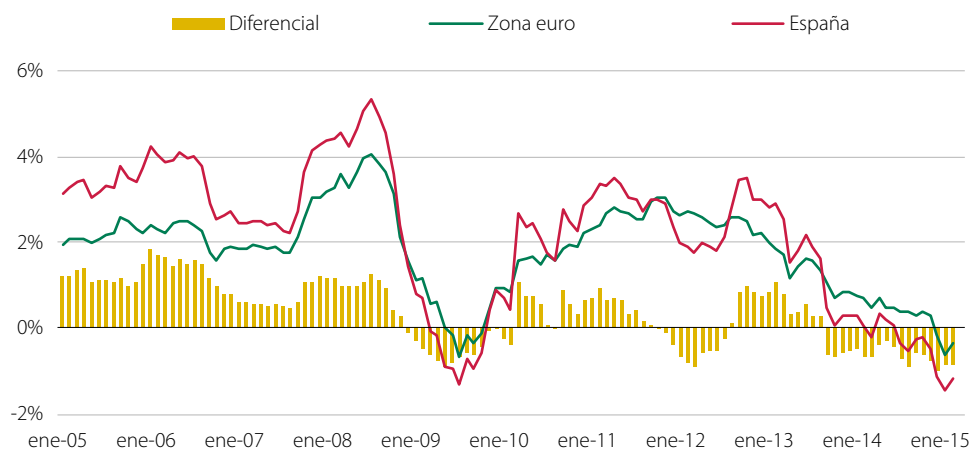
Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria revelan que el déficit de las administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) se situó en el 4,62 % del PIB en noviembre, por debajo del 5,15 % registrado en el mismo periodo de 2013. Para el conjunto del año, las previsiones de los analistas sitúan el déficit del sector público en el 5,6 % del PIB, apenas una décima por encima del objetivo previsto por el Gobierno, e inferior al 6,8 % de 2013. La deuda agregada de las AA. PP. se situó en el 97,7 % del PIB a finales de 2014, 5,6 puntos porcentuales más que a finales de 2013. Los objetivos presupuestarios planteados para el periodo

A falta de los datos de ejecución presupuestaria de diciembre, el consenso de los analistas espera un déficit público del 5,6 % del PIB para el conjunto de 2014, apenas una décima por encima de la previsión del Gobierno.

2014-2017 prevén una reducción progresiva del déficit hasta niveles cercanos al 1 % del PIB en 2017 y un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB en 2015, que descendería en años posteriores.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

El sector bancario, que superó de forma satisfactoria las pruebas de evaluación previas al inicio del MUS, comienza a operar en un entorno más favorable...

En cuanto a la evolución del sector bancario, se produjeron varios acontecimientos relevantes durante el ejercicio pasado. En primer lugar, en 2014 comenzó la aplicación de los estándares de solvencia conocidos como Basilea III. Además, en enero finalizó con éxito el programa de asistencia financiera firmado entre las autoridades españolas y europeas. Y finalmente, la banca española obtuvo unos resultados satisfactorios en el análisis del sector bancario que realizó el BCE entre noviembre de 2013 y octubre de 2014 (véase recuadro 1), paso previo al inicio del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). En este contexto, el negocio del sector bancario se desarrolló en una dinámica macroeconómica más favorable, que permitió reducir levemente la tasa de morosidad e incrementar los beneficios del sector. El saldo de crédito continuó retrocediendo, pero menos que en ejercicios anteriores, observándose una cierta flexibilización de las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

... que permite reducir levemente la elevada morosidad del sector y mejorar la cuenta de resultados.

Así, la tasa de morosidad de los bancos descendió progresivamente desde los máximos históricos del 13,6 % en diciembre de 2013 hasta niveles del 12,5 % en diciembre de 2014, y la cuenta de resultados arrojó un beneficio acumulado hasta septiembre de 8.332 millones de euros, un 41,5 % más que en el mismo periodo de 2013. Este incremento de los beneficios se produjo gracias al fuerte descenso de las pérdidas por el deterioro de activos financieros (de un 31,2 %, hasta los 11.215 millones de euros). Por su parte, el margen bruto de las entidades descendió hasta los 41.599 millones de euros (43.075 millones de euros en 2013) como consecuencia de la disminución tanto del margen de intereses como de los rendimientos de los instrumentos de capital.

La financiación bancaria a empresas y hogares continúa cayendo, pero a un ritmo menor que en años anteriores...

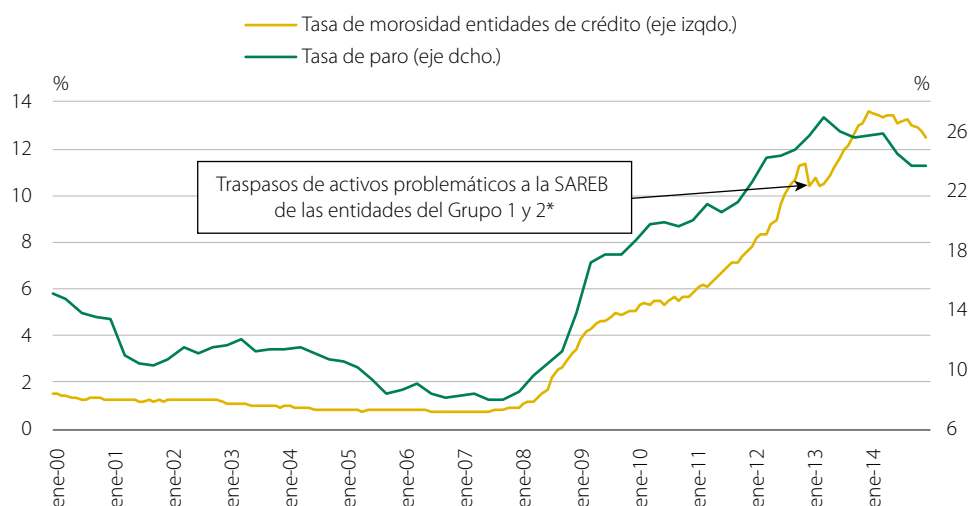
La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) siguió descendiendo en 2014 y en los primeros compases de 2015, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En diciembre de 2014 y enero de 2015, esta financiación caía un 4,1 % y un 4,2 % respectivamente en términos anuales (5,9 %

en 2013), debido a la contracción del saldo vivo de crédito. El retroceso de la financiación a las sociedades no financieras fue del 4,4 % en diciembre y del 4,8 % en enero (6,6 % en 2013) y el de la financiación a los hogares fue del 3,7 % en diciembre y del 3,5 % en enero (5,1 % en 2013). En el caso de las sociedades, la contracción del crédito fue algo mayor, pero el incremento de recursos por otras vías (principalmente deuda) hizo que el descenso total de su financiación fuera algo menos intenso. En la zona del euro, el crédito a las sociedades no financieras caía un 1,6 % interanual en noviembre, mientras que el crédito a hogares retrocedía en menor medida (un 0,4 %).

... ya que se observa una mayor predisposición de los bancos a conceder crédito.

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

GRÁFICO 10



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

¹ 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 condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas mejoraron sensiblemente durante el ejercicio pero el sector continuó la tendencia hacia el adelgazamiento de su balance⁵, con descensos en las principales vías de financiación ajena. Así, se observaron caídas del saldo de depósitos del sector privado (desde 1,31 billones de euros hasta 1,29 billones), del saldo vivo de deuda (desde 297 mil millones hasta 249 mil millones) y también de la financiación obtenida del Eurosistema, que a finales de 2014 se situaba en 141 mil millones de euros⁶ (202 mil millones a finales de 2013).

A pesar de la mejora de las condiciones de financiación del sector, no se observa un incremento de su endeudamiento, más bien continúa el adelgazamiento del balance y el mayor peso del capital en el pasivo.

⁵ Desde mediados de año, el tamaño del balance agregado del sector se reducía por debajo de los tres billones de euros, algo que no ocurría desde abril de 2008.

⁶ En febrero de 2015, el saldo de esta financiación se reducía hasta los 132 mil millones de euros.

El Banco Central Europeo (BCE) comenzó a asumir competencias ligadas a la supervisión de las entidades de crédito europeas más relevantes en noviembre de 2014 con el fin de favorecer la integración y la transparencia del sistema financiero de la zona euro y la recuperación de la confianza de los agentes. Entre los meses de noviembre de 2013 y octubre de 2014, antes de la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), se llevó a cabo un proceso de evaluación global de las entidades que posteriormente iban a ser objeto de supervisión por parte del BCE. Este proceso de evaluación integral (en inglés, Comprehensive Assessment) constó de dos componentes estrechamente relacionados entre sí: una primera evaluación de la calidad de los activos de las entidades, que permitió conocer la situación del sector, y una prueba de resistencia de las entidades financieras, a modo de ejercicio macroprudencial. En ambos procesos se partió de los balances consolidados de las entidades al cierre de 2013.

Pruebas de evaluación

Mediante el ejercicio de evaluación de la calidad de los activos (AQR¹), se realizó una revisión exhaustiva de los datos y balances (fundamentalmente los de mayor riesgo) de las entidades financieras europeas y se determinó una clasificación y valoración de sus instrumentos y activos financieros. Para ello, cada entidad seleccionó carteras que englobasen diversos tipos de riesgo y exposiciones, tanto a nivel europeo como a nivel internacional, para su posterior evaluación. Tras la realización del ejercicio de situación, se determinó el impacto que pudieran tener los resultados sobre el capital CET1² de las entidades, cuyo nivel mínimo se estableció en el 8 %. Este proceso se llevó a cabo de manera descentralizada.

Por otro lado, las entidades europeas fueron sometidas a una prueba de resistencia en términos de solvencia, también conocida como test de estrés (ST³). Los resultados obtenidos en el AQR fueron incorporados a esta prueba. El objetivo fundamental de los test de estrés era evaluar la capacidad de absorción o resistencia de los bancos frente a posibles pérdidas producidas bajo dos hipotéticos escenarios (escenario central o base y escenario adverso) y durante un periodo de tres años. Las pruebas de resistencia fueron diseñadas y realizadas por el BCE en colaboración con diversos organismos europeos, como la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) para la elaboración de la metodología, la Comisión Europea para diseñar el escenario macroeconómico base o la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS, o ESRB por sus siglas en inglés) para el escenario adverso. Además, las autoridades supervisoras nacionales formaron parte del proceso de recogida de datos y consolidación de resultados. Los ratios de capital CET1 mínimas requeridas se establecieron en el 8 % y el 5,5 % en los escenarios base y adverso de los ST respectivamente.

El número de entidades europeas evaluadas y supervisadas por el MUS asciende a ciento treinta, de las cuales quince son bancos españoles⁴ (el 90 % del activo total del sector bancario nacional). Los bancos españoles, franceses, alemanes, italianos y holandeses concentran el 87 % de los activos incluidos en la supervisión. Un

primer análisis europeo comparativo realizado por el Banco de España⁵ sitúa a la banca española entre los primeros puestos de la zona euro en 2013, tanto en términos de rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) como de eficiencia. Los niveles de solvencia presentados por las entidades españolas se sitúan próximos a la media europea, a pesar de que el nivel de apalancamiento es ligeramente superior.

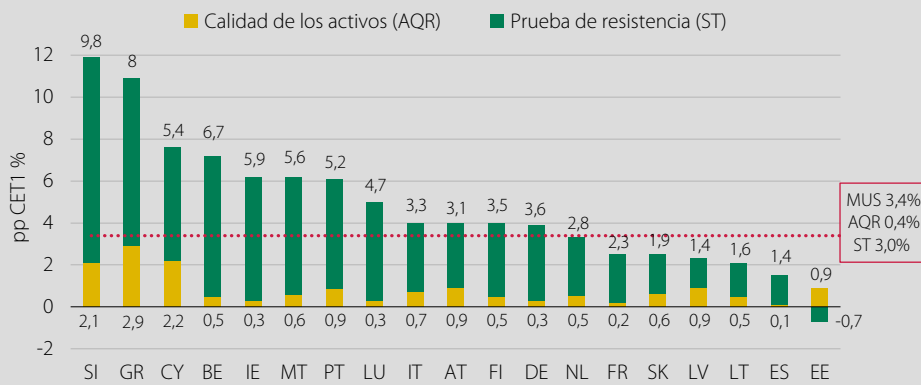
Resultados del Comprehensive Assessment

En términos generales, y después de las operaciones de ampliación de capital llevadas a cabo a lo largo de 2014, solamente un 10 % de las entidades europeas analizadas presentaron un déficit neto de capital bajo alguno de los tres umbrales establecidos para el AQR, ST central o ST adverso. En el caso de los bancos españoles, ninguna de las quince entidades objeto de análisis se encontraba en situación de déficit de capital en ese periodo (véase gráfico R.1.1).

El impacto en el capital evaluado en el AQR de las entidades españolas fue muy leve, con pérdidas de 14 p. b. en la ratio de capital, frente a los 42 p. b. del conjunto de las entidades pertenecientes al MUS, de forma que son las que menos ajustes han tenido que realizar (aproximadamente un 0,2 % de los activos ponderados por riesgo). Todas las entidades superaron claramente el nivel de capital CET1 mínimo requerido, exceptuando Liberbank (sin tener en cuenta la ampliación de capital llevada a cabo en 2014), cuya ratio de capital se situó en el 7,8 %, dos puntos básicos por debajo de lo requerido.

Impacto neto en el capital CET1 en escenario adverso

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo.

En relación con los test de estrés, cabe señalar que el escenario central de las pruebas de resistencia se basó en las previsiones estimadas por la Comisión Europea⁶ para cada país. Por otro lado, el escenario extremo más desfavorable para España se caracterizó por una caída acumulada de la tasa de variación del PIB del 1,2 % (2,1 % para el conjunto de la UE), una tasa de desempleo del 27,1 % en 2016 (13 % para la UE) y unos tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en torno al 5,6 % (4,4 % de media en la UE) en el horizonte temporal 2014-2016. Los resultados obtenidos por la banca española fueron igualmente favorables, dado que las entidades nacionales presentaron, en su mayoría, un incremento de su ratio capital de 120 p. b. (30 p. b. para el conjunto del MUS) en el escenario más

favorable, mientras que el impacto del test de estrés en el escenario adverso fue de 144 p. b., notablemente por debajo de la reducción media de la ratio de capital en las entidades europeas (300 p. b.). Las ratios de capital de las entidades españolas se situaban así tres puntos y medio por encima del umbral mínimo de solvencia admisible (9 % frente al 5,5 % requerido), por lo que ninguna presentaba necesidades de financiación (exceptuando Liberbank, con una ratio de capital del 7,5 %, aunque pasa a ser un 8,2 % después de su ampliación de capital).

En general, los resultados obtenidos en la evaluación global de las entidades de crédito españolas muestran un menor impacto que en el conjunto europeo. La reducción de la ratio de capital CET1 se cifra en 3,4 puntos porcentuales para el conjunto del MUS, y solamente en 1,6 puntos en el sistema financiero español. Los amplios márgenes presentados por la banca española sobre los mínimos exigidos son el reflejo de los avances en el saneamiento del sector inmobiliario español (a consecuencia de las exigencias de los reales decretos-ley 2/2012 y 18/2012) y de las medidas de reestructuración del sistema bancario adoptadas en relación con el Programa de Asistencia solicitado a la Unión Europea a mediados de 2012. Sin embargo, a pesar de que los resultados de los ejercicios muestran que la banca española está en condiciones favorables para afrontar posibles futuras debilidades macroeconómicas, el trabajo de mejoras en la regulación y supervisión bancaria se halla en sus comienzos y debe tener continuidad.

- 1 El procedimiento y la metodología desarrollados para la ejecución del Asset Quality Review (AQR) han sido publicados en la página web del BCE. Para una información más detallada véase <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/assetqualityreviewphase2manual201403en.pdf>
- 2 El Capital de Nivel 1 ordinario o CET1 (Common Equity Tier 1) se define en la Regulación de Basilea III como aquel de máxima calidad.
- 3 Los Test de Estrés (ST, por sus siglas en inglés) aplican una metodología común para todas las entidades, elaborada y publicada por la EBA en su página web, donde aparece también la descripción de los posibles escenarios. Véase <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-common-methodology-and-scenario-for-2014-eu-banks-stress-test>
- 4 Las quince entidades financieras españolas evaluadas son: Banco Santander, BBVA, La Caixa, BFA/Bankia, Banco Popular, Sabadell, Kutxabank, Bankinter, Unicaja-CEISS, Abanca-NCG, Ibercaja, Catalunya Bank, BNM, Liberbank y Grupo Cajamar.
- 5 Véase en detalle el recuadro 2.5 del Informe de Estabilidad Financiera publicado por el Banco de España en noviembre de 2014: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletines-Revistas/InformesEstabilidadFinanciera/14/IEF-Noviembre2014.pdf>
- 6 Las previsiones económicas de invierno de 2014 publicadas por la Comisión Europea son utilizadas para los escenarios centrales de 2014 y 2015, mientras que para 2016 se ha diseñado una modelización específica.

El beneficio de las empresas cotizadas no financieras se situó en 17.507 millones de euros en 2014, un 64,8 % más que en 2013.

El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras ascendió a 17.507 millones de euros a finales de 2014, un 64,8 % más que en el ejercicio anterior. Por sectores, es importante mencionar el crecimiento del beneficio de las empresas de la construcción e inmobiliarias, que, después de varios años con pérdidas sustanciales, en 2014 obtuvieron un resultado positivo, concretamente de 755 millones de euros. También contribuyó positivamente el sector energético, cuyos beneficios pasaron de 8.311 millones de euros en 2013 a 10.763 millones en 2014 (un 29,5 % más) y, en menor medida, el de las empresas industriales, con un resultado que aumentó desde los 412 hasta los 1.550 millones de euros. Tan solo en el sector del comercio y los servicios los beneficios fueron inferiores a los registrados en 2013, con una disminución del 24 %, hasta los 4.393 millones de euros (véase cuadro 3).

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Energía	17.407	18.731	9.327	10.277	8.311	10.763
Industria	3.429	4.630	2.015	3.117	412	1.550
Comercio y servicios	28.868	26.393	15.023	13.399	5.780	4.393
Construcción e inmobiliario	3.210	4.898	354	2.586	-3.950	755
Ajustes	-58	-117	24	-40	72	47
TOTAL AGREGADO	52.855	54.535	26.742	29.338	10.626	17.507

Fuente: CNMV.

1 Se presentan los resultados de las empresas que habían remitido información antes del cierre del informe.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 255 mil millones de euros a finales de 2014, lo que supone un descenso del 7 % respecto a la misma cifra del año anterior y de un 22 % con respecto a los valores máximos alcanzados en 2010. Por sectores, el mayor descenso se produjo en el de la energía, con una reducción del 14,2 %, hasta los 70.488 millones de euros, en el del comercio y los servicios, con 5.693 millones menos, y en el de la construcción y empresas inmobiliarias, con 2.173 millones menos (véase cuadro 4). El sector industrial fue el único en el que aumentó el endeudamiento, pero lo hizo de forma moderada, con un incremento del 1,6 %, hasta los 16.881 millones de euros. Así, parece que el apalancamiento de las sociedades cotizadas se va reduciendo progresivamente, aunque a un ritmo moderado, y es el sector de las empresas constructoras e inmobiliarias el que mantiene una ratio de apalancamiento más elevada.

Y el nivel de deuda de las cotizadas no financieras cayó un 7 %, hasta los 255 mil millones, en un contexto de lento desapalancamiento de estas entidades.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro siguió descendiendo en 2014, hasta situarse en niveles del 9,1 % de su renta bruta disponible en el tercer trimestre, por debajo del 10,4 % de finales de 2013. En un contexto de práctica estabilidad de la renta disponible, esta caída de la tasa de ahorro tiene como contrapartida un incremento en el consumo por parte de los hogares que debe entenderse en el actual contexto de recuperación de la economía y del empleo. Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares continuaron su retroceso hasta niveles algo superiores al 110 % y al 12,5 % de su renta bruta disponible respectivamente, mientras que su riqueza continuó creciendo debido tanto al aumento en el valor de sus activos como al ligero descenso de sus pasivos.

La tasa de ahorro de los hogares descendió en 2014 debido a la decisión de incrementar su consumo, con una renta disponible prácticamente sin variaciones.

Dentro de las inversiones financieras realizadas por los hogares, que ascendieron al 1,7 % del PIB en 2014⁷, fueron protagonistas de los fondos de inversión (2,6 % del PIB) y los medios de pago⁸ (2 % del PIB). Por el contrario, se observaron fuertes desinversiones en depósitos e instrumentos de deuda a largo plazo (véase gráfico 11).

En cuanto a sus decisiones de inversión financiera, destaca el protagonismo creciente de los fondos de inversión.

7 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercero de 2014.

8 Efectivo y depósitos transferibles.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas¹

CUADRO 4

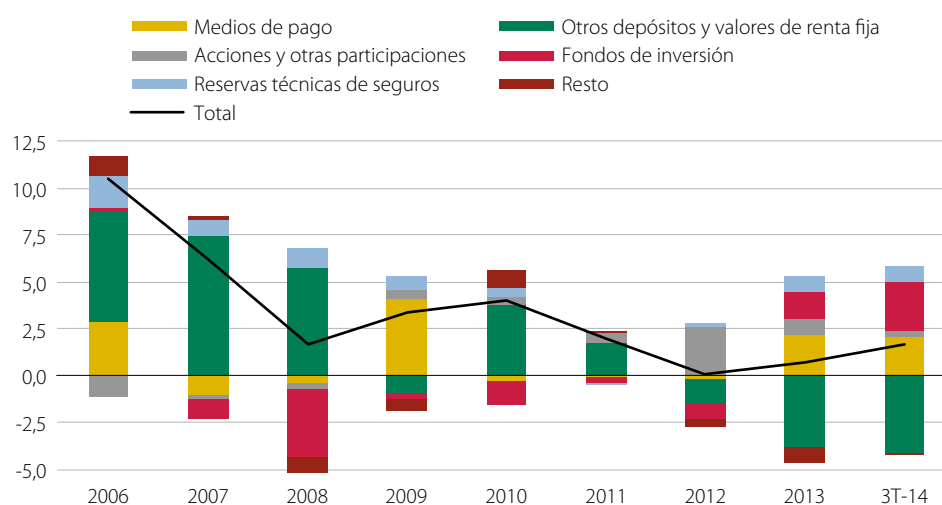
Millones de euros		2010	2011	2012	2013	2014
Energía	Deudas	98.283	95.853	91.233	82.146	70.488
	Deudas/patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,73
	Deudas/EBITDA ²	2,81	3,27	3,26	3,41	3,76
	EBIT ³ /carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	2,97
Industria	Deudas	14.948	17.586	17.232	16.609	16.881
	Deudas/patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	0,92
	Deudas/EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	3,65
	EBIT/carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	2,98
Comercio y servicios	Deudas	115.413	113.142	117.359	111.795	106.102
	Deudas/patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,92
	Deudas/EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	4,02
	EBIT/carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,05
Construcción e inmobiliario	Deudas	99.917	83.716	76.236	65.066	62.893
	Deudas/patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,44
	Deudas/EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	12,84
	EBIT/carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,64
Ajustes ⁴		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.381
TOTAL AGREGADO	Deudas	326.769	308.893	300.633	274.221	254.983
	Deudas/patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,36
	Deudas/EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,68
	EBIT/carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	1,96

Fuente: CNMV.

- 1 La información ofrecida hasta 2013 (incluido) corresponde a todas las empresas cotizadas no financieras, mientras que la de 2014 corresponde a las empresas que habían remitido información antes del cierre del informe.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 4 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento del PIB mundial pasará del 3,3 % en 2014 hasta el 3,5 % en 2015 y el 3,7 % en 2016, lo que supone una revisión a la baja de tres décimas con respecto a los últimos pronósticos efectuados por la institución (véase cuadro 5). Esta revisión se fundamenta exclusivamente en el empeoramiento de las perspectivas sobre las economías emergentes que, a pesar de todo, seguirán siendo las más dinámicas. Así, la institución prevé un avance para el conjunto de las economías emergentes del 4,3 % en 2015 y del 4,7 % en 2016, mientras que para las avanzadas espera un incremento del 2,4 % anual en ambos ejercicios.

Según el FMI, el crecimiento mundial se acelerará levemente, desde el 3,3 % de 2014 hasta el 3,5 % en 2015 y el 3,7 % en 2016.

Producto interior bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2011	2012	2013	2014	FMI ¹	
					2015P	2016P
Mundial	4,1	3,4	3,3	3,3	3,5 (-0,3)	3,7 (-0,3)
EE. UU.	1,6	2,3	2,2	2,4	3,6 (+0,5)	3,3 (+0,3)
Zona euro	1,8	-0,7	-0,5	1,1	1,2 (-0,2)	1,4 (-0,3)
Alemania	3,7	0,6	0,2	1,6	1,3 (-0,2)	1,5 (-0,3)
Francia	2,1	0,4	0,4	0,4	0,9 (-0,1)	1,3 (-0,2)
Italia	0,7	-2,3	-1,9	-0,4	0,4 (-0,5)	0,8 (-0,5)
España	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,0 (+0,3)	1,8 (=)
Reino Unido	1,6	0,7	1,7	2,6	2,7 (=)	2,4 (-0,1)
Japón	-0,4	1,8	1,6	0,0	0,6 (-0,2)	0,8 (-0,1)
Emergentes	6,2	5,1	4,7	4,4	4,3 (-0,6)	4,7 (-0,5)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2015 respecto a octubre de 2014.

Entre los elementos que pueden modificar este escenario de crecimiento destaca, en primer lugar, el fuerte descenso del precio del petróleo, que favorecerá el crecimiento de las economías importadoras de esta materia prima. También es razonable esperar que la reciente expansión monetaria adoptada por el BCE tenga un impacto positivo sobre la actividad de la zona euro. Sin embargo, persisten otros riesgos que pueden influir negativamente sobre la actividad. El primero de ellos está relacionado con la posibilidad de nuevos rebotes de inestabilidad en los mercados financieros relacionados con la incertidumbre política en Grecia y el proceso de renegociación de su deuda, así como con otros conflictos geopolíticos. Otro riesgo relevante es el que se asocia a un posible adelanto del aumento de los tipos de interés en EE. UU. y al impacto alcista sobre las primas de riesgo que de ello se derivaría, perjudicial sobre todo para las economías emergentes fuertemente dependientes de la estabilidad de los flujos de capital. En Europa, persisten las dudas sobre la intensidad de la recuperación de la actividad, que se habrían atenuado tras las últimas decisiones del Banco Central, así como sobre el riesgo de deflación.

Aunque existen elementos que pueden hacer que el crecimiento sea mayor en algunas regiones, siguen existiendo riesgos notables a la baja.

En cuanto a la economía española, el FMI prevé un crecimiento del 2 % para 2015, pero podría ser superior al 2,5 %, de acuerdo con las estimaciones de otras instituciones. Aunque la caída del precio del crudo tendrá un efecto positivo claro sobre la economía, persisten algunos riesgos relacionados con la consolidación fiscal y el deterioro del mercado de trabajo.

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 2 % en 2015 (tres décimas más que en la última previsión) y del 1,8 % en 2016. Estas cifras están ligeramente por debajo de las previsiones de algunas instituciones y casas de análisis, sobre todo de cara a este ejercicio, para el que se manejan pronósticos más cercanos o incluso superiores al 2,5 %. A pesar del impacto positivo de la caída del precio del petróleo sobre la economía española y de la constatación de su mejora general, persisten riesgos relacionados con la necesidad de afianzar el proceso de consolidación fiscal y con el mantenimiento de una tasa de desempleo muy elevada a medio plazo. A estos riesgos se añadiría un tercero, asociado a la posibilidad de un escenario de deflación, igual que en la zona euro, que perjudicaría a los sectores más endeudados. No obstante, el mayor dinamismo del consumo privado que se espera en 2015, junto con el hecho de que la mayor parte de la caída del IPC tiene origen en el componente energético (petróleo), restaría probabilidad a la materialización de este último riesgo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Las acciones españolas se revalorizaron con intensidad en el primer trimestre de 2015, tras las caídas de finales de 2014 y a pesar de la incertidumbre de Grecia.

La evolución de los mercados españoles de renta variable en el primer trimestre de 2015 se caracterizó por la revalorización de las acciones, en contraste con las pérdidas de los últimos meses de 2014. Este comportamiento alcista, que también se observó en otras plazas europeas, transitó por algunos momentos de mayor volatilidad pero, en general, reflejó la mejora de las perspectivas sobre la economía española y, también, anticipó algunos de los efectos del nuevo programa de compra de activos del BCE. El dinamismo de los mercados en el primer trimestre del año tuvo su reflejo en el incremento del volumen de emisiones de acciones, que superó los quince mil millones de euros (casi la mitad de todo lo emitido en 2014), y de la negociación, cuyo importe se situó en 202,8 mil millones (un 33,4 % más en términos anuales). En esta última materia, destaca el desplazamiento creciente de la contratación de acciones españolas desde el mercado de origen hacia otras plataformas, cuya cuota de mercado supera ya el 20 %⁹. Las condiciones de liquidez del Ibex 35 fueron satisfactorias durante el primer trimestre del año.

El anuncio del plan de compras del BCE dio lugar a alzas notables en el valor de las acciones: el Ibex 35 avanzó un 7,3 % y otros índices nacionales lo hicieron aún más.

En este contexto, el Ibex 35 se revalorizó un 7,3 % desde el inicio de 2015, en contraste con los retrocesos sufridos en la segunda mitad de 2014 (0,9 % y 5 % en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente). Otros índices de renta variable españoles mostraron incrementos incluso superiores: los índices referidos a las empresas de tamaño mediano y pequeño se revalorizaron un 18,1 % y un 28,5 % respectivamente (véase cuadro 6). En términos interanuales, todos estos índices presentaban incrementos superiores al 10 %, excepto el índice de empresas de capitalización pequeña, que cedía más de un 2 % debido a las elevadas pérdidas de la segunda mitad de 2014. En cambio, la tendencia de los índices representativos de valores latinoamericanos fue descendente en el primer trimestre de 2015, con una caída del 8 % en el índice FTSE Latibex All-Share y del 4,9 % en el índice FTSE Latibex Top.

⁹ Estimación calculada a partir de datos de la CNMV y Bloomberg entre el 1 de enero de 2015 y el 13 de marzo de 2015.

Al contrario que en el último trimestre de 2014, la evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores fue más homogénea durante el primer trimestre de 2015, con revalorizaciones en todos ellos (véase cuadro 6). Los mayores incrementos se produjeron en los sectores relacionados con los materiales básicos, industria y construcción (19,4 %), los bienes de consumo (19,1 %), los servicios de consumo (16,7 %) y la tecnología y las comunicaciones (11,6 %). Por debajo del aumento medio del índice se situaron los sectores del petróleo y la energía (4,1 %) y los servicios financieros e inmobiliarios (1,5 %). En términos anuales todos los sectores mostraban avances, con la única excepción del sector de servicios financieros e inmobiliarios, que no ha presentado variación respecto al primer trimestre de 2014 debido a la caída de las cotizaciones del subsector de la banca.

La evolución de las cotizaciones de los sectores fue más homogénea en los primeros meses de 2015, con incrementos en todos ellos, en algunos casos cercanos al 20 %.

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

CUADRO 6

Índices	2011	2012	2013	2014	III-14 ¹	IV-14 ¹	I-15 (hasta el 13 de marzo)	
							% s/trim. ant.	% inter- anual
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	7,3	10,9
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	3,0	-1,0	-5,6	7,5	10,0
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-1,8	-8,6	-1,7	18,1	10,2
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-11,6	-13,6	-14,0	28,5	-2,3
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1	5,0	-20,8	-8,0	-7,5
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1	3,8	-14,7	-4,9	0,6
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-18,9	-4,7	19,9	1,4	0,8	-10,8	1,5	0,0
Banca	-20,3	-4,8	18,8	1,6	1,3	-11,4	0,6	-0,7
Seguros	12,5	-2,0	47,3	-9,2	-6,0	1,0	12,3	2,6
Inmobiliarias y otros	-47,5	-14,4	38,3	36,3	-5,8	-8,2	17,2	14,5
Petróleo y energía	-2,7	-16,0	19,0	11,8	1,6	-6,8	4,1	12,2
Petróleo	14,9	-35,4	19,5	-15,1	-2,4	-17,3	4,7	-7,6
Electricidad y gas	-10,8	-5,4	18,7	21,7	2,7	-4,1	3,9	18,4
Mat. básicos, industria y construcción	-14,3	-8,0	28,9	-1,8	-8,2	-9,7	19,4	9,8
Construcción	-6,9	-9,3	26,5	8,9	-8,4	-3,7	14,1	13,4
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-12,2	-8,8	55,4	-18,3	-14,9	-7,2	30,3	7,0
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-33,7	-8,7	11,5	4,5	-1,3	-8,2	16,3	19,2
Ingeniería y otros	-29,0	3,8	7,6	-17,0	-7,0	-33,3	29,0	-7,4
Tecnología y telecomunicaciones	-20,9	-18,3	22,8	2,5	-1,5	-0,8	11,6	20,0
Telecomunicaciones y otros	-20,8	-23,0	17,1	2,6	-1,1	-2,7	10,6	19,7
Electrónica y software	-21,3	39,4	56,8	2,3	-3,2	7,9	16,3	21,8
Bienes de consumo	5,7	55,6	17,1	-1,5	-5,5	6,0	19,1	28,0
Textil, vestido y calzado	12,7	66,2	13,5	-1,1	-2,7	8,4	18,8	37,9
Alimentación y bebidas	-6,3	25,0	4,7	-5,2	-3,4	-3,1	26,9	29,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-7,3	68,3	39,6	-1,0	-14,2	1,1	16,4	2,1
Servicios de consumo	-24,2	12,7	58,9	10,0	-3,6	12,6	16,7	26,6
Autopistas y aparcamientos	-3,7	5,7	36,5	6,8	-6,9	5,1	-0,5	6,4
Transporte y distribución	-34,9	29,7	116,4	27,9	1,8	31,3	28,3	53,0

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

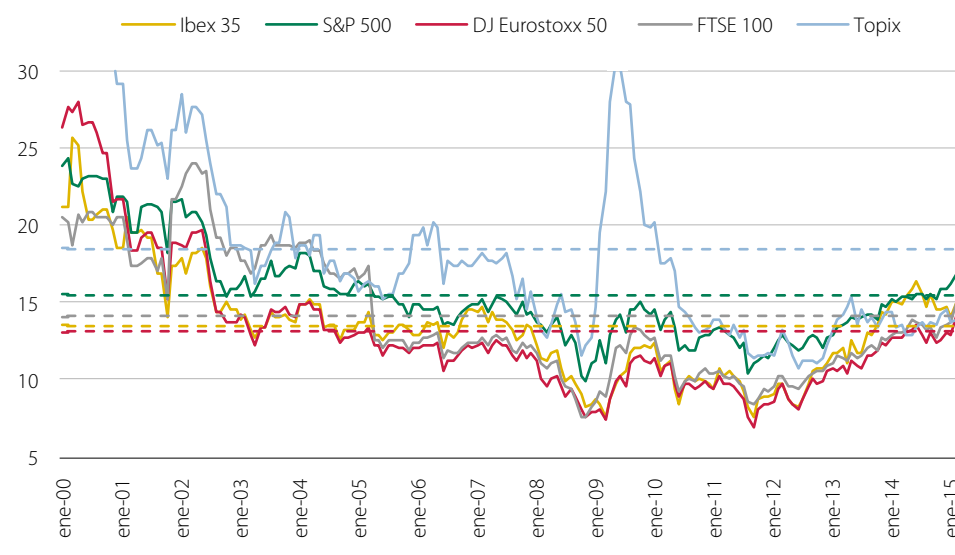
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) se incrementó ligeramente durante el primer trimestre de 2015, hasta niveles algo superiores a la media histórica de este indicador.

En línea con la revalorización de las acciones españolas, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se incrementó ligeramente durante el primer trimestre del año, desde 14,8 hasta 15,7, tras seguir una senda descendente durante el último semestre de 2014 (desde 16,3 en junio hasta 14,8 en diciembre). Como se observa en el gráfico 12, con excepción del índice japonés Topix, todas las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes superaban a finales del primer trimestre de 2015 los valores medios de este indicador para el periodo 2000-2015.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

1 Con beneficios previstos a doce meses.

La incertidumbre generada en Grecia dio lugar a rebotes puntuales de volatilidad en el mercado en enero, hasta valores cercanos al 35 %. Después volvió a caer por debajo del 20 %.

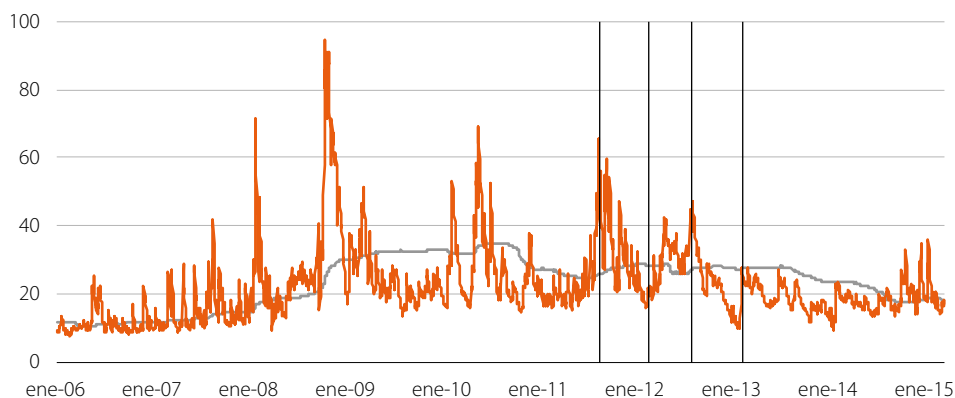
El Ibex 35 mostró rebotes puntuales de volatilidad en las primeras semanas del ejercicio como consecuencia de la incertidumbre política en Grecia, justo antes del anuncio del programa de expansión cuantitativa del BCE el 22 de enero. La volatilidad se incrementó transitoriamente hasta niveles algo superiores al 35 %, pero posteriormente descendió hasta valores inferiores al 20 % (véase gráfico 13), en línea con la media de este indicador en 2014 (18,2 %). Esta evolución fue relativamente parecida a la de otros índices europeos y también a la de algunos índices estadounidenses. Sin embargo, se observaron diferencias notables en relación con los niveles de volatilidad, mucho más reducidos en las bolsas de EE. UU. (por debajo del 20 % incluso en los momentos de mayor inestabilidad).

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios...

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, que habían mejorado sensiblemente hasta finales de noviembre del año pasado, se deterioraron ligeramente hasta enero, pero volvieron a mejorar con posterioridad (véase gráfico 14). Así, el diferencial de precios *bid-ask* de este índice, que había alcanzado mínimos del 0,056 % en noviembre, fue incrementándose hasta valores del 0,09 % a finales de enero, para retroceder posteriormente hasta el 0,07 % a mediados de marzo. La media histórica de este indicador se sitúa en el 0,10 %.

Volatilidad histórica del Ibex 35

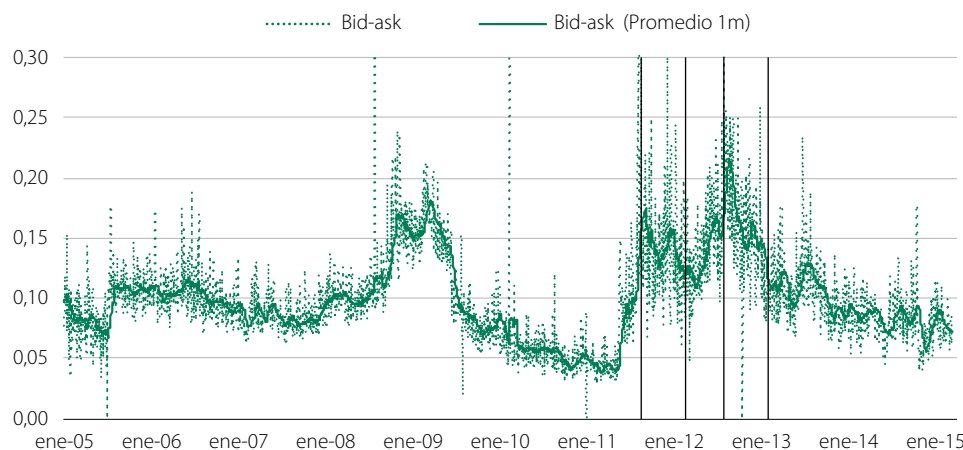
GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo. 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.

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

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo. Se presenta información sobre el bid-ask spread del Ibex 35 y el promedio del último mes. 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.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español superó los 864 mil millones en el conjunto de 2014¹⁰, lo que supone un incremento del 24,7 % en relación con las cifras del año anterior. El aumento de la contratación, que también se produjo en otras bolsas de referencia, se vio favorecido por el descenso de las rentabilidades. Esta tendencia se prolongó en los primeros meses de 2015, con un volumen de negociación superior a los 202 mil millones de euros en el primer trimestre, un 33,4 % más que en el mismo periodo del año anterior. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 3.385 millones de euros en 2014

... mientras que los volúmenes de contratación de acciones españolas se incrementaron significativamente, tanto en los mercados españoles...

10 Descontando la contratación en el MAB, Latibex y ETF.

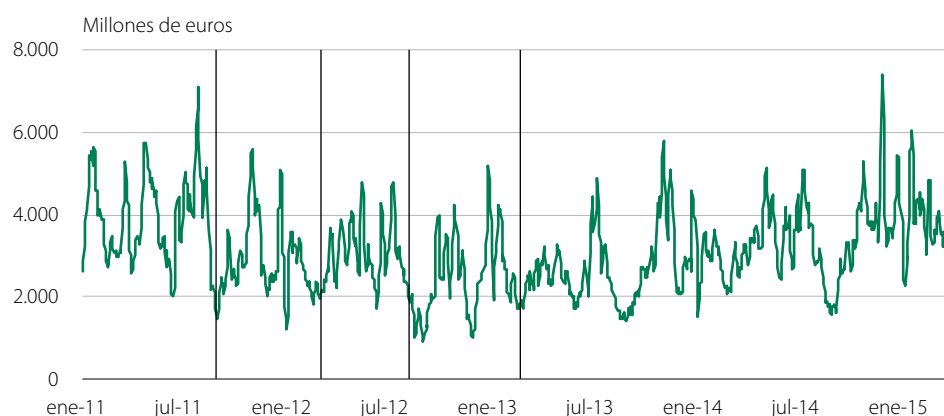
y en 4.056 millones de euros en el primer trimestre de 2015, significativamente por encima de los 2.718 millones de euros de 2013 y de los 2.701 millones de 2012 (véase gráfico 15).

... como en otros mercados regulados y SMN europeos.

Por otra parte, continuó aumentando la contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó los 55 mil millones de euros¹¹, destacando la negociación de valores españoles en la plataforma Chi-X, con más de 31 millones de euros (véase cuadro 7). El importe de la negociación de valores españoles en los mercados exteriores durante el primer trimestre del año representó más del 20 % de la contratación total de estos valores (15,2 % en 2014 y 10,1 % en 2013).

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos hasta el 13 de marzo. 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.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de acciones fueron muy elevadas durante el primer trimestre del año, situándose en 15.096 millones de euros (casi la mitad del total registrado en 2014).

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados nacionales domésticos durante el primer trimestre del año fueron muy elevadas, situándose en 15.096 millones de euros, casi la mitad de todo lo emitido en 2014 (véase cuadro 8). El volumen de emisiones alcanzó un importe de 11.412 millones, superior al del mismo periodo de 2014. A su crecimiento contribuyeron tanto las ampliaciones de capital (7.102 millones más) como las ofertas públicas de venta (4.310 millones más). Aunque la actividad emisora fue generalizada entre los diferentes tipos de empresas, es significativa la magnitud de las emisiones de dos operaciones efectuadas por un banco español de gran tamaño, que representaron el 61 % del importe total del trimestre. En cuanto a la composición de las emisiones, cabe señalar que disminuyó la importancia relativa de las realizadas bajo la modalidad dividendo-elección (17 % del total en el primer trimestre de 2015, frente al 38 % en el conjunto de 2014), y que aumentó la de las ampliaciones de capital sin negociación de derechos de suscripción y la de las OPV.

11 Según información extraída de Bloomberg.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2011	2012	2013	2014	III-14	IV-14	I-15 ²
Total	926.873,7	709.902,0	764.986,6	1.002.189,0	221.436,2	308.216,9	255.953,0
Admitida en SIBE	926.828,6	709.851,7	764.933,4	1.002.095,9	221.396,8	308.191,3	255.944,5
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,6	188.289,5	260.645,9	199.980,0
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	19.414,9	31.253,0	31.718,3
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	8.321,7	9.576,8	9.999,6
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	4.202,0	5.142,8	7.454,0
Otros ²	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	1.168,7	1.572,8	6.792,6
Corros	42,8	49,9	51,4	92,4	39,1	25,6	8,0
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,7	27,1	0,8	0,7
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	0,0	0,1	2,8
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,2	12,0	24,6	4,4
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,7	0,2	0,1	0,5
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	5.206,0	4.102,0	5.640,0	14.508,9	3.681,8	5.123,2	2.800,1
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.723,2	1.704,3	1.828,7	1.483,2
Latibex	357,7	313,2	367,3	373,1	76,6	82,5	67,6
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	2.476,1	2.781,9	2.303,3
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	882.482,3	196.267,6	270.487,8	206.642,7
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	85,0	84,6	78,1

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 13 de marzo.
- 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.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2012	2013	2014	II-14	III-14	IV-14	I-15
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	30	39	55	27	25	22	22
Ampliaciones de capital	30	39	53	27	24	21	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	4	2	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	2	1	1	2
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	95	145	147	43	39	33	28
Ampliaciones de capital	92	145	140	40	37	31	26
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	4	2	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	3	2	2	2
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	9.069,9	5.863,5	13.009,8	15.095,8
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	7.833,7	5.345,8	9.876,9	10.786,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	1.650,0	401,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	2.439,6	3.008,7	4.335,0	2.616,2
De las cuales dividendo elección ²	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.439,5	2.931,7	4.335,0	2.616,2
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.470,0	1.227,5	35,1	411,5
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	0,5	314,7	2.497,3	242,4
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	1.738,2	50,5	1.002,1	6,2
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	535,4	342,9	2.007,4	7.509,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	1.236,2	517,7	3.132,9	4.309,5
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	7	10	3	5	1	4
Número de emisiones	11	14	15	3	5	4	4
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	130,1	43,4	53,3	23,5	7,6
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	130,1	43,4	53,3	23,5	7,6
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.3 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.

4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

A finales de 2014, la Autoridad Europea de Valores (ESMA) hizo públicos los resultados de un estudio sobre la actividad de la negociación de alta frecuencia en los mercados europeos, que recoge en el documento de trabajo «High-frequency trading activity in EU equity markets»¹.

Uno de los aspectos clave para realizar el análisis de la actividad de alta frecuencia es definir qué operaciones se consideran adscritas a ella. En la literatura académica se utilizan dos aproximaciones: i) la directa, que consiste en identificar a las empresas de inversión cuya actividad es la negociación de alta frecuencia y/o que utilizan servicios asociados a esta actividad, como el denominado *co-location* (un servicio ofrecido por los mercados por el que se garantiza el acceso a su libro de órdenes, en igualdad de condiciones temporales, a todos los miembros que sitúen sus servidores en instalaciones habilitadas al efecto), y ii) la indirecta, en la que a partir de datos de negociación de los participantes (como el tiempo de mantenimiento de las posiciones, número de órdenes remitidas al mercado, ratio de órdenes sobre el número de ejecuciones) se presupone que su actividad se puede considerar como negociación de alta frecuencia. ESMA ha utilizado una aproximación mixta: directa, mediante el análisis de la actividad de las empresas de inversión identificadas como negociadores de alta frecuencia, e indirecta, utilizando el tiempo en que las órdenes permanecen en el sistema de negociación antes de ser canceladas o ejecutadas.

La muestra de acciones está compuesta por cien valores, de los cuales doce cotizan en mercados españoles. El periodo de negociación analizado corresponde al mes de mayo de 2013. Las acciones que se incluyen en cada país han sido seleccionadas mediante criterios estadísticos (*stratified sampling*). ESMA intenta evaluar la actividad de alta frecuencia en los mercados europeos de acciones en términos de volumen de acciones, número de órdenes y número de transacciones.

En términos globales, y de acuerdo con la aproximación directa, las empresas de inversión dedicadas a la actividad de alta frecuencia agrupan el 24 % de la negociación en el periodo analizado en la muestra. Utilizando la aproximación indirecta, basada en el plazo de vida de las órdenes, la actividad de alta frecuencia alcanzaría el 43 % del volumen negociado y coincidiría con los resultados de estudios similares, aunque circunscritos a países individuales.

Atendiendo al número de negociaciones, los resultados alcanzarían el 30 % para la aproximación directa y el 49 % para la indirecta. Mucho mayores son las cuotas de mercados de la negociación de alta frecuencia medida utilizando el número de órdenes, que se situarían en el 58 % y el 76 % según se utilizase la aproximación directa o indirecta.

Una de las conclusiones del análisis es que el tamaño de las operaciones de alta frecuencia es inferior al del resto de las operaciones, mientras que la utilización masiva de órdenes (una de las características de este tipo de negociación) también se manifiesta en una cuota de mercado mucho más alta cuando se utilizan estas como elemento comparador con el resto de operadores.

De acuerdo con el estudio, la actividad de alta frecuencia varía de manera significativa en función del tipo de plataforma de negociación analizada. Es mayor en los nuevos SMN, como BATS Europe, Chi-X Europe y Turquoise, que en los mercados regulados tradicionales. Otra de las características que se desprenden del estudio es que las empresas de inversión dedicadas a la actividad de alta frecuencia son miembros de más plataformas de contratación que el resto de participantes, lo que indica que muchos de ellos efectúan arbitraje de precios entre diferentes mercados.

ESMA tiene previsto emprender nuevos estudios para determinar los siguientes aspectos:

- La contribución real de la negociación de alta frecuencia a la liquidez de los mercados.
- La identificación de los factores que contribuyen a la aparición y desarrollo del HFT.
- El análisis de los potenciales riesgos y beneficios de la negociación de alta frecuencia.

1 http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf

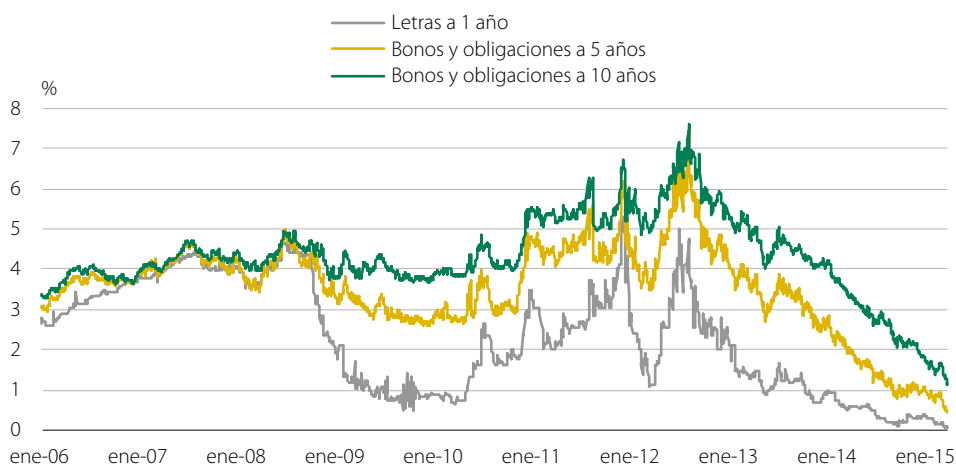
3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante los primeros meses de 2015 la misma tónica del año anterior y apenas se vieron afectados por la incertidumbre de Grecia.

Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante el primer trimestre del año la tónica observada en 2014 y apenas se vieron perturbados por la incertidumbre generada en Grecia. Así, se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda pública y de renta fija privada, tanto a corto como a largo plazo, que adelantaron en parte algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda del BCE. A mediados de marzo, la mayoría de estas rentabilidades se situaba en mínimos históricos y generaba un entorno favorable para las entidades a la hora de tomar decisiones de inversión. Las primas de riesgo de crédito presentaron ciertos altibajos en los primeros meses de 2015 pero en general acabaron el trimestre en valores inferiores a los de finales de 2014: cerca de los 90 p. b. tanto en el sector público¹² como en el privado (promedio de las primas de entidades financieras y no financieras). La mejora de las condiciones de financiación de las entidades permitió un aumento significativo del volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV, que en el primer trimestre del año se situó en 27.615 millones de euros (un 68,4 % más que en 2014¹³).

12 Existen pequeñas diferencias entre la prima de riesgo soberano evaluada a través de la diferencia de rentabilidades entre el bono español a diez años y el alemán y la prima de riesgo del CDS a cinco años del bono soberano español.

13 El avance se reduce al 41,8 % si se descuentan las emisiones efectuadas por la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron durante el primer trimestre de 2015 hasta niveles inferiores a los mínimos del pasado mes de septiembre. A mediados de marzo, las rentabilidades de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaban en el 0,02 %, 0,06 % y 0,07 % respectivamente, con caídas que oscilaron entre los 10 y los 27 p. b. En el caso de la renta fija privada a corto plazo, las rentabilidades también experimentaron descensos notables durante los primeros meses del año, que se situaron entre los 16 y los 54 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 0,39 %, 0,37 % y 0,64 % respectivamente en el promedio de marzo (véase cuadro 9).

Se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda a corto plazo...

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15 ²
Letras del Tesoro						
3 meses	1,14	0,54	0,12	0,05	0,12	0,02
6 meses	1,68	0,70	0,25	0,10	0,25	0,06
12 meses	2,23	0,91	0,34	0,17	0,34	0,07
Pagarés de empresa³						
3 meses	2,83	1,09	0,55	0,83	0,55	0,39
6 meses	3,58	1,36	0,91	1,25	0,91	0,37
12 meses	3,80	1,59	0,91	0,99	0,91	0,64

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 13 de marzo.

3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades de medio y largo plazo de la deuda pública descendieron en el conjunto del primer trimestre del año de forma similar a las referencias a corto plazo, con caídas entre los 42 y los 51 p. b. A mediados de marzo las rentabilidades de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaron en el 0,23 %, 0,51 % y 1,26 %

... y a largo plazo. La rentabilidad del bono de deuda pública a diez años se situaba por debajo del 1,2 % a mediados de marzo.

respectivamente (véase cuadro 10), registrándose nuevos mínimos históricos. Por su parte, la disminución de las rentabilidades de la renta fija privada también fue significativa durante los primeros meses del año, especialmente en los plazos más largos. A mediados de marzo, estas rentabilidades eran del 0,69 %, 1,68 % y 1,99 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15 ²
Renta fija pública						
3 años	3,40	2,00	0,65	0,52	0,65	0,23
5 años	4,22	2,68	0,96	0,94	0,96	0,51
10 años	5,35	4,15	1,77	2,23	1,77	1,26
Renta fija privada						
3 años	4,19	2,63	0,84	0,96	0,84	0,69
5 años	4,66	2,84	1,88	1,80	1,88	1,68
10 años	6,79	4,46	2,32	2,77	2,32	1,99

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

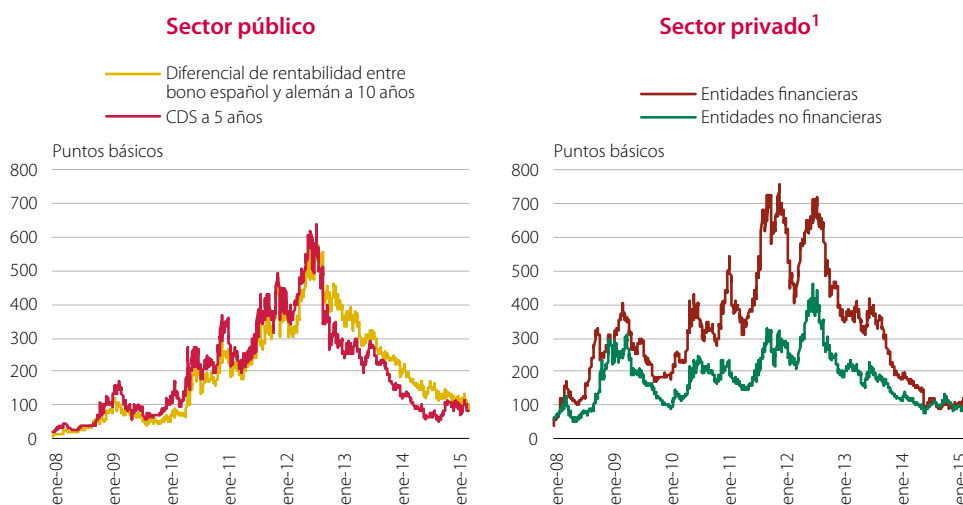
2 Datos a 13 de marzo.

Con algunos altibajos, las primas de riesgo tanto del sector público como del privado tendieron a estabilizarse en los primeros meses de 2015...

Las primas de riesgo de los diferentes sectores de la economía mostraron algunos altibajos durante el primer trimestre de 2015 debido a la incertidumbre originada en Grecia pero, en general, finalizaron el mismo en niveles inferiores a los de diciembre de 2014 (excepto las entidades financieras). En el caso del sector público, el diferencial entre el tipo de interés del bono soberano español a diez años y el bono alemán, que finalizó 2014 en 107 p. b., se incrementó transitoriamente hasta los 135 p. b. en febrero para luego descender hasta los 90 p. b. a mediados de marzo. La prima de riesgo del CDS del bono soberano español mostró una evolución similar, al pasar desde los 96 p. b. a finales de 2014 hasta los 114 p. b. a mediados de febrero y retroceder después hasta los 84 p. b. a mediados de marzo (véase panel izquierdo del gráfico 17).

Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

En cuanto a las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, destaca la estabilización del promedio de la prima de las entidades financieras, en contraste con el descenso de la de las no financieras desde finales de 2014. Como se observa en el panel derecho del gráfico 17, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de marzo en 102 p. b., prácticamente el mismo nivel de finales de 2014 (101 p. b.), mientras que la media de los CDS de las entidades no financieras disminuía desde los 92 p. b. en diciembre de 2014 hasta los 73 p. b. en marzo.

... en niveles similares (o inferiores en algunos casos) a los existentes antes de la crisis de deuda soberana en Europa.

El análisis de los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hacia otros países de la zona euro, que resulta relevante debido a la incertidumbre existente desde hace varios meses como consecuencia del cambio de Gobierno en aquel país y del resultado de la negociación de su programa de asistencia financiera, revela que los niveles de contagio han aumentado ligeramente en 2015. Sin embargo, como se observa en el gráfico 18, se puede considerar residual en comparación con los niveles alcanzados en periodos anteriores de turbulencias en el contexto de la crisis de deuda soberana en Europa.

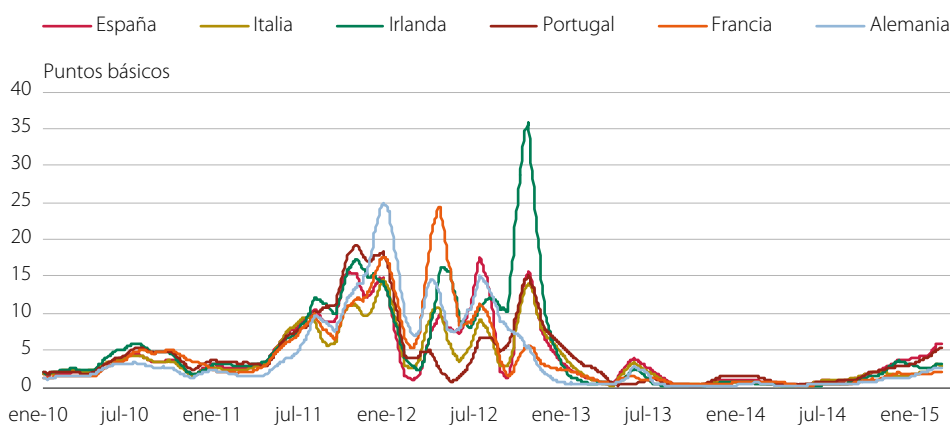
El impacto de la incertidumbre originada en Grecia sobre el resto de las economías europeas ha sido muy reducido de acuerdo con los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre de 2015 (hasta el 13 de marzo) se situaron en 27.615 millones de euros, muy por encima de los 16.399 millones del mismo periodo del año anterior. En este repunte jugaron un papel muy importante las emisiones efectuadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que pasaron de 4.085,3 millones de euros en el primer trimestre de 2014 a 10.152,8 millones en 2015. Descontando estas emisiones, el volumen total de emisiones de renta fija registrado en la CNMV se incrementó un 41,8 %, hasta los 17.462 millones de euros.

El importe de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV fue muy elevado en el primer trimestre de 2015, superando los 27.600 millones de euros.

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona euro: shocks desde Grecia¹

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo de 2015.

¹ Para un mayor detalle sobre los aspectos metodológicos relativos a la elaboración de estos indicadores, véase recuadro 1.2 del Informe Anual de la CNMV correspondiente al año 2010, y también el primer capítulo del Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2011.

Por tipo de instrumento, es llamativo el dinamismo de las emisiones de cédulas hipotecarias, que pasaron de 2.250 millones de euros en 2014 a 4.300 millones en 2015, y de bonos y obligaciones no convertibles, que lo hicieron desde 5.647 millones

Una parte notable del incremento tuvo su origen en las emisiones de la SAREB...

... aunque también se observaron repuntes en las emisiones de otros instrumentos como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias.

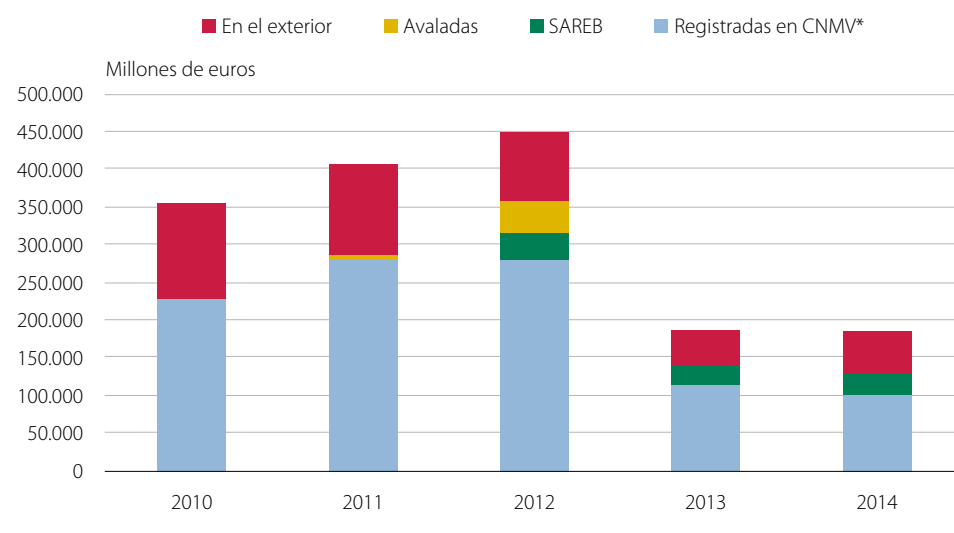
Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen ganando en importancia en relación con el volumen total emitido por las entidades españolas.

hasta 13.637 millones (véase cuadro 11). En este último segmento, debe tenerse en cuenta la primera emisión por parte de una entidad financiera de bonos de internacionalización, por un importe de 460 millones de euros. Estos bonos están garantizados por créditos concedidos para la financiación de contratos de exportación o internacionalización de empresas; su figura, así como la de las cédulas de internacionalización¹⁴, fue concebida en el contexto de la última crisis económica para paliar las dificultades de acceso a la financiación bancaria de las empresas que desarrollan su negocio en el mercado exterior¹⁵.

En cuanto a las emisiones en el exterior, destacan tanto su aumento como su creciente importancia relativa en el conjunto de las emisiones efectuadas por los emisores españoles en 2014. En dicho ejercicio, estas emisiones alcanzaron los 56.736 millones de euros, lo que supone un 30 % del total, frente al 25,6 % en 2013 o el 20,4 % en 2012 (véase gráfico 19). Los datos del primer mes de 2015 indican que el volumen de las emisiones en el exterior fue superior a los 6.000 millones de euros. El 61 % de este importe correspondió a emisiones de pagarés y el resto a emisiones de bonos y obligaciones (véase cuadro 11).

Emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Emisiones registradas en la CNMV descontando las emisiones avaladas y las efectuadas por la SAREB.

14 Las cédulas de internacionalización son instrumentos de renta fija garantizados por la cartera de préstamos y créditos concedidos previamente por el emisor, vinculados a la financiación de contratos de exportación o a la internacionalización de empresas que cumplan ciertos requisitos de calidad crediticia. Los bonos de internacionalización, a diferencia de las cédulas, están garantizados únicamente por aquellos que han sido afectados a la emisión mediante escritura pública.

15 Véase Real Decreto 579/2014, de 4 de julio, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2011	2012	2013	2014	2014		2015
					III	IV	I ²
Registradas¹ en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	287.490	357.830	138.839	130.258	19.886	62.345	27.615
Cédulas hipotecarias	67.227	102.170	24.800	23.838	3.750	5.638	4.300
Cédulas territoriales	22.334	8.974	8.115	1.853	135	0	3.500
Bonos y obligaciones no convertibles	18.692	86.442	32.537	41.155	2.536	28.025	13.637
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.126	3.563	803	750	0	0	0
Bonos de titulización	68.410	23.800	28.593	29.008	7.640	15.663	0
Tramo nacional	63.453	20.627	24.980	26.972	7.550	14.460	0
Tramo internacional	4.957	3.173	3.613	2.036	90	1.203	0
Pagarés de empresa ³	103.501	132.882	43.991	33.654	5.825	13.019	6.177
De titulización	2.366	1.821	1.410	620	0	0	700
Resto de pagarés	101.135	131.061	42.581	33.034	5.825	13.019	5.477
Otras emisiones de renta fija	0	0	0		0	0	0
Participaciones preferentes	200	0	0		0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	28.549	7.633	4.776	7.999	1.545	4.211	0
Emisiones aseguradas	10	0	193	196	0	0	0
					2014	2015	
En el exterior por emisores españoles	2011	2012	2013	2014	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	120.043	91.882	47.852	56.736	11.941	12.251	6.006
A largo plazo	51.365	50.312	34.452	35.281	5.918	5.977	2.315
Participaciones preferentes	0	0	1.653	5.602	1.500	0	0
Obligaciones subordinadas	242	307	750	3.000	1.500	0	0
Bonos y obligaciones	51.123	50.005	32.049	26.679	2.918	5.977	2.315
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	68.677	41.570	13.400	21.455	6.023	6.274	3.691
Pagarés de empresa	68.677	41.570	13.400	21.455	6.023	6.274	3.691
De titulización de activos	322	11.590	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2014	2015	
	2011	2012	2013	2014	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	108.538	49.392	48.271	41.682	9.196	9.412	4.912
Instituciones financieras	79.342	18.418	8.071	9.990	3.259	1.192	1.015
Sociedades no financieras	29.197	30.974	40.200	31.691	5.937	8.220	3.897

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 13 de marzo.

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

4 Datos disponibles hasta el 31 de enero.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁶

El patrimonio de los fondos de inversión creció un 27 % en 2014, hasta casi los 200 mil millones de euros, consolidándose la tendencia expansiva iniciada en 2013. El aumento se produjo fundamentalmente por las entradas de dinero en estos productos.

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 26,8 % durante 2014, hasta alcanzar los 198.719 millones de euros, de forma que se consolida la senda expansiva iniciada el año anterior (véase cuadro 13). Este avance sitúa el nivel de patrimonio del sector en valores similares a los existentes a mediados de 2008. Este notable crecimiento fue consecuencia, especialmente, de las suscripciones netas realizadas durante el año, que alcanzaron casi los 36.000 millones de euros (véase cuadro 12). Por categorías, las mayores entradas de recursos se produjeron en los fondos de renta fija mixta (15.712 millones de euros), renta fija (13.493) y renta variable mixta (6.568). Por otro lado, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron, con diferencia, en los fondos garantizados de renta fija (10.454). Este comportamiento de los flujos de inversión es similar al observado en 2013, con reembolsos en las categorías de fondos garantizados, pero mientras que ese año las suscripciones se producían en su mayoría en los fondos de renta fija, en 2014 también se han dirigido a los fondos mixtos, cuyo nivel de riesgo es ligeramente superior.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	-12.737,7	24.133,0	35.972,7	10.069,9	10.766,0	8.828,3	6.308,5
Rta. fija ¹	-5.843,6	13.783,1	13.492,7	3.633,3	2.957,0	3.678,6	3.223,8
Rta. fija mixta ²	-775,2	2.059,3	15.712,0	2.323,5	4.901,7	4.103,7	4.383,1
Rta. vble. mixta ³	-383,1	1.881,9	6.567,7	1.208,8	1.439,1	2.349,7	1.570,1
Rta. vble. euro ⁴	-163,7	1.730,3	2.184,9	955,0	782,9	460,6	-13,6
Rta. vble. internacional ⁵	-420,6	900,2	531,8	422,8	376,5	-145,6	-121,9
Gar. rta. fija	-853,0	-4.469,2	-10.453,6	-3.763,4	-2.662,7	-1.707,5	-2.320,0
Gar. rta. vble. ⁶	-3.523,5	-2.070,2	-909,5	-23,7	-43,4	-566,0	-276,4
Fondos globales	-7,5	847,4	2.182,3	413,7	534,5	576,6	657,5
De gestión pasiva ⁷	572,1	9.538,2	4.970,9	4.357,3	2.084,9	-343,8	-1.127,5
Retorno absoluto ⁷	-1.339,4	-67,8	1.693,9	542,7	395,6	422,2	333,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

¹⁶ Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico.

Número	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	2.037	2.023	1.959	1.951
Rta. fija ¹	454	384	359	374	375	367	359
Rta. fija mixta ²	125	122	123	119	119	117	123
Rta. vble. mixta ³	117	128	131	127	126	125	131
Rta. vble. euro ⁴	127	108	103	103	104	103	103
Rta. vble. internacional ⁵	211	193	191	190	190	186	191
Gar. rta. fija	398	374	280	355	336	303	280
Gar. rta. vble. ⁶	361	308	273	307	297	275	273
Fondos globales	192	162	162	160	163	165	162
De gestión pasiva ⁷	85	169	227	205	217	222	227
Retorno absoluto ⁷	115	97	102	97	96	96	102
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8
Rta. fija ¹	40.664,6	55.058,9	70.330,9	59.381,8	62.740,7	66.841,2	70.330,9
Rta. fija mixta ²	5.500,9	8.138,0	24.314,3	10.600,2	15.666,0	19.917,0	24.314,3
Rta. vble. mixta ³	3.179,9	6.312,4	13.570,4	7.648,6	9.242,9	11.668,9	13.570,4
Rta. vble. euro ⁴	5.270,2	8.632,8	8.401,5	7.753,1	8.601,7	8.693,6	8.401,5
Rta. vble. internacional ⁵	6.615,0	8.849,0	12.266,4	11.693,7	12.426,8	12.151,9	12.266,4
Gar. rta. fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	27.529,5	24.920,1	23.122,1	20.417,0
Gar. rta. vble. ⁶	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.810,3	12.940,7	12.497,2	12.196,4
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	5.007,9	5.650,3	6.255,6	6.886,3
De gestión pasiva ⁷	2.991,2	16.515,9	23.837,5	21.847,0	24.898,6	24.971,5	23.837,5
Retorno absoluto ⁷	4.601,9	4.659,9	6.498,1	5.241,5	5.648,0	6.080,4	6.498,1
Partícipes							
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	5.410.205	5.814.175	6.134.711	6.409.806
Rta. fija ¹	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.612.002	1.712.748	1.818.308	1.941.567
Rta. fija mixta ²	188.574	240.676	603.099	314.879	425.424	506.220	603.099
Rta. vble. mixta ³	138.096	182.223	377.265	211.810	252.255	313.796	377.265
Rta. vble. euro ⁴	220.450	293.193	381.822	323.474	347.335	384.252	381.822
Rta. vble. internacional ⁵	398.664	457.606	705.055	531.270	601.531	651.495	705.055
Gar. rta. fija	1.075.852	1.002.458	669.448	871.622	796.983	744.545	669.448
Gar. rta. vble. ⁶	727.880	608.051	557.030	613.296	602.530	577.616	557.030
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	146.223	168.796	195.290	223.670
De gestión pasiva ⁷	125.003	441.705	686.526	575.262	673.166	692.827	686.526
Retorno absoluto ⁷	173.297	188.057	264.324	210.367	233.407	250.362	264.324
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	5,50	6,50	3,67	1,71	1,41	0,43	0,08
Rta. fija ¹	3,54	2,28	2,41	0,89	0,67	0,55	0,28
Rta. fija mixta ²	4,95	4,16	3,67	1,57	1,34	0,71	0,01
Rta. vble. mixta ³	7,83	10,85	4,70	1,69	1,89	0,77	0,28
Rta. vble. euro ⁴	12,31	28,06	2,09	5,01	3,04	-2,35	-3,38
Rta. vble. internacional ⁵	13,05	20,30	6,61	2,22	2,92	-0,91	2,27
Gar. rta. fija	4,85	4,96	2,54	1,56	0,71	0,39	-0,14
Gar. rta. vble. ⁶	5,07	6,15	2,64	1,26	1,59	0,38	-0,60
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	1,65	1,69	0,68	0,54
De gestión pasiva ⁷	7,10	8,88	7,74	3,45	2,64	1,49	-0,02
Retorno absoluto ⁷	3,84	2,46	1,98	0,82	0,75	0,18	0,22

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

8 Rentabilidad anual para 2012, 2013 y 2014. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

La revalorización de la cartera (3,7 %) también tuvo un papel positivo. A pesar de la expansión del sector, el número de fondos continuó disminuyendo en 2014...

El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo a lo largo de 2014 (3,7 %), con valores inferiores a los de los dos años anteriores y un mejor comportamiento durante el primer semestre de 2014 que durante el segundo. Las categorías con una mayor rentabilidad fueron la de gestión pasiva, con un 7,7 %, y la de renta variable internacional, con un 6,6 %. Cabe destacar que esta última categoría de fondos y los fondos de renta variable euro habían experimentado rentabilidades superiores al 20 % en 2013, mientras que en 2014 fueron mucho menores (6,6 % y 2,1 % respectivamente) debido al comportamiento irregular de los mercados de renta variable, especialmente en la segunda mitad del año. A pesar de la expansión del sector durante los dos últimos años, las sociedades gestoras continuaron con el proceso de racionalización de productos, por lo que redujeron su oferta de fondos, aunque con menor intensidad que en periodos anteriores. Así, a finales de diciembre el número de estas instituciones era de 1.951, 94 menos que en 2013, y fueron los fondos garantizados de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (94 menos), seguidos por los garantizados de renta variable (36 menos). La vocación de gestión pasiva fue, como en 2013, la que experimentó el aumento más relevante en el número de fondos, incrementándose en 58, hasta alcanzar los 227 a finales de año.

... pero no el de partícipes, que se incrementó en más de 1,3 millones hasta superar los 6,4 millones.

En línea con el buen comportamiento que está experimentando esta industria, el número de partícipes en fondos de inversión creció en más de 1,3 millones de euros, hasta situarse por encima de los 6,4 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta fija y renta fija mixta, con 434 mil y 362 mil partícipes más, respectivamente. Únicamente los fondos garantizados mostraron un descenso, con una reducción conjunta de 384 mil.

Los datos preliminares de enero de 2015 indican que la tendencia expansiva del sector continúa.

Los datos disponibles correspondientes al primer mes de 2015 sugieren que la tendencia expansiva iniciada en 2013 no ha concluido. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,8 %, hasta los 204,4 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado en unos 160 mil, hasta los 6,57 millones. El número de fondos, por su parte, parece haberse estabilizado.

Los valores de menor liquidez de la cartera de los fondos apenas representaban el 1 % del patrimonio total de estas instituciones a finales de 2014.

Siguiendo la tendencia de los últimos años, las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada mejoraron a lo largo de 2014. El volumen de activos de liquidez reducida descendió en casi 1.200 millones de euros (-35 %), la mayor parte en el primer semestre, hasta alcanzar los 2.157 millones de euros (véase cuadro 14). El peso de estos activos en el patrimonio total se redujo en un punto porcentual, pasando del 2,1 % en 2013 al 1,1 % en 2014. Cabe destacar el descenso de activos de baja liquidez emitidos por entidades financieras, tanto con calificación AAA como inferior, que pasó del 15,3 % al 5,6 %.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-14	sep-14	dic-14	jun-14	sep-14	dic-14
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	202	112	29	18 %	10 %	3 %
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.214	1.469	1.177	6 %	7 %	6 %
Renta fija no financiera	280	320	328	6 %	6 %	5 %
Titulizaciones	554	555	623	21 %	21 %	19 %
Titulización AAA	40	41	97	100 %	100 %	100 %
Resto de titulizaciones	514	514	526	20 %	18 %	18 %
Total	2.249	2.457	2.157	8 %	8 %	7 %
% sobre patrimonio FI	1,2	1,3	1,1			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

La actividad de las IIC inmobiliarias siguió reflejando en 2014 el fuerte ajuste del sector de los últimos años. Los fondos de inversión inmobiliaria fueron los que más sufrieron la situación del sector, con dos bajas durante el año, que se produjeron después de que dos fondos se escindieran en mayo, provocando la segregación parcial de su patrimonio hacia fondos de carácter financiero. En febrero, otro fondo acordó su escisión y se segregó también a un fondo de inversión financiero, dándose finalmente de baja en enero de este año¹⁷. Todas estas modificaciones provocaron una drástica contracción patrimonial de los FII en 2014, con una reducción del 88,6 %, hasta los 420 millones de euros. El número de partícipes, por su parte, experimentó un descenso del 30,1 %, hasta poco más de cuatro mil en diciembre de 2014. La rentabilidad de los fondos siguió en terreno negativo (-5,9 % a lo largo del año), pero la magnitud de la caída fue menor que la de años anteriores. Además, como consecuencia de un cierto estancamiento en los precios del sector inmobiliario, la caída de la segunda mitad del año (-2,1 %) fue inferior a la de la primera (-3,9 %).

La evolución de las IIC inmobiliarias siguió lastrada por el fuerte ajuste del sector de la construcción e inmobiliario de los últimos años. El segmento de fondos de inversión inmobiliaria registró varias bajas durante el año que dieron lugar a una caída del 88,6 % de su patrimonio.

Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también experimentaron retrocesos en sus magnitudes más relevantes. El número de SII a finales de 2014 era de siete, tres menos que en 2013, tras haberse producido un alta y cuatro bajas. Como consecuencia, su patrimonio se contrajo a lo largo del año, pero no lo hizo de una forma sustancial, concretamente en un 5,5 %, hasta los 806,5 millones de euros. El número de accionistas era de 845 a finales de diciembre, un 17,4 % menos que el año anterior.

El número y el patrimonio de las sociedades de inversión inmobiliaria también retrocedieron en 2014, pero con menos intensidad.

IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación en la normativa española de los fondos conocidos como *hedge funds*) registraron, en su con-

Expansión de las IIC de inversión libre en 2014...

17 A pesar de no haberse dado de baja hasta enero de 2015, el mencionado fondo ya no remitió estados a la CNMV en diciembre del año anterior, por lo que en la información que se describe referente al cierre de 2014 ya no se incluye este fondo.

junto, un incremento patrimonial durante los once primeros meses de 2014 del 24,1 %, situándose a finales de noviembre en 1.722 millones de euros. El número de instituciones a finales de año era de 55, frente a las 51 de 2013.

... más intensa en el segmento de instituciones puras, con un avance del patrimonio del 31,8 %...

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), 2014 supuso la consolidación de la tendencia expansiva de los últimos años. De esta forma, el patrimonio se incrementó un 31,8 %, hasta los 1.366 millones de euros de finales de noviembre, debido tanto a la revalorización de la cartera como a las suscripciones netas efectuadas por los inversores (véase cuadro 15). Así, la rentabilidad en el periodo enero-noviembre fue del 5,1 %, a pesar de que en la última parte del año se volvió negativa (-1,1 % entre julio y noviembre). Las suscripciones netas, por su parte, ascendieron a 278,4 millones de euros durante los once primeros meses de 2014.

... que en el segmento de fondos de fondos, aunque en estos últimos se apreció un cambio de tendencia respecto al patrón contractivo de los últimos años.

En el caso de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre) el ligero avance patrimonial de 2014 se podría interpretar como un cambio respecto a la tendencia contractiva de los últimos años. Así, a pesar de las cuatro bajas producidas durante el año, el patrimonio de estas instituciones se situó en 356 millones de euros en noviembre de 2014, un 1,5 % superior al volumen del cuarto trimestre de 2013. El número de partícipes, en cambio, descendió un 9,2 %, hasta situarse en los 2.743 en noviembre, mientras que la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue del 7,2 %, una cifra muy superior a la de los años precedentes.

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

CUADRO 15

	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	24	22	18	21	20	20	18
Partícipes	3.338	3.022	2.743	2.994	2.972	2.737	2.743
Patrimonio (millones de euros)	540	350,3	355,7	352,1	354	367,5	355,7
Rentabilidad (%)	0,88	4,39	7,21	0,66	1,42	4,42	0,57
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	36	29	37	28	30	33	37
Partícipes	2.427	2.415	2.605	2.513	2.631	2.627	2.605
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.366	1.172,4	1.261,5	1.353	1.366
Rentabilidad (%)	7,17	16,48	5,06	4,21	1,97	-1,0	-0,15

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta noviembre de 2014, excepto en el número de entidades, con datos a diciembre del mismo año.

IIC extranjeras comercializadas en España

Fuerte aumento de las IIC extranjeras en 2014, cuyo volumen de inversión quedó cerca de los 79 mil millones de euros, un 44 % superior al de 2013.

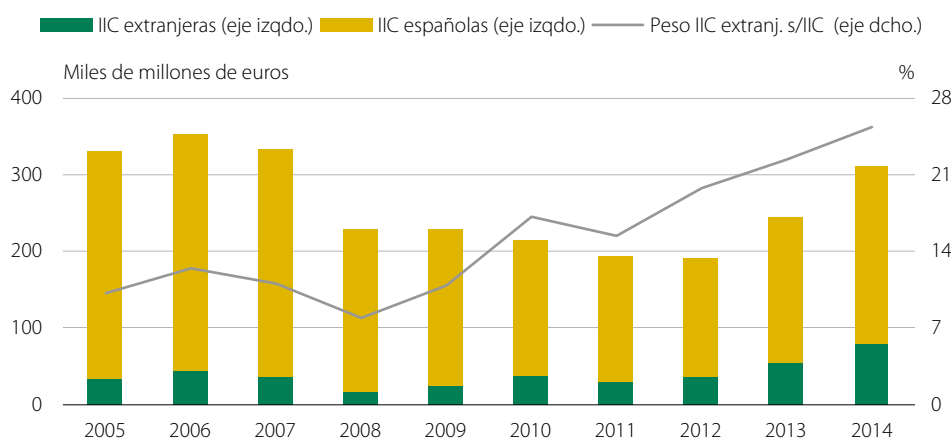
Desde mediados de 2012, el segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España está experimentando una importante expansión, con un aumento del volumen de inversión acumulado entre 2011 y 2014 del 163 %. Este último año, concretamente, creció un 44,2 %, hasta alcanzar prácticamente los 79 mil millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 20, este volumen representa el 25,3 % del patrimonio total de las IIC comercializado en España, un porcentaje que se ha ido incrementando paulatinamente desde el 8 % del ejercicio 2008, al inicio de la crisis.

El aumento de la inversión de las IIC extranjeras se ha canalizado tanto a través de fondos como de sociedades. Las segundas, que tienen un mayor peso en la inversión, aumentaron su patrimonio un 46,6 %, hasta los 67.738 millones de euros, mientras que los fondos lo hicieron un 31 %, hasta los 11.166 millones. Por su parte, el número de inversores en estos productos creció un 23,4 %, hasta un total de 1.317.674, y el número de instituciones pasó de 780 a 805.

Tanto las sociedades como los fondos registraron avances en sus magnitudes más importantes.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

La industria de la inversión colectiva se está beneficiando fuertemente del entorno de tipos de interés históricamente reducidos, que incentiva la búsqueda de alternativas de inversión más rentables que el tradicional depósito bancario, poco atractivo en estos términos. La orientación de la política monetaria en Europa permite prever tipos de interés muy reducidos en los próximos años, por lo que este factor seguirá incidiendo positivamente en la evolución de la industria de fondos de inversión desde el punto de vista de la demanda de estos productos. Desde el punto de vista de la oferta, la gestión y comercialización de fondos de inversión continúa siendo un negocio muy rentable para las entidades financieras españolas, por lo que también es previsible que continúe el interés de estas entidades en la venta de estos productos de inversión¹⁸. El volumen de fondos que pueda captar esta industria a medio plazo dependerá de la evolución del ahorro del sector privado, que se ha visto limitado durante la crisis por el estancamiento de la renta disponible. A corto plazo, la recuperación económica y del empleo son factores que juegan a favor de la industria.

El nivel mínimo de los tipos de interés y la recuperación de la renta del sector privado permiten ser optimistas de cara a la evolución futura de la industria de fondos.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) experimentó un avance significativo en 2014 gracias al entorno favorable de los mercados financieros. Los beneficios antes de impuestos del sector ascendieron a 306 millones de euros, lo que representó un aumento del 41 % en relación a la cifra obtenida en 2013 (véase gráfico 21).

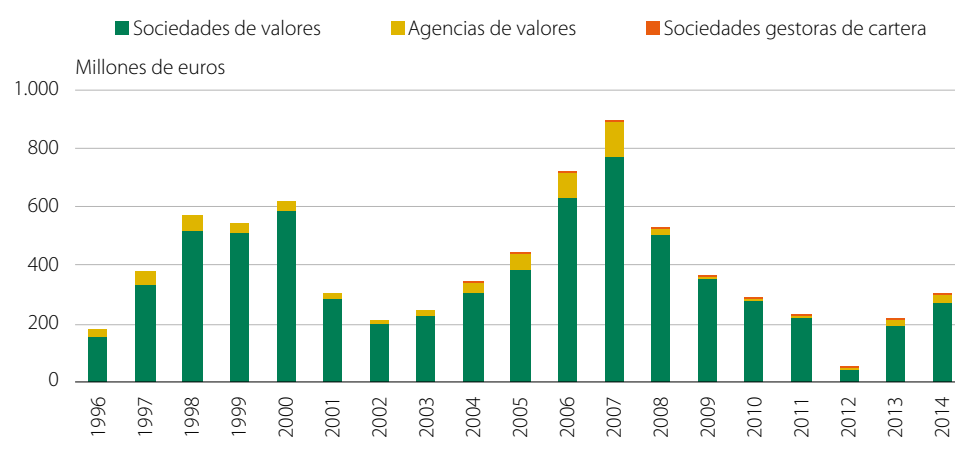
El buen tono de los mercados en 2014 permitió un aumento significativo de los beneficios de los intermediarios financieros registrados en la CNMV.

18 Véase el artículo de Ramiro Losada «El poder de mercado de las gestoras de fondos de inversión en el mercado minorista español», publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al cuarto trimestre de 2014.

La mejora de los resultados fue generalizada en los distintos grupos de intermediarios: sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Por su parte, el número de empresas de servicios de inversión registrado en la CNMV a finales de 2014 era de ochenta y tres¹⁹, cuatro menos que a finales de 2013. Del total de entidades, seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE bajo la modalidad de presencia física (sucursal) y cuarenta y una lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios (una más que a finales de 2013).

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

En el caso de las sociedades de valores, los beneficios se incrementaron un 42 %, debido al aumento de las comisiones percibidas y a la reducción de los gastos de explotación.

En el caso de las sociedades de valores (SV), el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 275,6 millones de euros en 2014, un 42 % más que en 2013. Este importe representa el 90 % de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). El incremento de los beneficios tuvo su origen en el aumento de los ingresos por comisiones, en la mejora de otras partidas del margen bruto y en la reducción de los gastos de explotación. Los ingresos por comisiones crecieron un 11,9 %, hasta los 633,3 millones de euros. Las comisiones que más se incrementaron en términos absolutos fueron aquellas originadas por la colocación y el aseguramiento de emisiones, que superaron los 21,4 millones de euros, y también las obtenidas por la comercialización de IIC, que quedaron cerca de los 63 millones de euros. Las comisiones asociadas al depósito y anotación de valores así como a la gestión de carteras superaron igualmente los 21 millones de euros. Cabe reseñar que se produjo un ligero retroceso (1,5 %) de las comisiones percibidas en el servicio de inversión que reporta más ingresos a estas entidades, la tramitación y la ejecución de órdenes, a pesar del aumento de los volúmenes mediados en los mercados en 2014. El retroceso se debió al descenso de la comisión media por corretaje.

El resultado de explotación alcanzó los 265 millones de euros a finales de 2014, un 43,5 % más, gracias a la mejora del margen bruto y a la reducción de los gastos.

El margen bruto de las SV se situó a finales de 2014 en 645 millones de euros, un 12,7 % más que en 2013. Además del avance de las comisiones, se observó una mejora del margen de intereses y se redujeron las pérdidas asociadas a las diferencias de cambio netas. Por el contrario, el resultado de las inversiones financieras se contrajo un 13,3 %, hasta los 222 millones de euros. El avance del margen bruto del

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

sector, junto con la reducción de los gastos de explotación, de un 3,3 %, hasta los 372 millones de euros, permitió un incremento del 43,5 % en el resultado de explotación de las SV, que se cifró en 265,6 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic-14)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-13	dic-14	% var.	dic-13	dic-14	% var.	dic-13	dic-14	% var.
1. Margen de intereses	67.333	74.177	10,2	1.799	1.119	-37,8	667	574	-13,9
2. Comisiones netas	387.216	445.317	15,0	110.422	120.634	9,2	9.362	11.104	18,6
2.1. Comisiones percibidas	565.787	633.263	11,9	130.738	147.137	12,5	18.603	15.411	-17,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	347.522	342.462	-1,5	40.196	41.745	3,9	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	4.824	21.414	343,9	4.715	8.129	72,4	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	17.987	22.347	24,2	505	567	12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	15.581	21.046	35,1	16.267	15.062	-7,4	17.028	13.572	-20,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	10.500	10.638	1,3	5.707	7.260	27,2	1.575	849	-46,1
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	8.659	4.367	-49,6	55	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	22	0	-100,0	11	0	-100,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	51.766	62.948	21,6	35.823	46.565	30,0	0	0	-
2.1.9. Otras	108.926	148.041	35,9	27.459	27.809	1,3	0	990	-
2.2. Comisiones satisfechas	178.571	187.946	5,3	20.316	26.503	30,5	9.241	4.307	-53,4
3. Resultado de inversiones financieras	256.110	222.077	-13,3	5	775	15.400	9	-6	-
4. Diferencias de cambio netas	-149.033	-110.808	-	-237	498	-	-24	132	-
5. Otros productos y cargas de explotación	10.566	14.383	36,1	-1.396	604	-	-8	-369	-4.512,5
MARGEN BRUTO	572.192	645.146	12,7	110.593	123.626	11,8	10.006	11.435	14,3
6. Gastos de explotación	384.638	372.003	-3,3	89.726	96.616	7,7	6.388	5.530	-13,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	-609	6.197	-	2.420	2.630	8,7	64	45	-29,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	3.123	1.437	-54,0	25	13	-48,0	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	185.040	265.509	43,5	18.422	24.366	32,3	3.554	5.860	64,9
9. Otras ganancias y pérdidas	9.529	10.120	6,2	854	466	-45,4	9	0	-100,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	194.569	275.629	41,7	19.276	24.832	28,8	3.563	5.860	64,5
10. Impuesto sobre beneficios	53.764	83.162	54,7	4.955	4.910	-0,9	1.091	1.725	58,1
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	140.805	192.467	36,7	14.321	19.922	39,1	2.472	4.135	67,3
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	140.805	192.467	36,7	14.321	19.922	39,1	2.472	4.135	67,3

Fuente: CNMV.

El negocio de las agencias de valores (AV) también experimentó mejoras durante 2014, que repercutieron positivamente en la cuenta de resultados de estas entidades. Así, los beneficios agregados antes de impuestos se incrementaron un 28,8 % en 2014, hasta los 24,8 millones de euros. Este resultado fue producto del aumento de los ingresos por las comisiones percibidas, de un 12,5 %, hasta los 147,1 millones de euros (véase cuadro 16). En valor absoluto, los mayores incrementos se produjeron en las comisiones asociadas a la comercialización de IIC (10,7 millones de euros más), a la colocación y el aseguramiento de emisiones (3,4 millones más) y al asesoramiento en materia de inversión (1,6 millones más). Por su volumen, las comisiones más importantes para las AV fueron las originadas por la comercializa-

El beneficio agregado de las agencias de valores se incrementó casi un 29 % en 2014 debido al aumento de los ingresos por comisiones, destacando las de comercialización de IIC y las de colocación y aseguramiento de emisiones.

ción de IIC (32 % del total) y por la tramitación y ejecución de órdenes (28 % del total). En términos agregados, el margen bruto aumentó un 11,8 %, hasta los 123,6 millones de euros. Los gastos de explotación superaron los 96,6 millones de euros, un 7,7 % más que en 2013.

El beneficio agregado de las sociedades gestoras también aumentó, pero por la reducción de las comisiones satisfechas.

En relación a la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC), los beneficios agregados antes de impuestos crecieron un 64,5 % en 2014, hasta los 5,86 millones de euros (véase cuadro 16). Al contrario que el resto de los intermediarios financieros, la mejora de los resultados de las sociedades gestoras tuvo su origen en la reducción de las comisiones satisfechas a otras entidades (53,4 %) y de los gastos de explotación (13,4 %). Las comisiones percibidas experimentaron un descenso en sus principales partidas, un 20,3 % en las comisiones por gestión de carteras y un 46,1 % en las comisiones por asesoramiento en materia de inversión. Teniendo en cuenta que el volumen de patrimonio gestionado por estas entidades aumentó en 2014, el descenso de los ingresos debe atribuirse a la reducción de las comisiones aplicadas.

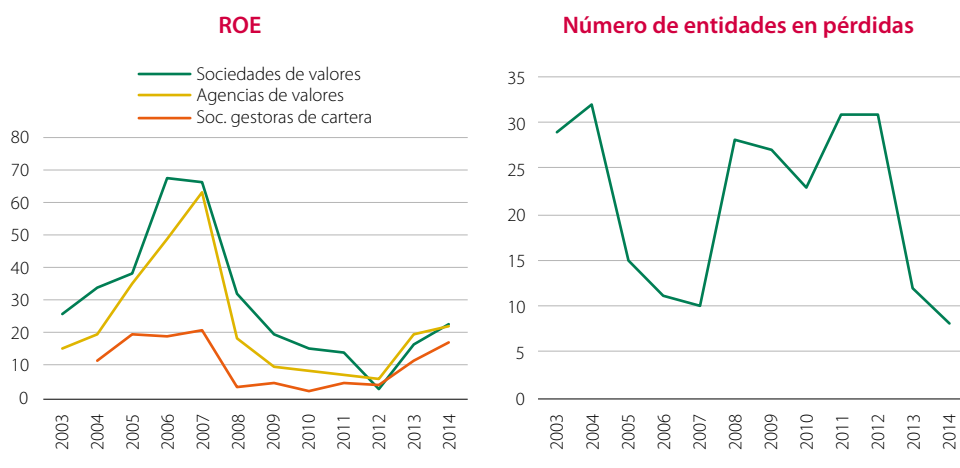
La mejora de los beneficios dio lugar a un repunte notable de la rentabilidad de las ESI...

En sintonía con los buenos resultados de las ESI, la rentabilidad antes de impuestos sobre los fondos propios (ROE) del conjunto del sector continuó la senda alcista iniciada en 2013 (véase panel izquierdo del gráfico 22). La rentabilidad de las sociedades de valores experimentó el mayor incremento, pasando del 16,4 % a finales de 2013 hasta el 23 % a finales de 2014. Por su parte, la rentabilidad de las agencias de valores pasó del 19,3 % al 22,2 % en el mismo periodo, mientras que la de las sociedades gestoras de carteras se incrementó en 5,5 puntos porcentuales, hasta el 17 %.

... y a una disminución del número de entidades en pérdidas, así como del volumen de dichas pérdidas.

El número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente en relación con las registradas en 2012. A finales de 2014, solo ocho entidades presentaban pérdidas, frente a las doce de 2013 y las treinta y una de 2012 (véase panel derecho del gráfico 22). Por segundo año consecutivo, ninguna sociedad gestora de carteras incurrió en pérdidas, mientras que tanto el número de sociedades como de agencias de valores en pérdidas se redujo en dos, pasando de cinco a tres en el caso de las sociedades de valores, y de siete a cinco en el caso de las agencias de valores. El valor total de las pérdidas acumuladas a lo largo de 2014 continuó reduciéndose, hasta los 6,7 millones de euros (8,1 millones en 2013).

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

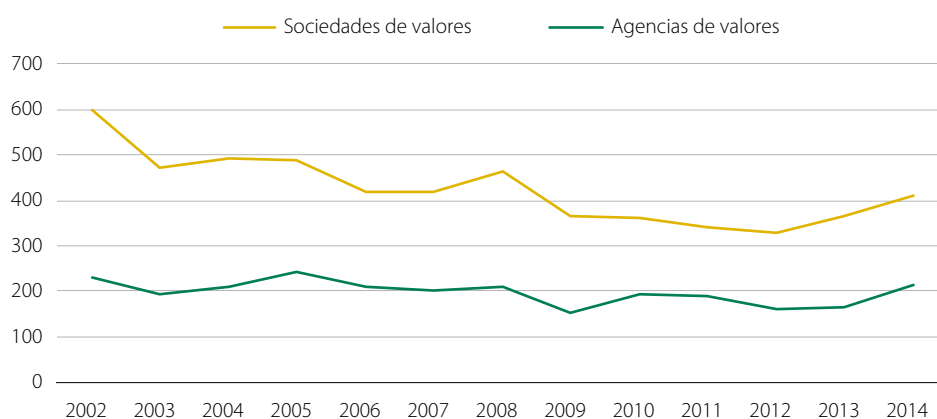
Las condiciones de solvencia de las empresas de servicios de inversión continuaron siendo satisfactorias en 2014. En esta parcela cabe destacar los cambios regulatorios implementados a lo largo de ese ejercicio, originados por la entrada en vigor el 1 de enero del Reglamento UE 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que modificó la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios de las ESI. También hubo cambios relevantes en cuanto a las obligaciones de remisión de información de solvencia por parte de las entidades. Si bien hasta 2013 todas las entidades estaban obligadas a remitir información de solvencia, a partir de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. En este nuevo marco regulatorio, el margen de solvencia de las ESI²⁰, calculado como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se situó en 2014 en 4,1 para las sociedades de valores y en 2,1 para las agencias de valores (véase gráfico 23).

Las condiciones de solvencia de las ESI siguieron siendo satisfactorias en 2014, un ejercicio de notables cambios regulatorios en esta parcela.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 23

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



Fuente: CNMV.

El negocio de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) siguió creciendo en 2014: el volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó un 21,3 %, hasta los 21,4 mil millones de euros²¹, y sus ingresos por comisiones lo hicieron un 43,6 %, hasta los 47,8 millones de euros (véase cuadro 17). La distribución del patrimonio asesorado por tipo de cliente evolucionó de forma relativamente homogénea y en sintonía con el dinamismo de la actividad del sector. Así, el patrimonio asesorado de clientes minoristas y profesionales creció un 14,6 % y un 22,3 % respectivamente en relación con 2013, mientras que el correspondiente a contrapartes elegibles²² (epígrafe

El negocio de las EAFI siguió en expansión en 2014, con un volumen de patrimonio asesorado de 21,4 mil millones de euros, un 21,3 % más.

20 Se incluye la información del 95 % de las sociedades de valores y del 93 % de las agencias de valores obligadas a remitir estados de solvencia a diciembre de 2014.

21 Esta cifra no incluye la información de cuatro EAFI (tres de ellas en proceso de baja o liquidación) por no disponerse de sus datos al cierre de este informe. Se expone, por tanto, la información del 97 % de las entidades.

22 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.

«Otros») lo hizo un 24,8 %. El número de contratos de clientes minoristas continuó siendo mayoritario, al representar el 93 % de los contratos totales (la misma proporción que en 2013). Finalmente, el número de EAFI se incrementó en diecisiete, hasta las 143 a finales de 2014, de las cuales once estaban habilitadas para prestar servicios de asesoramiento en otros países de la UE bajo la modalidad de libre prestación de servicios.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 17

Importes en miles de euros	2012	2013	2014	2013	2014	% var. año	
				S-2	S-1		S-2 ¹
NÚMERO DE ENTIDADES	101	126	143	126	134	143	13,5
PATRIMONIOS ASESORADOS²	14.776.498	17.630.081	21.391.417	17.630.081	14.456.415	21.391.510	21,3
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.199	4.991.653	5.488.399	5.719.292	14,6
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.947.782	4.465.564	4.828.459	22,3
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	8.690.646	4.502.452	10.843.759	24,8
NÚMERO DE CONTRATOS²	3.484	4.002	4.629	4.002	4.344	4.639	15,9
Clientes minoristas	3.285	3.738	4.313	3.738	4.044	4.323	15,7
Clientes profesionales	175	235	276	235	264	276	17,4
Otros	24	29	40	29	36	40	37,9
INGRESOS POR COMISIONES³	26.177	33.273	47.746	33.273	21.513	47.767	43,6
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.167	33.066	21.071	47.188	42,7
De clientes	20.977	26.530	37.930	26.530	17.322	37.943	43,0
De otras entidades	5.088	6.537	9.236	6.537	3.749	9.245	41,4
Otros ingresos	112	206	579	206	442	579	181,1
PATRIMONIO NETO	13.402	21.498	26.529	21.498	22.915	26.538	23,4
Capital social	4.365	5.156	5.579	5.156	5.230	5.576	8,1
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	9.453	9.899	8.993	-4,9
Resultado del ejercicio ³	4.239	6.890	11.956	6.890	7.787	11.969	73,7

1 Avance con datos del 97 % de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

2 Datos a final de periodo a valor de mercado.

3 Datos acumulados del periodo.

Buenas perspectivas para las ESI debido al dinamismo de los mercados y a pesar de la competencia ejercida por las entidades de crédito.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión siguen siendo favorables debido al fortalecimiento de sus principales líneas de negocio, entre las que destacan la contratación en los mercados financieros, la comercialización de IIC, el negocio de gestión de carteras y el asesoramiento financiero. Sin embargo, como se viene apuntando en ediciones anteriores de este informe, la magnitud de la expansión previsible de este sector se ve condicionada por la creciente actividad de sus principales competidores: las entidades de crédito nacionales y extranjeras. Cabe recordar a este respecto que las entidades de crédito recibieron en 2014 el 80 % de las comisiones totales generadas por la prestación de servicios de inversión²³, y que fueron dominantes en negocios como la comercialización de IIC, la administración y custodia de valores y la colocación y el aseguramiento de emisiones. El segmento donde las ESI continúan siendo más competitivas es el de la compraventa de valores (recordemos el descenso de los corretajes aplicados). Las ESI recibieron en 2014 el 53 % del total de las comisiones generadas por la prestación de este servicio.

23 Entre enero y septiembre.

La sofisticación de los instrumentos financieros ofrecidos a clientes minoristas ha aumentado de forma sustancial en los últimos años como consecuencia de los bajos tipos de interés. En este contexto, se han detectado casos de comercialización inadecuada de instrumentos financieros en nuestro mercado que han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión de su naturaleza y riesgos por parte de los clientes y que sugieren la necesidad de aumentar la transparencia informativa de estos productos cuando se dirigen a este tipo de inversores.

Así, en septiembre de 2014, y siguiendo las recomendaciones de la subcomisión sobre la transparencia en la información de los instrumentos financieros e hipotecarios de las entidades de crédito constituida en la Comisión de Economía del Congreso, la CNMV sometió a consulta pública una iniciativa al respecto, cuyo contenido se resume del modo siguiente:

- i) El establecimiento de un sistema sencillo y gráfico para que los inversores minoristas conozcan el riesgo y la complejidad de los productos financieros en los que pudieran tener interés en invertir. Con este objetivo, se propone utilizar un indicador sintético con una escala de cinco niveles de riesgo asociados a cinco colores, que iría, además, acompañado de alertas sobre el grado de liquidez y la complejidad del producto. La metodología sería sencilla y se utilizarían criterios como la existencia de un compromiso de devolución de capital a vencimiento, el plazo residual o la evaluación crediticia del emisor. Este indicador se incluiría en la información que las entidades facilitan a los clientes antes de la prestación de un servicio de inversión junto con otro tipo de información más detallada sobre las características y riesgos inherentes a los instrumentos financieros. Es importante mencionar que no se pretende sustituir los sistemas internos de clasificación utilizados por las entidades para la evaluación de idoneidad y conveniencia, ya que se persiguen objetivos distintos.
- ii) Este sistema de clasificación se aplicaría a todos los instrumentos financieros amparados por la Ley del Mercado de Valores, a excepción de las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva, que ya cuentan con un documento estandarizado con su información fundamental.
- iii) Para determinados instrumentos financieros complejos y que, por tanto, pueden considerarse no recomendables para inversores no profesionales, se propone realizar una advertencia específica, indicando que no resultan adecuados para inversores minoristas. El cliente deberá hacer constar de su puño y letra que se da por enterado de la advertencia. Los instrumentos afectados por esta medida serían los siguientes: bonos convertibles susceptibles de computar como capital regulatorio adicional de nivel 1; instrumentos financieros estructurados que no cuenten con un compromiso de devolución de al menos el 90 % de la inversión inicial y que, además, incorporen estructuras complejas que dificulten al inversor minorista la comprensión de los riesgos, y los derivados OTC que no tengan finalidad de cobertura.

Otra preocupación que surge de la creciente sofisticación de los instrumentos financieros a los que tienen acceso los inversores minoristas es la elevada dificultad para estimar el valor razonable de los productos, tanto en el momento de la adquisición como durante la vida de los mismos. En relación con esta cuestión, la CNMV ya había recabado la opinión del sector, con anterioridad a la consulta de septiembre, sobre dos aspectos que consideraba relevantes. Por un lado, se considera que la entidad comercializadora debería estar obligada a informar sobre la estimación que realice del valor razonable de un instrumento financiero, especialmente para aquellos productos que por su naturaleza no resulten suficientemente transparentes en los costes que asume el inversor, como es el caso de instrumentos de deuda convertible contingente, productos estructurados o derivados OTC. Además, cuando exista una diferencia significativa entre el importe efectivo al que va a realizarse la transacción y el valor razonable estimado del instrumento, la CNMV considera que la entidad comercializadora debería advertir de ello al inversor de forma explícita. Por otro lado, resultaría conveniente que, para cierto tipo de productos complejos en los que la comprensión de su posible rendimiento futuro puede entrañar dificultades para inversores no profesionales, como es el caso de productos estructurados o derivados OTC, se proporcione a los clientes información cuantificada sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios, junto con su probabilidad de ocurrencia, antes de su contratación.

Una vez recibidas y analizadas las respuestas de las entidades que prestan servicios de inversión, de sus asociaciones y de las asociaciones de consumidores, la CNMV redactó un proyecto de circular que fue sometido a consulta pública en enero de 2015.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

Fuerte repunte en el negocio de las SGIIC en 2014, con un crecimiento del 24 % en el patrimonio gestionado y del 20 % en los beneficios antes de impuestos.

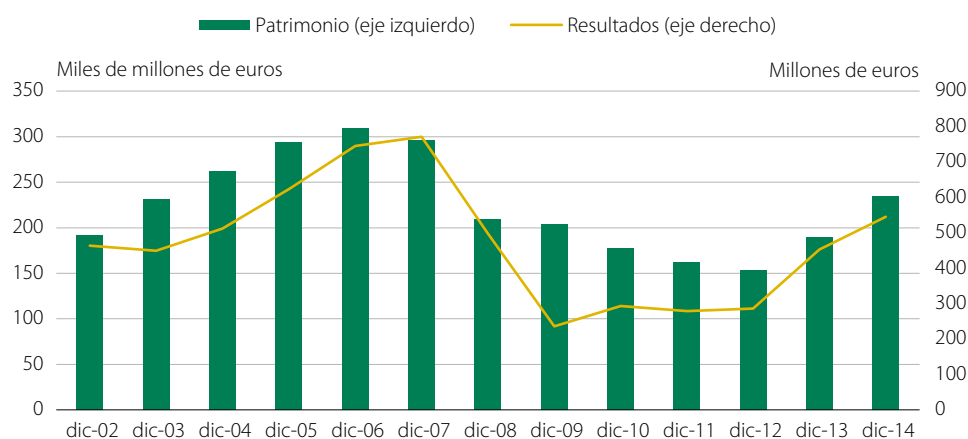
El negocio de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) volvió a expandirse significativamente en 2014. El entorno de tipos de interés tan reducidos está favoreciendo las inversiones en productos como los fondos de inversión, en detrimento de otros instrumentos financieros como los depósitos a plazo de los bancos. Así, en 2014 el patrimonio gestionado por las SGIIC aumentó un 23,8 %, hasta alcanzar los 234,6 mil millones de euros, y los beneficios agregados antes de impuestos lo hicieron un 20,4 %, hasta los 545 millones de euros (véase gráfico 24). Estas magnitudes son las más elevadas desde que comenzó la crisis pero no alcanzan los niveles anteriores a la misma. El grado de concentración del sector siguió siendo muy alto: las tres gestoras de mayor tamaño mantenían una cuota conjunta del 36 % del patrimonio total.

Los ingresos por comisiones de gestión crecieron un 25,7 %, hasta superar los dos mil millones de euros. La comisión media de gestión de IIC permaneció apenas sin cambios, en el 0,85 % del patrimonio.

Las comisiones de gestión de IIC, que son las más importantes para las SGIIC, reportaron unos ingresos de dos mil millones de euros, un 25,7 % más que en 2013. La comisión media de gestión de IIC se situó en el 0,85 % del patrimonio, prácticamente el mismo nivel de 2013 (0,84 %). Las comisiones satisfechas a otras entidades por comercialización de IIC supusieron el 61,8 % de los ingresos por comisiones de gestión, un porcentaje similar al de 2013, pero por debajo del observado en los años previos a la crisis, más cercano al 70 %. A finales de 2014 catorce entidades registraban pérdidas, tres más que en 2013. El valor agregado de las pérdidas también aumentó, situándose en los 2.828 millones de euros.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

En diciembre de 2014 había un total de 96 SGIIC registradas en la CNMV, el mismo número que en 2013. Durante el año se produjeron dos bajas y dos altas. Todo ello indica que el sector habría alcanzado cierta estabilidad después de los movimientos que se produjeron como consecuencia del proceso de reestructuración acometido por el sistema financiero español en los últimos años.

El proceso reorganizativo del sector de los últimos años parece haber llegado a su fin.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
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
2014	234.588	2.004	0,85	61,80

Fuente: CNMV.

¹ 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 incrementó durante 2014 en diez, hasta 344. Este aumento se produjo exclusivamente en los fondos de capital-riesgo, que pasaron de 126 a finales de 2013 a 145 a finales de 2014. Tanto el número de sociedades de capital-riesgo como el de sociedades gestoras de ECR disminuyó, desde 130 hasta 125 las primeras y desde 78 hasta 74 las segundas (véase cuadro 19).

El número de entidades de capital-riesgo aumentó en diez, hasta 344, durante 2014 debido al incremento del número de fondos.

	Situación a 31/12/2013	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2014
Entidades	334	30	20	344
Fondos de capital-riesgo	126	21	2	145
Sociedades de capital-riesgo	130	6	11	125
Sociedades gestoras de ECR	78	3	7	74

Fuente: CNMV.

Según los datos de ASCRI, 2014 fue un año muy positivo para el capital-riesgo, con un fuerte aumento del volumen de inversión, de la captación de nuevos fondos y...

Los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) para 2014 confirman la recuperación del sector iniciada en el segundo semestre de 2013. Así, el volumen de inversión efectuado en 2014 se habría situado en 3.023 millones de euros, un 28 % más que en 2013. Los fondos internacionales fueron responsables del 78 % del volumen invertido, con sus 55 operaciones. Cabe señalar que aumentó el número de operaciones de gran tamaño (superior a los cien millones de euros), desde cinco en 2013 hasta nueve en 2014. Asimismo, se observó un fuerte aumento del volumen de captación de nuevos fondos, que se situó en 4.287 millones de euros, un 88,5 % más que el ejercicio anterior. Este incremento se produjo tanto por la mayor imputación de recursos de fondos internacionales como por las adjudicaciones de Fond-ICO Global.

... también del volumen de desinversiones, que alcanzó máximos históricos.

Destacó el número de operaciones de capital expansión (63,5 % del total), con un volumen de inversión cercano a los mil millones de euros, aunque también fue relevante el número de operaciones en etapas iniciales. Los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron los de productos de consumo (24 %), hostelería y ocio (15 %), comunicaciones (9 %) y productos y servicios industriales (9 %). Finalmente, es significativo el cambio de tendencia de las desinversiones, cuyo volumen se situó en 4.666 millones de euros, un nivel jamás alcanzado por el sector. Esta cifra sugiere una mejora notable de las condiciones para efectuar desinversiones, tras los retrasos de los últimos años debidos a la caída de los precios de las compañías y a los procesos en curso de mejora y saneamiento impulsados por el sector en sus entidades participadas.

En un entorno macroeconómico claramente más favorable, las perspectivas para el sector son optimistas en cuanto al volumen de captación de nuevos fondos y también a la actividad inversora.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo optimistas. En un contexto de clara mejora de la actividad económica, todo parece indicar que en 2015 se mantendrá la captación de nuevos fondos en niveles elevados, impulsados por el regreso de los fondos internacionales y por la actividad de Fond-ICO. También se espera un repunte de la actividad inversora, tanto en volumen como en número de operaciones, en todos los segmentos contemplados. Por otro lado, la Ley 22/2014, que entró en vigor en noviembre de ese año y regula, entre otras entidades, las de capital-riesgo, ha supuesto un nuevo marco de actuación para el sector, en el que ha introducido nuevas figuras, como la entidad de capital-riesgo pyme. El objetivo de este tipo de entidad es impulsar la financiación no bancaria de las empresas en las etapas tempranas de su desarrollo (véase recuadro 4).

El 14 de noviembre de 2014 entró en vigor la Ley 22/2014 por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado¹ y sus sociedades gestoras (en adelante, LCR). Con la aprobación de esta norma queda derogada la Ley 25/2005 de capital-riesgo y se modifican algunos aspectos de la Ley 35/2003 de IIC (en adelante, LIIC). De esta forma, se transpone a la legislación española la Directiva 2011/61/UE de gestoras de fondos de inversión alternativos (en adelante, AIFMD), a través de la LCR, que se centra en los vehículos de inversión cerrados, y la LIIC, que regula las instituciones de inversión colectiva de carácter abierto.

El objetivo de la AIFMD es la regulación y supervisión de las gestoras de fondos de inversión alternativos de tamaño elevado, concretamente las que gestionan activos por encima de quinientos millones de euros en el caso de los vehículos cerrados y no apalancados, o de cien millones para el resto de vehículos. Los requisitos que impone la directiva para estas grandes gestoras son bastante restrictivos en lo que se refiere a la dotación de recursos propios, valoración de activos, delegación de funciones, gestión de riesgos o control de liquidez. A su vez, se establecen límites a las políticas remunerativas para evitar la toma de riesgos inconsistentes con el perfil de riesgo establecido y se regula de forma detallada la responsabilidad del depositario en caso de pérdidas, debiendo nombrarse uno para cada uno de los fondos gestionados. Por otro lado, con el objetivo de llegar a crear un mercado único, la directiva ofrece a estas gestoras la posibilidad de acogerse a un pasaporte europeo para gestionar y comercializar sus fondos entre inversores profesionales, similar al existente en el caso de las UCITS para inversores minoristas.

La LCR es fiel a esta definición y reconoce dos tipos de gestoras: las que se encuentran por encima y por debajo de los umbrales establecidos en la AIFMD. Así, las que están por encima deben cumplir con los requisitos mencionados, aunque todas las gestoras están sujetas a la autorización de la CNMV y al mismo régimen de recursos propios. De esta forma, la gestión de fondos de inversión alternativos cerrados pasa a ser una actividad sujeta de forma obligatoria a la autorización y supervisión de la CNMV, mientras que la ley anterior contemplaba un régimen voluntario para las entidades de capital-riesgo (ECR). Es importante mencionar que la nueva ley amplía el abanico de vehículos considerados (antes solo las ECR), creándose una nueva categoría denominada «Entidades de Inversión Colectiva Cerradas» (EICC), en la que se integra cualquier vehículo de carácter cerrado que capte capital de una serie de inversores o partícipes para invertirlo con arreglo a una política de inversión que carezca de un objetivo comercial o industrial.

Con independencia de los cambios motivados por la transposición de la AIFMD, la entrada en vigor de esta nueva ley ha comportado la creación un nuevo tipo de ECR, denominado «ECR pymes», cuyo objetivo es impulsar la financiación no bancaria de las empresas en las etapas tempranas de su desarrollo. Por otro lado, se ha abierto la comercialización de las ECR a minoristas, siempre que estos inviertan un mínimo de cien mil euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos asociados a la inversión.

Respecto a la LIIC, se han modificado algunos artículos para adaptarlos a la AIFMD. Debe señalarse que estas modificaciones no comportarán cambios sustanciales para el sector, puesto que la regulación anterior ya exigía a las gestoras de IIC de carácter abierto, con independencia de su tamaño, unos requisitos similares a los de la AIFMD. Además de los cambios generados por la transposición de la AIFMD, se han modificado algunos puntos de la LIIC para transponer la Directiva UCITS V², que establece unas políticas de remuneración y un régimen del depositario muy similares a lo establecido en la AIFMD.

Finalmente, es importante señalar que para completar la transposición tanto de la UCITS V como de la AIFMD, queda pendiente de modificar el Reglamento de IIC.

-
- 1 De acuerdo con el artículo 2 de la ley, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se definen como aquellas cuya política de desinversión cumple los dos requisitos siguientes: 1) que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y 2) que lo percibido por cada uno de ellos lo sea en función de los derechos que le corresponden de acuerdo con lo previsto en los estatutos o reglamentos aplicables a cada clase de acciones o participaciones.
 - 2 Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.