

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macro-financiero	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	43
4	Los agentes de los mercados	53
4.1	Vehículos de inversión	53
4.2	Empresas de servicios de inversión	60
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	66
5	Mercados de titulización: propuestas recientes para su reactivación	67
5.1	Introducción	67
5.2	Compatibilidad de incentivos en las cadenas de titulización	69
5.3	El papel de las agencias de <i>rating</i>	70
5.4	Medidas para la transparencia, simplificación y estandarización de las titulizaciones	72
5.5	Propuestas para los mercados secundarios de activos de titulización	74
5.6	Reflexiones finales	76

Índice de recuadros

Recuadro 1:	“Prácticas de remuneración en el sector financiero: iniciativas recientes”	22
Recuadro 2:	“Propuesta de régimen de transparencia sobre posiciones cortas en la UE”	37
Recuadro 3:	“Cambios en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores”	42
Recuadro 4:	“Tendencias recientes en los mercados internacionales de renta fija”	48
Recuadro 5:	“Desarrollos recientes en la valoración del riesgo de crédito”	50

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional ha experimentado una cierta mejoría a lo largo de los últimos meses debido a las medidas expansivas de los Gobiernos y bancos centrales y a la paulatina recuperación del comercio internacional, lo que ha permitido a casi todas las economías avanzadas abandonar la recesión en el segundo semestre de 2009. Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, lo que permite que los tipos de interés oficiales continúen en mínimos históricos en casi todas las áreas.
- Las previsiones de los principales organismos internacionales indican que el PIB mundial podría crecer cerca de un 4% en 2010, por el impulso de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación de las desarrolladas, si bien todavía se atisban riesgos relevantes sobre este escenario, principalmente asociados a problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas y posibles deterioros adicionales en el mercado de trabajo. El principal reto sigue estando asociado al diseño de la retirada de los planes de estímulo.
- En este marco, los mercados internacionales de renta variable han mostrado un comportamiento más errático durante el último semestre, en comparación con el anterior, como consecuencia de varios anuncios relativos a posibles modificaciones regulatorias en EE.UU. en materia financiera y del deterioro de las finanzas públicas de algunas economías europeas, principalmente la de Grecia. No obstante, la volatilidad se ha reducido notablemente en la primera quincena de marzo, lo que ha permitido ciertas ganancias en los índices norteamericanos y japoneses desde comienzos del año 2010¹, mientras que los índices europeos han mostrado pérdidas de diversa cuantía.
- Los mercados de deuda pública han mantenido durante el último semestre un comportamiento dispar, en función de las variaciones de las perspectivas económicas, su papel de activo refugio y el grado de deterioro de las finanzas públicas. Los mercados de renta fija privada mantienen una tendencia que apunta a una cierta normalización en sus condiciones de financiación y en el volumen de emisiones. Desde diciembre, el euro sigue depreciándose frente al dólar, como consecuencia de la mayor fortaleza relativa de la economía estadounidense y de las dudas sobre las finanzas públicas europeas.
- El PIB español continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2009 (-0,1%), aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. En el conjunto del año 2009, el PIB retrocedió un 3,6%. En este marco prosigue el deterioro del mercado de trabajo (la tasa de paro quedó en el 18,8% de la población activa en el cuarto trimestre de 2009) y de las finanzas públicas (el déficit público se incrementó desde el 4,1% del PIB en 2008 hasta el 11,2% en 2009). Las previsiones del

1 La fecha de cierre del informe es el 15 de marzo.

FMI y la OCDE pronostican un cierto descenso de la actividad para la economía española en 2010 y una ligera recuperación en 2011.

- Las entidades de depósito nacionales continúan operando en un entorno complejo en el que la debilidad de la actividad económica sigue incidiendo negativamente en la cuenta de resultados de las entidades, debido a la caída del negocio y el deterioro de los activos crediticios. El saldo vivo de crédito a empresas y familias continúa descendiendo (-0,9% en enero), aunque a un ritmo ligeramente menor que en la zona euro (-1,3%). La tasa de morosidad de las entidades se mantiene al alza (5,3% en enero), si bien su ritmo de avance se ha atenuado. La financiación de estas entidades en 2009 fue relativamente cómoda como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales y por el BCE. Persiste, no obstante, un grado elevado de heterogeneidad en relación a la fortaleza financiera de las distintas instituciones.
- El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 14,7% en 2009, hasta los 24.334 millones de euros, como consecuencia del mejor comportamiento relativo de las sociedades constructoras e inmobiliarias, que dejaron atrás el fuerte volumen de pérdidas de 2008. Excepto en este sector, se observa que los resultados de las sociedades siguieron empeorando en 2009, especialmente en el sector industrial y energético, pero a un ritmo menor que en 2008. El endeudamiento de las sociedades cotizadas creció un 4,6% en 2009 y el apalancamiento mostró un ligero repunte en ese año, desde 1,6 hasta 1,7. La ratio de cobertura de la deuda aumentó en 2009, mientras que la carga financiera de las entidades se redujo.
- En 2010, los mercados nacionales de renta variable han mostrado descensos sustanciales (el Ibex 35 ha perdido un 8,2%), superiores a los observados en otras plazas europeas. Las caídas de los precios han sido generalizadas en todos los sectores, aunque más intensas en las entidades financieras y en las sociedades de telecomunicaciones. La contratación bursátil, muy irregular en 2009, ha dado signos de recuperación en los primeros meses de 2010. Las emisiones continúan la atonía ya mostrada desde 2008.
- Los tipos de interés a corto plazo domésticos continuaron en mínimos en el primer trimestre de 2010, en línea con la política del BCE, mientras que los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública crecieron en los dos primeros meses de 2010, para descender en marzo. La composición de las emisiones brutas de renta fija, cuyo volumen cayó un 19% en 2009, varió sustancialmente a favor de los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y las participaciones preferentes. Durante 2010 se siguen evidenciando las dificultades en algunos mercados, especialmente en los de titulización. En cambio, se ha producido un aumento de las emisiones de bonos sin aval del Estado. Al mismo tiempo, una parte creciente de la financiación de los emisores españoles se obtiene en mercados internacionales.
- El patrimonio de los fondos de inversión creció en la segunda mitad de 2009 desde los 167 mil millones de euros hasta los 170 mil millones, después de dos ejercicios consecutivos de descenso, debido a la notable caída del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes y a la revalorización de su cartera. El número de partícipes descendió en 2009, mientras que el número de fondos se redujo como consecuencia de las fusiones entre ellos. La importancia de los activos de

liquidez reducida de los fondos se ha mantenido estable desde mediados de 2009, en torno al 8,6% de su patrimonio. En este marco, el patrimonio conjunto gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió ligeramente en 2009, mientras que sus resultados agregados cayeron por debajo de la mitad de los obtenidos en 2008, debido, fundamentalmente, a la reducción de las comisiones percibidas. Las perspectivas para la industria de fondos de inversión y sus gestoras son favorables en su conjunto, si bien existe un grado elevado de incertidumbre en torno a ellas como consecuencia de la volatilidad mostrada recientemente por los precios en los mercados financieros y del aumento de los reembolsos observado en los datos preliminares de los primeros meses de 2010.

- Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno complejo derivado del ajuste del sector inmobiliario nacional y del incremento de las peticiones de reembolso, que ha dado lugar en algunos fondos a ventas anticipadas de activos, tasaciones adicionales de inmuebles y reducciones o suspensiones en los reembolsos. Es poco probable que la situación de las IIC inmobiliarias mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español. Por su parte, la industria de inversión libre parece haber iniciado una modesta recuperación, particularmente en el ámbito de las IIC de IL.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) continúan notablemente afectadas por la crisis. Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores cayeron un 29% y un 54%, respectivamente, en 2009. Únicamente las sociedades gestoras de cartera mejoraron sus beneficios en 2009 (un 20%). El número de ESI en pérdidas disminuyó ligeramente desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009. Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas, a pesar de un cierto descenso del margen de solvencia que se puede atribuir a la nueva normativa contenida en la Circular 12/2008 sobre solvencia de ESI.
- Los problemas de fallidos en el segmento de hipotecas *subprime* en EE.UU. incrementaron sustancialmente la desconfianza de los inversores en las titulizaciones, hundiendo su demanda a nivel global. En este contexto, las posibilidades de recuperación de estos mercados vendrán determinadas por la capacidad de los reguladores y de la industria para sentar un nuevo marco de desarrollo que reduzca los conflictos de interés entre las partes intervinientes, refuerce la fiabilidad de las agencias de *rating* y dote a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización. Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los mercados de titulización. El éxito de este esfuerzo dependerá del equilibrio entre nuevos elementos regulatorios y nuevas prácticas por parte de la industria.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico y financiero ha experimentado una cierta mejoría...

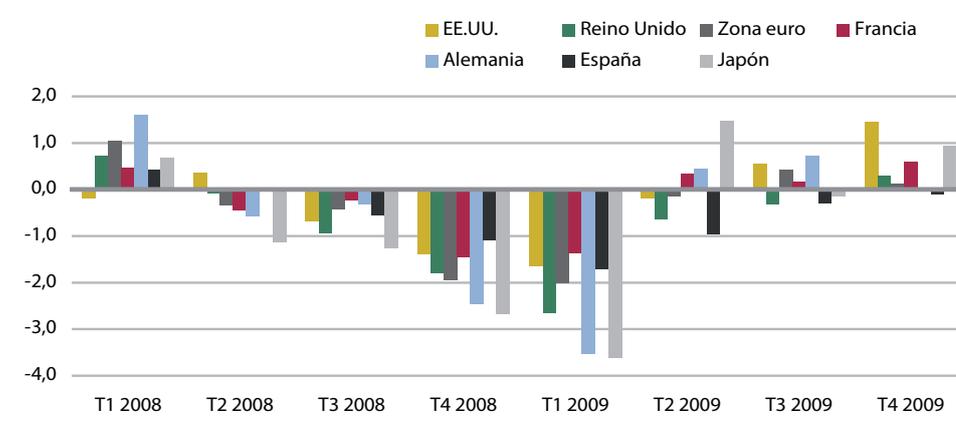
... debido a las medidas expansivas de los gobiernos y bancos centrales, que han permitido a casi todas las economías avanzadas abandonar la recesión.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2009, el entorno macroeconómico internacional ha experimentado una cierta mejoría, apoyada, en parte, en la progresiva normalización de algunas piezas importantes del sistema financiero.

Las medidas expansivas adoptadas por los diferentes gobiernos y los bancos centrales, junto con la recuperación del comercio internacional, permitieron que buena parte de las economías avanzadas más importantes comenzaran a abandonar la recesión a partir de la segunda mitad de 2009. Como se observa en el gráfico 1, las primeras economías desarrolladas que mostraron tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas fueron Francia, Alemania y Japón (segundo trimestre de 2009), a las que siguió EE.UU. (tercer trimestre) y Reino Unido (cuarto trimestre). Las economías emergentes, con menos exposición directa a las turbulencias financieras que desataron la crisis, han mostrado un comportamiento más dinámico que las desarrolladas, aunque existe una gran heterogeneidad entre zonas. Así, Asia, liderada por China, que creció un 8,7% en 2009, se ha mostrado como la zona emergente más dinámica, seguida por Latinoamérica (donde destaca Brasil, que desde el segundo trimestre de 2009 muestra crecimientos del PIB superiores al 1,0%). Las economías emergentes de Europa del Este presentan una tímida mejoría, aunque su evolución es más lenta.

PIB: variaciones trimestrales, %

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

El PIB mundial podría crecer cerca de un 4% en 2010 por el impulso de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación de las desarrolladas.

En este contexto de incipiente mejoría en un gran número de economías tanto avanzadas como emergentes, las previsiones que se manejan por parte de los principales organismos internacionales (véase cuadro 1) indican que el PIB mundial podría crecer cerca del 4% en 2010 (desde el -0,8% de 2008 según el FMI), como consecuencia de la consolidación de la recuperación de las economías desarrolladas y de la aceleración de las emergentes (desde el 2,1% en 2009 hasta el 6,0% en 2010, según el FMI). Dentro de las economías desarrolladas², destacaría el crecimiento previsto para la economía estadounidense, del entorno del 2,5%, mientras que en Europa las tasas

² Previsiones efectuadas por el FMI y la OCDE.

para las economías más importantes serían más modestas, oscilando entre el 1,0% de Italia y el 1,5% de Alemania (con la excepción de España, cuyo crecimiento podría descender entre un 0,3% y un 0,6%). En todo caso, las previsiones continúan sujetas a un grado de incertidumbre elevado puesto que la recuperación de la actividad se ha producido fundamentalmente como consecuencia de factores de naturaleza temporal, como los programas de estímulo fiscal y monetario o el ciclo de acumulación de existencias.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

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

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2010 respecto a octubre de 2009. OCDE, las previsiones de 2009 son de noviembre respecto a junio.

La evolución de los precios en las diferentes economías revela que las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, aunque existe una cierta heterogeneidad entre zonas. En términos generales, las tasas de inflación de las principales economías alcanzaron mínimos en los meses centrales de 2009, desde los que crecieron durante la segunda mitad del año, si bien con intensidades diferentes. Aunque en EE.UU. y en el Reino Unido los repuntes en los precios han sido comparativamente mayores, especialmente en los últimos meses, lo cierto es que todavía existen factores importantes que sustentan el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en la mayoría de las regiones. Así, las tasas de inflación subyacentes permanecen en niveles muy reducidos, en línea con un nivel bajo de utilización de la capacidad productiva y unas tasas de desempleo elevadas. Por su parte, las perspectivas de inflación están ancladas en el medio plazo en torno a valores muy moderados. Todo ello ha permitido que los tipos de interés oficiales permanezcan durante el primer trimestre de 2010 en niveles históricamente bajos: entre el 0%-0,25% en EE.UU.³, el 0,1% en Japón⁴, el 0,5% en el Reino Unido y el 1% en la zona euro, si bien en algunas economías desarrolladas, como la australiana o la noruega, los bancos centrales respectivos han incrementado sus tipos de interés oficiales al menos en una ocasión desde finales de 2009 como consecuencia de los indicios de recuperación económica y un aumento de la inflación por encima de lo previsto.

Algunas de las medidas de apoyo a los mercados e instituciones financieras adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales se han comenzado a desactivar durante los últimos meses de forma ordenada y selectiva, como respuesta natural a la aparente normalización en el funcionamiento de los mercados, aunque con ritmos cla-

Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, en términos generales, lo que permite que los tipos de interés oficiales continúen en mínimos históricos en casi todas las áreas.

Algunas de las medidas extraordinarias de apoyo a los mercados e instituciones financieras han finalizado o han comenzado a desactivarse.

3 Desde el 16 de diciembre de 2008.

4 Desde el 19 de diciembre de 2008.

ramente divergentes entre distintos tipos de medidas. Así, las medidas de provisión de liquidez a las entidades financieras, las recapitalizaciones de las entidades con dificultades y las garantías a las emisiones de deuda estarían viendo reducida considerablemente su intensidad, en algunos casos como consecuencia de la expiración de las propias medidas adoptadas, pero también en numerosos casos debido al escaso (o incluso nulo) uso de las mismas por parte de las entidades. Así, el BCE, ante la mejora de los mercados de financiación, anunció en diciembre de 2009 los primeros pasos para la retirada gradual de algunas medidas extraordinarias. En particular, la operación de financiación a un año que se produjo en diciembre de 2009 fue la última de estas características, al tiempo que se anunció que las subastas a seis meses acabarán después de marzo de 2010. Mientras, el suministro de liquidez a través del procedimiento de adjudicación plena y tipo fijo se prolongará al menos hasta el primer trimestre de 2010 y el programa de adquisición de bonos garantizados (*covered bonds*) finalizará a mediados de 2010. Por su parte, ante la debilidad de la demanda inversora de titulizaciones, las entidades de crédito siguen utilizando estos activos como garantía para acceder a la liquidez del BCE.

La debilidad de la actividad y las diferentes medidas de impulso fiscal y de apoyo al sistema financiero han elevado sustancialmente los niveles de déficit y deuda públicos de las economías desarrolladas.

La caída de la actividad y las diferentes medidas de impulso fiscal y de apoyo al sistema financiero adoptadas por los gobiernos han elevado notablemente los niveles de déficit y deuda públicos tanto en las economías desarrolladas como, en menor medida, en las emergentes. Para el conjunto de países de la OCDE, se estima que el déficit público alcanzará el 8,25% del PIB en 2010, continuando cerca del 8% en 2011 en áreas como EE.UU., Japón, Reino Unido, Francia o España. Por su parte, las previsiones de deuda pública para el conjunto de la OCDE indican que ésta superará el 100% del PIB en 2011, lo que supone 30 p.p. más que en 2007, antes del inicio de la crisis. En este contexto, existe una preocupación ampliamente compartida acerca de los problemas para la sostenibilidad de las cuentas públicas que supondría la prolongación en el tiempo de los estímulos fiscales extraordinarios. Sin embargo, todavía persiste un elevado consenso acerca del mantenimiento de estas medidas hasta que la recuperación de la actividad sea lo suficientemente sólida.

Los mercados internacionales de renta variable han mostrado un comportamiento algo más inestable durante los últimos meses...

Tras las fuertes alzas de los trimestres centrales de 2009, el comportamiento de los mercados internacionales de renta variable ha sido algo más irregular en los últimos meses. En concreto, el cuarto trimestre de 2009 se caracterizó por una cierta indefinición de los movimientos de los precios en estos mercados, previsiblemente, a la espera de la publicación de indicadores que avalaran la recuperación de la actividad a escala internacional, que en conjunto tuvieron un carácter mixto. Así, las variaciones de precio en los principales índices de referencia europeos oscilaron entre el -0,1% de la bolsa italiana y el 5,0% del Dax alemán, y fueron algo superiores en los índices japoneses y estadounidenses, pero todas ellas estuvieron por debajo del 8% (véase cuadro 2).

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I 10 (hasta 15 de marzo)				
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	% min ³	
Mundo											
MSCI World	18,0	7,1	-42,1	27,0	16,9	3,7	1,2	1,2	56,3	71,6	
Zona euro											
Euro Stoxx 50	15,1	6,8	-44,4	21,1	19,6	3,2	-3,2	-3,2	45,7	58,6	
Euronext 100	18,8	3,4	-45,2	25,5	21,6	3,7	-0,3	-0,3	47,2	56,8	
Dax 30	22,0	22,3	-40,4	23,8	18,0	5,0	-0,9	-0,9	49,3	59,9	
Cac 40	17,5	1,3	-42,7	22,3	20,9	3,7	-1,2	-1,2	43,8	54,4	
Mib 30	19,0	-8,0	-48,7	20,7	19,6	-0,7	-2,2	-2,2	53,6	69,4	
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-8,2	-8,2	47,5	60,7	
Reino Unido											
FT 100	10,7	3,8	-31,3	22,1	20,8	5,4	3,3	3,3	49,0	57,9	
Estados Unidos											
Dow Jones	16,3	6,4	-33,8	18,8	15,0	7,4	2,1	2,1	47,3	62,5	
S&P 500	13,6	3,5	-38,5	23,5	15,0	5,5	3,2	3,2	52,1	70,1	
Nasdaq-Cpte	9,5	9,8	-40,5	43,9	15,7	6,9	4,1	4,1	65,0	86,2	
Japón											
Nikkei 225	6,9	-11,1	-42,1	19,0	1,8	4,1	1,9	1,9	42,0	51,7	
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	5,6	3,5	3,5	29,6	32,1	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

3 Variación sobre los mínimos del año 2009. Para determinar una fecha común se toma la fecha del mínimo del índice MSCI World (9 de marzo).

A lo largo de enero y febrero de 2010, varios factores incrementaron la aversión al riesgo de los inversores, dando lugar a episodios de inestabilidad en los mercados de renta variable, con descensos de los precios y repuntes de la volatilidad. Entre estos factores destacaron la incertidumbre producida a raíz de varios anuncios sobre posibles modificaciones de la política financiera y regulatoria en EE.UU. y la constatación del grave deterioro de las finanzas públicas en Grecia, que provocó un cierto efecto contagio sobre otras economías europeas. En la primera quincena de marzo, el descenso de la tensión asociada al caso griego, tras el anuncio de un plan de consolidación fiscal por parte del gobierno griego y la publicación de diversos datos macroeconómicos y resultados empresariales favorables, permitieron un nuevo ascenso de las cotizaciones. En el conjunto del primer trimestre de 2010⁵ se observaron ganancias en las bolsas norteamericanas (que oscilaron entre el 2,1% del Dow Jones y el 4,1% del Nasdaq) y japonesas (que oscilaron entre el 1,9% del Nikkei 225 y el 3,5% del Topix) y pérdidas en las europeas (que oscilaron entre el -0,3% del Euronext 100 y el -8,2% del Ibex 35).

... como consecuencia del incremento de la incertidumbre ante el deterioro de las finanzas públicas de algunas economías europeas y las posibles modificaciones regulatorias en EE.UU. en materia financiera. En las últimas semanas, la confianza de los agentes ha mejorado, permitiendo alzas en las cotizaciones.

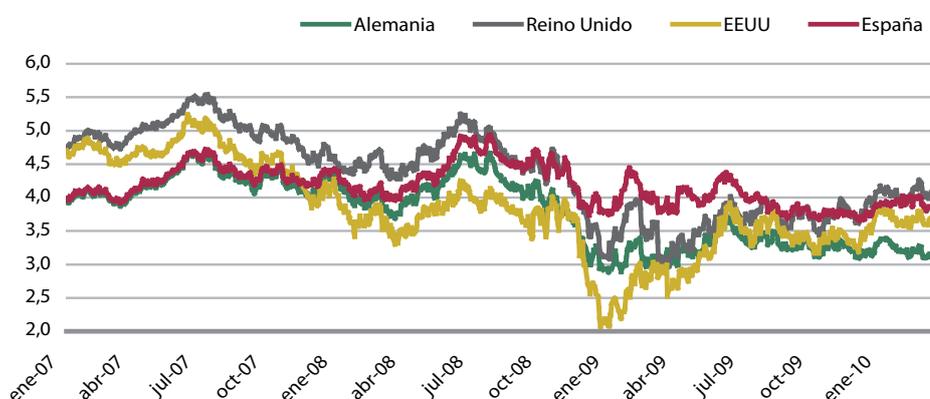
5 Datos hasta el 15 de marzo.

Los mercados de deuda pública muestran un comportamiento dispar en función de las variaciones de las perspectivas económicas, su papel de activo refugio y el deterioro de las finanzas públicas.

Por su parte, los mercados de renta fija pública y privada están mostrando un comportamiento dispar a lo largo de los últimos meses, como consecuencia de varios factores que se exponen a continuación. En el ámbito de la deuda pública, las rentabilidades de los bonos a largo plazo de las economías desarrolladas mostraron, en términos generales, una tendencia alcista a lo largo del último trimestre de 2009, en línea con la mejoría de las perspectivas macroeconómicas. Desde comienzos de año, se observa una tendencia a la baja en dichas rentabilidades en EE.UU. y en Alemania, muy posiblemente asociada a un nuevo proceso de “huida hacia la calidad” propiciado por los elementos de incertidumbre ya comentados, que se han traducido en compras elevadas de los bonos públicos con mayor percepción de solvencia y liquidez. En otras economías europeas, el incremento de las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de sus economías ha dado lugar a repuntes en las rentabilidades de los bonos de referencia (véase gráfico 2).

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)

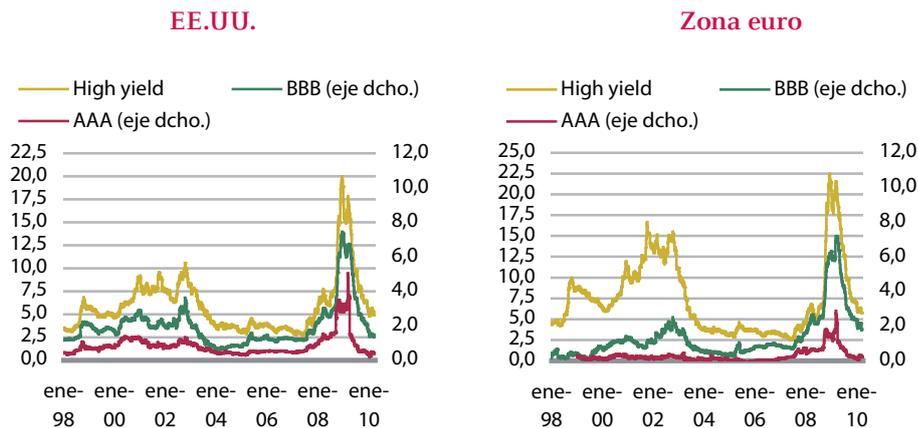
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

Los mercados de renta fija privada mantienen una tendencia de normalización en sus condiciones de financiación.

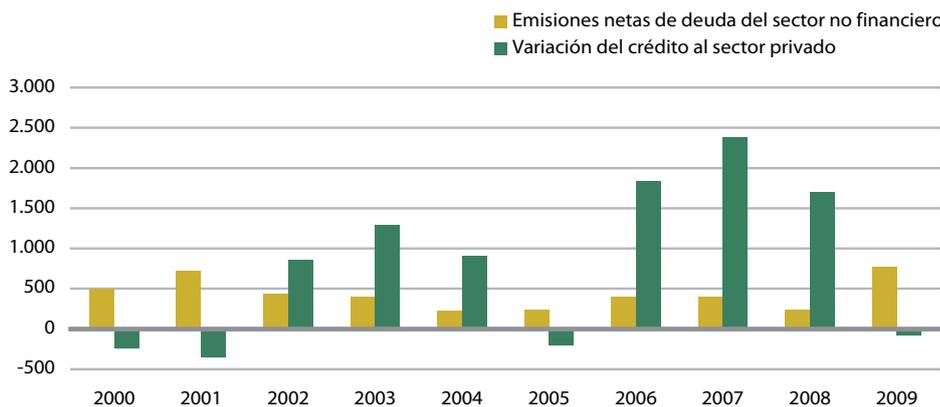
En el ámbito de la deuda privada, tanto los indicadores de precio como los de volumen confirman que continúa la normalización de estos mercados. Respecto a los precios, el descenso de las primas de riesgo de las sociedades emisoras en EE.UU. y Europa a lo largo de 2009 ha sido considerable. De hecho, los niveles actuales de las primas de riesgo son, en muchos casos, similares a los observados en tiempos de mayor estabilidad macroeconómica y financiera (véase gráfico 3), incluso a pesar de un cierto repunte en los mismos en las últimas semanas. Por lo que respecta a los volúmenes, el importe de las emisiones netas de renta fija en los mercados internacionales aumentó hasta los 6,3 billones de dólares en 2009, lo que supone un aumento de 3,3 billones de dólares respecto a la cifra de 2008 y de 1,6 billones respecto a la cifra de 2007. Este aumento supone una clara ruptura respecto al patrón observado en los dos ejercicios precedentes, cuando las emisiones de renta fija descendieron un 8% en 2007 y un 35% en 2008 (véase recuadro 4 para mayor detalle). Así, la reducción del coste de las emisiones, junto con el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, estaría propiciando una variación en la composición de la financiación de estas entidades a favor de la deuda y en detrimento del crédito bancario (véase gráfico 4).



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

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

Financiación del sector privado no financiero (miles de millones de dólares)

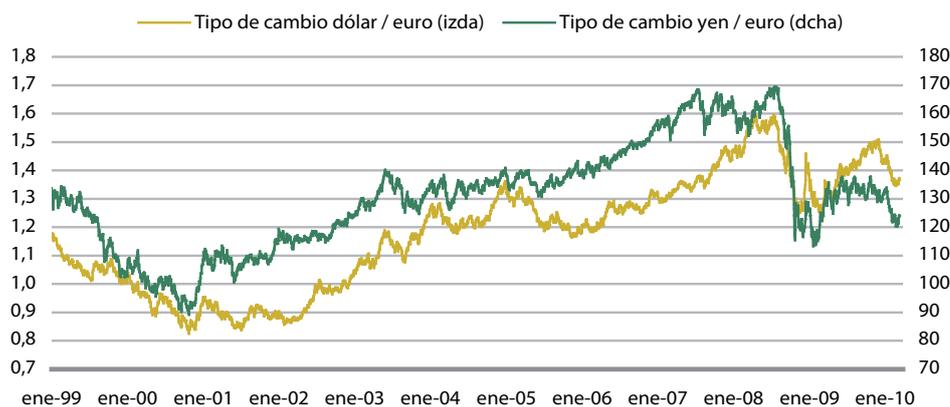


Fuente: Dealogic y Thomson Datastream. Para obtener la serie de crédito se han agregado las series de crédito a sociedades no financieras en la zona euro y el Reino Unido y de crédito al sector residente en EE.UU. y Japón.

En los mercados de cambios, tras un prolongado periodo de fuerte depreciación del dólar respecto al euro, en el que se pasó desde valores cercanos a 1,25 dólares por euro en marzo de 2009 hasta valores superiores a 1,50 dólares por euro en diciembre, la tendencia se ha invertido en las últimas semanas como consecuencia de la relativa fortaleza de la economía estadounidense respecto a la europea y de las dudas que se han generado sobre las finanzas públicas en algunos países de la zona euro. Como consecuencia de todo ello, el euro se ha depreciado respecto al dólar hasta valores cercanos a 1,37 dólares por euro⁶ y respecto al yen (desde valores cercanos a 133 yenes por euro a finales de 2009 hasta los 124 yenes por euro de mediados de marzo de 2010).

El euro viene depreciándose frente al dólar desde diciembre, debido a la mayor fortaleza relativa de la economía estadounidense y a las dudas sobre las finanzas públicas europeas.

6 Los mínimos se observaron a finales de febrero cuando el tipo de cambio llegó a 1,35 dólares por euro.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

Recuadro 1: Prácticas de remuneración en el sector financiero: iniciativas recientes

De acuerdo con la petición del G20, el Financial Stability Forum (FSF) publicó en abril de 2009 una lista de principios sobre prácticas de compensación (*Principles for Sound Compensation Practices*), dirigida a instituciones financieras relevantes en términos de riesgo sistémico, pero también aplicable a empresas grandes con elevado potencial sistémico. El objetivo básico era promover una gestión prudente del riesgo de las entidades financieras, orientada hacia el crecimiento y la estabilidad a largo plazo, en contraste con la visión cortoplacista alimentada por las prácticas de remuneración vigentes antes de la crisis.

Los principios del FSF se articulan en torno a tres ejes principales. El primero es la eficacia del gobierno corporativo en el control de los sistemas de compensación, recomendándose que su diseño y funcionamiento sean supervisados por el Consejo de Administración. El segundo se refiere al necesario alineamiento de estos sistemas respecto a los objetivos de una gestión prudente del riesgo. En particular, se recomienda que la política de remuneraciones tenga en cuenta todos los tipos de riesgo que el empleado toma en nombre de la empresa y que la remuneración variable sea sensible al horizonte temporal de los mismos. El tercer eje tiene que ver con la transparencia de las prácticas de compensación y el papel del supervisor. La primera es imprescindible para que todas las partes interesadas en la entidad puedan evaluar la calidad de la estrategia frente al riesgo asumida por ésta. Por su parte, el supervisor debería revisar las prácticas de compensación en el contexto de su evaluación del riesgo asumido por la entidad.

En septiembre de 2009, el Financial Stability Board (FSB), sucesor del FSF, publicó una relación de estándares de implantación de sus principios sobre prácticas de compensación, en la que se incluyen directrices específicas sobre reformas del gobierno corporativo, estándares globales de estructuras salariales, transparencia y papel de los supervisores. Asimismo, el FSB requirió a los tres grandes foros internacionales de supervisores del sector financiero que emprendiesen todas las medidas necesarias para apoyar la implantación de sus estándares. Esta solicitud se ha traducido en diversas iniciativas.

En el ámbito bancario, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha establecido una red de supervisores (*Network of Senior Supervisors*) para intercambiar experiencias en esta materia y ha elaborado una metodología de evaluación para que sirva de guía a los supervisores en la revisión de las prácticas de compensación de las entidades financieras. Por su parte, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) está desarrollando actualmente estándares de supervisión en la materia basados en los principios del FSB. Finalmente, en el ámbito de los valores, IOSCO se ha centrado en los aspectos relacionados con la transparencia de las prácticas de compensación en las empresas cotizadas, analizando en qué medida pueden incorporarse los principios del FSB a su propio catálogo de principios en la materia (*Principles for Periodic Disclosure for Listed Entities*).

El FSB ha puesto recientemente en marcha un proceso de revisión entre miembros (*peer review*) para analizar la implantación de sus principios y estándares, que se centrará en las acciones planeadas o llevadas ya a cabo por las distintas jurisdicciones, así como en las medidas tomadas por parte de instituciones financieras relevantes en términos de riesgo sistémico. Se espera que la revisión esté terminada a finales de marzo de 2010.

En cuanto a las iniciativas adoptadas a escala nacional o regional, en Estados Unidos se presentó en el Senado, a principios de 2010, una nueva propuesta normativa (*Restoring American Financial Stability*) en la que se contemplan importantes medidas para disciplinar la remuneración de los ejecutivos. Entre estas medidas cabe destacar, especialmente, tres: (i) el derecho de los accionistas a votar de forma no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos (*say on pay*), (ii) la independencia de la comisión de remuneración y (iii) la exigencia a las empresas cotizadas de que establezcan políticas para que los ejecutivos devuelvan su remuneración cuando los estados financieros no cumplan los estándares contables.

En la Unión Europea, el Informe Larosière, publicado en febrero de 2009, ya hacía referencia a las políticas de compensación, recomendando que las bonificaciones (*bonuses*) en el sector financiero se calcularan en un marco plurianual y reflejasen los resultados actuales, sin estar garantizados de antemano. En abril de 2009, la Comisión Europea adoptó dos catálogos de recomendaciones sobre políticas de compensación. El primero, que iba dirigido a las instituciones financieras y recogía, en esencia, los principios aprobados por el FSF, fue seguido de una propuesta legislativa para su incorporación a la nueva directiva sobre requisitos de capital, actualmente en tramitación. El segundo proporcionaba directrices sobre la estructura y la determinación de la remuneración de los administradores de las compañías cotizadas, con cuatro recomendaciones destacadas: (i) limitación de las indemnizaciones en caso de despido (*golden parachutes*), (ii) equilibrio entre los componentes fijos y variables de la remuneración, vinculando los segundos, de forma contrastable, a objetivos de gestión, (iii) enfoque de sostenibilidad en el diseño de los incentivos y (iv) devolución del componente variable en caso de información engañosa.

En España, la CNMV puso a consulta pública, en diciembre de 2009, una propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo, con objeto de adoptar las recomendaciones de la Comisión Europea de 30 de abril de 2009 en materia de remuneraciones de los administradores de sociedades cotizadas. En este sentido, se prevé que la actualización del Código Unificado de Buen Gobierno se apruebe en el tercer trimestre de 2010 y sea efectiva en los informes de gobierno corporativo de las empresas cotizadas correspondientes al ejercicio 2010.

Por otra parte, la futura Ley de Economía Sostenible (LES), cuyo Proyecto fue aprobado por el Consejo de Ministros el 19 de marzo de 2010, elevará a rango de ley, siguiendo recomendaciones de la CNMV, determinadas disposiciones sobre políticas de compensación con el fin de que sean de obligado cumplimiento para las sociedades cotizadas. Así, la LES, de acuerdo al proyecto aprobado, incrementará la transparencia sobre la remuneración de consejeros y primeros ejecutivos y, en general, de las políticas de retribuciones en las empresas cotizadas. En particular, la nueva ley exigirá que se difunda y se someta a votación en la junta general de accionistas, con carácter consultivo, un informe anual sobre la aplicación de la política de remuneraciones, en el que se incluirá un desglose individual de las asignadas a consejeros y primeros ejecutivos.

Asimismo, la LES requerirá que las entidades de crédito incrementen la transparencia sobre prácticas de remuneración respecto a los empleados cuyas actividades profesionales puedan tener impacto en sus perfiles de riesgo. En este ámbito, el Banco de España ya había requerido a las entidades de crédito que adoptaran los principios del FSF antes del 31 de diciembre de 2009.

Por último, cabe destacar que algunos países han considerado la implantación, por lo menos de forma transitoria, de una carga fiscal sobre primas de importe elevado, distribuidas en un contexto de fuertes ayudas públicas a las entidades financieras. En particular, el Reino Unido adoptó en diciembre una medida de este tipo que se mantendrá hasta el mes de abril. Francia se ha mostrado receptiva a una medida de esta índole, mientras que España y Alemania la han rechazado.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB español continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2009 (-0,1%), aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. En el conjunto del año 2009, el PIB retrocedió un 3,6%...

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2009 revelaron que el PIB español descendió un 0,1% en términos trimestrales (frente a un descenso del 0,3% en el tercer trimestre) y un 3,1% en términos anuales (descenso del -4,0% en el tercer trimestre), dejando así la caída del PIB en el conjunto de 2009 en el 3,6%. Con este dato, el PIB acumula siete trimestres consecutivos de descensos, si bien se observa que desde el segundo trimestre de 2009 el ritmo de descenso del PIB es cada vez menos pronunciado. Además, un análisis detallado de la composición del crecimiento revela que éste fue equilibrándose a lo largo del año, puesto que la aportación negativa de la demanda nacional al crecimiento agregado se redujo desde -6,6 puntos en el tercer trimestre del año hasta -5,3 puntos en el cuarto trimestre, mientras que la demanda externa atenuó cuatro décimas su contribución al PIB trimestral (de 2,6 a 2,2 puntos en el mismo intervalo).

...con una composición entre demanda nacional y demanda exterior que tiende a ser más equilibrada.

Desde el punto de vista de la demanda, cabe destacar la recuperación del consumo de los hogares en el cuarto trimestre de 2009, cuya variación trimestral fue positiva por primera vez en dos años (0,3%), la caída trimestral del consumo público (-1,7%) y el menor descenso trimestral de la formación bruta de capital (del -2,4% en el tercer trimestre al -1,0% en el cuarto trimestre), que tuvo su origen en la aceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo (del 1,8% al 3,1%) y en la reducción de la caída de la inversión en construcción (del -2,6% al -2,2%). Las exportaciones intensificaron su crecimiento trimestral desde el 2,1% en el tercer trimestre hasta el 3,0% en el cuarto trimestre y las importaciones desde el 1,7% hasta el 2,1% en sendos trimestres. En el conjunto del año, el consumo de los hogares cayó un 5%, la formación bruta de capital fijo un 15,3% (-23,1% en bienes de equipo y -11,2% en

construcción), las exportaciones de bienes y servicios descendieron un 11,5% y las importaciones un 17,9%. Únicamente creció el consumo público, un 3,8%.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2006	2007	2008	2009	Comisión Europea*	
					2010P	2011P
PIB	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,6 (+0,2)	1,0
Consumo privado	3,8	3,7	-0,6	-5,0	-0,5 (+0,6)	0,9
Consumo público	4,6	5,5	5,5	3,8	1,7 (-3,0)	2,2
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,2	4,6	-4,4	-15,3	-8,4 (-0,4)	-1,3
Bienes de equipo	9,9	9,0	-1,8	-23,1	-6,0 (+3,6)	2,2
Exportaciones	6,7	6,6	-1,0	-11,5	1,3 (+1,2)	3,3
Importaciones	10,2	8,0	-4,9	-17,9	-2,7 (-0,3)	2,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,4	-0,9	1,4	2,8	1,0 (+0,3)	0,3
Empleo	3,2	2,9	-0,6	-6,7	-2,3 (+0,4)	-0,4
Tasa de paro¹	8,5	8,3	11,4	18,1	20,0 (-0,5)	20,5
IPC armonizado	3,6	2,8	4,1	-0,3	1,1 (+0,3)	2,0
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-9,0	-10,0	-9,6	-5,1	-4,6 (+1,7)	-4,2
Saldo AAPP (% PIB)	2,0	2,2	-4,1	-11,4	-10,1 (-0,3)	-9,3

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

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en otoño de 2009 (respecto a primavera de 2009), salvo las de PIB e inflación para 2010, publicadas en febrero de 2010 (respecto a otoño de 2009).

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar el crecimiento trimestral del producto de las ramas industriales (que pasó del -1,7% en el tercer trimestre al 0,5% en el cuarto trimestre) y la relativa estabilidad del valor añadido de los servicios (que pasó del 0,1% al 0,0% en los mismos trimestres). El descenso trimestral del valor añadido ligado a la construcción se mantuvo en el 1,2% en los dos últimos trimestres de 2009. En el conjunto del año, el PIB cayó un 14,7% en la industria, un 6,3% en la construcción y un 1,0% en los servicios.

La variación anual del IPC, que mantuvo una tendencia ascendente desde septiembre de 2009 (-1,0%) hasta enero de 2010 (1,0%), retrocedió ligeramente en febrero hasta el 0,8%. El incremento de la inflación hasta enero de este año tuvo su origen en los componentes más volátiles del índice, especialmente el energético, ya que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable, en tasas que han oscilado entre el 0,1% y el 0,3%. Es previsible que la inflación se mantenga en niveles relativamente reducidos a lo largo de 2010 como consecuencia de la escasa presión que la demanda hará sobre los precios, si bien el incremento previsto del IVA a partir del mes de julio y el posible repunte de las materias primas (especialmente energéticas) pueden propiciar una cierta tendencia al alza en el índice. El diferencial de inflación con la zona euro, que se tornó negativo en diciembre de 2008 y alcanzó un mínimo en mayo de 2009 del -0,9 p.p., se fue cerrando progresivamente en la segunda mitad de 2009. En lo que va de 2010, este diferencial ha oscilado en torno a cero.

Los datos del mercado de trabajo correspondientes al cuarto trimestre del año indican que prosigue su deterioro, aunque a un ritmo algo menor. Así, los datos de la EPA revelan que el número de empleados cayó un 6,1% en 2009 con respecto al año anterior (1.210.000 empleos menos, hasta los 18.646.000) y que el número de desempleados aumentó cerca de un 35% durante ese año (1.118.000 desempleados más, hasta los 4.326.000). La tasa de paro aumentó nueve décimas respecto al trimestre

Por el lado de la oferta, el ajuste de la actividad en 2009 fue más intenso en la industria y en la construcción.

La tasa anual de inflación, que creció entre septiembre de 2009 y enero de 2010 por los componentes más volátiles, registró un leve descenso en febrero. Las perspectivas indican que el crecimiento de los precios seguirá siendo relativamente reducido por la escasa presión de la demanda.

Prosigue el deterioro del mercado de trabajo aunque a un ritmo menor. La tasa de paro quedó a finales de 2009 en el 18,8% de la población activa.

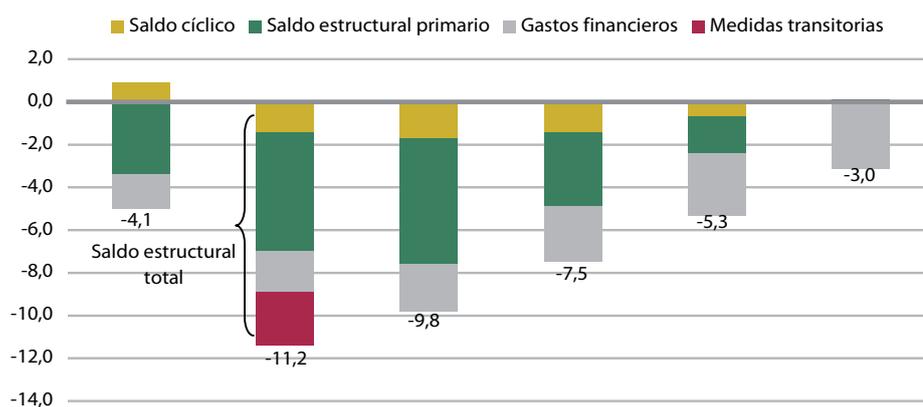
anterior, hasta el 18,8% de la población activa. Esta última experimentó un ligero descenso del 0,4% en el conjunto del año. Los datos preliminares de enero de 2010, correspondientes al paro registrado y al número de afiliados a la Seguridad Social, apuntan en la misma dirección.

El déficit público se incrementó desde el 4,1% del PIB en 2008 hasta el 11,2% en 2009, por la conjunción del deterioro de la actividad económica, de las medidas expansivas extraordinarias y del aumento de componente estructural.

Los datos más recientes relativos a las finanzas públicas nacionales revelan que el déficit público de 2009 alcanzó el 11,2% del PIB, frente al 4,1% de 2008. La descomposición del déficit estimada por el Ministerio de Economía y Hacienda para estos dos ejercicios (véase gráfico 6) revela que de los 7,3 p.p. de incremento en el déficit entre los dos ejercicios, 2,5 puntos habrían tenido origen en las medidas transitorias para combatir la crisis, 2,3 puntos se deberían al empeoramiento cíclico de la actividad económica, 2,2 puntos a descensos de ingresos o aumentos de gastos de carácter estructural, y 0,3 puntos al aumento de los gastos financieros. Se estima que las medidas transitorias adoptadas por el Gobierno⁷ habrían tenido una contribución al crecimiento del PIB de 2009 de 1,5 puntos. El Programa de Estabilidad presentado para el periodo 2009-2013 prevé una moderación gradual del déficit público en este periodo desde el 11,4% del PIB en 2009 hasta el 3,0% del PIB en 2013. Por su parte, el nivel de deuda pública seguiría incrementándose desde el 55,2% del PIB en 2009 hasta el 74,3% en 2012 y el 74,1% en 2013.

Saldo fiscal de la economía española (% PIB)

GRÁFICO 6



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda. Programa de Estabilidad 2009-2013.

El Programa de Estabilidad prevé un descenso gradual del déficit hasta el 3% del PIB en 2013 y un aumento de la deuda pública hasta el año 2012 (74,3% del PIB).

El descenso del déficit entre 2009 y 2013, superior a 8 p.p. del PIB, se produciría en un marco de recuperación del crecimiento, consistente con la eliminación del saldo cíclico negativo, la retirada de las medidas transitorias y, fundamentalmente, con el importante ajuste previsto en el saldo estructural, que a finales de 2009 se cifraba en el 5,7% del PIB de ese año. Esta moderación en el componente estructural del déficit se obtendría mediante la aplicación de las medidas de consolidación que se detallan en el cuadro 4.

7 Éstas se pueden dividir en tres grandes tipos de medidas: 1) fondos extraordinarios (1,1% PIB), fundamentalmente el Fondo estatal de inversión local y el Fondo de estímulo de la economía y el empleo, 2) medidas tributarias de apoyo a la liquidez (0,7% del PIB) y 3) aplazamientos extraordinarios de obligaciones tributarias (0,7% del PIB).

	Medidas	Ingresos	Gastos
Presupuestos 2010	Aumento del IVA	+0,7	
	Aumento de los impuestos especiales	+0,3	
	Supresión de 400€ en IRPF	+0,4	
	Aumento de la fiscalidad del ahorro	+0,1	
	Reducción I. sociedades en pequeñas empresas	-0,1	
	Recorte del gasto corriente		-0,8
Nuevas medidas	Recorte adicional del gasto de 2010		-0,5
	Plan de Austeridad de la Adm. Central 2011-2013		-2,6
	Recorte de gasto de las adm. regionales y locales		-0,5
Total ingresos		+1,4	
Total gastos			-4,4

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Las previsiones más recientes de los principales organismos internacionales sobre la economía española han sido revisadas ligeramente al alza, pero mantienen el crecimiento del PIB en terreno negativo en 2010 (podría oscilar entre el -0,3% y el -0,6%⁸) y auguran una ligera recuperación en 2011, en el entorno del 1%. La tasa de paro permanecería en torno al 20% de la población activa en ambos ejercicios, no atisbándose una recuperación clara del empleo hasta 2011.

En cuanto al entorno financiero de la economía española, cabe resaltar que las entidades de depósito continúan operando en un entorno de gran complejidad, asociado, fundamentalmente, a la debilidad de la actividad económica, que se traduce en caídas en el volumen de negocio, y al deterioro de los activos crediticios. Ambos factores continúan incidiendo negativamente sobre los resultados de estas entidades.

De hecho, la cuenta de resultados de las entidades de crédito en el conjunto de 2009 arrojó un resultado neto de 12.956 millones de euros, un 29,7% menos que en el mismo periodo de 2008. Tanto el margen de intereses como el margen bruto fueron mayores a los observados en 2008 (un 22,4% y un 1,7%, respectivamente). Sin embargo, el notable crecimiento de las pérdidas por deterioro de activos financieros (4.300 millones de euros superiores a las de 2008) y por otros activos (cerca de 6.550 millones de euros superiores a las de 2008) estuvieron detrás del descenso del resultado agregado total.

La tasa de variación interanual del crédito (saldo vivo) agregado a empresas y familias en España descendió nuevamente en enero hasta el -0,9%, desde el -0,5% de diciembre de 2009 y el 6,1% de diciembre de 2008. En la zona euro, la caída del saldo vivo del crédito a empresas y familias fue ligeramente mayor (-1,3% en enero, frente al -0,6% de diciembre de 2009 y el 5,8% de diciembre de 2008), aunque se observan diferencias relevantes atendiendo a sus componentes. En la zona euro, el crédito empresarial viene moderando su crecimiento con mayor intensidad que en España desde abril de 2009. En enero su descenso anual fue del 3,8%, frente al recorte del 1,1% en España. Por el contrario, el crédito a familias tanto para la adquisición de viviendas como para consumo muestra un mejor comportamiento relativo en la zona euro. El crédito para adquisición de vivienda, cuya variación oscila en torno a cero en España desde septiembre de 2009, viene mostrando una cierta tendencia al alza en la zona euro, desde el mínimo del -0,3% de septiembre de 2009 hasta el 1,8% de enero.

Las previsiones del FMI y la OCDE pronostican un cierto descenso de la actividad para la economía española en 2010 y una ligera recuperación en 2011.

Las entidades de depósito nacionales continúan operando en un entorno complejo...

... en el que el deterioro de la actividad económica continúa asociado a una caída del negocio y al deterioro de los activos.

La variación del saldo vivo de crédito a empresas y familias continúa descendiendo (-0,9% interanual en enero), a un ritmo ligeramente menor que en la zona euro (-1,3%).

8 Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Por su parte, el crédito para consumo mantiene una variación anual cercana a cero desde hace varios meses en la zona euro, mientras que en España el descenso anual de este tipo de crédito oscila entre el -2,6% y el -3,1% desde mediados de 2009.

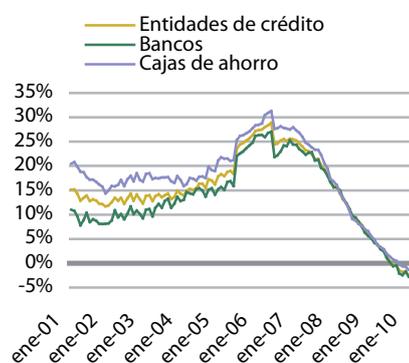
La tasa de morosidad de las entidades continúa creciendo (5,3% en enero), aunque su ritmo de avance se ha atenuado.

En este marco de complejidad descrito anteriormente, la tasa de morosidad de las entidades financieras españolas mantuvo en enero de 2010 la tendencia creciente que inició hace tres ejercicios, pero con un ritmo de aumento algo menos intenso (véase gráfico 7). Así, en dicho mes, la morosidad de las entidades de crédito españolas quedó en el 5,3% (5,2% en los bancos y 5,3% en las cajas de ahorro), frente al 3,9% del mismo mes de 2009, el 1,0% de 2008 y el 0,8% de 2007. El grueso del aumento de la morosidad en el último año está asociado a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, que muestran un perfil cíclico más acusado⁹.

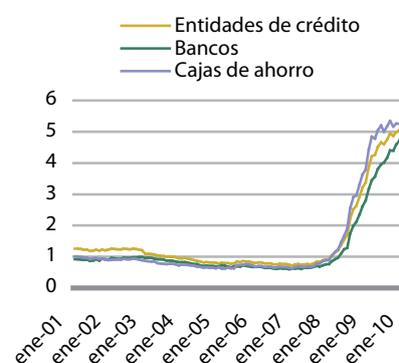
Entidades de depósito: evolución del crédito y la morosidad

GRÁFICO 7

Crédito a OSR¹ (% var. anual)



Morosidad (% del crédito a OSR)



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero.

1 Otros sectores residentes.

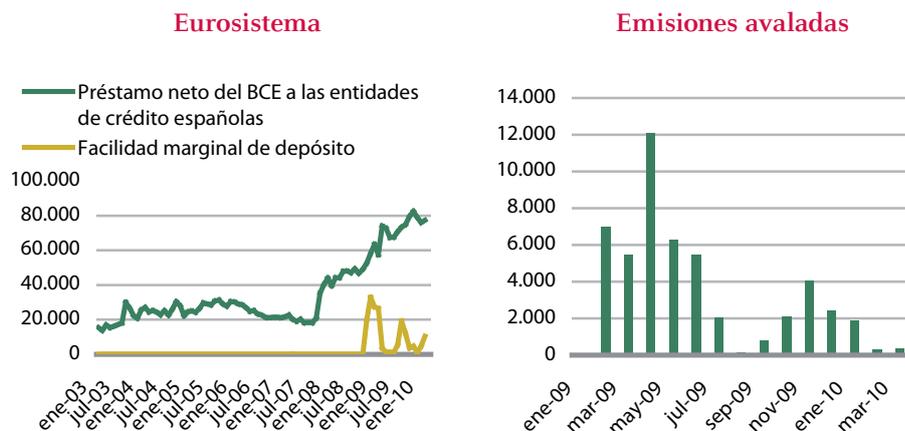
La financiación de las entidades depósito en 2009 fue relativamente confortable como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales y por el BCE...

Las condiciones de financiación de las entidades financieras a lo largo de 2009 fueron relativamente cómodas, como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales, fundamentalmente a través de la emisión de bonos avalados por el Estado, y por el BCE, a través de las medidas extraordinarias de liquidez adoptadas desde el inicio de la crisis y, más recientemente, a través de las compras de bonos garantizados (*covered bonds*). Así, el volumen de emisiones de bonos avalados ascendió a 48 mil millones de euros en 2009, mientras que el recurso de las entidades a la financiación del Eurosistema se ha mantenido relativamente estable, situándose desde agosto del pasado año en niveles que oscilan entre los 75.000 y los 82.500 millones de euros (véase gráfico 8). La evolución de las emisiones de otros instrumentos financieros revela que los mercados de titulización permanecieron cerrados, mientras que el deseo de reforzar el capital de las entidades se tradujo en un incremento sustancial de las emisiones de participaciones preferentes y, más recientemente, de bonos convertibles. La mejora de las condiciones de acceso a los mercados de financiación mayorista a lo largo de 2009 permitió una ligera recupera-

⁹ La tasa de morosidad ligada a la construcción y a actividades inmobiliarias era de un 9,6% en diciembre de 2009, frente a una ratio total para el conjunto de actividades productivas del 6,2% en la misma fecha.

ción de las emisiones de bonos sin aval, particularmente para las entidades de mayor tamaño.

Financiación de las entidades de crédito españolas (millones de euros) GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España y CNMV. Los datos relacionados con el Eurosistema son hasta enero. Los datos de emisiones avaladas son hasta el 15 de marzo.

La solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas continuó mejorando en el primer semestre de 2009. En concreto, el coeficiente de solvencia total se situó en el 11,7% en junio de 2009, sensiblemente superior al 8% exigido por la normativa y 46 puntos básicos mayor que un año antes. Por su parte, el coeficiente de solvencia básico (ratio *tier 1*) alcanzó el 9% (frente a un nivel mínimo exigido del 4%) a mediados de 2009, 86 puntos básicos más que en 2008. La mejora de la solvencia en este periodo es extensible a un grupo elevado de entidades, tanto en referencia al coeficiente total como al básico, si bien la heterogeneidad en el nivel de ambas ratios entre entidades es muy elevada, debido a las diferentes estrategias de financiación y a la distinta capacidad financiera de las entidades.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas ascendió a 24.334 millones de euros en 2009, lo que supone un crecimiento del 14,7% respecto a la cifra de 2008. Como se observa en el cuadro 5, el incremento de los beneficios agregados de las sociedades cotizadas tuvo su origen exclusivamente en el mejor comportamiento relativo de las empresas relacionadas con la construcción y las inmobiliarias, que pasaron de obtener unas pérdidas agregadas superiores a los 7.100 millones de euros en 2008 a unos beneficios ligeramente superiores a los 1.150 millones de euros en 2009. No obstante, la debilidad de la actividad económica continúa incidiendo negativamente en la cuenta de resultados de las entidades, especialmente en aquellas relacionadas con la industria, cuyos beneficios conjuntos apenas superaron los 300 millones de euros en 2009 (frente a una cifra superior a los 900 en 2008), y con la energía, cuyos beneficios descendieron un 27% hasta quedar cerca de los 11.800 millones. Los beneficios de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios descendieron con menos intensidad, a una tasa del 3,6%, hasta los 11.000 millones de euros en 2009.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 9, panel a) revela que el número de entidades con pérdidas reducidas (entre -100 millones de euros y cero) aumentó entre 2008 y 2009 y que el número de entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros)

...en un marco de refuerzo de la solvencia de las entidades. Persiste, no obstante, un grado elevado de heterogeneidad en la situación patrimonial de las distintas entidades.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 14,7% en 2009, como consecuencia del mejor comportamiento relativo de las empresas constructoras y promotoras, que dejaron atrás el fuerte volumen de pérdidas de 2008.

El número de entidades con pérdidas reducidas aumentó en 2009, mientras que el número de entidades con beneficios reducidos disminuyó. Sin embargo, en 2009 se atenuó la moderación de los resultados.

disminuyó en dichos periodos. Cabe resaltar la caída del número de entidades con pérdidas sustanciales (mayores a los 500 millones de euros), que revela el mejor comportamiento relativo de las sociedades inmobiliarias. Además, para el conjunto de entidades que obtuvieron beneficios consecutivamente en los dos ejercicios, 2008 y 2009 (véase gráfico 9, panel b), se observa que se atenúa la moderación de los resultados.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 5

	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
Millones de euros	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Energía	26.899	29.043	18.174	18.385	16.118	11.797
Industria	3.309	2.797	1.828	1.274	912	303
Comercio y servicios	30.390	29.022	18.867	17.454	11.449	11.042
Construcción e inmobiliario	1.920	4.749	-1.101	1.634	-7.127	1.168
Ajustes	-439	-270	-251	-94	-137	+24
TOTAL AGREGADO	62.079	65.341	37.517	38.653	21.215	24.334

Fuente: CNMV.

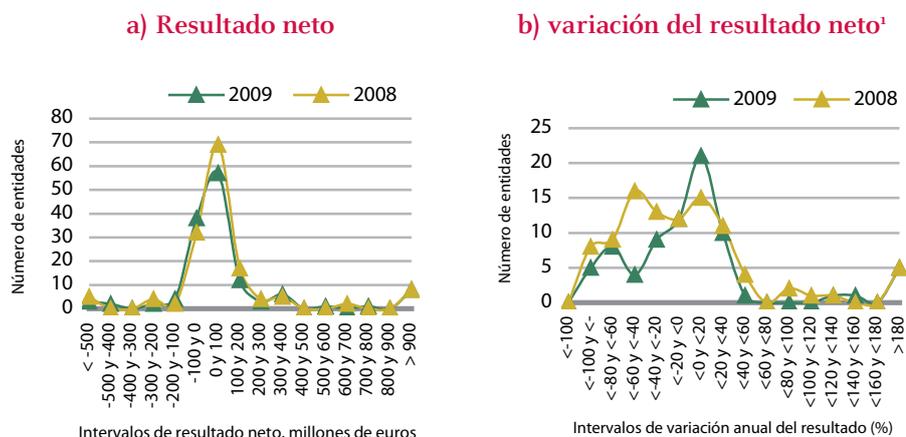
1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de:

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras creció un 4,6% en 2009 y la ratio de apalancamiento mostró un ligero repunte.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 323,7 mil millones de euros a finales de 2009, un 4,6% más que en el ejercicio anterior. Por sectores, se observa que este incremento tuvo su origen en el sector energético, cuya deuda creció casi 18.000 millones entre 2008 y 2009 como consecuencia, fundamentalmente, de la adquisición de Unión Fenosa por Gas Natural (véase cuadro 6). La deuda del resto de sectores retrocedió en términos interanuales, siendo particularmente elevado el descenso en el sector de la construcción e inmobiliarias (-12,7%) y en las empresas relacionadas con el comercio y los servicios (-6,3%). El cociente agregado que relaciona las deudas con el patrimonio neto, es decir, la ratio de

apalancamiento, mostró un leve incremento desde el 1,6 en 2008 hasta el 1,7 en 2009. Todos los sectores, salvo el de comercio y servicios, mostraron un ligero incremento en sus ratios de apalancamiento.

La ratio de cobertura de la deuda, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, aumentó desde 4,6 en 2008 hasta 5 en 2009 para el conjunto de sociedades cotizadas no financieras. Destaca en este último aspecto el descenso de la ratio de cobertura en las sociedades de la construcción e inmobiliarias, desde el 32 hasta el 22. Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades mejoraron levemente para el conjunto de las entidades (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,0 en 2008 hasta 2,4 en 2009) debido, por un lado, al menor retroceso de los resultados y, por el otro, al descenso de los tipos de interés. Las diferencias entre sectores relativas a este último indicador son notables, ya que éste mejoró para las sociedades del comercio y los servicios y para las de la construcción e inmobiliarias, mientras que empeoró en las empresas industriales y energéticas (véase cuadro 6).

La ratio de cobertura de la deuda aumentó en 2009, mientras que la carga financiera de las entidades cotizadas no financieras mejoró.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 6

Millones de euros		2005	2006	2007	2008	2009
Energía	Deudas	58.586	59.191	69.172	82.608	100.573
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,9	0,8	0,9	1,1
	Deudas/ EBITDA ¹	2,4	2,2	2,5	2,8	3,5
	EBIT ² / Carga financiera	4,0	4,7	4,1	3,7	3,4
Industria	Deudas	12.760	15.684	13.312	15.645	15.115
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,8	0,6	0,7	0,9
	Deudas/ EBITDA	2,1	2,1	1,8	2,7	5,4
	EBIT / Carga financiera	6,5	5,7	5,9	3,4	1,5
Construcción e inmobiliario	Deudas	48.324	111.000	138.933	119.788	104.593
	Deudas/ Patrimonio	2,2	3,1	3,1	3,8	4,1
	Deudas/ EBITDA	6,5	11,5	10,8	31,9	22,0
	EBIT / Carga financiera	2,8	2,0	1,2	0,0	0,3
Comercio y servicios	Deudas	55.710	91.522	96.941	112.322	105.289
	Deudas/ Patrimonio	1,7	2,5	1,7	2,1	1,8
	Deudas/ EBITDA	2,7	3,6	3,0	3,6	3,6
	EBIT / Carga financiera	3,4	2,4	3,2	2,9	3,4
Ajustes ³	Deudas	-7.942,0	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-1.907
TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	167.438	266.198	300.967	309.561	323.663
	Deudas/ Patrimonio	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7
	Deudas/ EBITDA	2,9	3,9	4,0	4,6	5,0
	EBIT / Carga financiera	3,8	3,3	3,0	2,0	2,4

Fuente: CNMV.

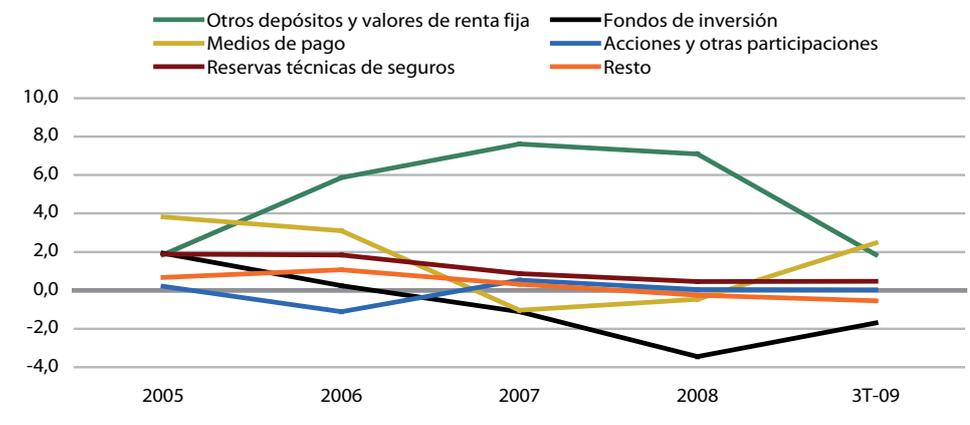
- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales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

Continúa el descenso del endeudamiento de los hogares y el aumento de su ahorro, que conllevó durante 2009 una recuperación de las inversiones en fondos de inversión en detrimento de los depósitos a plazo.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al tercer trimestre de 2009 mantienen las tendencias de trimestres anteriores, es decir, continúa el aumento de la tasa de ahorro (que superaba el 18% de la renta bruta disponible en dicho trimestre) y el descenso de la ratio de endeudamiento (hacia valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible). Por otro lado, sí parece haber un cierto cambio de tendencia en la riqueza de los hogares, que, tras los descensos de 2008 y la primera mitad de 2009, se ha estabilizado como consecuencia de los efectos contrapuestos procedentes, por un lado, de la revalorización de los activos financieros y, por el otro, del descenso del valor de los inmobiliarios. Con todo, la adquisición neta de activos financieros de los hogares aumentó hasta niveles cercanos al 3,5% del PIB en septiembre de 2009 (datos acumulados de cuatro trimestres), casi un punto porcentual más que en junio. Por tipos de instrumentos, se observó una recuperación sustancial de las inversiones efectuadas en fondos de inversión y, entre los medios más líquidos, una recomposición a favor de los medios de pago, en detrimento de los depósitos a plazo (véase gráfico 10).

Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 10



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

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T09	2T09	3T09	4T09 ⁸	1T09	2T09	3T09	4T09 ⁸
Rta. fija ¹	18.299,3	15.572,6	19.696,6	20.150,3	19.963,9	19.433,2	20.089,9	21.710,4
Rta. fija mixta ²	361,9	515	1.081,7	3.309,0	806,2	549,3	576,6	792,3
Rta. vble. mixta ³	71	156,3	541,5	366,6	493	284,4	554,2	264,9
Rta. vble. euro ⁴	362,1	489,3	589,2	743,2	751,4	515,9	455,6	734,9
Rta. vble. intercal. ⁵	390,8	598,4	775	1.165,3	506,3	592	457,5	609,5
Gar. rta. fija	3.180,60	3.783,2	2.544,8	2.246,8	3.587,1	3.300,3	4.046,6	4.070,5
Gar. rta. vble. ⁶	636,5	1.369,3	1.683,7	1.899,6	2.372,5	2.944,0	3.100,5	2.574,1
Fondos globales	600,6	971,5	389,4	792,9	1.538,5	588	141,6	280,5
De gestión pasiva ⁷		62,1	204,4	269,0		307,8	164,3	235,9
Retorno absoluto ⁷		567,8	1.256,4	2.221,5		627,3	924,6	1.672,1
IIC de IL	23,5	72,2	66,5		108,3	18,1	24,5	
IIC de IIC de IL	35,5	9,2	170,1		294,6	79,8	57,5	
TOTAL	23.961,8	24.166,9	28.999,2	33.164,3	30.421,8	29.240,1	30.593,5	32.945,1

Fuente: CNMV.

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

2.3 Perspectivas

Las previsiones de los principales organismos internacionales (FMI y OCDE) indican que el crecimiento mundial podría ser cercano al 4,0% en 2010 y algo superior en 2011, lo que confirmaría la senda de recuperación económica a escala internacional. De acuerdo a estas previsiones, el crecimiento de la economía mundial estaría liderado por las economías emergentes, y de manera singular, por las asiáticas, y el afianzamiento de la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas, especialmente en EE.UU. Sin embargo, en la medida en que un parte sustancial de la recuperación de la actividad mundial hasta la fecha ha tenido lugar gracias a las extraordinarias medidas de impulso adoptadas por las diversas autoridades¹⁰, existe una gran incertidumbre en torno a la intensidad y, sobre todo, a la sostenibilidad del crecimiento a medida que estas medidas vayan replegándose.

Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario macrofinanciero de referencia estarían asociados a posibles problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas en varias economías avanzadas, posibles deterioros adicionales en el mercado de trabajo, con el riesgo de incrementos en la tasa de paro estructural, persistencia de los

Las previsiones de los principales organismos internacionales pronostican un crecimiento notable en 2010 y 2011 liderado por las economías emergentes, aunque permanecen algunos riesgos relevantes...

...principalmente asociados a las finanzas públicas y al mercado de trabajo. El principal reto sigue estando asociado al diseño de la retirada de los planes de estímulo.

10 Para los países del G 20, el FMI (*World Economic Outlook*, octubre de 2009) estima que el efecto de los impulsos fiscales discrecionales sobre el crecimiento económico oscila entre 1,2 y 4,7 puntos porcentuales en 2009 y 0,1 y 1,0 puntos en 2010. El coste estimado de estas medidas discrecionales de estímulo fiscal alcanza el 2,0% del PIB en 2009 y el 1,5% del PIB en 2010 para estos países.

desequilibrios en la demanda global y, finalmente, posibles episodios puntuales de repunte en la inestabilidad de algunos mercados o instituciones financieras. En este marco frágil, el principal reto desde el punto de vista de la política económica estaría asociado a la retirada de los planes de estímulo extraordinarios y, de forma singular, al horizonte escogido para dicha retirada.

Las previsiones para la economía española son algo más pesimistas que para el resto de las economías desarrolladas.

Las previsiones que se manejan desde distintos organismos para la economía española son algo más pesimistas que para el conjunto de economías avanzadas. De hecho, de acuerdo con las últimas previsiones del FMI, de enero de 2010, España sería la única de entre las grandes economías desarrolladas que seguiría en recesión en 2010, en un marco caracterizado por un mercado laboral y unas finanzas públicas deterioradas que mejorarían progresivamente a partir de 2011. En este contexto, según el FMI, los principales riesgos que se perciben para la economía española estarían asociados a la posibilidad de que el mercado laboral se deteriore todavía con más intensidad, especialmente cuando algunas medidas adoptadas por el Gobierno dirigidas directamente a mitigar el aumento del desempleo empiecen a perder intensidad, como es el caso del Fondo Estatal de Inversión Local, que pasará de estar dotado con 8.000 millones de euros en 2009 a 5.000 millones en 2010. Otro riesgo relevante es el que se deriva del fuerte incremento del déficit público durante el ejercicio de 2009. Así, un crecimiento elevado y persistente de las necesidades de financiación del sector público podría llegar a tener efectos negativos sobre sus condiciones de financiación, con efectos negativos extensibles al sector privado. Finalmente, es preciso señalar la persistencia de ciertos riesgos en el sector financiero asociados con la posibilidad de un mayor deterioro de los activos vinculados al sector inmobiliario y con la incertidumbre en torno a la culminación del proceso de reestructuración del mismo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

En 2010, la mayoría de los mercados de renta variable han registrado pérdidas...

Desde comienzos de 2010¹¹, la mayoría de los mercados de renta variable nacionales han registrado pérdidas notables, a excepción de las plataformas de valores latinoamericanos. No obstante, la volatilidad permanece en niveles relativamente reducidos a pesar del repunte observado recientemente y del leve deterioro reciente en las condiciones de liquidez, que, por lo demás, son sustancialmente mejores que hace un año.

...como consecuencia de las dudas sobre las finanzas públicas europeas y la incertidumbre generada por algunos anuncios en materia regulatoria.

Así, el Ibex 35, que acumuló una revalorización cercana al 30% en el conjunto de 2009 (véase cuadro 2), ha comenzado 2010 registrando unas pérdidas del 8,2%, tras las dudas sobre las finanzas públicas europeas suscitadas por los graves problemas financieros del Estado griego, y la incertidumbre generada por varios anuncios del gobierno estadounidense acerca de algunas posibles medidas en materia fiscal y regulatoria que, de materializarse, podrían tener un elevado impacto sobre la banca de EE.UU. El Ibex 35, cuyo descenso se intensificó desde finales de enero, invirtió su tendencia en la primera quincena de marzo.

Los mercados nacionales de negociación para valores latinoamericanos (Latibex), que en 2009 registraron avances muy superiores al Ibex 35 (el índice FTSE Latibex

¹¹ Datos hasta el 15 de marzo.

All-Share prácticamente se duplicó durante el año pasado), han mantenido esta tendencia alcista desde inicios de año. Por su parte, las sociedades cotizadas de pequeña y mediana capitalización muestran ligeros retrocesos desde comienzos de 2010, del 2,7% y 0,6%, respectivamente, después de experimentar durante 2009 menores avances que el resto de índices de renta variable nacional (17,6% y 13,8%, respectivamente).

Como se aprecia en el cuadro 8, la mayoría de sectores ha experimentado caídas en lo que va de 2010, siendo las entidades financieras las que explican la mayor parte del descenso de las cotizaciones, seguidas por el sector de telecomunicaciones, las empresas relacionadas con la producción y el suministro de fuentes energéticas (petróleo, gas y *utilities*) y la construcción y materiales. También han sido notables las caídas durante este periodo en el sector de seguros. El sector inmobiliario registró un leve retroceso, que fue sensiblemente menor que los experimentados en los tres últimos años. En cuanto a los sectores que registran avances, los únicos reseñables pertenecen a aquellas entidades no bancarias que proporcionan servicios financieros y a las empresas del sector de bienes de consumo discrecional. En los gráficos 11 y 12 se observa la incidencia del sector financiero en la presión a la baja de las cotizaciones del Ibex 35 desde principios de 2010 y también la mayor corrección en aquellas empresas cuyo porcentaje de ingresos proviene mayoritariamente del exterior, lo que evidencia un comportamiento contrario al mostrado desde marzo de 2009 hasta finales de dicho año, motivado por el dinamismo de la actividad de las empresas cuya operativa exterior, principalmente en Latinoamérica, es mayor.

Los mercados nacionales para valores latinoamericanos y las sociedades cotizadas de menor tamaño mostraron un comportamiento más favorable.

La mayoría de sectores experimentó descensos en las cotizaciones, más intensos en las entidades financieras y en las sociedades de telecomunicaciones.

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

Índices	2006	2007	2008	2009	III-09 ¹	IV-09 ¹	I-10 (hasta 15 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-8,2	-8,2	43,5
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	20,9	1,0	-8,5	-8,5	41,3
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	11,7	-5,9	-0,6	-0,6	32,0
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	17,9	-11,2	-2,7	-2,7	24,8
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	15,6	14,6	5,4	5,4	75,7
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	12,4	17,6	4,2	4,2	77,4
Sectores²									
Petróleo y gas	18,3	1,8	-30,8	-20,1	10,6	-5,1	-6,7	-6,7	14,1
Químicas	-20,4	-58,4	-67,8	3,4	28,3	-15,8	0,8	0,8	23,2
Materiales básicos	69,3	-17,2	-45,4	23,1	19,1	-5,1	-3,4	-3,4	50,6
Construcción y mat. de construcción	61,6	-12,0	-51,0	25,5	12,0	-5,4	-6,5	-6,5	28,5
Bienes industriales y servicios	28,4	6,9	-41,9	29,3	17,5	0,6	-2,1	-2,1	39,3
Salud	40,7	19,2	-45,0	17,7	4,6	-7,9	0,2	0,2	24,0
Utilities	42,0	18,5	-31,0	-7,8	16,4	2,1	-6,0	-6,0	14,2
Bancos	27,6	-4,5	-47,9	46,3	26,7	1,3	-11,9	-11,9	75,8
Seguros	44,7	-13,3	-25,0	19,8	31,2	-4,3	-5,4	-5,4	72,1
Inmobiliaria	100,4	-42,6	-58,6	-43,8	33,3	-25,8	-0,5	-0,5	-22,9
Servicios financieros	91,1	-35,6	-44,3	20,8	9,8	-7,3	6,8	6,8	57,1
Telecomunic. y medios de comunic.	29,4	26,3	-31,4	23,5	17,1	3,2	-8,8	-8,8	19,7
Consumo discrecional	21,2	-7,7	-39,2	37,0	18,8	7,3	4,8	4,8	77,4
Consumo básico	12,9	6,9	-22,5	-8,4	12,0	-0,8	0,8	0,8	18,0

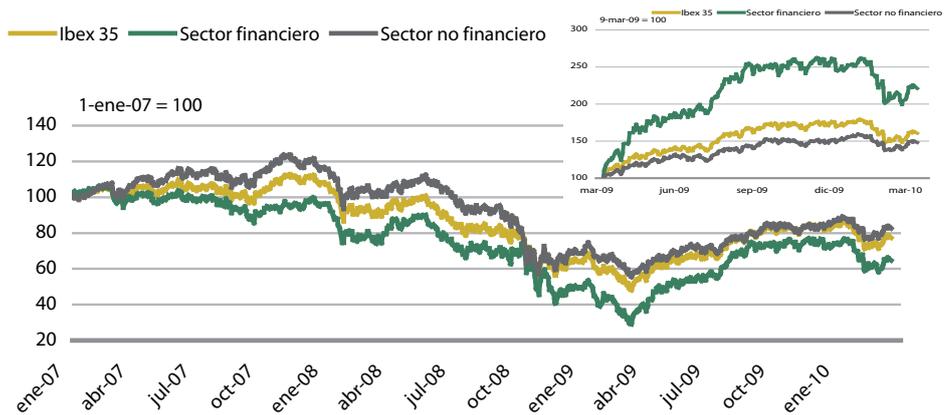
Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

Desglose del Ibex 35: sector financiero y no financiero¹

GRÁFICO 11



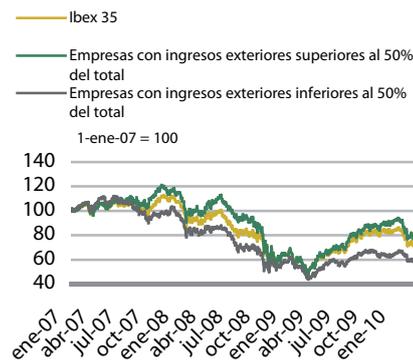
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

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

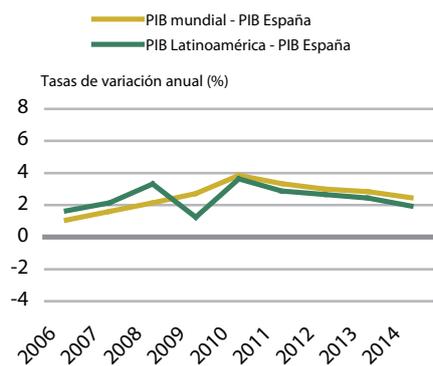
Cotización de las empresas del Ibex 35 más y menos internacionalizadas¹

GRÁFICO 12

Frente al resto del mundo



Diferencias en las expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y FMI. Datos hasta el 15 de marzo para el gráfico izquierdo. El FMI ha revisado en enero las previsiones de crecimiento para este año y 2011, pero no ha hecho públicas las revisiones de los años 2012-2014, por lo que se consideran las previsiones realizadas en octubre de 2009 para el periodo completo (2009-2014).

1 En el gráfico izquierdo, las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2008. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2008.

Recuadro 2: Propuesta de régimen de transparencia sobre posiciones cortas en la UE

El Comité de Supervisores Europeos (CESR) hizo público el pasado 2 de marzo de 2010 un acuerdo paneuropeo para la adopción de un nuevo modelo de comunicación de posiciones cortas para las distintas jurisdicciones europeas.

El modelo se ha remitido a la Comisión Europea para la elaboración de una norma comunitaria de derecho derivado que lo avale jurídicamente, preferentemente a través de una nueva directiva o, alternativamente, mediante una modificación de la Directiva de Transparencia. Hasta entonces, las diferentes jurisdicciones que cuenten con habilitación, a través de los ajustes normativos necesarios en su ordenamiento jurídico nacional, iniciarán los procesos de implementación del nuevo régimen de transparencia. Aquellas jurisdicciones que no cuenten con habilitación tratarán, en la medida de lo posible, de adoptar el modelo cuanto antes, a la espera del desarrollo de la norma comunitaria.

El acuerdo se ha adoptado tras sopesar las ventajas e inconvenientes de la venta en corto y poner de manifiesto la necesidad de establecer un régimen de transparencia común. Las ventas en corto, por un lado, facilitan la liquidez en los mercados, sirven para mitigar posibles sobrevaloraciones de activos (burbujas) y ayudan a realizar una gestión de riesgo más eficiente, al poder utilizarse como herramienta de cobertura. No obstante, también existe un consenso generalizado sobre el impacto negativo que, en ocasiones, un abuso de las ventas en corto representa tanto para la estabilidad financiera como para el funcionamiento ordenado del mercado. Especial atención merece, por sus características fiduciarias y por el efecto propagador de riesgo sistémico, el sector financiero, donde la imagen de solvencia de las entidades está altamente correlacionada con la cotización de sus valores.

El nuevo modelo se basa en la comunicación al supervisor de las posiciones cortas de todos los valores admitidos a negociación en los mercados regulados o en los sistemas multilaterales de negociación del área económica europea. Aquellas posiciones cortas que igualen o superen el 0,2% del capital social de la compañía objeto de dichas posiciones deberán comunicarse al regulador, pero no se harán públicas al mercado. Las posiciones cortas que igualen o superen el 0,5% del capital social deberán comunicarse al regulador y al mercado. El incremento mínimo de posición que debe ser comunicado, en ambos casos, es el equivalente al 0,1% del capital social. La fecha límite de comunicación es la del día siguiente a la fecha en la que se supera el límite establecido (D+1, siendo D el día en el que se supera el límite).

El contenido de la comunicación debe recoger la identidad del inversor, el emisor sobre el cual se tenga la posición corta, el tamaño de la posición y la fecha desde la que se tiene o deja de tener la posición corta comunicable.

CESR estima que la figura del creador de mercado (*market maker*) debe ser considerada exenta de comunicación por sus especiales características y los beneficios que, en términos de liquidez, aporta. No obstante, se pretende evitar la aparición de participantes en el mercado que intenten eludir la obligación de comunicación autocalificándose como creadores de mercado sin poseer las características de estos agentes. En este sentido, CESR entiende que un creador de mercado no puede tener de manera sistemática posiciones cortas en un valor.

Por otro lado, los agentes financieros que actúen a través de su cuenta propia, más como inversores que como proveedores de liquidez, no estarán exentos de comunicar sus posiciones en corto.

CESR continúa trabajando en el desarrollo de los aspectos técnicos del nuevo acuerdo que facilitarán una implementación uniforme y armonizada del modelo, incluyendo los siguientes: i) definición precisa de la figura del creador de mercado, ii) agregación de posiciones en grupos, empresas de gestión de activos, y gestores de fondos, iii) mecanismo de comunicación al regulador y al mercado y iv) cálculo de la posición en supuestos especiales (ampliaciones de capital, emisiones de bonos convertibles, etc.).

CESR está, asimismo, estudiando la posibilidad de armonización de los demás aspectos de la actividad de venta en corto. En este sentido, se intenta alcanzar, lo antes posible, una postura común sobre la aceptación o prohibición de la venta en corto en descubierto. En caso de alcanzarse un acuerdo, la propuesta se enviaría también a la Comisión Europea, acompañando al modelo de comunicación de posiciones cortas, obteniéndose así un tratamiento uniforme a nivel de la Unión Europea de toda la actividad.

Las principales diferencias entre el régimen actual de publicación de posiciones cortas de aplicación en el mercado español y el propuesto por CESR estriban en el ámbito y en los umbrales de las obligaciones de comunicación. Así, según la propuesta de CESR, deberán comunicarse las posiciones cortas en todos los valores admitidos a cotización en mercados, no sólo en los de los emisores financieros, como ahora. El umbral para publicar posiciones cortas individuales pasará del 0,25% actual al 0,5% del capital social y deberán comunicarse al regulador, para su supervisión, aquéllas que excedan del 0,2%. Por último, de acuerdo a la propuesta de CESR, la variación mínima de posición que deberá ser comunicada para publicación o para supervisión será del 0,1%, mientras que actualmente deben comunicarse y publicarse todas las que representen un aumento de la posición previa o que lleven a descender por debajo del 0,25% del capital.

La CNMV estudiará las medidas necesarias para la implementación del modelo en España en cuanto los detalles técnicos del régimen común sean acordados por CESR.

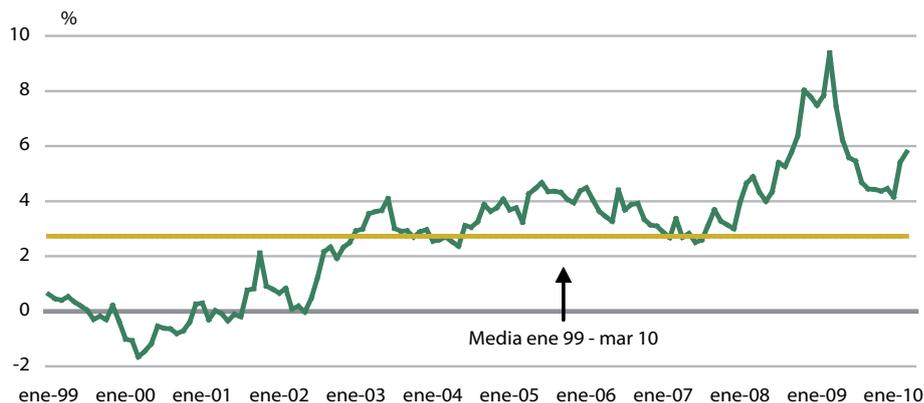
El PER del Ibex 35 ha descendido como consecuencia principalmente de la caída de los precios...

La ratio precio-beneficios¹² (PER) de las acciones españolas retrocede a 10,4 desde el 12,3 a finales de 2009, como consecuencia de la corrección de los precios y, en menor medida, de una mejora en la previsión de beneficios. De esta forma, dicha ratio vuelve a valores de mediados de 2009. El recorte desde principios de año fue mayor que el mostrado por otras bolsas de referencia internacionales en este periodo, profundizándose su diferencial negativo con aquéllos. Esta reciente caída en el PER ha provocado que el indicador que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (*earning yield gap*) haya revertido la corrección a la baja que inició en marzo de 2009, como muestra el gráfico 13.

12 Según los beneficios previstos a un año.

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

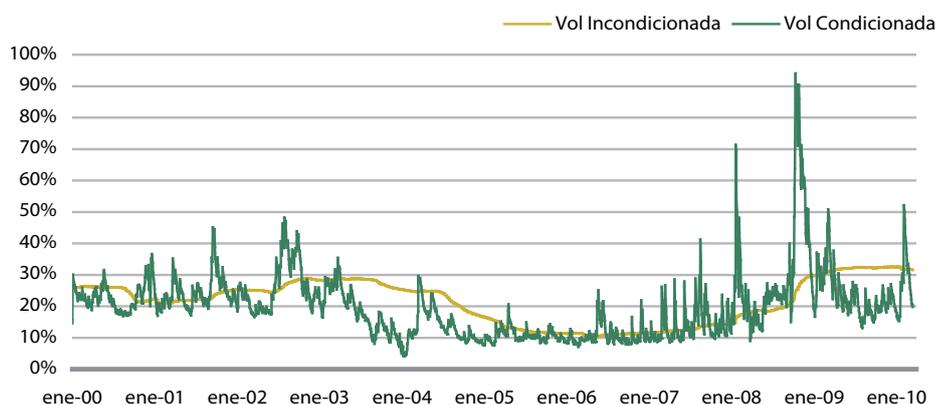
1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta marzo de 2010.

Desde el comienzo de 2010, la volatilidad del mercado de renta variable español experimentó un repunte temporal hasta valores superiores al 50% para volver a caer a niveles relativamente reducidos (véase gráfico 14). Por su parte, la sensibilidad de la volatilidad de los rendimientos del índice de renta variable nacional ante los descensos en los precios se ha reducido ligeramente en lo que va de año (véase gráfico 15). En el último mes, también se observa un ligero deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable, medidas a través del *spread bid-ask*, después de la notable mejora iniciada en marzo del año anterior. No obstante, el promedio mensual de este indicador permanece en valores similares a los existentes antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 16).

...en un marco caracterizado por un cierto aumento temporal de la volatilidad y un leve deterioro de las condiciones de liquidez.

Volatilidad histórica. Ibex 35

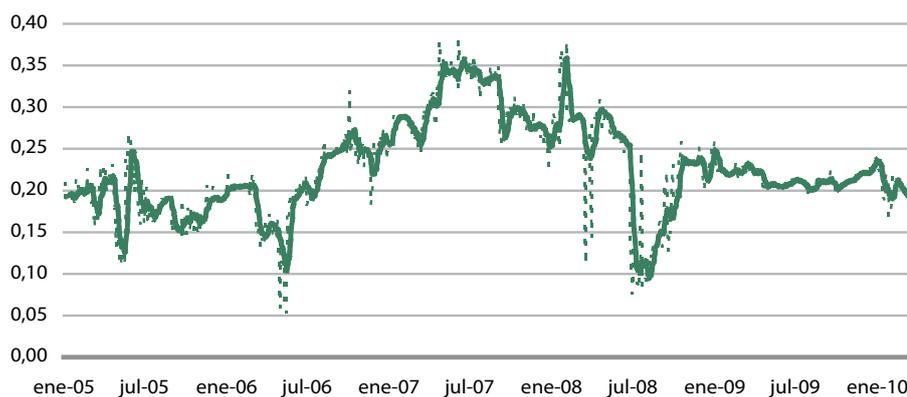
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

Asimetría de la volatilidad del Ibx 35

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

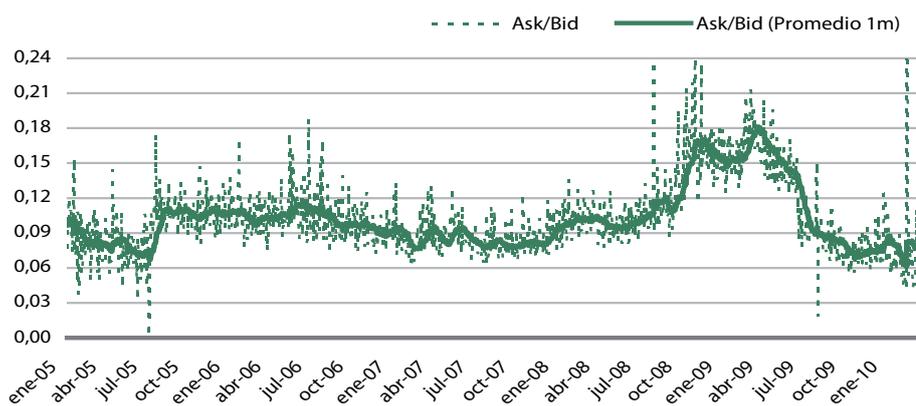
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico (*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

(*) La ecuación especificada es: $\ln(P_t / P_{t-1}) = \alpha + \varepsilon_t$

con varianza: $\sigma_t^2 = \omega + \theta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \cdot \sigma_{t-1}^2 + \eta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 \cdot [1 \Leftrightarrow \varepsilon_{t-1} < 0] + u_t$

Liquidez Ibx 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

La contratación bursátil, muy irregular en 2009, ha dado signos de recuperación en los primeros meses del año...

La contratación en el mercado bursátil español, que se había caracterizado por mostrar un comportamiento irregular a lo largo de 2009, con un notable descenso del 29% en ese año, ha mostrado signos de recuperación durante los dos primeros meses y medio de 2010, según reflejan los datos en promedio diario. Así, la contratación media diaria del año hasta mediados de marzo se situó en 3.748 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 7% respecto a la registrada en el conjunto de 2009¹³.

13 En el conjunto de 2009, el promedio diario de contratación en el mercado bursátil fue de 3.492 millones de euros, por debajo de los 4.895 millones registrados en 2008.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I-10 ¹
Total bolsas	1.154.294	1.667.219	1.243.387	886.135	216.778	259.065	191.172
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	880.544	215.405	257.388	190.135
Corros	5.318	1.154	207	73	14	12	10
de los que SICAV ²	4.581	362	25	20	8	2	2
MAB ³	1.814	6.985	7.060	5.080	1.249	1.544	899
Segundo mercado	49	193	32	3	0	0	0
Latibex	723	868	758	435	110	120	127
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)							
	58,4	61,6	65,5	nd	64,9	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 15 de marzo.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

Pese a la mejora de los mercados financieros en 2009 en términos de precios, volatilidad y liquidez, las emisiones de valores de renta variable continuaron la atonía ya mostrada desde 2008. En el conjunto de 2009, éstas ascendieron a 11.391 millones de euros, sensiblemente inferiores a las cifras de ejercicios anteriores a la crisis.

...aunque las emisiones continúan la atonía ya mostrada desde 2008.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 10

	2006	2007	2008	2009	2009		
					III-09	IV-09	I-10 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	29.436	69.955	16.349	11.391	1.087	2.311	233
Ampliaciones de capital	26.977	67.887	16.340	11.389	1.087	2.309	233
De ellas, mediante OPS	645	8.503	292	17	7	10	6
Tramo nacional	303	4.821	292	17	7	10	6
Tramo internacional	342	3.681	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.459	2.068	10	2	0	2	0
Tramo nacional	1.568	1.517	10	2	0	2	0
Tramo internacional	891	551	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	86	100	54	53	11	19	9
Ampliaciones de capital	77	91	53	53	11	19	9
De ellas, mediante OPS	8	8	2	2	1	1	1
De ellas, liberadas	20	19	18	11	4	3	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	1	0	1	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo de 2010.

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

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

Recuadro 3: Cambios en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores

El pasado 15 de febrero de 2010 se sometió a consulta pública un documento de la CNMV que contenía una serie de propuestas de modificación en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores de renta variable y que constituyen un conjunto de medidas de gran trascendencia para la ordenación de este segmento del mercado de valores español. Las propuestas de la CNMV recogidas en este documento encuentran su origen en las reflexiones y recomendaciones recogidas en el documento *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, elaborado conjuntamente por la CNMV y el Banco de España a finales de 2007.

La compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores es una pieza esencial de cualquier sistema financiero. Estas actividades, cuya función es llevar a efecto el intercambio pactado de valores por efectivo, engloban todos los procesos posteriores a la negociación, hasta el cambio de titularidad de los valores y su registro. El adecuado funcionamiento y la seguridad jurídica de los mecanismos de post-contratación, mucho menos visibles que los de contratación, resultan imprescindibles para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero.

El sistema español de post-contratación de renta variable (acciones), que lleva vigente casi dos décadas, fue concebido en un entorno histórico de mercados e infraestructuras muy distinto al actual y muestra diferencias relevantes respecto a casi todos los países de nuestro entorno. En general, puede afirmarse que el sistema español de post-contratación de renta variable ha mostrado un grado de solidez y control de riesgos muy elevado, con un nivel ínfimo de incidencias, en comparación con otros mercados internacionales de primer orden, siendo un sistema con un elevado grado de trazabilidad y disciplina, aunque algunas de sus complejidades operativas resultan poco compatibles para su integración en proyectos europeos, como el proyecto del Eurosistema Target 2 Securities (T2S).

En este contexto, las propuestas de la CNMV pretenden caminar hacia un sistema más eficiente y competitivo y, sobre todo, más equiparable a los de nuestro entorno y más flexible para adaptarse a los cambios que están teniendo lugar en los mercados de valores. En concreto, la CNMV ha planteado modificar el sistema actual en tres direcciones:

1. Trasladar la firmeza hacia el momento de la liquidación y dotar de mayor versatilidad al sistema. Actualmente, en el mercado de acciones, la firmeza, entendida como la irrevocabilidad e incondicionalidad de las instrucciones de liquidación, se adquiere en el momento inmediatamente posterior a la contratación, cuando se produce la recepción de volúmenes por Iberclear. Paralelamente, existen mecanismos que tratan de asegurar la entrega, procurando la liquidación de todas las operaciones en su fecha teórica. Sin embargo, esto último no siempre se consigue en la práctica, a pesar de todas las cautelas contenidas en los mecanismos de aseguramiento establecidos. En este ámbito, la reforma propuesta pretende aproximar la firmeza al momento de la liquidación efectiva de la operación, como ocurre en casi todos los sistemas europeos, y relajar así los mecanismos de aseguramiento de la entrega actuales. En paralelo, se pretende que el sistema pueda liquidar en plazos diferentes, dando así una respuesta más adecuada a las demandas de los participantes, de muy

diferente naturaleza, de manera que se homologue con los estándares actuales en otros sistemas europeos.

2. Introducir una cámara de contrapartida central (CCP). Para mantener el atractivo que representa la certidumbre sobre la liquidación de las operaciones contratadas, se propone la creación de una CCP que se convierta en comprador para los vendedores y vendedor para los compradores, centralizando y gestionando el riesgo de crédito de sus participantes. La introducción de una CCP homologará al sistema bursátil español con la estructura que rige la post-contratación en los principales mercados internacionales. La capacidad de compensar posiciones de distinto signo (“neteo”) de la CCP permitirá aumentar la eficiencia global del sistema mediante la reducción del número de operaciones a liquidar.

3. Desplazar el control registral a un momento posterior a la liquidación. En la actualidad, las entregas de valores requieren la aportación de un código, denominado referencia de registro (RR), previamente a su liquidación. En el futuro, se propone que el depositario central (Iberclear) realice un control previo de saldos de valores, manteniendo un código numérico que identifique registralmente los valores, pero permitiendo su aportación a posteriori, lo que simplificará el proceso actual de liquidación de las ventas. Con ello se dotará al sistema de una mayor agilidad de proceso, lo que le aportará más eficiencia y facilitará el acortamiento del ciclo de liquidación en el futuro, lo que, sin duda, será demandado a medio plazo en la Unión Europea.

En relación a su aplicación práctica, los cambios planteados por la CNMV requieren modificación de varias normas, como la Ley del Mercado de Valores, el Real Decreto 116/1992 sobre anotaciones en cuenta, el Reglamento de bolsas, el Reglamento de Iberclear, así como la promulgación de otras normas nuevas, como la que establezca los principios de funcionamiento y el régimen de la CCP.

Se ha constituido un Comité de Seguimiento, presidido por el Vicepresidente de la CNMV, en el que participan el Banco de España, Bolsas y Mercados Españoles y representantes de las asociaciones del sector. Su función será debatir sobre el curso del trabajo preparatorio de la reforma y asesorar a la CNMV al respecto. Para ello, considerará las propuestas elaboradas por dos grupos de trabajo –en los que participan expertos y representantes de la industria– sobre los aspectos técnicos del proyecto. Un primer documento sobre las reformas propuestas se sometió a consulta pública el 12 de febrero de 2010.

El proceso de discusión abierto será transparente, contará con la opinión de todas las partes interesadas y sus resultados se presentarán a consulta pública. Se espera tener un plan de desarrollo detallado de las reformas antes del final de 2010.

3.2 Los mercados de renta fija

Los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada continúan en mínimos históricos, en línea con la política monetaria del BCE. En el ámbito de la deuda pública, los tipos de interés (en promedio) de las letras del Tesoro en marzo¹⁴ en los plazos de tres y seis meses fueron del 0,5% y en el de doce meses del 0,7%. En renta fija privada, los tipos de interés en los mismos plazos fueron del 0,8%, 1,1% y 1,4%.

Los tipos de interés a corto plazo continúan en mínimos, en línea con la política del BCE, ...

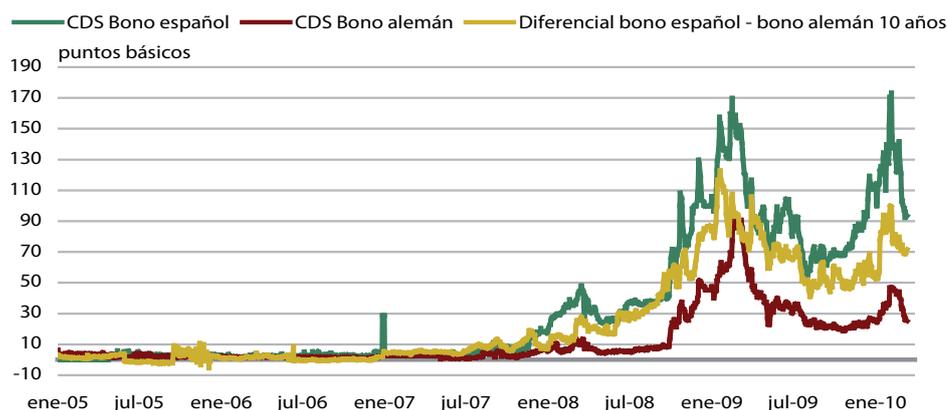
14 Hasta el 15 de marzo.

...mientras que los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han mostrado una tendencia al alza en el primer trimestre de 2010.

Por el contrario, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, que mantuvieron una trayectoria descendente en el segundo semestre de 2009, iniciaron un notable repunte en el primer trimestre de 2010 que ha perdido intensidad en las últimas semanas. Así, el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán alcanzó los 100 p.b. el 8 de febrero y actualmente oscila en el entorno de los 72 p.b., todavía por encima de los niveles de finales de 2009 (en torno a 60 p.b.). Este perfil es más acentuado en la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 17), que registró un máximo histórico hasta 173 p.b. el 8 de febrero, desde los 113 p.b. a cierre de 2009, si bien cotiza actualmente por debajo de aquel nivel (ligera-mente por debajo de los 95 p.b.).

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de marzo.

Los tipos de la deuda privada a largo plazo han permanecido relativamente estables en lo que va de año...

En lo que llevamos de año, los tipos de la deuda privada de plazos más largos han permanecido prácticamente estables respecto a finales de 2009. En conjunto, el promedio de los tipos de interés de la deuda a tres años descendió hasta el 2,95% en marzo, desde el 3,19% en diciembre de 2009, el tipo a cinco años disminuyó 8 p.b. hasta el 4,11% y el tipo a diez años lo hizo en 3 p.b. situándose en el 4,99% (véase cuadro 11).

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09	mar-10
Corto plazo: pagarés de empresa²									
3 meses	3,78	4,97	3,45	0,89	1,70	1,28	0,95	0,89	0,83
6 meses	3,91	4,91	3,54	1,17	1,86	1,52	1,22	1,17	1,13
12 meses	4,00	4,85	3,68	1,43	2,10	1,80	1,45	1,43	1,41
Medio y largo plazo³									
3 años	4,04	4,59	3,79	3,19	3,24	3,40	3,22	3,19	2,95
5 años	4,14	4,65	4,17	4,19	4,00	4,46	4,31	4,19	4,11
10 años	4,26	4,94	4,73	5,02	4,76	5,24	5,14	5,02	4,99

Fuente: AIAF.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de marzo corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

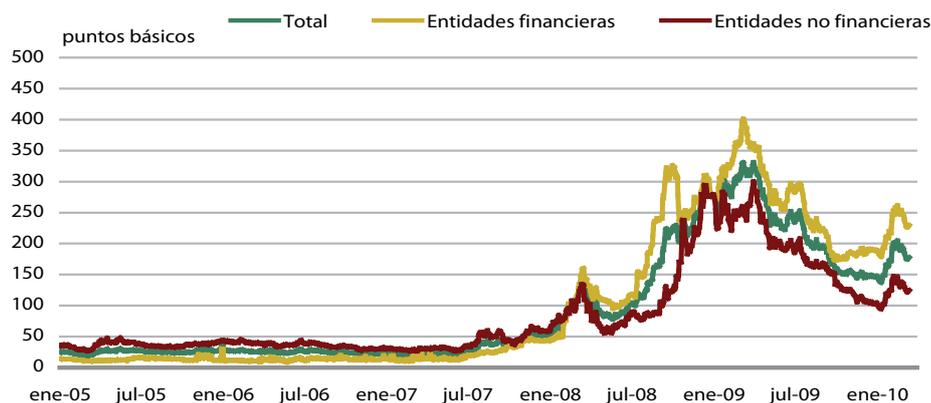
3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

En cambio, las primas de riesgo de los CDS de los emisores privados españoles han repuntado desde principios de año (30 p.b.), si bien dicho avance parece haberse detenido desde mediados de febrero. Así, desde los 148 p.b. de finales de 2009, el promedio de las primas del conjunto de emisores españoles alcanzó un máximo superior a los 200 p.b. el 8 de febrero, para descender posteriormente hasta los 178 p.b. a mediados de marzo. Esta tendencia sugiere que las variaciones en la presión sobre el riesgo soberano español se han ido extendiendo a nivel corporativo de forma paralela con independencia del sector (véase gráfico 18 y recuadro 5).

...mientras que los CDS de los emisores privados nacionales han repuntado en el primer trimestre debido a un cierto contagio derivado del incremento de riesgo soberano.

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

GRÁFICO 18



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

¹ Media simple.

En 2009, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV moderaron la tendencia descendente que comenzó en 2007 (cayeron un 19%, frente al recorte del 27% de 2008), si bien varió sustancialmente su composición. Los instrumentos que más incrementaron su importancia relativa fueron los bonos y obligaciones simples (del 2,2% del total de emisiones en 2008 hasta el 16,1% de las mismas en 2009), las cédulas hipotecarias (del 3% hasta el 9,2%) y, en menor medida, las participaciones preferentes (del 0,3% hasta el 3,3%), en detrimento de los pagarés de empresa (del 65,5% hasta el 49,4%) y de los bonos de titulización (del 28,4% hasta el 21,1%). La positiva evolución de las emisiones de bonos y obligaciones simples, que se sextuplicaron en 2009 respecto a 2008, se debe a las emisiones avaladas por el Estado (un 77% del total de emisiones de estos instrumentos). Por su parte, el crecimiento de las cédulas hipotecarias, del 149% en el mismo periodo, se ha podido ver favorecido por el programa de compras del BCE iniciado en junio de 2009.

La composición de las emisiones brutas de renta fija, cuyo volumen cayó un 19% en 2009, varió sustancialmente a favor de los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y las participaciones preferentes.

En el transcurso de 2010¹⁵, las emisiones totales han ascendido a 39,8 mil millones de euros, notablemente por debajo de los 95,5 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2009. El comienzo de 2010 muestra una ralentización de las emisiones de renta fija privada como consecuencia de las dificultades que se siguen observando en la evolución de los mercados de titulización. Mientras en los últimos años este tipo de emisiones ha representado cerca del 20% del total, en lo que llevamos de año únicamente se han registrado seis emisiones de este tipo, cuyo volumen suponía el 3% del total emitido en 2010. No se ha emitido ninguna participación preferente,

Durante 2010 se siguen evidenciando dificultades en algunos mercados, como los de titulización. Sin embargo, la emisión de bonos sin aval del Estado mejora.

15 Hasta el 15 de marzo.

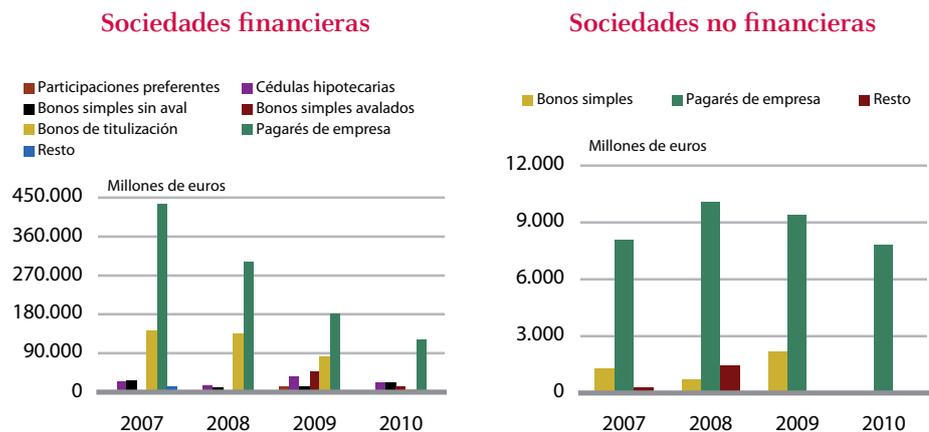
recurso utilizado el año anterior para reforzar el capital regulatorio y que ha podido verse afectado por la exigencia del mercado de instrumentos más tradicionales en la valoración de la solvencia de las entidades y por un entorno de menores beneficios, que hace menos atractivo este tipo de instrumentos para los inversores. La mejora sustancial de la importancia relativa de las emisiones de pagarés de empresa (67% del total en lo que llevamos de año, frente al 49% en 2009) está desvirtuada por la evolución de los instrumentos comentados anteriormente, pues su magnitud se ha recortado a la mitad respecto al mismo periodo del año anterior. Tanto la emisión de bonos simples como la de cédulas hipotecarias mantienen en 2010 tendencias similares a las observadas durante el año anterior, si bien, en el primer caso, hay un menor recurso de las entidades al aval del Estado, lo que podría ser indicativo de una mejora en el acceso a los mercados de financiación (un 35% de las emisiones de bonos simples han sido avaladas en lo que llevamos de 2010) y, en el caso de las cédulas hipotecarias, la preferencia del mercado hacia estos instrumentos en detrimento de los bonos de titulización.

Una parte creciente de la financiación de los emisores españoles se obtiene del exterior.

Las emisiones de renta fija en el exterior compensaron parcialmente la caída de las emisiones en España en 2009, debido principalmente a la emisión de pagarés de empresa (véase gráfico 19). El crecimiento de este tipo de instrumentos fue mayor que el experimentado por aquéllos de más largo plazo (un 41% y un 18%, respectivamente).

Emisión bruta de renta fija por tipo de entidad e instrumento¹

GRAFICO 19



Fuente: CNMV.

¹ Datos hasta el 15 de marzo. A efectos comparativos, los datos de 2010 se anualizan.

Emisiones brutas de renta fija registradas¹ en la CNMV

CUADRO 12

	2006	2007	2008	2009	2009 2010		
					III-09	IV-09	I-10 ²
NÚMERO DE EMISIONES	336	335	337	512	103	118	57
Cédulas hipotecarias	37	32	47	75	13	20	10
Cédulas territoriales	6	8	8	1	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	244	51	56	33
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	1	0	1	6	3	2	0
Bonos de titulización	82	101	108	76	16	13	2
Programas de pagarés	84	107	88	73	11	26	11
De titulización	3	3	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	81	104	86	71	11	25	11
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	37	9	1	0
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	523.131	648.757	476.276	387.476	66.722	74.199	39.842
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	35.574	3.870	11.055	4.600
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	500	0	0	125
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	62.249	6.138	12.370	7.230
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	68	0	1.429	3.200	2.200	700	0
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	81.651	12.956	10.301	1.185
tramo nacional	30.886	94.049	132.730	77.289	11.751	9.696	1.185
tramo internacional	60.722	47.578	2.522	4.362	1.206	605	0
Pagarés de empresa ³	334.457	442.433	311.738	191.342	40.340	39.753	26.703
De titulización	1.993	465	2.843	4.758	953	1.245	870
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	186.583	39.388	38.508	25.833
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	12.960	1.217	20	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	20.989	4.679	2.254	3.100
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	4.794	1.450	785	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles: 15 de marzo de 2010.

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

Recuadro 4: Tendencias recientes en los mercados internacionales de renta fija

La crisis financiera ha tenido un impacto significativo en los mercados internacionales de renta fija que, en una primera etapa, extensible hasta finales de 2008, se tradujo en una reducción sustancial del volumen de emisiones de deuda y en un encarecimiento histórico del coste de este tipo de instrumentos, como muestran los importantes repuntes de los *spreads* de crédito de los diferentes tipos de emisores reflejados en el gráfico 3. A lo largo de 2009 se observó una cierta normalización en las condiciones vigentes en estos mercados, lo que facilitó una cierta recuperación de los volúmenes emitidos en algunos de ellos y un descenso de las primas de riesgo.

En este recuadro se detallan las tendencias más recientes mostradas por los mercados primarios internacionales de renta fija, con el fin de ilustrar tanto la variación de las emisiones en 2008 y 2009 como la recomposición de las mismas entre diferentes instrumentos financieros, regiones o tipos de emisores.

1) Emisiones por tipo de instrumento. Como se observa en el panel superior del gráfico R4, el volumen de emisiones netas de instrumentos de renta fija en los mercados internacionales ascendió en 2009 a 6,3 billones de dólares, lo que supone un aumento de 3,3 billones de dólares respecto a la cifra de 2008 y de 1,6 billones respecto a la cifra de 2007. Por tipo de instrumento, se observa que tras el estallido de la crisis, la emisión neta de titulizaciones, que había alcanzado máximos cercanos a 2,5 billones de dólares en 2006, prácticamente desapareció en 2008 y registró un incremento muy reducido en 2009. La recuperación de los volúmenes emitidos en 2009 tuvo su origen en el cuantioso incremento de las emisiones de deuda soberana (que pasaron de 3,3 billones de dólares en 2008 a 5,5 billones en 2009) y en el aumento de las emisiones de bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*).

2) Emisiones por región. De acuerdo a la información contenida en el panel intermedio del gráfico R4, el descenso de las emisiones de 2008 estuvo más concentrado en EE.UU. (un 64% del total), mientras que la recuperación de 2009 fue algo más generalizada entre regiones (46% en EE.UU. y 31% en Europa).

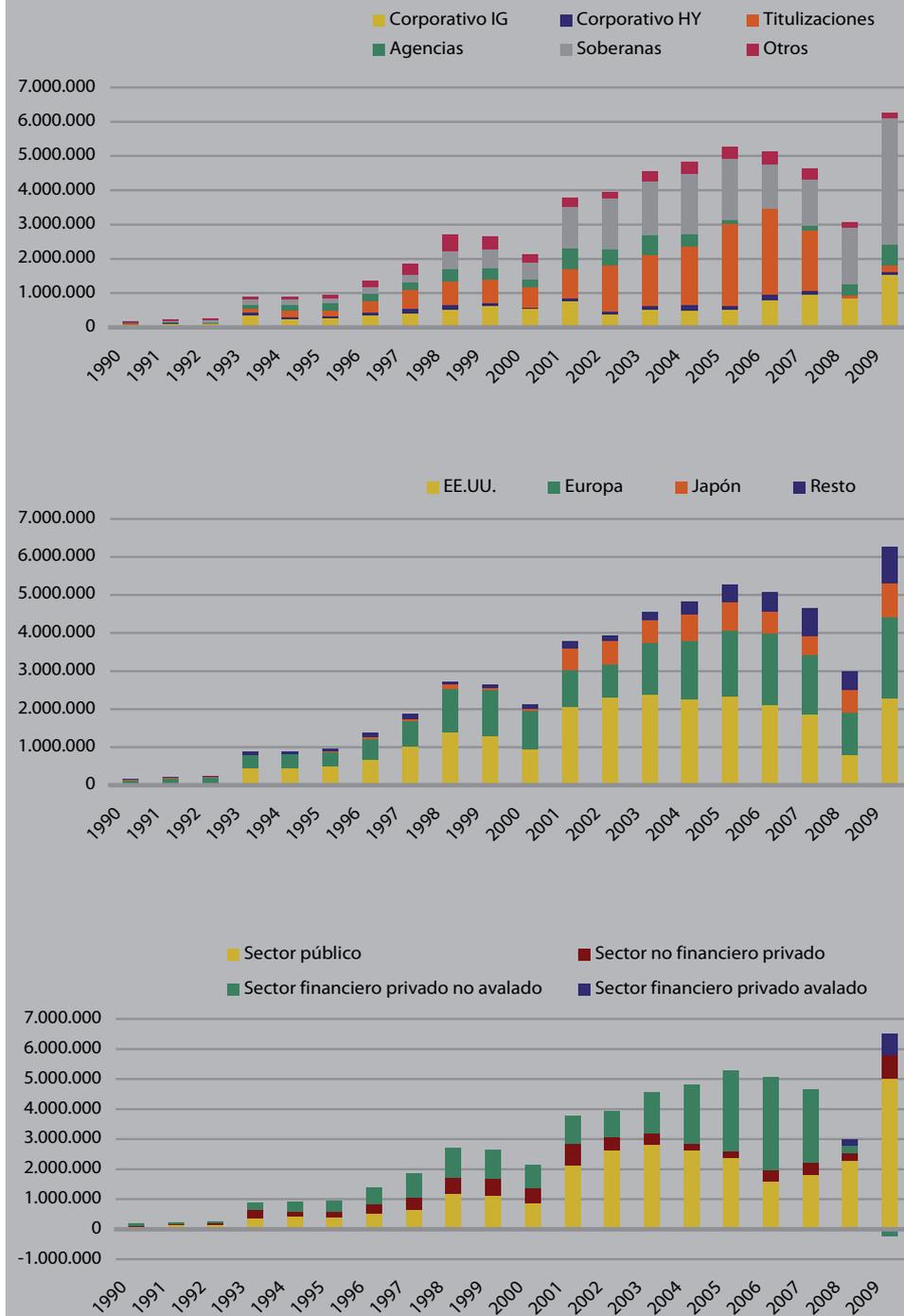
3) Emisiones por tipo de emisor. Mientras que el descenso de las emisiones de 2008 estuvo asociado a la caída de las emisiones de las entidades financieras (debido fundamentalmente al colapso de las titulizaciones), la recuperación de 2009 se atribuye fundamentalmente a las emisiones del sector público (84%) y, en menor medida, a las de las sociedades no financieras (16%), como ilustra el panel inferior del gráfico R4. Con todo, las emisiones netas del sector financiero quedaron en 2009 en niveles algo inferiores a los de 2008, incluso a pesar del aumento del volumen de emisiones avaladas. Esta última observación refleja la fase actual de desapalancamiento en que se encuentra inmerso el sector. En el marco de las sociedades no financieras, es relevante resaltar el proceso observado de sustitución entre sus fuentes de financiación a favor de instrumentos de deuda y en detrimento del crédito bancario, propiciado por el endurecimiento de las condiciones de acceso a esta última fuente (véase gráfico R4).

Las emisiones observadas en los dos primeros meses de 2010 muestran un nuevo incremento en el volumen anual de emisiones mundiales de deuda, liderado nuevamente por el sector público¹.

Emisiones internacionales netas de renta fija (millones de dólares)

GRÁFICO R4

Por tipo de instrumento financiero, región y tipo de emisor



Fuente: Dealogic.

1 En los dos primeros meses del año, las emisiones brutas de deuda ascendieron a 2,1 billones de dólares, de las cuales un 52% correspondieron a emisiones soberanas y un 16% a emisiones de agencias.

Recuadro 5: Desarrollos recientes en la valoración del riesgo de crédito

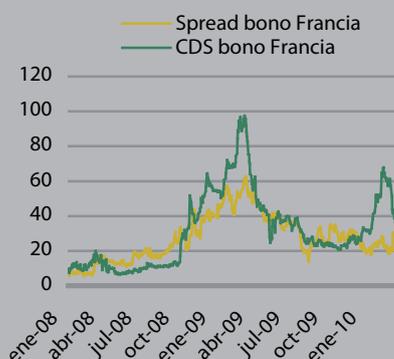
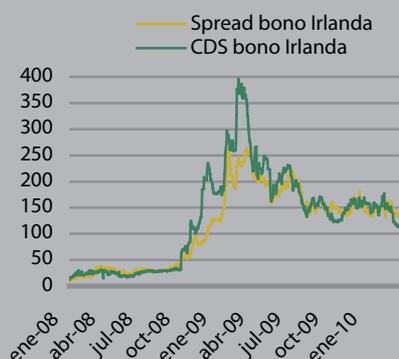
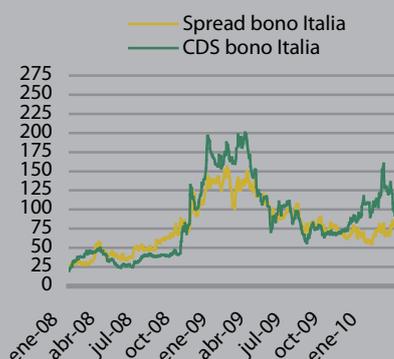
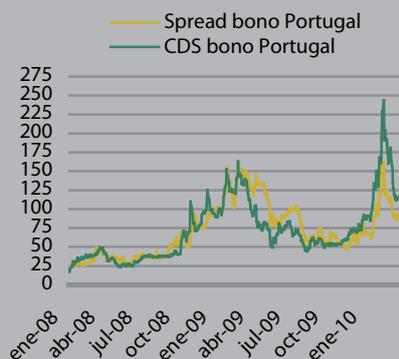
Durante las últimas semanas y, de manera especial, a raíz de las turbulencias provocadas por la constatación de la grave situación de las finanzas griegas, para algunos emisores soberanos europeos se ha observado un comportamiento dispar entre la evolución de los CDS y los *spreads* de los bonos subyacentes (véase el gráfico adjunto). Este hecho ha generado cierta confusión y controversia acerca del papel de los CDS y, de forma singular, de sus potenciales efectos desestabilizadores en los mercados de deuda pública. En este contexto, el objetivo de este recuadro es aportar algo de luz en torno al posible comportamiento anómalo de los mercados de CDS para, a continuación, señalar varias opciones de actuación por parte de las autoridades económicas en este ámbito.

1) La relación entre el mercado de bonos soberanos y el de CDS. En ausencia de fricciones significativas, teóricamente, los *spreads* de los bonos y los CDS deberían estar muy próximos entre sí. Esta relación, que se basa en ausencia de oportunidades de arbitraje, ha sido contrastada con éxito, tomando como referencia horizontes temporales amplios¹. Sin embargo, a corto plazo las diferencias entre ambos pueden ser sustanciales, como ha sucedido en fechas recientes, en las que las primas de los CDS han superado en algunos casos ampliamente al diferencial de los bonos.

Estas diferencias, que aparentemente se acentúan en momentos de mayor tensionamiento en los mercados de deuda pública, pueden producirse como consecuencia de diferentes factores, algunos relacionados con la demanda de CDS y otros con su oferta.

Por un lado, en un contexto como el actual, de elevada incertidumbre agregada, es razonable descontar que una parte de la demanda de CDS soberanos tiene como finalidad cubrir riesgos distintos del soberano, pero positivamente correlacionados con aquél, para los que no existe un mercado de seguro o éste no es lo suficientemente eficiente. En estas circunstancias, la demanda total de CDS se hace más sensible a variaciones en el riesgo percibido sobre la deuda soberana.

Por otro lado, el incremento súbito en la demanda de CDS, bien con la finalidad de cubrir posibles *credit events* de deuda soberana o de asegurar otros riesgos de naturaleza macroeconómica, o bien por motivos puramente especulativos², puede tener un efecto desproporcionado en los precios de estos productos si la oferta de los mismos no es capaz de responder con la misma flexibilidad. En este sentido, la elevada concentración de un parte sustancial de la oferta mundial CDS soberanos en un número relativamente pequeño de entidades³, podría estar relacionada con posibles estrecheces en la disponibilidad de CDS, provocando así sobreacciones a corto plazo en sus precios. A su vez, los voluminosos programas públicos de ayuda al sector financiero han podido agravar, indirectamente, un eventual problema de escasez puntual en la oferta de CDS, al ligar de manera más intensa la probabilidad de una crisis fiscal con una bancaria. Asimismo, la reciente desaparición de algunas de las entidades más activas en la provisión de liquidez en los mercados de CDS, como Lehman Brothers y, en menor medida, Bear Sterns, ha mermado aún más la capacidad de oferta global de estos productos.



Fuente: Thomson Datastream. Los *spreads* de bonos están referenciados al bono alemán.

Así pues, existen varias razones objetivas que permiten entender, al menos parcialmente, las desviaciones recientes entre las primas de los CDS y los correspondientes bonos soberanos de varios países europeos. Respecto a la posibilidad de que las anteriores fricciones en los mercados de CDS estén provocando efectos negativos en la valoración de los bonos públicos correspondientes, ésta parece poco relevante en términos prácticos, teniendo en cuenta los reducidos porcentajes que representan los volúmenes de CDS en comparación con los de la deuda pública correspondiente (estos porcentajes son, aproximadamente, del 4% para Portugal, 3% para Irlanda, 2% para Grecia y España y 1% para Italia).

2) **Algunas posibles vías de actuación.** Uno de los principales fallos en el mercado de CDS, que ha puesto indirectamente de manifiesto el reciente debate en torno a estos productos, es la falta de post-transparencia, pues los precios y volúmenes de las transacciones de este tipo de producto no se dan a conocer al resto de participantes en el mercado. Esta circunstancia puede limitar la capacidad de análisis de los participantes en el mercado, así como de los propios supervisores, amplificando de forma espuria la incertidumbre lógica que sigue a situaciones de crisis como la actual. Además, para la mayoría de los supervisores europeos (salvo España, Reino Unido e Irlanda), este tipo de operaciones son “invisibles”, pues no se incluyen entre las transacciones que se deben comunicar diariamente (*transaction reporting*). Por ello, parece conveniente extender la obligatoriedad de remitir diariamente información fiable y actualizada acerca de los agentes y entidades que ofrecen este tipo de cobertura contra riesgo soberano y de las condiciones de estos contratos (volúmenes, precios, tipología de contrapartes, colaterales exigidos, etc.). En el contexto europeo, sería conveniente incluir nuevos requisitos informativos de esta índole en la MiFID, aprovechando su actual proceso de revisión.

Disponer de información completa y actualizada es un requisito imprescindible para que los supervisores puedan detectar puntualmente posibles comportamientos abusivos/manipuladores en estos mercados, en cuyo caso, en el contexto europeo la vía más natural para atajar este problema es aplicar la Directiva de Abuso de Mercado, introduciendo en la misma las modificaciones que pueda sugerir la experiencia más reciente en el ámbito de los CDS (esta última directiva también está en proceso de revisión por la Comisión Europea⁴).

Finalmente, un fallo de mercado que merece especial atención en este contexto es el relativo al riesgo de contraparte de las operaciones de cobertura a través de CDS. En este sentido, puede ser conveniente reforzar los mecanismos de compensación y liquidación de los contratos de CDS más susceptibles de ser estandarizados mediante el establecimiento de cámaras centrales de contrapartida.

- 1 Véase, por ejemplo, Haibin Zhu (2004), *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market*, BIS Working Papers N. 160, y Blanco, R., Brennan, S. and Marsh, I.W. “An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, 60 (2005), pp. 2255–2281.
- 2 En una investigación reciente llevada a cabo por la BaFin alemana (nota de prensa de 8 marzo de 2010), no obstante, se descartó el motivo especulativo como principal razón del súbito incremento en las primas de los CDS de la deuda pública griega, señalándose, en su lugar, la demanda genuina de cobertura contra riesgo de impago como factor principal.
- 3 De acuerdo con los datos de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), en abril de 2009 los cinco mayores oferentes mundiales de CDS concentraban el 49% de la oferta total de estos instrumentos, y los diez mayores oferentes representaban el 72% de la misma.
- 4 La situación en España no requiere de cambios normativos significativos en materia de abuso de mercado o comunicación de operaciones, pues existe obligación de comunicar a la CNMV los CDS contratados cuyo subyacente sea un título negociado en mercados europeos y la norma española sobre abuso de mercado ya se aplica a los CDS.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁶

Tras dos ejercicios consecutivos de descensos, la industria de fondos de inversión parece haber iniciado una cierta recuperación a lo largo de la segunda mitad de 2009 que se ha traducido en un ligero aumento de su patrimonio agregado y del número de partícipes en ese periodo (véase cuadro 13). Así, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 2% desde los 167 mil millones de euros a mediados de 2009 hasta los 170,5 mil millones en diciembre como consecuencia de la revalorización de su cartera, que fue especialmente relevante en el tercer trimestre, y de la notable reducción de los reembolsos netos efectuados por los partícipes. En concreto, el volumen de salidas netas de recursos, que llegó a superar los 18.000 millones de euros por trimestre en varios trimestres de 2008, fue reduciéndose progresivamente a lo largo de 2009 hasta tal punto que en el último trimestre de dicho ejercicio la industria volvía a ser receptora neta de recursos (220 millones de euros), como consecuencia de las suscripciones netas positivas en todas las categorías de fondos contempladas salvo en los fondos garantizados, posiblemente condicionados por su calendario de vencimientos.

En el conjunto del año, el patrimonio de los fondos de inversión descendió en algo más de 5.300 millones de euros (un 3%), lo que supone una caída sensiblemente inferior a la registrada a lo largo de los dos años precedentes (79.000 millones de euros en 2008 y 15.000 millones de euros en 2007). La caída del patrimonio se debió exclusivamente al volumen de reembolsos efectuados, que superó en el conjunto del año los 12.900 millones de euros. La revalorización de la cartera de los fondos de inversión fue sustancial en 2009 como consecuencia de la recuperación de las cotizaciones bursátiles, permitiendo que la rentabilidad conjunta de los fondos volviera a terreno positivo (5,7% en 2009 frente al -4,2% en 2008).

El análisis por categorías presenta ciertas dificultades como consecuencia del cambio normativo de la clasificación por vocaciones de los fondos de inversión¹⁷ que se produjo en el segundo trimestre de 2009, y que dio lugar a numerosas reclasificaciones de fondos entre diferentes categorías¹⁸. Con todo, en términos generales, se observa que los descensos de patrimonio más voluminosos en el conjunto de 2009 se produjeron en las categorías de renta fija y en los garantizados de renta variable, en ambos casos como consecuencia del volumen de reembolsos efectuado. Por el contrario, los fondos de renta fija mixta y los fondos de renta variable internacional mostraron incrementos pronunciados en su patrimonio debido tanto a la entrada de recursos en estos fondos como a la revalorización de su cartera.

El patrimonio de los fondos de inversión volvió a crecer en la segunda mitad de 2009 debido a la sustancial reducción del volumen de reembolsos...

... y a la revalorización de su cartera, que reflejó la recuperación de las cotizaciones bursátiles.

Los mayores incrementos de patrimonio en 2009 se produjeron en los fondos de renta fija mixta y en los fondos de renta variable internacional.

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

17 Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

18 Estas reclasificaciones han afectado de forma significativa a los fondos globales y a los fondos de retorno absoluto (esta última categoría, de reciente creación).

	2007	2008	2009	2009			
Número				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.830	2.735	2.628	2.536
Rta. fija ¹	600	629	582	631	612	598	582
Rta. fija mixta ²	204	195	169	193	190	171	169
Rta. vble. mixta ³	207	202	165	191	181	174	165
Rta. vble. euro ⁴	247	237	182	235	193	185	182
Rta. vble. intercal. ⁵	357	330	242	304	271	252	242
Gar. rta. fija	251	260	233	249	253	241	233
Gar. rta. vble. ⁶	590	590	561	586	610	593	561
Fondos globales	470	469	187	441	208	193	187
De gestión pasiva ⁷			69		69	69	69
Retorno absoluto ⁷			146		148	152	146
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,3	170.547,7	168.829,3	167.161,0	169.458,4	170.547,7
Rta. fija ¹	113.234,1	92.813,1	84.657,2	91.473,0	86.711,3	85.913,9	84.657,2
Rta. fija mixta ²	13.011,9	5.803,0	8.695,5	5.282,6	5.421,8	6.322,4	8.695,5
Rta. vble. mixta ³	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.301,7	3.480,1	3.812,4	3.879,6
Rta. vble. euro ⁴	16.589,7	5.938,9	6.321,6	4.778,1	4.946,0	6.094,1	6.321,6
Rta. vble. intercal. ⁵	13.948,1	4.254,6	5.902,4	3.808,8	4.108,3	5.020,9	5.902,4
Gar. rta. fija	17.674,4	21.150,3	21.033,4	20.952,0	21.664,1	21.322,7	21.033,4
Gar. rta. vble. ⁶	42.042,1	30.873,7	25.665,8	29.433,3	29.120,6	27.857,4	25.665,8
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	9.799,9	3.350,7	3.400,4	3.872,5
De gestión pasiva ⁷			3.216,6		2.714,5	3.066,3	3.216,6
Retorno absoluto ⁷			7.303,0		5.643,6	6.647,7	7.303,0
Partícipes							
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.475.403
Rta. fija ¹	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.145.607	2.067.091	2.042.556	2.041.487
Rta. fija mixta ²	493.786	277.629	290.151	247.833	241.097	254.599	290.151
Rta. vble. mixta ³	331.214	209.782	182.542	194.064	187.244	184.985	182.542
Rta. vble. euro ⁴	577.522	377.545	299.353	339.285	270.079	277.093	299.353
Rta. vble. intercal. ⁵	800.556	467.691	458.097	431.575	419.928	434.299	458.097
Gar. rta. fija	549.108	538.799	570.963	525.387	540.428	550.041	570.963
Gar. rta. vble. ⁶	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.339.367	1.339.321	1.272.792	1.188.304
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	403.668	96.581	79.288	88.337
De gestión pasiva ⁷			85.403		91.738	97.399	85.403
Retorno absoluto ⁷			270.766		244.818	268.421	270.766
Rentabilidad⁸(%)							
Total fondos de inversión	2,63	-4,21	5,73	-0,32	2,43	2,80	0,73
Rta. fija ¹	2,68	2,06	1,91	0,23	0,55	0,88	0,24
Rta. fija mixta ²	2,01	-7,14	6,85	-1,51	3,48	4,18	0,63
Rta. vble. mixta ³	2,79	-22,21	16,47	-5,66	9,86	10,18	1,99
Rta. vble. euro ⁴	6,05	-39,78	32,41	-13,02	23,34	19,76	3,06
Rta. vble. intercal. ⁵	1,31	-41,71	37,28	-6,60	20,08	15,15	6,30
Gar. rta. fija	2,80	3,29	3,81	1,14	0,94	1,31	0,37
Gar. rta. vble. ⁶	2,46	-2,61	3,56	1,11	0,85	1,40	0,16
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	-1,33	4,90	5,18	1,87
De gestión pasiva ⁷			-		16,50	12,09	4,61
Retorno absoluto ⁷			-		1,54	1,90	0,70

Fuente: CNMV.

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

- 1 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- 2 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- 5 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- 6 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- 8 Rentabilidad anual para 2007, 2008 y 2009. Rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2009.

El número de partícipes de los fondos de inversión quedó cerca de los 5,5 millones a finales de 2009, lo que supone un descenso aproximado de 450.000 respecto a la cifra de 2008. La caída del número de partícipes también ha moderado sustancialmente su ritmo respecto a ejercicios anteriores (en 2008 el número de partícipes se redujo en más de dos millones), e incluso, como se comentó al principio del epígrafe, a lo largo del cuarto trimestre de 2009 hubo un ligero incremento de unos 14.000 nuevos partícipes.

Por su parte, el número de fondos, que se había mantenido relativamente estable en cifras cercanas a los 2.900 en los trimestres posteriores al inicio de la crisis, mostró una tendencia claramente descendente a lo largo de 2009, como consecuencia del incremento del número de fusiones entre ellos (448), especialmente en las categorías de renta fija. El número de fondos quedó así en 2.536 a finales de 2009. Estos datos evidencian que las gestoras han aprovechado el cambio normativo de las vocaciones de fondos de inversión para reorganizar y racionalizar la oferta de productos existente, con el fin de que éstos sean más competitivos y de que permitan ganancias de eficiencia en su gestión.

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de las inversiones de los fondos en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida de los fondos aumentó ligeramente desde los 14.386 millones de euros en septiembre de 2009 hasta los 14.870 millones de euros en diciembre (483 millones de euros más). En concreto, la importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión aumentó levemente desde el 8,5% en septiembre de 2009 hasta el 8,7% en diciembre (véase cuadro 14). La variación de la exposición de los fondos a activos de menor liquidez fue diferente dependiendo de la categoría de activo contemplada. En particular, el aumento de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en el incremento de los activos de renta fija de liquidez reducida (más de 1.000 millones de euros entre el tercer y el cuarto trimestre de 2009), mientras que el volumen de titulaciones de liquidez reducida disminuyó cerca de 600 millones de euros. Aunque la proporción de activos de liquidez reducida respecto al patrimonio de los fondos se ha estabilizado desde hace varios trimestres, se percibe un grado de tensión menor para estos instrumentos, en línea con la mejora de las condiciones de liquidez que se ha producido en los mercados secundarios de renta fija privada a lo largo de 2009. Además, una parte relevante de estas inversiones menos líquidas están concentradas en cédulas hipotecarias y en emisiones de renta fija avaladas, activos que, presumiblemente, tendrían menos dificultades en términos de liquidez si tuvieran que ser enajenados.

El número de partícipes descendió en 450.000 en 2009, si bien en el último trimestre se invirtió la tendencia,

... mientras que el número de fondos mostró una clara disminución como consecuencia de las fusiones entre ellos.

La importancia relativa de los activos de liquidez reducida de los fondos se ha mantenido estable desde mediados de 2009 en torno al 8,6% de su patrimonio.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s. total de la cartera		
	jun-09	sep-09	dic-09	jun-09	sep-09	dic-09
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	3.504,4	4.008,9	4.637	19,0	19,9	20,7
Renta Fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.504,1	4.181,1	4.619	37,4	32,0	31,4
Renta fija no financiera	260,7	179,2	190	5,4	2,8	3,9
Titulizaciones	6.314,4	6.017,4	5.423	78,6	75,1	73,4
Titulización AAA	4.491,1	3.711,0	3.179	76,3	72,3	81,7
Resto titulizaciones	1.823,3	2.306,4	2.244	84,9	80,1	64,1
TOTAL	14.583,6	14.386,5	14.870	33,6	30,2	30,1
% sobre patrimonio FI	8,7	8,5	8,7			

Fuente: CNMV.

Las perspectivas para la industria son algo más favorables que en trimestres anteriores, pero existe un grado elevado de incertidumbre en torno a ellas.

En el contexto que se acaba de describir, de mejora en la evolución del patrimonio gestionado, aplicación de medidas para aumentar la eficiencia de la gestión y estabilidad del peso relativo de activos poco líquidos en las carteras de los fondos, las perspectivas para la industria son ligeramente más favorables que en trimestres anteriores, aunque no están exentas de riesgos. En particular, la variabilidad mostrada por los mercados financieros y el incremento de los reembolsos efectuados por los partícipes en los primeros meses del año han introducido un grado elevado de incertidumbre en torno a estas perspectivas. A favor de la industria juega el incremento del ahorro de los hogares, que ha pasado de valores cercanos al 10% de su renta disponible a finales de 2007 a valores superiores al 18% en el tercer trimestre de 2009. El mantenimiento de las tendencias más recientes en cuanto a la distribución de este ahorro (menor inversión en depósitos y mayor en fondos de inversión, véase gráfico 10) dependerá de las estrategias comerciales desarrolladas por las sociedades gestoras y por las entidades financieras, especialmente por aquéllas que puedan experimentar mayores dificultades de acceso a los mercados mayoristas de financiación.

IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno complejo derivado del ajuste del sector inmobiliario nacional y del incremento de las peticiones de reembolso...

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno de cierta complejidad, como consecuencia del fuerte ajuste del sector inmobiliario nacional y del notable incremento de los reembolsos solicitados por los partícipes. Los fondos de inversión inmobiliarios (FII) comenzaron a mostrar ciertas dificultades desde finales de 2008, que se prolongaron hasta los primeros meses de 2009. El aumento de las solicitudes de reembolso de los partícipes y la evolución desfavorable del mercado inmobiliario hicieron que algunas entidades experimentaran problemas de diverso grado a la hora de atender dichos reembolsos.

...que ha dado lugar en algunos fondos a ventas anticipadas de activos, tasaciones adicionales de inmuebles y reducciones o suspensiones en los reembolsos.

En este marco, algunos FII optaron por realizar determinadas ventas anticipadas de activos, reducir la frecuencia de los reembolsos o realizar tasaciones adicionales de los inmuebles. Adicionalmente, y a petición de las gestoras de dos FII, la CNMV autorizó la suspensión de los reembolsos de varios fondos por un periodo de dos años¹⁹. De este modo, las gestoras pueden aplicar un plan de venta ordenado para atender los reembolsos solicitados.

¹⁹ A finales de 2009, dos FII presentaban reembolsos suspendidos (Santander Banif Inmobiliario y Segurfondo Inversión) y uno tenía solicitudes de reembolsos aplazadas hasta noviembre de 2010 (BBVA Propiedad).

En el conjunto de 2009, el patrimonio de los FII descendió un 12,7%, hasta los 6.465 millones de euros, y el número de partícipes lo hizo en un 14,2%, hasta los 83.583 (véase cuadro 15). El número de fondos al final del año era de ocho, uno menos que en 2008. De ellos, al finalizar el año uno estaba en proceso de liquidación y tres presentaban reembolsos suspendidos o aplazados. La rentabilidad del conjunto de fondos de inversión inmobiliarios fue del -8,3% en 2009, lo que marca un mínimo histórico para este tipo de instrumentos, en línea con el ajuste del sector inmobiliario doméstico.

En este marco, es preciso resaltar el hecho de que del patrimonio total de los FII a finales de 2009 (6.465,1 millones de euros), 4.693,9 millones (el 72,6% del total) pertenecía a fondos en liquidación o con reembolsos suspendidos o aplazados. Del patrimonio restante (1.771,2 millones de euros), que es aquél que pertenece a fondos realmente operativos, 586,2 millones de euros (el 33,1%) estaban en manos del grupo de la sociedad gestora del fondo, de acuerdo con la información comunicada en las participaciones significativas. Por tanto, el patrimonio total de los FII no liquidados, suspendidos o con reembolsos aplazados que está en manos de inversores que no pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo ascendía en diciembre de 2009 a 1.184,9 millones de euros, lo que representa el 18,33% del total del patrimonio de FII.

Por su parte, el patrimonio de las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) descendió un 17% en 2009 hasta los 309 millones de euros, el número de accionistas se redujo ligeramente desde 937 hasta 928 y el número de instituciones quedó en ocho, una menos que en el año precedente.

En el marco que se acaba de describir, las perspectivas para el conjunto de IIC inmobiliarias son las más desfavorables dentro del conjunto de IIC españolas y es poco probable que la situación de estas instituciones mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español. Las medidas que han tomado las gestoras (descritas previamente), la reducción del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes a lo largo de 2009 y el respaldo de algunos grupos financieros a los fondos del propio grupo mejorarán previsiblemente las condiciones de liquidez de los fondos en los próximos trimestres o, al menos, evitarán un mayor deterioro de las mismas.

En el ámbito normativo, cabe señalar la propuesta de modificación del Reglamento de IIC realizada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que actualmente está en trámite de audiencia pública y que, entre otras modificaciones, propone eliminar la disposición que establece que, una vez transcurridos dos años desde el acuerdo de liquidación, la gestora correspondiente inscribirá los bienes y derechos sobre inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes. De esta manera, se evita el problema que supondría para los partícipes pasar a ser miembros de una comunidad de propietarios sin un administrador definido, pues, a diferencia de lo que prevé la normativa vigente, se mantendrá la implicación y responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de inmuebles.

En 2009, el patrimonio y el número de partícipes de los FII continuaron a la baja, a la vez que su rentabilidad descendió.

El porcentaje del patrimonio total de los FII no liquidados, suspendidos o con reembolsos aplazados en manos de inversores que no pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo era del 18% a finales de 2009.

El patrimonio y el número de accionistas de las sociedades de inversión inmobiliarias también cayeron en 2009.

Es poco probable que la situación de las IIC inmobiliarias mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español.

En el marco normativo, destaca la propuesta de modificación del Reglamento de IIC que afecta al procedimiento de liquidación de estos fondos. La propuesta pretende mantener la implicación y la responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de inmuebles.

	2006	2007	2008	2009	2009			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	9	9	9	8	9	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	83.583	95.284	89.461	87.903	83.583
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-8,32	-4,50	-1,23	-1,37	-1,45
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	8	9	9	8	8
Accionistas	749	843	937	928	938	937	929	928
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	308,6	369,1	360,7	313,0	308,6

Fuente: CNMV.

IIC de inversión libre

La industria de inversión libre parece haber iniciado un leve proceso de expansión, que está siendo más temprano e intenso en el ámbito de las IIC de IL.

Las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre parecen haber iniciado en 2009 un ligero proceso de recuperación similar al de los fondos de inversión tradicionales, después de varios trimestres de retroceso. La recuperación ha sido más temprana y más intensa en el ámbito de las IIC de inversión libre, ya que las dificultades que se originaron a raíz de la crisis tuvieron un impacto mayor en las IIC de inversión libre. En este contexto, conviene recordar que las IIC de inversión libre se enfrentaron a problemas de liquidez y de valoración de sus activos como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido. Además, atender el incremento del volumen de reembolsos solicitado por los partícipes, que, por otra parte, es una característica que han compartido casi todos los tipos de fondos a lo largo de la crisis, fue más problemático para estas entidades, ya que algunas de sus IIC subyacentes también habían sufrido restricciones o suspensiones en materia de reembolsos.

El patrimonio y el número de partícipes de las IIC de IL descendieron notablemente en 2009. La mitad del número de instituciones se encontraba en proceso de liquidación a finales del mismo.

Así, el patrimonio de las IIC de inversión libre finalizó 2009²⁰ en 830 millones de euros frente a los 1.021 millones de 2008, mientras que el número de partícipes descendió desde los 8.151 hasta los 5.411. El número de instituciones quedó en 41, una más que a finales de 2008, aunque más de la mitad de ellas se encontraba en proceso de liquidación, mediante procedimiento formal o porque hubiera comunicado su intención de hacerlo a la CNMV. Con todo, y a pesar de un cierto comportamiento errático en los datos trimestrales, se percibe una cierta recuperación de este segmento de fondos desde mediados de 2009, tanto en términos de patrimonio como de partícipes.

Por el contrario, las IIC de IL mostraron en el conjunto de 2009 una cierta expansión en términos de su patrimonio, número de partícipes e instituciones. Su rentabilidad fue sustancial en los trimestres centrales del año.

Por su parte, el patrimonio de las IIC de inversión libre finalizó 2009 en 611 millones de euros, lo que supone un crecimiento cercano a los 72 millones de euros respecto de la cifra de 2008 (véase cuadro 16). En concreto, el patrimonio de estas instituciones ha crecido en todos los trimestres de 2009 salvo en el primero. El número de partícipes se incrementó desde los 1.589 hasta los 1.839, en un patrón similar al del patrimonio, y el número de instituciones quedó en 28, cuatro más que en 2008. La rentabilidad agregada de estos fondos fue sustancial en los dos trimestres centrales del año (8,1% en el segundo trimestre y 5,2% en el tercer trimestre) y ligeramente negativa a finales del mismo (-0,13%).

20 Datos de octubre en la fecha de cierre del informe.

En estos momentos, las perspectivas para la industria de inversión libre presentan un grado de incertidumbre relativamente elevado. Como nota positiva destaca la reanudación del proceso de expansión del sector en términos de patrimonio, partícipes e, incluso, de rentabilidades. Sin embargo, el elevado número de instituciones en proceso de liquidación tenderá a reducir el patrimonio del sector con una cierta intensidad en los próximos meses. Con todo, si persiste la normalización de los mercados financieros internacionales y la moderación del volumen de reembolsos solicitados por los partícipes que ya se observa en otras categorías de fondos, es razonable esperar una cierta expansión para este segmento de IIC en el conjunto de 2010.

Sus perspectivas presentan un grado elevado de incertidumbre. El sector podría mostrar una cierta expansión si disminuye la volatilidad de los mercados.

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

CUADRO 16

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	2	31	40	40	40	40	40	41
Partícipes	2	3.950	8.151	8.151	5.646	5.577	5.303	5.411
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.021,3	775,2	709,5	846,8	830,3
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	5	21	24	24	26	26	27	28
Partícipes	21	1.127	1.589	1.589	1.551	1.768	1.778	1.839
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	539,4	451,4	536,9	602,6	611,2
Rentabilidad (%)	n.s.	0,84	-4,82	-3,59	-0,40	8,12	5,21	-0,13

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: octubre de 2009. Rentabilidad mensual trimestralizada.

En el ámbito normativo, cabe hacer mención de los desarrollos acontecidos tras la presentación de una propuesta de directiva por parte de la Comisión Europea en abril de 2009 para regular a las gestoras de vehículos de inversión alternativa. Bajo esta denominación se agrupan diversas modalidades de inversión (*hedge funds*, *private equity*, fondos de *commodities*, fondos inmobiliarios, etc.), canalizadas a través de patrimonios o sociedades cuya propiedad corresponde a un número más o menos amplio de inversores y cuya gestión corre, generalmente, a cargo de profesionales. A diferencia, sin embargo, de la inversión colectiva tradicional, se trata de modalidades de inversión no sujetas a regulación en algunas jurisdicciones y cuya comercialización se concentra, principalmente, entre inversores institucionales y profesionales. Algunos de estos vehículos, como los *hedge funds* o el *private equity*, ya habían suscitado la atención de los reguladores con anterioridad al estallido de la crisis financiera, debido a su impacto potencial sobre el riesgo sistémico canalizado, principalmente, a través del apalancamiento.

En el marco normativo, destaca la propuesta de una directiva por parte de la Comisión Europea en abril de 2009 para regular a las gestoras de vehículos de inversión alternativa...

En línea con las recomendaciones del G-20, la Comisión Europea presentó en abril de 2009 una propuesta de directiva para regular a los gestores de las instituciones de inversión alternativa. La propuesta pretende que, como mínimo, estén sujetas a regulación las actividades de los gestores que administren patrimonios elevados. En este sentido, se establece un umbral mínimo de 100 millones de euros, aunque éste se eleva a 500 en ausencia de apalancamiento y si no se permiten los reembolsos durante un período mínimo de 5 años, como ocurre, por ejemplo, con algunos vehículos de capital-riesgo, por entender que bajo estas condiciones el riesgo sistémico es menos relevante. De acuerdo con las estimaciones de la Comisión, estos umbrales

...que actualmente está siendo tramitada en el Consejo y en el Parlamento Europeo.

permitirían que la directiva cubriese al 30% de las gestoras y al 90% de los activos administrados correspondientes a los *hedge funds* domiciliados en la Unión Europea. La regulación contemplada en la propuesta de la Comisión implica la sujeción de las gestoras a condiciones de autorización y funcionamiento, con el acatamiento de reglas de transparencia y normas de conducta. Actualmente, esta propuesta está siendo tramitada tanto en el seno del Consejo como en el Parlamento Europeo.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Las ESI continúan notablemente afectadas por la crisis. Sus ingresos siguieron cayendo en 2009, aunque con menos intensidad que en 2008.

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa estando fuertemente afectada por la crisis y sus principales líneas de negocio volvieron a generar menos ingresos para estas entidades en 2009. El ritmo de caída de las comisiones percibidas fue, eso sí, menor que el observado en 2008, especialmente en el caso de las agencias de valores, que en 2008 presentaron un ejercicio muy desfavorable. El número de entidades en pérdidas descendió ligeramente desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009, en un marco de caídas sustanciales en sus tasas de rentabilidad. Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas a pesar de la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia, que incrementó los requerimientos de recursos propios de las entidades²¹. A continuación se describen en detalle la evolución de la actividad, la rentabilidad y la solvencia de los diferentes tipos de ESI en 2009.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades de valores cayeron un 29% en 2009. El volumen de comisiones percibidas disminuyó un 17%.

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 359 millones de euros, un 29% menos que en 2008 (véase cuadro 17). En 2008 el resultado antes de impuestos cayó un 33%. Las comisiones totales percibidas por estas entidades ascendieron a 781 millones de euros, un 17% menos que en 2008. Las comisiones más importantes para las sociedades de valores, que son aquéllas que se derivan de la tramitación y la ejecución de órdenes en los mercados, quedaron en 549 millones de euros, un 15% menos que en 2008 (en 2008 cedieron un 17%). Otro tipo de comisiones relevantes mostraron comportamientos divergentes: mientras que las comisiones percibidas por la comercialización de IIC descendieron un 31% (frente al -43% de 2008) hasta los 63 millones de euros, las comisiones por asesoramiento en materia de inversión mostraron un incremento del 9%, hasta los 57 millones de euros, reduciendo así la importancia relativa de otras comisiones tradicionalmente importantes para las sociedades de valores como aquéllas relacionadas con la colocación y el aseguramiento de las emisiones en los mercados primarios de renta variable o fija.

Los gastos de explotación no cayeron al mismo ritmo que los ingresos, mientras que las pérdidas asociadas al deterioro de activos se incrementaron.

El margen bruto obtenido por las sociedades de valores, que se obtiene agregando a las comisiones netas percibidas el resto de comisiones asociadas a otras líneas de negocio (que no forman parte de su negocio más típico) ascendió a 758 millones de euros, lo que supone una caída del 21% respecto al margen de 2008. El menor descenso de los gastos de explotación de estas entidades (un 15%, hasta los 378 millones de euros) respecto al mostrado por el margen bruto y el aumento de las pérdidas asociadas al deterioro de activos, hicieron que el resultado de explotación cediera aún más, un 37%. Finalmente, el incremento de los resultados extraordinarios dejó la caída de los beneficios totales antes de impuestos en el 29% señalado anteriormente.

Por su parte, las **agencias de valores** obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 10,5 millones de euros en 2009 (véase cuadro 17), lo que supone un des-

21 Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI.

censo elevado respecto al año anterior, del 54%, pero sustancialmente inferior al registrado en 2008 (79% con respecto a 2007). Por partidas de ingreso, las comisiones percibidas por estas entidades ascendieron a 144 millones de euros, un 16% menos que en 2008 (la caída de estas comisiones en 2008 alcanzó el 37%). Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes cedieron un 13% (-51% en 2008), los obtenidos por la comercialización de IIC lo hicieron un 23% (-57% en 2008) y los asociados a la gestión de carteras cayeron un 7% (-24% en 2008).

En conjunto, el margen bruto obtenido por estas entidades ascendió a 130,7 millones de euros, un 19% menos que en 2008. A pesar de que los principales ingresos de estas entidades cayeron menos que en 2008, los gastos de explotación no se han ajustado con la misma intensidad a pesar de que también descendieron (un 13%), lo que finalmente ha dado lugar a caídas en el resultado de explotación y en el resultado antes de impuestos superiores al 50%.

El beneficio agregado antes de impuestos de las agencias de valores en 2009 fue un 54% menor que en 2008. Las comisiones percibidas cayeron un 16%...

...pero los gastos de explotación lo hicieron en menor cuantía (13%).

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2009)

CUADRO 17

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-08	dic-09	% var.	dic-08	dic-09	% var.	dic-08	dic-09	% var.
1. Margen de intereses	117.783	163.202	38,6	7.977	2.652	-66,8	1.482	341	-77,0
2. Comisiones netas	674.542	529.792	-21,5	149.874	127.410	-15,0	12.044	10.820	-10,2
2.1. Comisiones percibidas	943.619	781.555	-17,2	172.344	144.373	-16,2	23.877	21.835	-8,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.951	-15,3	62.345	53.988	-13,4	0	0	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	25.726	-39,5	4.847	2.989	-38,3	0	0	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	-23,7	676	509	-24,7	0	0	-
2.1.4. Gestión de carteras	17.306	11.543	-33,3	21.137	19.633	-7,1	20.683	18.549	-10,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	52.276	56.966	9,0	4.130	2.571	-37,7	2.484	2.698	8,6
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	12	10	-16,7	0	0	-	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	19	14	-26,3	10	28	180,0	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	91.167	63.296	-30,6	31.287	23.966	-23,4	66	18	-73,0
2.1.9. Otras	71.103	58.865	-17,2	47.913	40.688	-15,1	644	571	-11,4
2.2. Comisiones satisfechas	269.077	251.763	-6,4	22.470	16.963	-24,5	11.833	11.016	-6,9
3. Resultado de inversiones financieras	792.084	43.855	-94,5	-925	1.709	-	-108	92	-
4. Diferencias de cambio netas	-643.539	22.437	-	20	-265	-	13	5	-58,4
5. Otros productos y cargas de explotación	17.712	-854	-	3.741	-845	-	-432	-389	9,9
MARGEN BRUTO	958.584	758.431	-20,9	160.686	130.661	-18,7	13.000	10.869	-16,4
6. Gastos de explotación	446.356	378.100	-15,3	136.818	118.988	-13,0	11.330	9.142	-19,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	8.572	7.729	-9,8	3.130	2.522	-19,4	512	198	-61,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	69.055	96.855	40,3	415	60	-85,6	0	135	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	434.601	275.747	-36,6	20.323	9.090	-55,3	1.157	1.395	20,5
9. Otras ganancias y pérdidas	68.167	83.343	22,3	2.506	1.438	-42,6	-8	-15	-105,1
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	502.768	359.090	-28,6	22.829	10.529	-53,9	1.150	1.379	19,9
10. Impuesto sobre sociedades	137.481	98.631	-28,3	8.423	5.666	-32,7	385	419	8,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	365.286	260.458	-28,7	14.406	4.862	-66,2	765	961	25,5
11. Resultado de actividades interrumpidas	2.292	0	-100,0	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	367.578	260.458	-29,1	14.406	4.862	-66,2	765	961	25,5

Fuente: CNMV.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera, cuya actividad de prestación de servicios de inversión es la más limitada en el conjunto de ESI, obtuvieron de forma agregada unos beneficios antes de impuestos de 1,4 millones de euros, casi un 20% más que en 2008. El descenso de las comisiones percibidas (-9%) fue algo menos intenso que los de las sociedades o agencias de valores, pero el elemento que las diferencia respecto a las anteriores, y que fundamenta el crecimiento de los beneficios,

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera ascendieron a 1,4 millones de euros, un 20% más que en 2008.

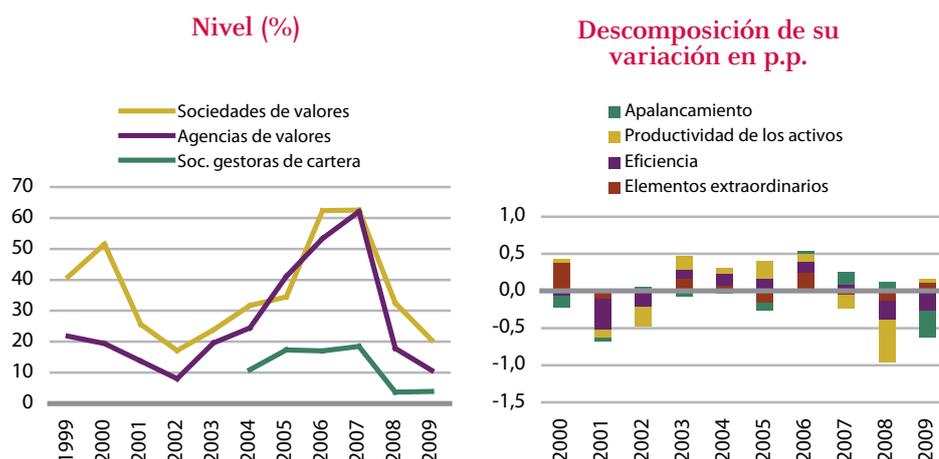
radica en la mayor contención de los gastos de explotación (superior al 19%) y en la reducción de las amortizaciones y dotaciones.

La rentabilidad de las ESI sobre fondos propios cayó desde el 32,5% al 20,5% en el caso de las sociedades de valores y del 17,9% al 10,7% en el de las agencias.

En línea con la moderación de los resultados, la rentabilidad antes de impuestos sobre el patrimonio (ROE) para el conjunto de ESI descendió en 2009, aunque de forma menos intensa que en 2008 (véase gráfico 20). La rentabilidad de las sociedades de valores se redujo desde el 32,5% en 2008 hasta el 20,5% en 2009, mientras que la de las agencias de valores lo hizo desde el 17,9% hasta el 10,7%. Por el contrario, la rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera aumentó ligeramente, desde el 3,7% hasta el 4,0%. La descomposición de la variación de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores muestra diferencias interesantes entre los años 2008 y 2009. Como se observa en el gráfico 20 (panel derecho), la caída de la rentabilidad de las ESI en 2008 estuvo relacionada con la moderación de la productividad de los activos y de la eficiencia junto con elementos extraordinarios de carácter negativo²². Sin embargo, la reducción de la rentabilidad en 2009 (véase gráfico 20, panel derecho) estaría asociada a dos elementos: el descenso del apalancamiento y una cierta pérdida de eficiencia de las entidades, que refleja el incremento de las pérdidas asociadas al deterioro de los activos financieros. Los elementos de carácter extraordinario y la productividad de los activos habrían tenido un impacto ligeramente positivo.

ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

El número de ESI en pérdidas disminuyó ligeramente, desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009. Cuatro de ellas presentaban déficit de recursos propios.

Como muestra el gráfico 21, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos), que creció notablemente entre 2007 y 2008, tendió a estabilizarse a lo largo de 2009 y finalizó el mismo año en 26 (de un total de 109), dos menos que en diciembre de 2008. De las 26 entidades en pérdidas, 14 eran agencias de valores, 10 eran sociedades de valores y dos eran sociedades gestoras de cartera. El volumen agregado de las

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

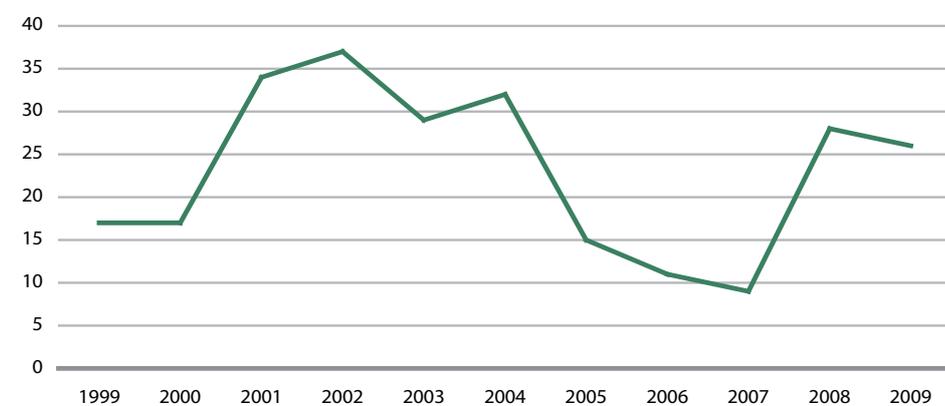
$$ROE = \frac{B \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo.Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo.Explotación}}{\text{M.Bruto}} (2) \times \frac{\text{M.Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

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

pérdidas de estas entidades ascendió a 25,8 millones de euros, lo que supone cerca del 7% del beneficio total agregado antes de impuestos del sector. De estas entidades, cuatro presentaban además déficit de recursos propios.

Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

En cuanto a las condiciones de solvencia del sector, éstas continúan siendo holgadas, si bien se observó un cierto descenso del margen de solvencia agregado de las ESI, que se puede atribuir parcialmente a la nueva normativa de solvencia (Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI), en la medida en que ha dado lugar a un aumento de los recursos propios exigibles como consecuencia de los nuevos requerimientos por riesgo operacional. Al finalizar 2009, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,7 veces superior al volumen de recursos exigidos (4,6 veces en 2008), el de las agencias de valores era 1,5 veces superior a lo exigido (2,1 veces en 2008) y el de las sociedades de cartera se mantuvo estable en 1,5 veces por encima de lo exigido (véase gráfico 22). El número de entidades que finalizó el ejercicio con déficit de recursos propios ascendió a seis (cinco agencias de valores y una sociedad de valores). Las entidades con déficit de solvencia son objeto de un seguimiento específico por parte de la CNMV para que, de acuerdo con lo previsto por la normativa, diseñen planes de viabilidad adecuados para erradicar esta situación lo antes posible.

Finalmente, una agencia de valores²³ publicó un hecho relevante el 5 de marzo en el que comunicó haber presentado solicitud de concurso voluntario y solicitud de intervención de la entidad, por lo que la CNMV acordó la intervención de la misma, así como la suspensión de su actividad, con objeto de garantizar la máxima protección de los inversores²⁴. El concurso de acreedores se declaró el pasado 23 de marzo.

Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas, a pesar de un cierto descenso del margen de solvencia que se puede atribuir parcialmente a la nueva normativa. Al finalizar 2009, seis entidades tenían déficit de recursos propios.

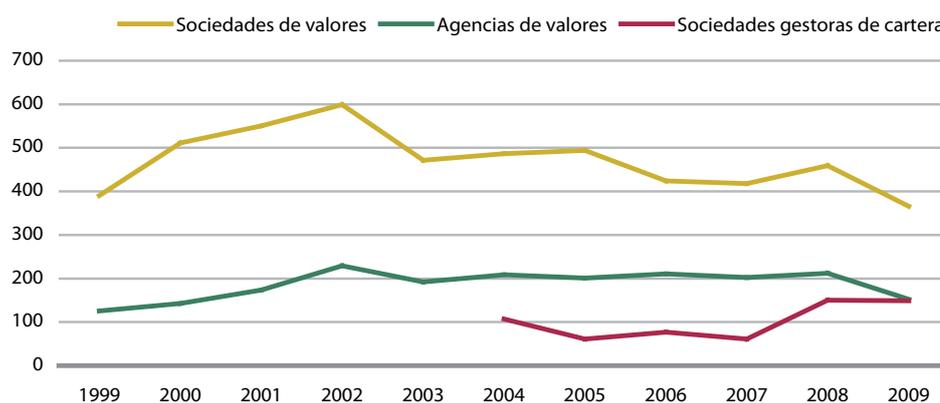
23 Sebroker Bolsa AV.

24 Véase comunicación de la CNMV del 5 de marzo de 2010.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

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



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son algo más favorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la relativa normalización de los mercados financieros y la moderada recuperación de la industria de fondos de inversión.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son algo más favorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la relativa normalización de los mercados financieros producida a lo largo de los últimos meses y la moderada recuperación de la industria de fondos de inversión. En los próximos meses, de consolidarse el crecimiento de la contratación en los mercados de renta variable y una cierta recuperación, aunque leve, de la industria de fondos de inversión, es razonable esperar que continúe la moderación del retroceso de las comisiones percibidas por las ESI y que incluso algunas líneas de negocio retomen una cierta expansión. También, una eventual sustitución de financiación empresarial a favor de instrumentos de renta fija, que ya se percibe en el ámbito internacional (véase gráfico 4), podría jugar a favor de estas entidades. Con todo, continúa la percepción de un cierto exceso de capacidad en el sector, por lo que un proceso de reestructuración del mismo no es descartable.

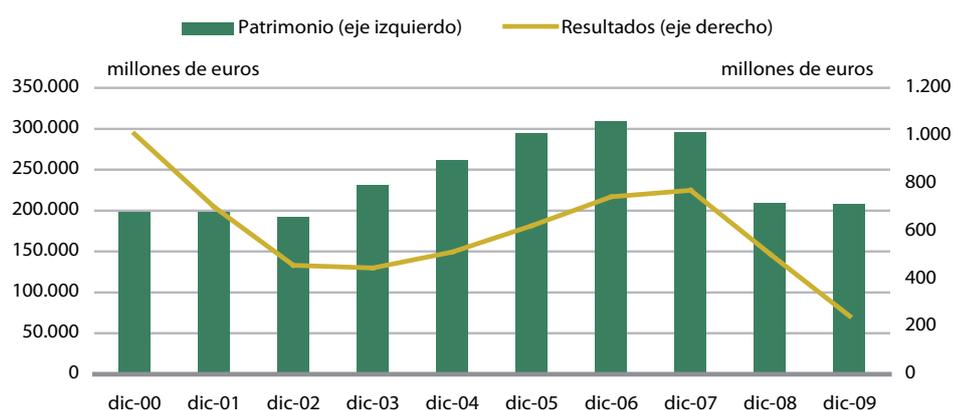
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio conjunto gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió ligeramente en 2009...

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al conjunto de 2009 muestran que el patrimonio conjunto gestionado por estas entidades descendió hasta los 208 mil millones de euros, lo que supone una caída cercana a los mil millones de euros respecto a las cifras de 2008. La caída del patrimonio gestionado fue mucho menor que la experimentada en 2008 (próxima a los 87.000 millones de euros, véase gráfico 23). Así, el importe del patrimonio gestionado por las SGIIC se sitúa a finales de 2009 en valores similares a los existentes al principio de la década.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

En este marco de ligera moderación del patrimonio gestionado se observa una caída sustancial de los resultados agregados de las sociedades, que en el conjunto de 2009 ascendieron a 243 millones de euros, menos de la mitad de lo que obtuvieron en 2008 (véase gráfico 23). Este descenso de los resultados se atribuye parcialmente a la caída en las comisiones de gestión percibidas por las entidades, que pasaron de representar el 1,1% del patrimonio en 2008 al 0,82% en 2009 en promedio (véase cuadro 19).

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 34% en 2008 hasta el 16,6% en 2009, en línea con la moderación de los beneficios de las entidades. De este modo, el freno en el deterioro de la industria de fondos de inversión debería permitir una cierta estabilización en las cuentas de pérdidas y ganancias de las sociedades gestoras y del número de entidades en pérdidas. Este último se redujo desde 34 en diciembre de 2008 hasta 31 en diciembre de 2009, lo que evidencia un esfuerzo de este sector por consolidar una estructura de oferta con una dimensión más acorde a la previsible evolución de la demanda en el medio plazo. En particular, no se puede descartar que en el futuro próximo se acelere el proceso de reestructuración del sector de sociedades gestoras a la vista de la percepción de un cierto exceso de capacidad en el mismo, la posible reestructuración del mapa de entidades de crédito y el aumento de la utilización del pasaporte comunitario a la actividad de gestión de IIC por parte de los grupos extranjeros con presencia en España.

... mientras que sus resultados agregados cayeron por debajo de la mitad de los obtenidos en 2008, debido, fundamentalmente, a la caída de las comisiones percibidas.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 35% en 2008 hasta el 17% en 2009, mientras que el número de entidades en pérdidas se redujo desde 34 hasta 31.

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 18

Importes en millones de euros

Año	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
2009	243,1	16,6

Fuente: CNMV.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2000	198.280	2.869	1,45	63,5
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.020	2.302	1,10	70,8
2009	207.999	1.703	0,82	68,6

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

En 2009 se registraron 19 nuevas entidades de capital riesgo y 13 se dieron de baja.

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), durante 2009 se registraron 19 nuevas entidades de capital riesgo y 13 se dieron de baja. Entre las entidades nuevas, 9 fueron sociedades de capital riesgo, siete fueron fondos y tres sociedades gestoras de ECR. En 2008, el número de ECR registradas en el CNMV aumentó en 55, de las cuales 25 fueron sociedades (SCR), 21 fueron fondos y nueve sociedades gestoras.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2009

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2008	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2009
Entidades	322	19	13	328
Fondos de capital-riesgo	95	7	1	101
Sociedades de capital-riesgo	154	9	10	153
Sociedades gestoras de ECR	73	3	2	74

Fuente: CNMV.

Según los datos de ASCRI, la inversión de las compañías de capital riesgo en España descendió sustancialmente en 2009 (-47%).

Según los datos de la asociación española de capital riesgo (ASCRI), la inversión de las compañías de capital riesgo en España descendió un 46,6% hasta los 1.617 millones de euros en 2009, lo que supone una caída aún mayor que la observada en 2008 (cuando experimentó un retroceso del 31,6%). Los volúmenes actuales de inversión son cercanos a los existentes en 2004. Aún así, según las proyecciones realizadas con datos internacionales²⁵, esta caída sería menos pronunciada que la experimentada en el resto de países. A nivel mundial, la caída en el volumen de inversiones se estima en torno al 74%, mientras en Europa habría sido del 67%.

25 A nivel europeo, la información se extrae del *Quarterly Activity Indicator Trends in Q3 2009*, de la European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), noviembre de 2009. Para la evolución mundial, la información procede del informe *Private Equity 2009* del *International Financial Services London* (IFSL), agosto de 2009. A falta del dato completo de 2009 en ambas fuentes, para calcular las variaciones en ese año de los volúmenes de inversión mundial y europeo se procede a anualizar dichos datos.

En particular, el número de operaciones llevadas a cabo por estas compañías descendió de forma similar en 2009 con respecto a 2008, con unas caídas del 5,2% y el 4%, respectivamente. Por su parte, las desinversiones durante 2009 ascendieron a 860 millones de euros, un 20,9% más que en 2008 (en aquel año descendieron un 55,6% respecto al nivel de 2007). El número de operaciones de desinversión fue de 316, cifra un 8,1% inferior al año anterior (recorte del 11,3% en 2008).

El número de operaciones llevadas a cabo por estas compañías descendió un 5% y las desinversiones lo hicieron un 21%.

A modo de síntesis, las dificultades que atraviesan las entidades financieras están limitando la capacidad de las entidades de capital riesgo para financiar grandes operaciones apalancadas. La caída del volumen invertido se debe a la práctica ausencia de este tipo de operaciones. Respecto al bajo volumen de desinversiones, en un escenario de valoración de las compañías a la baja, las entidades de capital riesgo estarían esperando un mejor momento para vender sus empresas participadas. De hecho, un 46% del volumen desinvertido se debió al reconocimiento de minusvalías, en gran parte motivadas por las dificultades de refinanciación de la deuda en algunas operaciones. En este escenario, los analistas del sector perciben una reactivación del mismo desde finales de año tanto en España como en el resto de Europa. No obstante, advierten que esta incipiente recuperación será lenta en tanto que no mejore la disponibilidad de financiación. Con todo, los volúmenes de inversión en 2010 podrían ser superiores a los 2.000 millones de euros. Las desinversiones, por su parte, podrían animarse gracias a las colocaciones previstas en los mercados de valores en 2010.

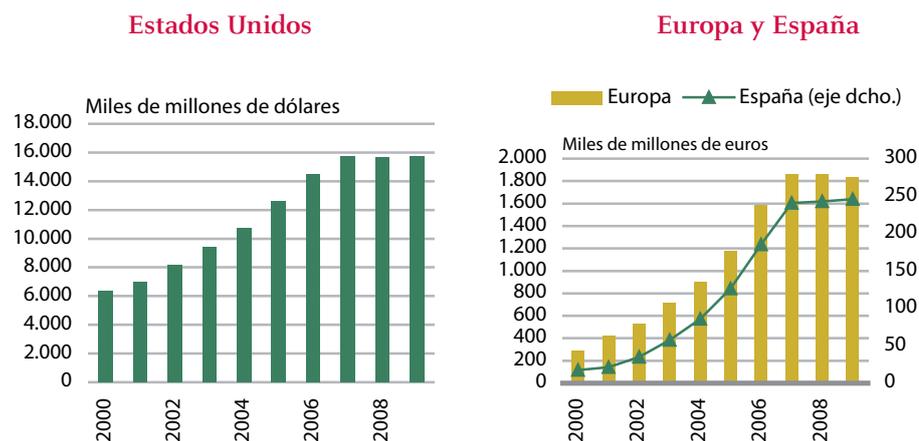
Las dificultades para captar financiación continúan limitando el desarrollo de las actividades relacionadas con el capital riesgo. Las perspectivas para el sector apuntan hacia una cierta reactivación del mismo a finales de año, aunque permanecen muy condicionadas a la disponibilidad de financiación.

5 Mercados de titulización: propuestas recientes para su reactivación

5.1 Introducción

La titulización de activos a gran escala ha supuesto uno de los fenómenos más visibles del intenso proceso de innovación financiera acaecido durante la última década. Esta práctica financiera ha favorecido el extraordinario dinamismo del crédito privado en un buen número de economías avanzadas durante los años previos a la crisis actual, al permitir a los titulares originales de los derechos de crédito expandir su abanico tradicional de canales de financiación. Así, en el periodo comprendido entre 2000 y 2007, el volumen de activos titulizados en Estados Unidos aumentó en un 148%, cifra que alcanza el 534% en Europa y casi el 1.300% en España, como ilustran los paneles del gráfico 24. La importancia de la titulización en España durante el último ciclo expansivo, especialmente la referida a activos hipotecarios, queda patente por el hecho de que España es el segundo país europeo en volumen vivo de titulizaciones, únicamente superado por el Reino Unido, con un valor estimado de activos titulizados (incluyendo titulizaciones de cédulas hipotecarias) equivalente al 24,7% del PIB del año 2009.

La titulización de activos a gran escala ha sido uno de los fenómenos más visibles del intenso proceso de innovación financiera de la última década.



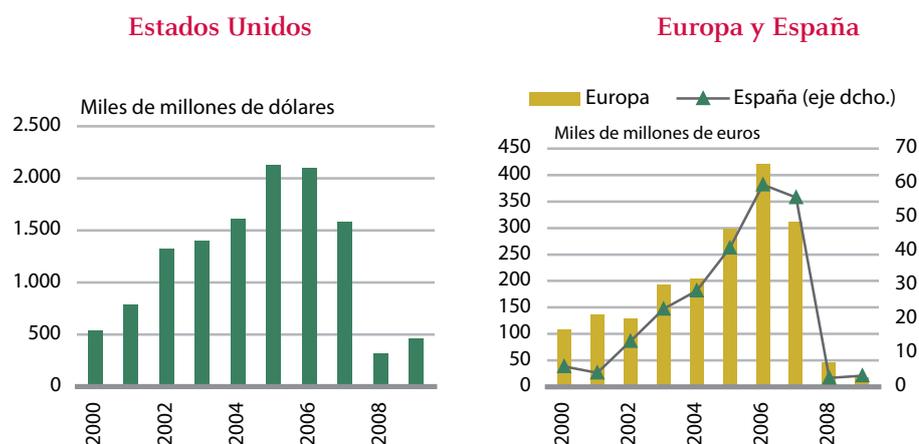
Fuente: Dealogic.

Los problemas de fallidos en el segmento de hipotecas *subprime* en EE.UU. incrementaron sustancialmente la desconfianza de los inversores en estos productos estructurados, hundiendo su demanda.

Los problemas de fallidos registrados en el sector de hipotecas *subprime* en Estados Unidos a partir de la primera mitad de 2007 supusieron, sin embargo, un punto de inflexión en la senda de crecimiento que hasta ese momento había mantenido la titulización de créditos hipotecarios en ese país. Así, a pesar de que inicialmente el volumen de impagos en préstamos *subprime* no era especialmente significativo en relación al tamaño del mercado hipotecario estadounidense, el hecho de que una parte importante de los mismos hubiese sido titulizada (en torno a un 75%) provocó una importante merma en la confianza de los inversores en este tipo de producto estructurado. En cuestión de varios meses, esta desconfianza se extendió, prácticamente, a los activos de titulización de todo el mundo, provocando el hundimiento de la demanda de este tipo de productos por parte de los inversores privados. Como resultado directo de esta retirada abrupta de la confianza inversora, las nuevas emisiones de titulizaciones se han restringido sustancialmente en todas las jurisdicciones, como ilustra el gráfico 25.

Emisiones brutas de titulización

GRÁFICO 25



Fuente: Dealogic.

En este difícil contexto han surgido dudas razonables acerca del futuro de la titulización. De un lado, es innegable que la titulización de activos tiene un elevado potencial como instrumento de mejora en la gestión de los riesgos y la financiación de las entidades de crédito. Por otro lado, la gravedad de los problemas en torno a esta práctica financiera que la crisis ha puesto de manifiesto revela que cualquier oportunidad para su recuperación vendrá determinada por la capacidad de los reguladores y de la propia industria para solucionar los errores del pasado y sentar las bases de un nuevo marco para la titulización más simple, transparente y fiable para los inversores finales.

El objetivo de este epígrafe es, primero, identificar las principales áreas de vulnerabilidad de las que, de manera general, han adolecido las titulaciones en sus años de mayor auge y, segundo, describir algunas de las propuestas planteadas recientemente para favorecer su recuperación. Con este propósito, el capítulo se estructura en torno a cuatro grandes áreas de interés: los problemas de incentivos en las estructuras de titulización (sección 2), el papel central de las agencias de *rating* en la valoración de productos estructurados (sección 3), la necesidad de avanzar en la transparencia, simplificación y estandarización de las titulaciones (sección 4) y el interés en mejorar el funcionamiento de los mercados secundarios (sección 5). Por último, la sección 6 recoge unas breves reflexiones finales.

5.2 Compatibilidad de incentivos en las cadenas de titulización

La elevada longitud y complejidad de la cadena de contratos en una titulización hacen de los productos estructurados un terreno natural para la aparición de conflictos de interés entre las distintas partes intervinientes. Entre estos posibles conflictos, hay dos que, por su relevancia, merecen una atención especial. El primero es el relativo a la posible presencia de intereses contrapuestos dentro de las agencias de *rating*, en su doble papel de calificadores de riesgos y de proveedores de servicios de asesoría, cuya discusión se pospone hasta la siguiente sección. El segundo está relacionado con la posible falta de incentivos del originador del activo crediticio titulado para emplearse con la suficiente diligencia en la evaluación de la calidad crediticia de los activos titulizados.

Este último problema de riesgo moral, que es frecuente en contratos y productos financieros de todo tipo, cobra especial importancia en el ámbito de las titulaciones, dada la dificultad intrínseca a la que se enfrentan los inversores a la hora de evaluar la calidad de estos productos. En particular, el elevado número de créditos individuales que, en ocasiones, se incluyen en un fondo de titulización y la complejidad de las técnicas de estructuración de estos productos suponen una barrera importante para la verificación externa de la calidad real de los activos subyacentes. Esto último, unido a la enorme presión de la demanda de activos de alta calidad crediticia durante el último periodo expansivo, ha podido contribuir de manera sustancial a exacerbar los problemas de incentivos de las entidades de crédito originadoras.

Con el objetivo de lograr una mayor alineación entre los intereses del originador y los de los inversores finales, recientemente se ha promovido la idea de imponer unos requerimientos mínimos obligatorios de retención de los activos titulizados por parte de la entidad originadora. Así, variantes de este planteamiento ya han recibido el respaldo del Grupo de los Veinte (G-20), del Gobierno de EE.UU. y de la Unión Europea (UE).

En este marco, han surgido dudas sobre el futuro de la titulización. Su recuperación vendrá determinada por la capacidad de los reguladores y de la industria para sentar un nuevo marco de desarrollo más simple y transparente para estos productos.

La longitud y complejidad de la cadena de contratos en una titulización favorece la aparición de conflictos de interés entre las partes intervinientes.

Para alinear los intereses del originador y de los inversores finales, recientemente se ha promovido la idea de imponer unos requerimientos mínimos de retención de los activos titulizados por parte del originador.

La idea ha obtenido el respaldo del G-20,

...de la Unión Europea, que modificó la Directiva de Requisitos de Capital en mayo de 2009, y...

...del Gobierno de EE.UU.

Para aumentar la eficacia de esta medida es necesario promover una implementación equilibrada y flexible para adecuar los requerimientos mínimos al perfil de riesgo real de los distintos tipos de titulización.

La complejidad de las titulaciones dio un papel central a las agencias de rating en la valoración de estos productos, que luego fue ampliamente cuestionado.

En el caso del G-20, la declaración de la Cumbre de líderes de Pittsburgh de septiembre de 2009²⁶, en su punto 12, incluye la necesidad de que los originadores o *sponsors* retengan una parte del riesgo, aunque no se proporciona ninguna referencia cuantitativa.

Dentro del ámbito europeo, en mayo de 2009 se aprobó una enmienda a la Directiva de Requisitos de Capital (artículo 122a), que prohíbe a las instituciones de crédito de la UE invertir en titulaciones en las que el originador retiene menos de un 5% del interés económico neto de los activos titulizados. Además, la Directiva establece que el interés económico deberá mantenerse de manera continuada, sin que pueda recurrirse a ninguna forma o mecanismo de mitigación del riesgo de crédito. Está previsto que esta norma entre en vigor a partir de 2011.

Por su parte, el Gobierno de EE.UU. lanzó el pasado año una propuesta²⁷ en el marco de su plan general de reforma financiera que avanza en la misma dirección que la europea, planteándose también una retención mínima del 5%. No obstante, la propuesta estadounidense contiene dos diferencias importantes con respecto a la nueva norma europea. La primera estriba en el hecho de que en la propuesta estadounidense se pretende incidir directamente sobre los originadores, y no sobre las entidades adquirentes de los activos, como en el caso europeo. La segunda diferencia aparece en relación al grado de flexibilidad en la aplicación del coeficiente mínimo de retención, mayor en el caso de la propuesta norteamericana, que permitiría a las autoridades supervisoras ajustar ese coeficiente mínimo, aumentándolo o disminuyéndolo, en determinados casos.

Con todo, el establecimiento de retenciones mínimas obligatorias es una medida que, en su espíritu, va claramente en la dirección adecuada para lograr una mayor sintonía entre los intereses de las distintas partes. Para aumentar su eficacia, no obstante, es necesario promover una implementación equilibrada y lo suficientemente flexible como para adecuar los requerimientos mínimos al perfil de riesgo real de los distintos tipos de titulización. En el caso de la medida europea, además, es preciso inducir requisitos mínimos de retención similares a los previstos en el artículo 122a de la Directiva de Requisitos de Capital a los originadores de titulaciones en los balances de otras entidades distintas de las de crédito, que son el objeto exclusivo de esa Directiva. De otro modo, existe el riesgo de que se generen oportunidades de arbitraje regulatorio que favorezcan artificialmente la acumulación de activos de titulización en las carteras de instituciones no sujetas a requisitos de capital.

5.3 El papel de las agencias de *rating*

La complejidad y, en ocasiones, opacidad de algunas titulaciones han hecho que las agencias de *rating* hayan asumido un papel central en la valoración de estos productos. Por ello, la brusca pérdida de valor generalizada de las titulaciones que tuvo lugar al comienzo de la actual crisis ha planteado una serie de interrogantes acerca de la calidad de las valoraciones de estos productos por parte de estas agencias.

26 G-20 (2009): *Declaración de la Cumbre de Líderes de Pittsburgh*, 24-25 de septiembre de 2009. Disponible en http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf.

27 Departamento del Tesoro de Estados Unidos (2009): *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. Disponible en http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf

En concreto, entre los problemas más relevantes detectados en este ámbito destacan la posibilidad de conflicto de intereses en el doble papel de las agencias de *rating*, como oferentes de servicios de asesoramiento o consultoría a los emisores de titulizaciones, por un lado, y valoradores, por el otro; el riesgo de selección estratégica de las calificaciones por parte de los emisores (*rating shopping*) con el objetivo de lograr la mejor calificación posible; la reducida experiencia en la calificación de titulizaciones, especialmente, aquéllas más complejas para las que no existían registros estadísticos sobre su comportamiento histórico lo suficientemente representativos; y la falta de información relativa a algunos aspectos clave como la metodología de valoración, el significado de las calificaciones o la profundidad y calidad del análisis de riesgos de los activos subyacentes.

Algunos de estos problemas no son completamente nuevos para reguladores y supervisores, y en el pasado reciente ya habían motivado diversas iniciativas basadas en la autorregulación, como es el caso del código de conducta para las agencias de calificación de crédito de IOSCO (2008)²⁸. No obstante, la profunda reflexión abierta a raíz de la crisis ha concluido en la necesidad, ampliamente consensuada, de regular las actividades de las agencias de *rating*. En el contexto europeo, esta necesidad se ha traducido en la reciente publicación del Reglamento 1060/2009, que establece por primera vez un sistema de registro y supervisión de las agencias de *rating*.

En el ámbito de la financiación estructurada, las principales medidas contenidas en el nuevo reglamento europeo incluyen las siguientes:

- Prohibición de recomendaciones sobre la configuración de las titulizaciones que se van a calificar. Esto es, no se permite que las agencias presten a la vez servicios de asesoramiento y de calificación.
- Obligación de informar sobre todas las evaluaciones. Con el objetivo de limitar las prácticas de *rating shopping*, las agencias deberán proporcionar información sobre todas las titulizaciones para las que emitan una calificación preliminar, con independencia de que exista una calificación definitiva.
- Obligaciones relativas a la calificación de activos previamente calificados por otra agencia. Así, de acuerdo a la nueva regulación europea, una agencia no podrá negarse a emitir una calificación de una titulización por el hecho de que una parte de los activos hayan sido calificados anteriormente por otra agencia.
- Requisitos organizativos. Según el nuevo reglamento, la mayoría de los miembros del consejo de las agencias de *rating* deberán tener una experiencia adecuada y un mínimo de dos consejeros deberán ser independientes. En el caso de que la agencia realice calificaciones sobre titulizaciones, se exige, adicionalmente, que al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo tengan extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de titulización.
- Requisitos de información. El nuevo reglamento introduce las siguientes medidas en este ámbito: i) las agencias deben facilitar toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujos de caja empleado en la calificación, junto con una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación, ii) las agencias deben

Entre los problemas más relevantes destacan la posibilidad de conflicto de intereses, derivada de su doble papel de asesores y valoradores.

La reflexión abierta tras la crisis ha resuelto la necesidad de regular las agencias de rating, que, en el ámbito europeo, se ha traducido en la publicación del Reglamento 1060/2009.

28 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008: *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

informar de los métodos y modelos utilizados en las calificaciones, incluyendo la obligación de incorporar simulaciones de escenarios de estrés al establecer las calificaciones, iii) de cara a facilitar la distinción entre los *ratings* de productos estructurados frente a otros activos más tradicionales, se establece la obligación de incluir un símbolo adicional que distinga expresamente las categorías usadas para la calificación de titulaciones, iv) las agencias deben indicar el nivel de análisis efectuado con respecto a los activos subyacentes, debiéndose señalar si se ha efectuado un análisis directo de los activos o si se han basado en el análisis de un tercero, y v) cuando la falta de datos fiables o la complejidad de la estructura de una titulación planteen serias dudas en cuanto a la fiabilidad del análisis de riesgos, la agencia no debe emitir calificación crediticia alguna o debe retirar una calificación crediticia existente.

En general, el Reglamento establece límites a los conflictos de intereses dentro de las agencias, al tiempo que impone requisitos de información más exigentes.

En resumen, esta nueva iniciativa regulatoria establece límites a los conflictos de intereses dentro de las propias agencias, al mismo tiempo que impone requisitos de información mucho más exigentes. Estos dos aspectos –incentivos y transparencia informativa– son fundamentales para que las agencias de *rating* cumplan satisfactoriamente su función primigenia de mitigación de los problemas de información asimétrica entre originadores e inversores. Por tanto, el mayor reto en estos momentos es el de poner en marcha la nueva reglamentación de forma ágil y efectiva.

En cuanto a la responsabilidad supervisora de las agencias de *rating*, el reglamento asigna esta competencia a los supervisores designados por los Estados Miembros, si bien existe acuerdo político para que esta competencia sea asumida por la futura autoridad supervisora europea resultante de la transformación de CESR.

5.4 Medidas para la transparencia, simplificación y estandarización de las titulaciones

Recuperar la pérdida de confianza de los inversores en los mercados de titulación pasa por dotar a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización.

Como se ha subrayado al comienzo de este capítulo, el rápido deterioro de los mercados de titulación a nivel global sólo es explicable en base a una súbita pérdida de confianza por parte de los inversores, la cual es achacable, en gran medida, a la complejidad y falta de transparencia que en muchos casos ha rodeado a la titulación de activos. En este sentido, resulta claro que recuperar la confianza perdida pasará necesariamente por dotar a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización. Así, desde distintos ámbitos, se han planteado en los últimos tiempos varias iniciativas dirigidas a aumentar la transparencia y la simplicidad en las titulaciones, incluyendo las que se describen a continuación.

IOSCO ha emitido un informe que contiene una lista exhaustiva de los principios a seguir en materia de desgloses de información sobre titulaciones.

IOSCO ha emitido en fechas recientes un informe²⁹ que contiene una lista exhaustiva de los principios a seguir en materia de desgloses de información sobre emisiones de titulaciones. En concreto, IOSCO incide sobre algunos aspectos cuya transparencia ha de mejorarse: identidad, situación legal, funciones y responsabilidades de cada uno de los partícipes en la cadena de titulación, así como posibles vínculos entre ellos; experiencia en operaciones de titulación por parte del originador y del administrador de los activos; composición y características de los activos que integran el fondo de titulación y rendimiento individualizado, por tipo de activo (por ejemplo,

29 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2010: *Disclosure Principles for Public Offerings and Listing of Asset-Backed Securities*. El documento que se puso a consulta está disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD296.pdf>.

por cohortes de hipotecas incorporadas al fondo); concentración de riesgos por parte del fondo en un número reducido de deudores finales; estructura de la transacción, incluyendo la estructura de los flujos de fondos, comisiones y gastos, disposición de posibles excedentes, cláusulas y procesos de revocación y terminación del contrato, etc.; mejoras crediticias sobre el fondo; utilización de derivados para alterar el flujo de fondos; naturaleza de los riesgos asumidos por el fondo; tipología de mercados en los que se pretende comercializar el fondo y aspectos fiscales relevantes.

Con el objetivo de favorecer la simplificación de las titulizaciones, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha revisado recientemente los requerimientos exigidos a las re-titulizaciones en el contexto del nuevo marco de capital de Basilea II³⁰. En concreto, tras constatarse que las re-titulizaciones han sido una de las categorías de productos estructurados más complejas y que más deterioro han sufrido a raíz de la crisis, el BCBS ha incrementado sensiblemente las ponderaciones de riesgo de estos activos. Así, Basilea II incorporará una nueva escala de ponderaciones creada ad hoc para estos productos que, en algún caso, conlleva un aumento de dichas ponderaciones superior al cien por ciento de las anteriormente previstas. La aplicación de estos nuevos criterios está prevista a partir de 2011.

Por su parte, el Banco Central Europeo ha lanzado hace unos meses a consulta pública una propuesta para establecer una estructura de recogida y mantenimiento de información muy detallada de los préstamos que forman parte de los fondos de titulización, a nivel individualizado, en el marco del sistema de garantías del Eurosistema. El objeto de esta propuesta es doble. Por un lado, con la misma se pretende facilitar el acceso a información lo suficientemente desagregada por parte de las agencias de *rating* y, en general, de los inversores en este tipo de productos en el mercado europeo. Por otro lado, el BCE persigue de este modo impulsar el establecimiento de un procedimiento estandarizado de recopilación y presentación de la información relativa a fondos de titulización en el área del euro.

A nivel de autoridades supervisoras nacionales, también en el ámbito de la transparencia, la CNMV ha sido pionera en la puesta en marcha de una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulización. Así, en aplicación de la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, desde comienzos de 2010 la CNMV recibe los estados públicos y reservados de los fondos de titulización emitidos en España.

Finalmente, la propia industria está liderando varias iniciativas encaminadas a lograr un mayor nivel de transparencia y estandarización en algunos aspectos clave de las titulizaciones. Éste es el caso del decálogo de propuestas formulado por la Global Joint Initiative (2008), que comprende propuestas concretas, junto con guías para su implementación, en aspectos diversos como la estandarización en la definición y el funcionamiento de las mejoras crediticias, el establecimiento de estándares relativos a las prácticas de *due diligence*, la mejora en las prácticas de valoración y auditoría por parte de terceros, o el establecimiento de programas específicos de formación sobre productos estructurados dirigidos a directivos con responsabilidades de supervisión y vigilancia de estos productos. La iniciativa más ambiciosa procedente de

Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha revisado los requerimientos exigidos a las re-titulizaciones.

El Banco Central Europeo ha puesto a consulta pública una propuesta para establecer una estructura de recogida y mantenimiento de información detallada de los préstamos de los fondos de titulización.

En el ámbito de las autoridades supervisoras nacionales, la CNMV ha sido pionera en lo que se refiere a transparencia, al poner en marcha una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulizaciones.

También, la propia industria está liderando varias iniciativas encaminadas a lograr un mayor nivel de transparencia y estandarización en algunos aspectos clave de las titulizaciones.

30 Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), 2009: *Enhancements to the Basel II Framework*. Disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>.

la industria, hasta el momento, corresponde a la lanzada por el American Securitization Forum (ASF) de EE.UU., que en 2008 puso en marcha el proyecto RESTART (Residential Securitization Transparency and Reporting) con el objetivo de reestablecer la confianza de los inversores en las titulaciones hipotecarias. Este proyecto se divide en seis fases. En julio del 2009 se publicaron las versiones finales de las dos primeras, que se implementarán a lo largo de 2010. Ambas fases están dirigidas a aumentar y reforzar los requisitos de transparencia. En la primera fase se estableció un conjunto de requisitos de información (*disclosure package*) con el doble objetivo de, primero, proveer más información sobre los préstamos titulizados a inversores, agencias de *rating* y otras partes interesadas y, segundo, estandarizar la presentación de los datos de los préstamos y de las transacciones para fomentar su comparabilidad. La segunda fase se centra en el cumplimiento de unos requisitos de actualización mensual de cierta información crítica acerca de los préstamos titulizados (*reporting package*).

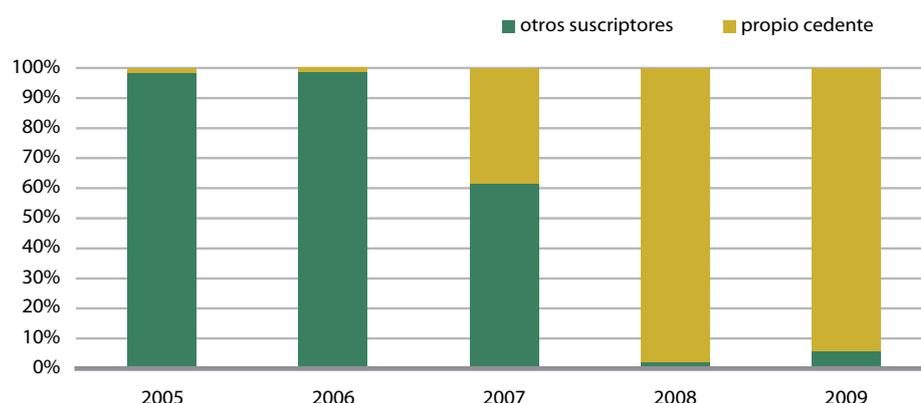
5.5 Propuestas para los mercados secundarios de activos de titulación

Durante la crisis, la negociación de productos estructurados ha caído notablemente, propiciando un descenso notable de la liquidez en los mercados secundarios...

A pesar del elevado grado de liquidez mostrado por los mercados secundarios de productos estructurados antes de la crisis, durante la misma la negociación de este tipo de instrumentos ha caído notablemente. Por ejemplo, según datos recogidos por IOS-CO, la contratación de titulaciones hipotecarias residenciales cayó un 45% durante las primeras fases de la crisis. En el caso español, aunque ha continuado la actividad emisora de titulaciones, la mayor parte de las realizadas a partir de finales de 2008 han sido retenidas por las entidades originadoras y presentadas como colateral en las operaciones de financiación con el Banco Central Europeo (véase gráfico 26). La misma tónica parece también percibirse en el resto de mercados europeos y en EE.UU., donde el Gobierno puso a finales de 2008 un programa extraordinario destinado a facilitar la recuperación de los mercados de titulación, mediante la admisión de activos titulizados como garantía en operaciones de financiación ejecutadas por la Reserva Federal³¹.

Distribución del importe nominal de los bonos de titulación en España por tipo de suscriptor¹

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

¹ Según folleto de emisión registrado en la CNMV.

31 Ashcraft, A.B. y T. Schuermann, 2008: "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York, Staff Report nº 318.

No obstante, es preciso señalar que las causas directas de la abrupta contracción de la liquidez en los mercados secundarios de titulaciones, que ha impedido a muchos inversores encontrar contrapartida durante la crisis, han tenido más que ver con la desconfianza sobre la calidad de los activos subyacentes de los productos estructurados que con posibles fallos en el funcionamiento del mercado. Además, al problema de desconfianza generalizada sobrevenido durante la crisis hay que añadirle la estrechez de los márgenes en el mercado primario, sintomática de una inadecuada valoración del riesgo en el momento de emisión de estos productos. Este último factor ha provocado que ampliaciones de los *spreads* exigidos impliquen precios en el mercado secundario muy por debajo de la par.

En este contexto, se han planteado recientemente iniciativas internacionales con el objetivo de examinar posibles mecanismos de mejora de la liquidez y eficiencia en estos mercados. Entre ellas cabe destacar las consultas e informes desarrollados por CESR e IOSCO, que se han centrado en la posibilidad de establecer regímenes de transparencia posterior a la negociación (post-transparencia), es decir, la publicación de datos relativos al volumen y precio negociados.

Así, CESR, en un informe reciente³² sobre el nivel de transparencia en los mercados de derivados de crédito y titulaciones, ha concluido que la falta de post-transparencia no es una razón central para explicar la iliquidez actual de mercados de titulaciones, aunque subraya que la post-transparencia juega un papel importante en el funcionamiento del mercado, en la medida en que favorece una correcta valoración de estos productos. La implementación de medidas dirigidas a mejorar la post-transparencia, no obstante, ha de llevarse a cabo, según CESR, de forma equilibrada, para evitar posibles efectos negativos sobre el grado de liquidez. Finalmente, CESR recomienda en su informe la implementación de forma escalonada de un régimen post-transparencia armonizado a nivel europeo para los instrumentos de titulación que se consideren homogéneos.

Por su lado, IOSCO ha llegado a conclusiones similares en términos de la importancia relativa de la post-transparencia en los mercados de titulación³³. Así, aunque IOSCO admite que la falta de información sobre las transacciones en estos mercados no puede considerarse una causa de primer orden de su iliquidez actual, sí señala que esta última circunstancia evidencia la ausencia de información precisa para la correcta valoración de los productos estructurados. A partir de una consulta a los participantes del mercado, IOSCO ha analizado los principales beneficios e inconvenientes de un régimen obligatorio de post-transparencia. Entre los primeros se cita la reducción de las asimetrías de información entre participantes en el mercado, la mejora del proceso de formación de precios y la provisión de información útil para los inversores a la hora de valorar sus carteras. Entre los posibles inconvenientes, se señala que la complejidad, la falta de homogeneidad y la propia naturaleza ilíquida de muchos de los instrumentos de titulación podrían reducir la comparabilidad de sus precios. Además, como en otros muchos ámbitos, la publicación de más información post-negociación puede ejercer un efecto negativo sobre los incentivos de los

...que ha tenido más que ver con la desconfianza de los agentes en estos productos que con posibles fallos en el funcionamiento del mercado.

En este contexto se han planteado iniciativas internacionales con el objetivo de examinar mecanismos de mejora de la liquidez y la eficiencia en estos mercados.

CESR ha subrayado la importancia de la post-transparencia en el funcionamiento del mercado, pero indica que las medidas en este ámbito se deben realizar de forma equilibrada para evitar efectos negativos sobre el grado de liquidez del mercado.

IOSCO ha llegado a conclusiones similares.

32 Committee of European Securities Regulators (2009): "Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets". Disponible en <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5798>.

33 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2009: *Transparency of Structured Finance Products*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf>.

participantes en el mercado, en la medida que éstos se vean forzados a revelar datos con contenido informativo acerca de sus posiciones y estrategias.

Con todo, parece claro que un aumento en los requisitos de post-transparencia supone un paso en la dirección correcta.

Con todo, parece claro que un aumento en los requisitos de post-transparencia, especialmente en estos momentos de elevada incertidumbre y desconfianza, supone un paso en la dirección correcta. Cualquier medida en este ámbito deberá tener en cuenta los elementos idiosincrásicos presentes en los distintos mercados secundarios de titulización, y de forma singular los siguientes: el grado de liquidez o volumen negociado para cada tipo de instrumento, el volumen emitido originalmente en las emisiones, el tipo de colocación pública o privada, el tamaño de la base de inversores, el grado de homogeneización de los valores, el coste de implantación del régimen de post-transparencia y la conveniencia de introducir grados de flexibilidad en los requerimientos de información (por ejemplo, demoras en la publicación de datos, publicación de datos agregados frente a datos por operación, utilización de volúmenes de negociación mínimos exentos de publicación para proteger el anonimato de los participantes, etc.)

Como complemento a lo anterior, se deben considerar medidas para alcanzar un grado mayor de homogeneización en las condiciones de negociación de estos activos.

Finalmente, como complemento natural a una eventual redefinición de los requisitos de post-transparencia en estos mercados, es necesario considerar posibles medidas adicionales para alcanzar un mayor grado de homogeneización en las condiciones de negociación de estos activos, incluyendo la posibilidad de acordar un régimen común (o razonablemente similar) a nivel de los principales mercados regulados.

5.6 Reflexiones finales

Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los mercados de titulización.

Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los maltrechos mercados de titulización. La vuelta a las prácticas vigentes en estos mercados antes de la crisis actual no parece posible, por la mayor cautela que, previsiblemente, emplearán los inversores en el futuro, ni deseable, en vista de los numerosos fallos detectados en torno a esta práctica financiera. En este artículo se han señalado los problemas que, en este contexto, la crisis ha revelado como de mayor gravedad y se han descrito las principales medidas que se han planteado recientemente para solventarlos. Entre los primeros, se han enfatizado los conflictos de intereses entre las distintas partes involucradas en una titulización, la falta de robustez en las valoraciones y los problemas de incentivos de las agencias de *rating*, el déficit de transparencia, simplicidad y estandarización de buena parte de los activos de titulización y la falta de información post-negociación en los mercados secundarios.

El éxito de este esfuerzo dependerá del equilibrio entre nuevos elementos regulatorios y nuevas prácticas por parte de la industria.

El objetivo del proceso en curso de búsqueda de soluciones para los anteriores problemas es claro: impulsar la recuperación sostenible de los mercados de titulización, bajo la hipótesis de que, a pesar de los excesos del pasado reciente, todavía existe margen para seguir desarrollando esta tecnología financiera, que reviste un enorme potencial como instrumento de financiación bancaria y de redistribución de riesgos a nivel agregado. Cualquier iniciativa exitosa en este ámbito requerirá, con toda seguridad, una combinación equilibrada de nuevos elementos regulatorios y de nuevas prácticas, más responsables, por parte de la industria.