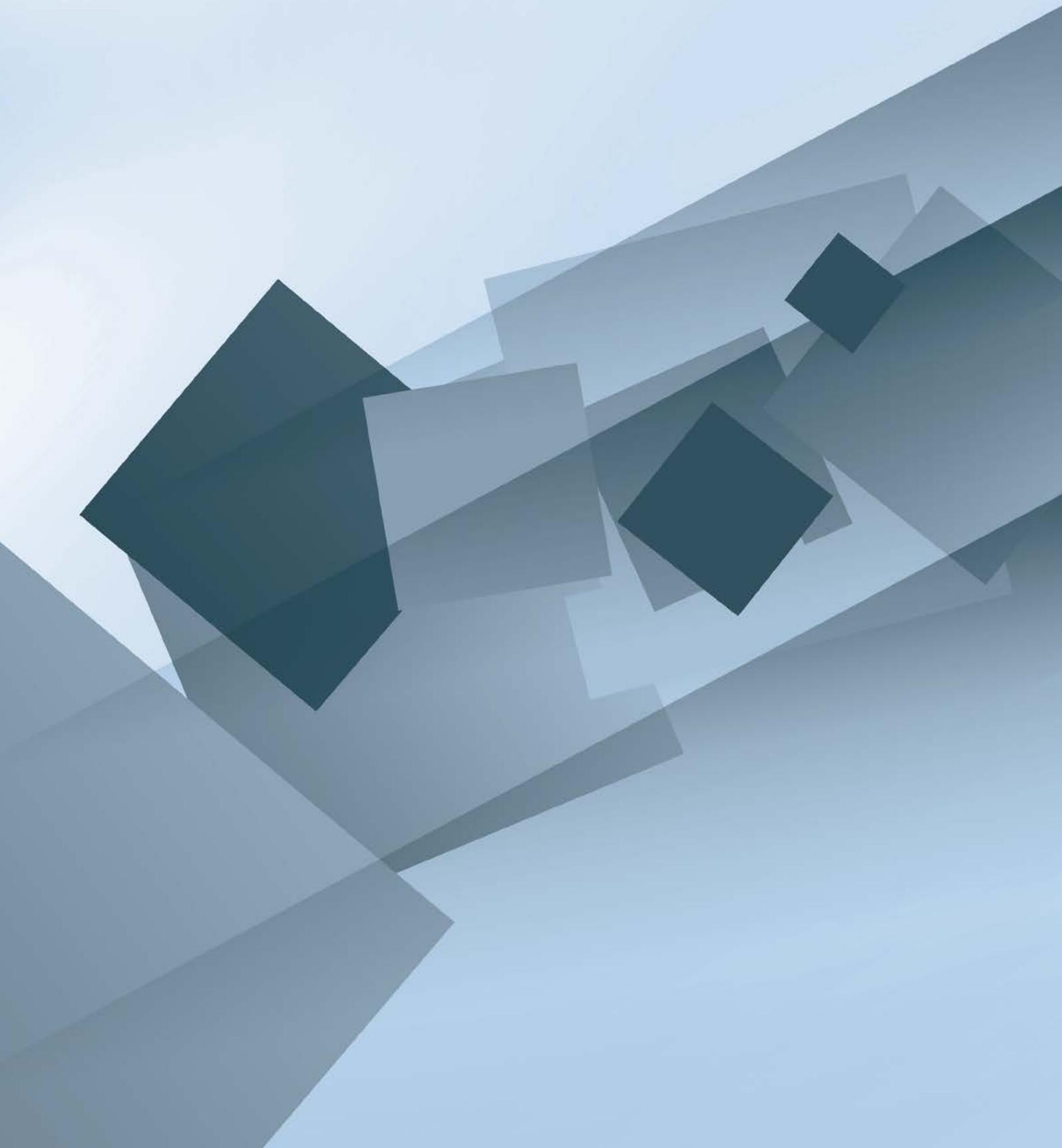




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2018



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2018**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	69
	La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales	71
	Eudald Canadell Casanova y María Isabel Cambón Murcia	
	Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles	85
	María Isabel Cambón Murcia	
III	Anexo legislativo	115
IV	Anexo estadístico	127

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Difference
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DC	Defensor del cliente
DCV	Depositarios centrales de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DSP	Derecho de suscripción preferente
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation

ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital riesgo
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINTECH	Tecnología financiera / Financial Technology
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
INFO Network	International Network of Financial Services Ombudsman Schemes
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation

MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
MTS	Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PUI	Préstamo de Última Instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROC	Regulatory Oversight Committee
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious transaction and order report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa interna de retorno

TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV
VTD	Valor teórico del derecho

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	27
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	36
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	50
4.1	Vehículos de inversión	50
4.2	Empresas de servicios de inversión	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	65

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Medidas de intervención de productos CFD y opciones binarias	31
Recuadro 2:	La práctica del <i>closet indexing</i> y medidas para el refuerzo de la transparencia sobre el tipo de gestión realizada	57
Recuadro 3:	Encuesta de Competencias Financieras	62

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional ha estado marcado recientemente por el incremento de las tensiones relacionadas con una posible guerra comercial y por la incertidumbre observada en algunas economías avanzadas (Italia) y emergentes (Turquía o Argentina). Por el momento, el avance de la actividad sigue siendo más elevado en Estados Unidos, mientras que en Europa se observa una cierta desaceleración. En este contexto, la Reserva Federal ha decidido incrementar tres veces este año los tipos de interés —no se descarta una cuarta a finales de año—, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) está en la fase de reducir el volumen del programa de compras de activos y ha indicado que los tipos de interés permanecerán en los niveles presentes al menos hasta el verano de 2019. Las consecuencias que puedan derivarse del incremento de las tensiones comerciales, la posibilidad de que el *brexit* se acabe produciendo de una manera más dura ante la falta de acuerdo, la inestabilidad aún presente en varias economías y la repercusión del giro de la política monetaria en las economías avanzadas son los factores de riesgo más importantes para este escenario económico internacional.
- Los mercados financieros internacionales de renta variable¹, que habían experimentado pérdidas notables en el primer trimestre del año como consecuencia de la volatilidad mostrada por las bolsas estadounidenses en febrero, se han enfrentado después a los temores a una guerra comercial. Estos temores no parecen haber afectado de forma sustancial a los índices estadounidenses, que presentan los avances más cuantiosos en el año, pues las ganancias del segundo y tercer trimestre compensaron ampliamente las primeras pérdidas. La revalorización de estos índices se ha situado entre el 7% y el 16,6%, sostenida por los buenos datos de actividad. En Europa, por el contrario, aunque en los trimestres centrales del año los índices experimentaron avances generalizados, en la mayoría de los casos no fueron suficientes para compensar los retrocesos del primer trimestre, y a las incertidumbres relacionadas con la posible guerra comercial se unieron otras (Italia, *brexit*, Turquía, etc.). En los mercados de acciones emergentes destaca el fuerte retroceso en el año del índice chino Shanghai Composite (-14,7%).
- En los mercados internacionales de deuda también se observan dos periodos relativamente diferenciados en el año. Así, en los primeros meses las rentabilidades a largo plazo presentaban aumentos en las economías avanzadas más importantes ante la perspectiva de que el giro de la política monetaria fuera

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones específicas como, por ejemplo, la previsiones de crecimiento del PIB del FMI, publicadas a principios de octubre.

más rápido e intenso, mientras que en algunas economías de la periferia de Europa —España entre ellas— las rentabilidades mostraban descensos motivados por las mejoras recibidas en sus calificaciones crediticias. Esta situación se invirtió en mayo, cuando la incertidumbre política en Italia dio lugar a un aumento significativo de su prima de riesgo y un leve contagio a otros países europeos como España o Portugal. En este contexto, los bonos de las economías europeas percibidas como más sólidas volvieron a convertirse en activo refugio y sus rentabilidades descendieron. Como consecuencia de esta situación, se han producido incrementos sustanciales de los tipos de interés a largo plazo en el conjunto de 2018 en Estados Unidos, el Reino Unido e Italia, mientras que en Alemania y Francia han experimentado pocos cambios, y en España y Portugal se han reducido ligeramente.

- El entorno macroeconómico nacional siguió siendo favorable en el primer semestre de 2018, aunque se observó una ligera desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo. Así, el PIB aumentó un 2,5% en el segundo trimestre, 3 décimas menos que en el trimestre anterior y 6 por debajo de la media de 2017. Con todo, la economía española mantiene un diferencial con la zona del euro de alrededor de medio punto porcentual. Por su parte, la inflación se ha incrementado en los meses centrales del año hasta tasas superiores al 2% por el repunte de la tasa energética. Las previsiones de las principales instituciones indican que la desaceleración del crecimiento continuará al menos hasta 2020, existiendo varios riesgos a la baja, algunos de los cuales —los temores a una guerra comercial, la inestabilidad política en Italia, las consecuencias del encarecimiento del petróleo o la exposición a determinadas economías emergentes— son comunes a otras economías europeas.
- La evolución del sector bancario sigue determinada por elementos de distinto signo. El entorno de tipos de interés reducido impide mejoras en el margen de intereses y, por tanto, aumentos sustanciales de la rentabilidad. Sin embargo, el buen estado de la economía continúa permitiendo disminuciones en la ratio de morosidad del sector. Recientemente, algunas entidades han experimentado descensos en sus cotizaciones como consecuencia de las incertidumbres presentes en Italia y en algunas economías emergentes a las que tienen elevada exposición y, en menor medida, a las dudas que se generaron en torno a la posibilidad —más tarde descartada— de la creación de un impuesto específico sobre la actividad de las entidades bancarias. De cara al futuro, la mejora de la ratio de eficiencia de los bancos españoles y el previsible giro de la política monetaria del BCE son elementos positivos para estas entidades.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés —que había repuntado en febrero hasta un nivel de 0,27 (muy cerca de la zona delimitada como estrés medio)— descendió en las semanas posteriores hasta valores mínimos anuales de 0,15. En los meses centrales del año el episodio de incertidumbre política en Italia y los temores a una guerra comercial provocaron un leve aumento en el indicador, pero este se mantiene en niveles compatibles con un estrés reducido². Por segmentos, los niveles de estrés más elevado se

2 El último dato, con información hasta el 28 de septiembre, es de 0,18.

observan en el de bonos y en el de intermediarios financieros (fundamentalmente bancos).

- El mercado de renta variable nacional —cuyas cotizaciones habían experimentado retrocesos destacables en los primeros meses— detuvo los descensos a mediados de año para volver a caer en el tercer trimestre. El mercado español se ha visto afectado de forma significativa por algunas de las incertidumbres comentadas anteriormente debido a la elevada exposición de algunas compañías que tienen activos de deuda italiana o intereses en países emergentes con dificultades. Todo lo anterior, teniendo en cuenta el marco de leve desaceleración de la actividad, ha motivado que el Ibex 35 haya descendido un 6,5% en lo que va de año, un registro peor que el de la mayoría de índices europeos de referencia. La volatilidad del mercado ha repuntado en momentos puntuales pero, en general, se ha mantenido en niveles muy reducidos y la liquidez también ha permanecido en niveles satisfactorios. Los volúmenes de contratación acumulados en 2018 presentan un leve ascenso (1,4%), con un mantenimiento de la disminución de la negociación en el mercado español (-6,4%) y el avance en las plataformas exteriores (18%) —que ya concentran cerca del 40% de la contratación total de los valores españoles
- Los mercados de renta fija nacionales, al igual que los europeos, han estado condicionados por diversas circunstancias económicas y políticas. Entre ellas, destacan las divergencias en los tonos de las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico y la incertidumbre relacionada con las finanzas públicas italianas, que en mayo dio lugar a un cierto contagio sobre la prima de riesgo de la deuda española. En el plano doméstico, la mejora del *rating* del bono soberano en los primeros compases del ejercicio también influyó de forma notable en las rentabilidades de los tramos largos de la curva de tipos. En el conjunto de 2018 los tipos de interés a corto plazo han mostrado aumentos muy leves y se mantienen muy cerca de mínimos históricos. En los plazos largos, la mejora de la calificación crediticia dio lugar a un descenso sustancial de las rentabilidades en los primeros meses de 2018 y después, con el aumento de las incertidumbres, se observaron alzas que no anularon totalmente los primeros descensos. La prima de riesgo mostró en mayo un máximo anual de 134 puntos básicos (p.b.) por las incertidumbres en Italia pero posteriormente se ha mantenido —con ciertos altibajos— en valores muy cercanos a los 100 p.b.
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles aumentó un 3,2% en el primer semestre del año, hasta situarse en 273.774 millones de euros, una cifra cercana a la existente justo antes del inicio de la crisis financiera. Este incremento se debió fundamentalmente a las suscripciones netas de los partícipes, que sobrepasaron los 10.000 millones de euros y que mostraron una preferencia clara por las categorías de fondos de mayor riesgo, sobre todo por los fondos globales. En este contexto, las sociedades gestoras de IIC experimentaron un incremento de sus beneficios del 36,5%, hasta los 491 millones de euros, como consecuencia del aumento de las comisiones (netas) percibidas. La expansión del sector no se está produciendo de forma homogénea entre las entidades, pues el número de sociedades en pérdidas se incrementó en 4 en el primer semestre del año hasta un total de 23.

- El negocio de las sociedades y agencias de valores, que había mejorado levemente en 2017, volvió a experimentar en el primer semestre de 2018 una contracción como consecuencia de la disminución de las comisiones más importantes de estas entidades (tramitación y ejecución de órdenes, gestión de cartera y comercialización de IIC). En particular, el beneficio agregado antes de impuestos cayó un 34,4% entre enero y junio, hasta los 138,2 millones de euros (en términos anualizados). El descenso de los beneficios repercutió negativamente en la rentabilidad de estas entidades, que pasó del 18,4% al 11,8%, y en el número de entidades en pérdidas, que aumentó de 20 a 34. Las condiciones de solvencia se mantienen, eso sí, en niveles satisfactorios en términos relativos.
- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero de ellos describe las medidas de intervención adoptadas en los meses centrales del año por ESMA en relación con la comercialización a inversores minoristas de CFD y opciones binarias. La CNMV se muestra de acuerdo con estas medidas que, además, son coherentes con el contenido de la nueva Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.
 - El segundo aborda la práctica conocida como *closet indexing*, por la cual algunos fondos de inversión se presentan como fondos de gestión activa y establecen comisiones propias de esta actividad, a pesar de que su gestión es muy cercana al seguimiento de un índice. En este sentido, tras las recomendaciones de ESMA y las mejores prácticas de otros países, la CNMV ha considerado necesario que mejore la información aportada a los inversores.
 - El último recuadro detalla las características de la Encuesta de Competencias Financieras realizada dentro del marco del Plan de Educación Financiera junto con el Banco de España y da cuenta de algunos de sus resultados. Una de las aportaciones de esta encuesta radica en la posibilidad de identificar colectivos concretos de la población sobre los cuales orientar las prioridades del próximo Plan de Educación Financiera.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

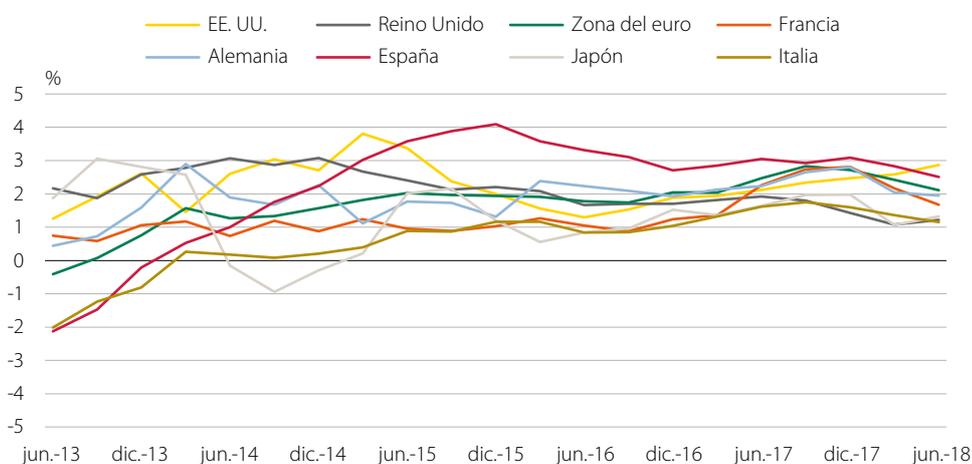
En el primer semestre del año, el crecimiento económico siguió siendo elevado en EE. UU., mientras que en Europa se observó una ligera desaceleración.

El crecimiento económico mundial mostró un patrón algo heterogéneo en el primer semestre del año, pues el PIB de Estados Unidos siguió creciendo a tasas muy elevadas (0,5% y 1% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente), mientras que en Europa se observó una cierta desaceleración. En el conjunto de las economías europeas, destacó el mayor dinamismo de la actividad en España y Alemania, con aumentos del 0,6% y el 0,5% respectivamente en el segundo trimestre (0,6% y 0,4% en el trimestre anterior), mientras que en Francia el avance fue menos sólido y se situó en el 0,2% en los dos primeros trimestres, registros notablemente inferiores a los observados en 2017 (0,7% de media). En Italia, el PIB también mostró una

variación del 0,2% en el segundo trimestre. Por su parte, en el Reino Unido y en Japón las tasas de crecimiento del segundo trimestre fueron mejores que las del primero, al pasar del 0,1% al 0,4% en el primer caso y del -0,2% al 0,7% en el segundo.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



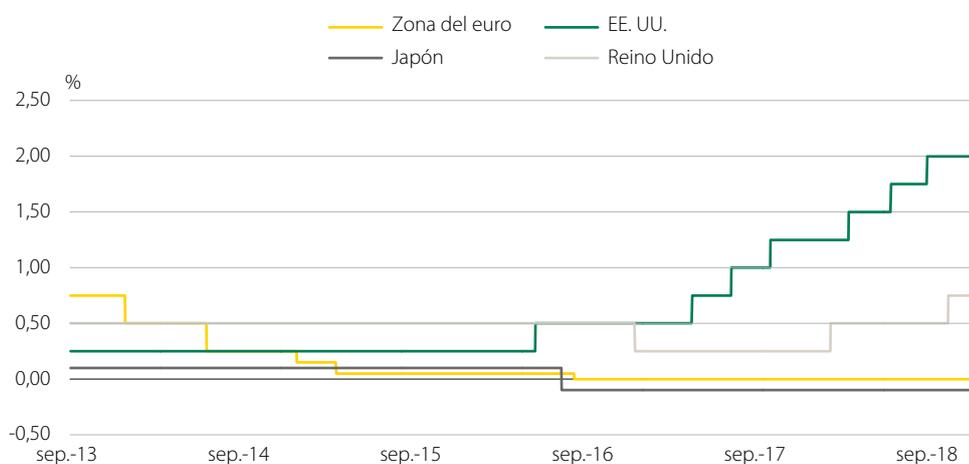
Fuente: Thomson Datastream.

En su reunión de septiembre, el BCE decidió mantener el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25%, respectivamente, y reiteró su expectativa de que estos permanezcan inalterados hasta el verano de 2019. Asimismo, se anticipó el fin del programa de compras de activos a partir de diciembre de este año, programa que tendrá un volumen mensual de 15.000 millones de euros en el último trimestre del ejercicio. No obstante, se remarcó que sus decisiones estarán sujetas a la evolución de los datos de inflación. Por su parte, la Reserva Federal —que había realizado dos subidas de tipos en marzo y junio— volvió a incrementar los tipos en su reunión de septiembre. Según las previsiones publicadas por la institución estadounidense, es probable que este año se produzca un aumento adicional en el tipo de interés, que actualmente se sitúa en la horquilla del 2%-2,25%.

El BCE terminará su programa de compras en diciembre, pero no espera cambios en el tipo oficial hasta verano de 2019. Por el contrario, la Reserva Federal ha realizado tres subidas de tipos este año y puede que decida alguna más en el último trimestre...

Tipos de interés oficiales a corto plazo

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 28 de septiembre.

... mientras que el Banco de Inglaterra subió el tipo de interés oficial al 0,75% en agosto.

El Banco de Inglaterra, que en agosto subió el tipo de interés oficial del 0,5% al 0,75%, decidió en su reunión de septiembre mantener inalterados tanto los tipos de interés como el volumen de su programa de compras de activos. La tasa de inflación ha continuado descendiendo paulatinamente y en julio se situó en el 2,5%.

Los tipos de interés a corto plazo tuvieron una evolución heterogénea en las economías avanzadas. Así, mientras que en EE. UU. los tipos registraron incrementos sustanciales, en la zona del euro apenas mostraron cambios.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante 2018 ha mostrado una gran heterogeneidad entre las distintas economías avanzadas, estando determinada por las decisiones de política monetaria mencionadas en párrafos anteriores. Así, en Estados Unidos los tipos a 3 y 12 meses han mostrado incrementos sustanciales y se han situado en el 2,40% y el 2,92% respectivamente a mediados de septiembre (70 p.b. y 81 p.b. más que a finales de 2017). El aumento de los tipos a corto plazo ha sido menos pronunciado en el Reino Unido, donde la rentabilidad ha crecido cerca de 30 p.b. en ambos plazos, hasta el 0,80% para el tipo a 3 meses y el 1,06% para el tipo a 12 meses. En la zona del euro las dos referencias se han mantenido inalteradas en el -0,32% (a 3 meses) y -0,16% (a 12 meses), en línea con la expectativa de que el BCE no suba los tipos de interés hasta pasado el verano de 2019.

En el primer cuatrimestre, los tipos a largo plazo aumentaron en la mayoría de las economías avanzadas, a excepción de los países periféricos de la zona del euro, que obtuvieron mejoras en sus ratings...

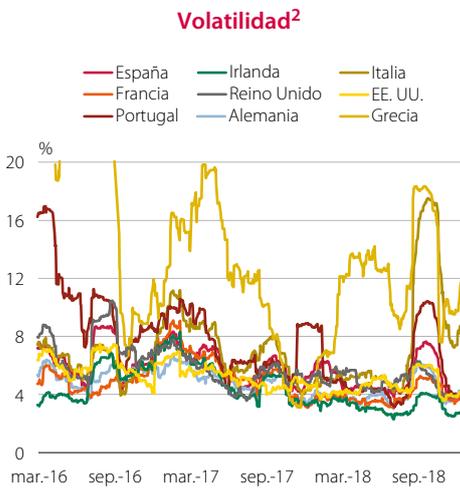
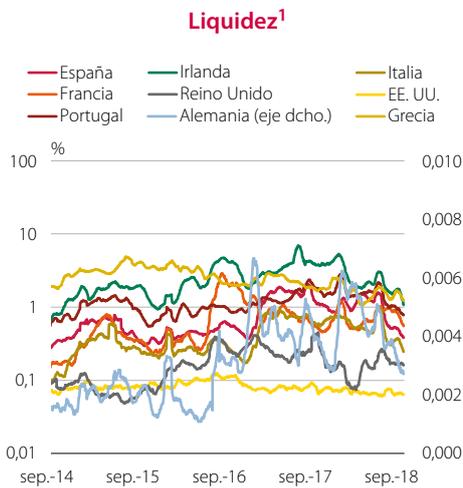
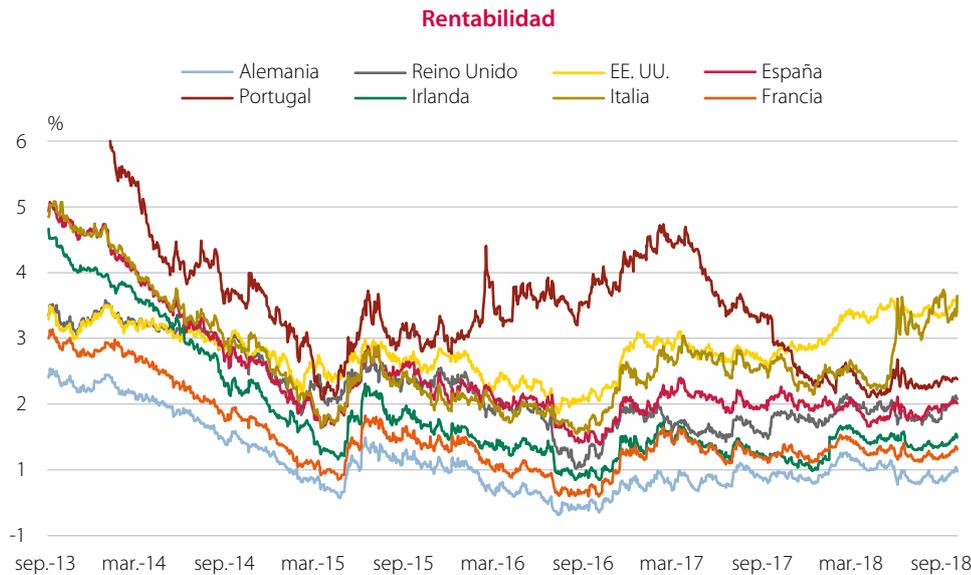
La evolución de los tipos a largo plazo también ha sido heterogénea entre las distintas economías avanzadas durante 2018. Entre enero y abril la mayoría de los países registraron aumentos en la rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años debido a una mejora en las perspectivas macroeconómicas y una revisión al alza de las expectativas de inflación, en particular en Estados Unidos. Los países periféricos de la zona del euro fueron la excepción a esta subida generalizada de rentabilidades a causa de sus mejoras en las calificaciones crediticias otorgadas por diferentes agencias de *rating*.

... sin embargo, la rentabilidad de la deuda pública en esas economías aumentó en los meses centrales del año a raíz de la incertidumbre política generada en Italia.

A partir de mayo, sin embargo, este patrón se invirtió y los bonos soberanos de los países periféricos registraron aumentos a raíz de la incertidumbre política generada en Italia. El incremento de mayor magnitud se produjo en ese país (136 p.b. entre mayo y septiembre) y se contagió parcialmente a Portugal y España, donde se observaron aumentos de 22 p.b. y 23 p.b., respectivamente. En cambio, los tipos de la deuda pública de otros países de la zona del euro que habitualmente actúan como activos refugio disminuyeron en ese mismo periodo (-9 p.b. en Alemania y -12 p.b. en Holanda).

En lo que va de año, en Italia, EE. UU. y el Reino Unido se observan aumentos notables en las rentabilidades de la deuda a largo plazo, mientras que en Alemania y Francia apenas varían.

De este modo, el aumento más sustancial en lo que va de año se ha producido en Italia, donde la rentabilidad de la deuda pública a 10 años ha alcanzado el 3,14%, 115 p.b. más que a finales de 2017. En línea con este aumento de rentabilidad, la volatilidad del bono soberano italiano se ha situado en niveles elevados en los últimos meses, llegando a superar el 17% en junio y julio (véase gráfico 3). Las rentabilidades también han registrado incrementos notables en Estados Unidos y el Reino Unido: 65 p.b. en el primer país, hasta el 3,06%, y 39 p.b. en el segundo, hasta el 1,57%. Por su parte, los tipos de interés de los bonos soberanos en Francia y Alemania, que a finales de septiembre se situaron en el 0,81% y el 0,47% respectivamente, han mostrado un balance neutral y apenas han experimentado cambios durante 2018. Finalmente, se han observado descensos de 6 p.b. tanto en España como en Portugal, hasta el 1,51% y el 1,88%, respectivamente.



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 28 de septiembre.

- 1 Promedio de un mes del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán, se representa el promedio de un mes del diferencial de compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

Las primas de riesgo de crédito soberano de la mayoría de las economías avanzadas (evaluadas mediante los CDS a 5 años de los instrumentos de deuda pública) se mantuvieron estables durante 2018, con la excepción de Italia con un aumento de 127 p.b. En el primer cuatrimestre se observaron descensos generalizados —en especial en los países periféricos de la zona del euro— como consecuencia de las mejoras en las calificaciones crediticias mencionadas previamente (-18 p.b. en España, -28 p.b. en Italia y -31 p.b. en Portugal), si bien en los meses centrales del año la prima de riesgo de estas economías aumentó ante la incertidumbre política generada en Italia (156 p.b. en ese país, 29 p.b. en España y 26 p.b. en Portugal). El resto de economías también registró aumentos entre mayo y septiembre aunque más contenidos, salvo Alemania (0 p.b.) y Estados Unidos (-3 p.b.).

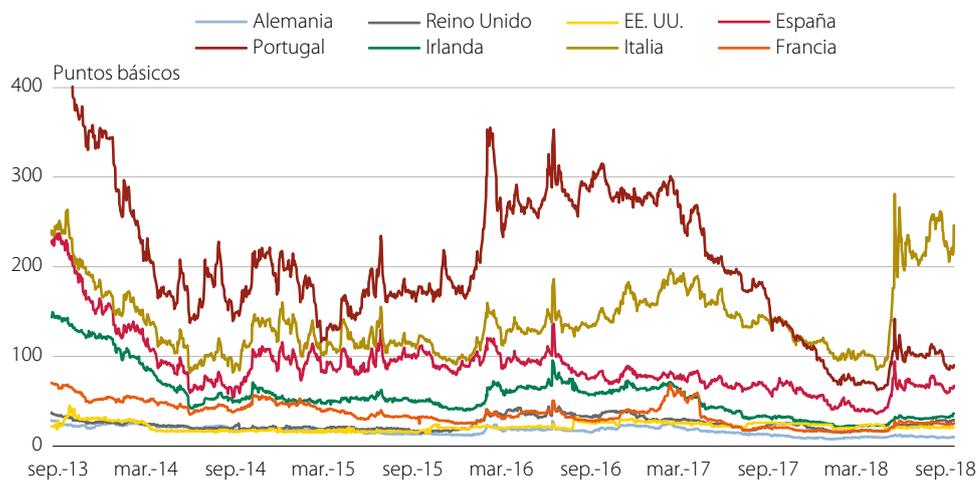
Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron en general en el primer cuatrimestre y aumentaron durante los meses centrales del año ante la incertidumbre política generada en Italia...

... de manera que el balance acumulado en el año muestra pocas variaciones en la mayoría de los países (a excepción de Italia, con un aumento de 127 p.b.).

A finales de septiembre la prima de riesgo del bono soberano italiano se situaba en 246 p.b. (118 a finales de 2017), mientras que en el resto de países se observaron variaciones mucho menos cuantiosas. En concreto, la prima de riesgo del CDS de la deuda pública española aumentó 10 p.b. (hasta los 67 p.b.), la de la francesa subió 9 p.b. (hasta los 26 p.b.) y la del bono soberano alemán se mantuvo sin cambios en 10 p.b.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)

GRÁFICO 4



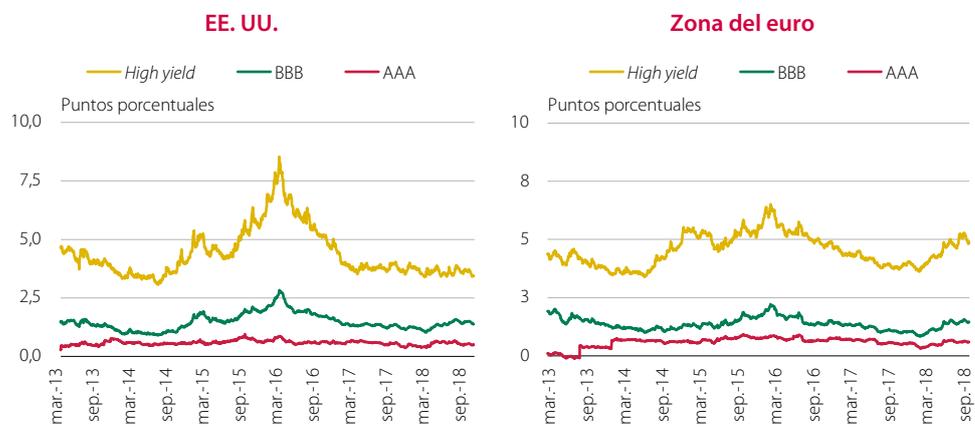
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 28 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada los bonos con consideración de grado de inversión tuvieron un comportamiento similar en EE. UU. y Europa a lo largo de 2018...

En los mercados de renta fija privada los bonos con consideración de grado de inversión en Estados Unidos y Europa tuvieron un comportamiento similar a lo largo de 2018. En la primera economía los bonos corporativos clasificados en el tramo AAA registraron un aumento de 7 p.b. y a finales de septiembre alcanzaron una prima de riesgo de 50 p.b., mientras que los bonos con un *rating* BBB experimentaron una subida de 18 p.b. y su *spread* se situó en 137 p.b. En Europa la prima de riesgo aumentó 5 p.b. (hasta los 60 p.b.) en el caso de los bonos con mejor calificación crediticia y 41 p.b. (hasta los 147 p.b.) para los instrumentos de deuda clasificados en el tramo BBB.

Primas de riesgo de la deuda privada. Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 28 de septiembre.

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

La evolución del *spread* de los bonos *high yield*, sin embargo, divergió entre ambas economías. En Europa se registró un aumento de 101 p.b. (hasta los 491 p.b.) debido a la intensificación de riesgos políticos, a la proximidad del fin del programa de compras realizado por el BCE y al aumento de las emisiones en ese tramo crediticio. Por el contrario, en Estados Unidos se registró un descenso de 30 p.b. (hasta los 344 p.b.) ya que, a pesar de que la preocupación en torno a un agravamiento de las tensiones comerciales provocó una desinversión de los segmentos con más riesgo, la escasa oferta de bonos *high yield* mantuvo el *spread* ajustado en ese tramo.

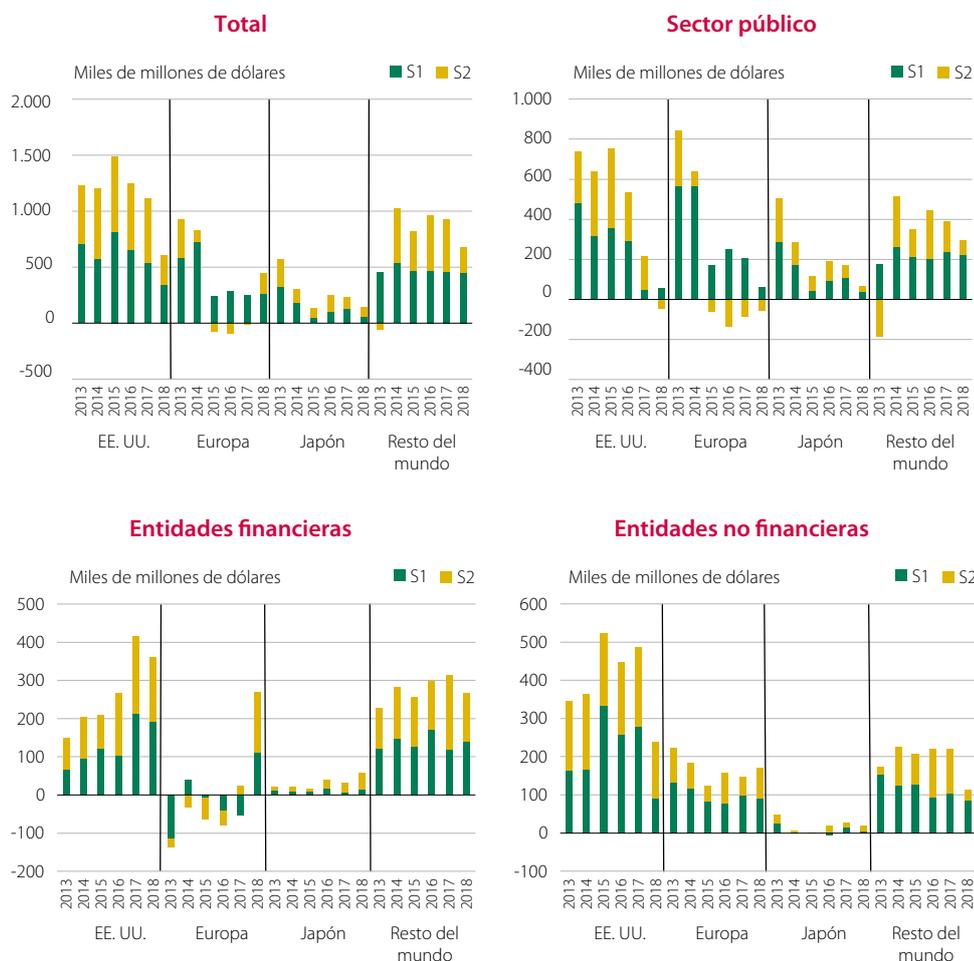
... mientras que la evolución del *spread* de los bonos *high yield* divergió entre ambas economías, con importantes aumentos en Europa y ligeros descensos en EE. UU.

El volumen de emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales se situó en 1,88 billones de dólares en lo que va de año (637.000 millones menos que en el mismo periodo de 2017). Por sector, los grupos en los que se produjeron mayores reducciones fueron las emisiones netas soberanas (-526.000 millones) y las de las corporaciones no financieras (-336.000 millones). Por región, Estados Unidos fue la economía donde se registró la mayor caída en emisiones netas (-510.000 millones).

En lo que va de año, el volumen de emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales se situó en 1,88 billones de dólares (637.000 millones menos que en 2017).

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 28 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

La reducción en el importe de las emisiones netas soberanas se produjo principalmente a causa del descenso de las emisiones brutas en todas las regiones, en particular, en

Las emisiones netas soberanas se redujeron a causa del descenso de las emisiones brutas, sobre todo en EE. UU....

Estados Unidos. El volumen neto emitido en esta última economía fue de 8.000 millones de dólares, 207.000 millones menos que en 2017. Los importes emitidos en el transcurso del año en Europa y Japón también fueron sensiblemente inferiores a los volúmenes registrados en 2017 (117.000 millones y 107.000 millones menos, respectivamente).

... en cambio, las emisiones totales del sector financiero aumentaron 225.000 millones, hasta los 956.000 millones.

Las emisiones netas totales del sector financiero entre enero y septiembre alcanzaron un importe de 956.000 millones de dólares, 225.000 millones más que en el mismo periodo del año anterior. Este aumento vino motivado por el incremento de emisiones netas en Europa, que volvieron a ser positivas por primera vez desde 2014 (269.000 millones) debido al mayor volumen de emisiones brutas y, sobre todo, a la reducción de los vencimientos. En Japón las emisiones netas se situaron en 60.000 millones, 27.000 millones más que en el mismo periodo de 2017, mientras que en Estados Unidos el importe neto emitido descendió un 13,2%, hasta los 360.000 millones.

Las emisiones del sector no financiero se redujeron un 38%, con caídas en todas las regiones a excepción de Europa.

Finalmente, las emisiones del sector no financiero se redujeron un 38%, hasta los 546.000 millones de dólares. La caída más importante se produjo en Estados Unidos, donde el importe neto pasó de los 488.000 millones en 2017 hasta los 239.000 millones en el año en curso. Este cambio negativo se debe, sobre todo, a la reducción de las emisiones en un contexto de aumentos de los tipos de interés y de condiciones de financiación menos atractivas para los emisores de valores de renta fija. Por su parte, los importes netos en Europa aumentaron 26.000 millones, hasta los 172.000 millones, mientras que en Japón cayeron 7.000 millones, hasta los 21.000 millones.

Los principales índices de renta variable registraron pérdidas de forma generalizada en el primer trimestre del año...

Los principales índices de renta variable registraron pérdidas de forma generalizada en el primer trimestre del año, debido tanto a los temores a una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos —motivados por la publicación de datos de su mercado laboral— como al anuncio de medidas proteccionistas por parte de la Administración estadounidense que pudiesen derivar en una guerra comercial.

... y tuvieron una evolución más heterogénea durante los meses centrales del ejercicio.

Durante los meses centrales del año la evolución de los índices bursátiles fue más heterogénea en términos regionales. Así, en Estados Unidos las bolsas mostraron avances importantes a pesar del aumento de la retórica proteccionista por parte del gobierno del país, que a mediados de septiembre comunicó medidas adicionales para imponer aranceles a las importaciones chinas por valor de 200.000 millones de dólares. Por el contrario, en la zona del euro, donde se observó más dispersión, el índice de la bolsa italiana Mib 30 sufrió las caídas más importantes a causa de la incertidumbre política generada tras las elecciones de marzo y acentuada en septiembre tras la publicación de unos objetivos de déficit muy superiores a las expectativas del mercado.

En el total del año en curso, los índices se han revalorizado en EE. UU., mientras que los principales índices europeos, a excepción del francés Cac 40, han registrado pérdidas.

Entre enero y septiembre, los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq se han revalorizado considerablemente (un 7%, 9% y 16,6%, respectivamente), mientras que los principales índices europeos —a excepción del francés Cac 40 que ha avanzado un 3,4%— han registrado pérdidas. Los retrocesos más importantes se han producido en el Ibex 35 (-6,5%), en el índice alemán Dax 30 (-5,2%) y en el italiano Mib 30 (-5,2%). El índice español se ha visto afectado, sobre todo, por las preocupaciones en torno a la incertidumbre originada en Italia y por la exposición de algunas empresas españolas a economías emergentes vulnerables como Turquía y Argentina (véase epígrafe 3.1 para un detalle mayor). El índice alemán, por su parte, ha reflejado la escalada de tensión en las relaciones comerciales a nivel global, que

podría afectar a sus industrias exportadoras. Finalmente, el índice británico FTSE 100 ha retrocedido un 2,3% en el conjunto del año, en un contexto de incertidumbre ante la posibilidad de que se produzca un *brexit* sin acuerdo con la Unión Europea.

Tras el episodio de repunte de la volatilidad observado en febrero, las medidas de volatilidad implícita de los principales índices bursátiles volvieron a situarse en niveles muy reducidos en las semanas posteriores y han permanecido así durante los meses centrales del año. Al cierre del tercer trimestre, las volatilidades se situaban por debajo del 15%.

Los índices bursátiles de los países emergentes tuvieron, en general, una evolución negativa durante la primera mitad del año, coincidiendo con una apreciación del dólar originada por la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y con la escalada de tensiones en las relaciones comerciales mencionada anteriormente. En los meses de verano el comportamiento de las bolsas emergentes fue más heterogéneo, lo que dejó un balance desigual entre regiones en el acumulado del año.

Tras el episodio de repunte de la volatilidad observado en febrero, las medidas de volatilidad implícita de los principales índices bursátiles volvieron a niveles reducidos.

Los índices bursátiles de países emergentes tuvieron, en general, una evolución negativa durante la primera mitad del año. En el acumulado del ejercicio el comportamiento fue más heterogéneo.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 1

%

	2014	2015	2016	2017	IV-17	I-18	II-18	III-18	dic-17
Mundo									
MSCI World	2,9	-2,7	5,3	20,1	5,1	-1,7	1,1	4,5	3,8
Zona del euro									
Eurostoxx 50	1,2	3,8	0,7	6,5	-2,5	-4,1	1,0	0,1	-3,0
Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	-0,4	-2,0	3,3	1,5	2,7
Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	0,7	-6,4	1,7	-0,5	-5,2
Cac 40	-0,5	8,5	4,9	9,3	-0,3	-2,7	3,0	3,2	3,4
Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	-3,7	2,6	-3,5	-4,2	-5,2
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-3,3	-4,4	0,2	-2,4	-6,5
Reino Unido									
FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	4,3	-8,2	8,2	-1,7	-2,3
Estados Unidos									
Dow Jones	7,5	-2,2	13,4	25,1	10,3	-2,5	0,7	9,0	7,0
S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	6,1	-1,2	2,9	7,2	9,0
Nasdaq-Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	6,3	2,3	6,3	7,1	16,6
Japón									
Nikkei 225	7,1	9,1	0,4	19,1	11,8	-5,8	4,0	8,1	6,0
Topix	8,1	9,9	-1,9	19,7	8,5	-5,6	0,9	5,0	0,0

Fuente: Thomson Datastream.

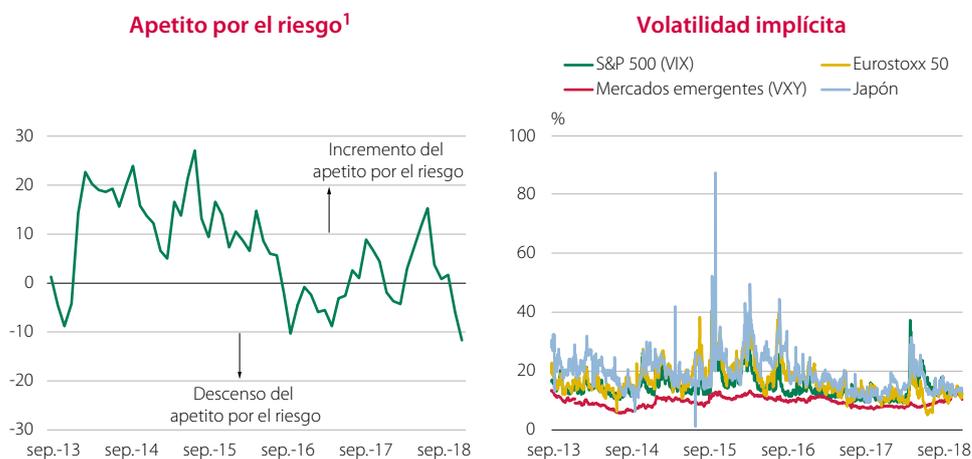
Destacan por su relevancia los retrocesos del índice chino Shanghai Composite (-14,7%) y del turco BIST 30 (-12,8%). Este último reflejó las preocupaciones en torno al elevado endeudamiento en moneda extranjera de las corporaciones turcas y a la fuerte depreciación experimentada por la lira en los últimos meses, que se agudizó tras la imposición de sanciones por parte de Estados Unidos y ante las dudas de que el gobierno turco pudiese estar interfiriendo en las decisiones de política

Destacan, por su relevancia, los retrocesos de las bolsas china y turca, mientras que el índice argentino Merval registró una variación positiva, a pesar de las vulnerabilidades presentes en esa economía.

monetaria. En Argentina, donde algunos desequilibrios macroeconómicos causaron la depreciación del peso argentino y acabaron propiciando la petición por parte del gobierno de ayuda financiera al FMI, el índice Merval sufrió notables caídas en el segundo trimestre. Sin embargo, los avances posteriores permitieron que la bolsa argentina registrase una variación positiva entre enero y septiembre.

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

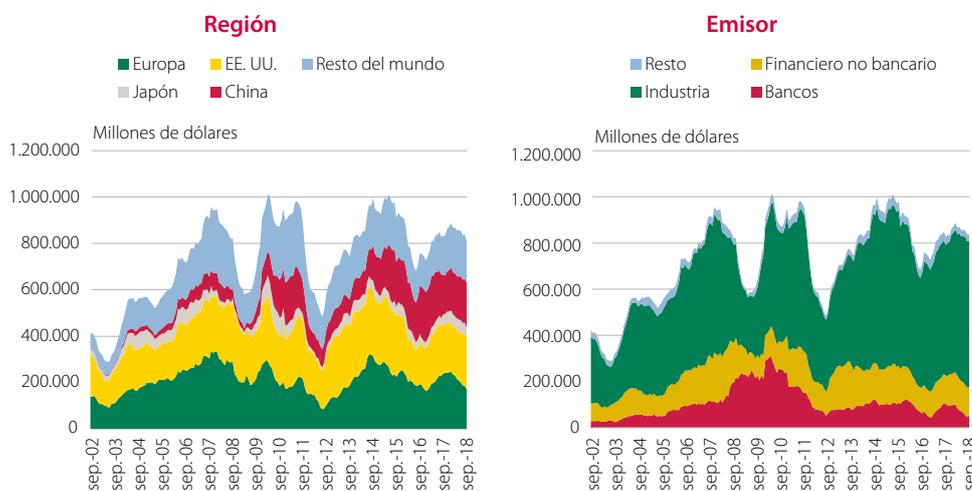


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 30 de septiembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los últimos 12 meses se situó en 812.000 millones de dólares, un dato similar al registrado en 2017.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable se situó en 812.000 millones de dólares en los últimos 12 meses, un dato similar al registrado en 2017 (833.000 millones). Por regiones, el importe de las emisiones en Europa descendió un 28,6%, hasta los 170.000 millones de dólares, coincidiendo con el retroceso generalizado de sus principales índices bursátiles. Por el contrario, las emisiones aumentaron un 7,8% en Estados Unidos, hasta los 228.000 millones, y un 12% en China, a pesar de las sustanciales pérdidas observadas en las bolsas de la economía asiática. Por sectores, tan

solo crecieron las emisiones de renta variable de las empresas industriales, que acumularon un importe de 615.000 millones de dólares en los últimos 12 meses, un 6,5% más que en 2017. Los bancos emitieron 49.000 millones y las empresas de *utilities* 30.000 millones, un 49,3% y un 11,2% menos que el año anterior, respectivamente.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2,5% en el segundo trimestre de 2018, 3 décimas menos que en el primer semestre, pero por encima de los registros de la zona del euro en el mismo periodo (2,1%). Cabe destacar que tanto en España como en la zona del euro se ha observado una leve ralentización de la actividad en los últimos meses, motivada por el encarecimiento del petróleo, las dudas sobre el alcance de las restricciones al comercio mundial y otras fuentes de incertidumbre. Con todo, la economía española mantiene un diferencial de crecimiento de 4 décimas respecto a la media europea.

El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2,5% en el segundo trimestre, 0,4 p.p. más que la zona del euro.

En el segundo trimestre la contribución de la demanda nacional al crecimiento fue de 3,3 puntos porcentuales (p.p.), 2 décimas más que en el primero. Por el contrario, la demanda exterior presentó una aportación de -0,8 puntos, 5 décimas inferior a la del trimestre previo. La evolución de los componentes de la demanda interna muestra una desaceleración del consumo, tanto público (pasó del 2,4% al 1,9%) como del privado (del 3,1% al 2,3%), y una significativa aceleración de la formación bruta de capital fijo (del 3,9% al 7,7%). Dentro de esta última destaca tanto la intensificación del crecimiento de la inversión en bienes de equipo (del 1,9% al 11,1%) como en construcción (del 5,7% al 7,0%). En cuanto al sector exterior, se produjo una desaceleración del crecimiento de las exportaciones (del 3,4% al 2,3%) mientras que las importaciones crecieron con más vigor (del 4,7% al 5,2%), impulsadas por el dinamismo de la inversión.

La demanda nacional aportó 3,3 p.p. al crecimiento del PIB, mientras que el sector exterior tuvo una contribución negativa (-0,8 p.p.).

Desde el punto de vista de la oferta, las variaciones anuales más destacables se produjeron en las ramas primarias (3,2%) y en el sector de la construcción (7,2%), 4,1 p.p. y 1 p.p. por encima del crecimiento medio registrado en 2017, respectivamente. Los sectores industriales y de servicios, por el contrario, moderaron sus avances hasta el 2,5% y el 2,3% (4,4% y 2,5%, respectivamente, de crecimiento medio en 2017).

Por el lado de la oferta, las ramas primarias y la construcción crecieron de forma notable, mientras que se moderaron los avances en los sectores industriales y de servicios.

La tasa de inflación, que durante el primer cuatrimestre de 2018 había permanecido en niveles cercanos al 1%, aumentó de forma notable en mayo y desde entonces ha oscilado en torno al 2% (2,2% en agosto). Este incremento tiene su origen en la evolución de los precios energéticos, que aumentaron como resultado del alza del precio del petróleo y de la depreciación del euro frente al dólar. De hecho, la tasa de inflación subyacente, que excluye los bienes energéticos y los alimentos frescos, se mantuvo estable y en agosto se situó en el 0,8%, el mismo dato que el registrado en el cierre de 2017. El diferencial de inflación con la zona del euro, que a principios de año era negativo (-0,6 p.p. en enero), ha vuelto a tomar valores positivos y se ha mantenido en niveles reducidos durante el año (0,2 p.p. en agosto).

La inflación aumentó en el segundo cuatrimestre, hasta el 2,2% en agosto, debido al incremento de los precios energéticos. La tasa subyacente, por el contrario, se mantuvo estable (0,8%).

La solidez del crecimiento económico, aunque en leve desaceleración, continuó favoreciendo el dinamismo del mercado laboral. En este contexto, el proceso de creación de empleo prosiguió, si bien a un ritmo algo más moderado que en meses recientes (2,5% en el segundo trimestre y 2,9% en el último trimestre del año anterior). Así, el

La creación de empleo continuó, aunque a un ritmo ligeramente más moderado, lo que permitió la disminución de la tasa de paro hasta el 15,3% en junio...

número de empleados a tiempo completo aumentó en 229.000 en el primer semestre y la tasa de paro descendió hasta el 15,3% en junio (frente al 16,6% en diciembre de 2017). Por su parte, los costes laborales unitarios se mantuvieron estables en el primer trimestre del año, ya que el incremento de la remuneración por asalariado (0,4%) se vio prácticamente compensado por el aumento de la productividad (0,3%).

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

	2014	2015	2016	2017	CE ¹	
					2018	2019
PIB	1,4	3,6	3,2	3,0	2,9	2,4
Consumo privado	1,5	3,0	2,8	2,5	2,3	1,9
Consumo público	-0,3	2,0	1,0	1,9	1,9	1,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,7	2,9	4,8	4,6	3,9
Construcción	4,2	3,6	1,1	4,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	6,0	11,8	5,3	6,0	5,0	4,3
Exportaciones	4,3	4,2	5,2	5,2	5,0	4,7
Importaciones	6,6	5,4	2,9	5,6	4,7	4,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,4	0,7	0,3	0,2	0,2
Empleo²	1,0	3,2	3,0	2,8	2,6	2,3
Tasa de paro	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3	13,8
Índice de precios de consumo³	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,4	1,4
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,1	1,2	2,3	1,8	1,5	1,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,6	-1,9
Deuda pública (% PIB)	100,4	99,3	99,0	98,1	97,6	95,9
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	-90,6	-79,0	-70,6	-66,7	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2018.

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

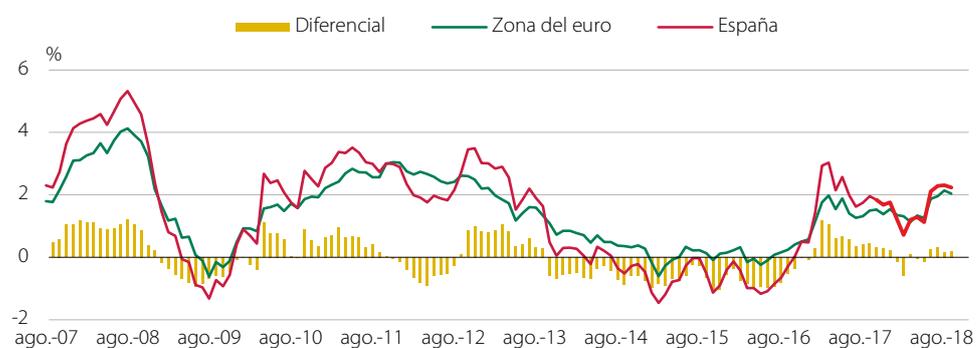
3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2014, 2015, 2016 y 2017 por una cuantía del 0,1%, 0,1%, 0,2% y 0,04% del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

IPC armonizado: España frente a la zona del euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El déficit de las Administraciones públicas acumulado en el primer semestre del año se situó en el 1,87% del PIB, excluida la ayuda financiera (2,31% en el mismo periodo de 2017). El aumento de los recursos, mayor que el de los empleos, permitió esta disminución (-0,44 p.p.). El desglose por Administraciones muestra que el descenso fue generalizado. Así, disminuyó tanto el déficit de la Administración central (del 1,07% al 0,82%) como el de las comunidades autónomas (del 0,73% al 0,59%). El déficit de los fondos de la seguridad social se redujo algo menos (del 0,51% al 0,46%). Por su parte, el dato avanzado para el primer trimestre del año indica que el nivel de deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo se situó en el 98,8% del PIB.

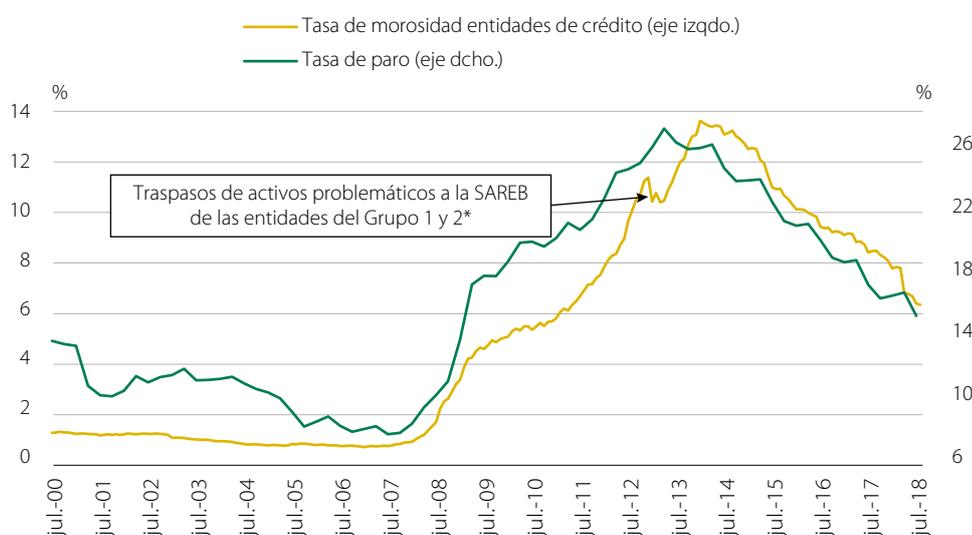
... y el déficit de las Administraciones públicas acumulado hasta junio se situó en el 1,87% del PIB (0,44 p.p. menos que en el mismo periodo de 2017).

El sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de empresas *fintech*. No obstante, el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral han permitido que la tasa de morosidad haya seguido cayendo durante la primera mitad del año hasta situarse en el 6,4% en julio (7,8% a finales de 2017). Además, los bancos españoles mostraron una ratio de eficiencia mejor que la de la media en la zona del euro en el primer trimestre de 2018: el cociente entre los costes y los ingresos se situó en el 51,6% en España frente al 64,8% que se registró en la zona del euro de media.

El sector bancario continúa operando en un entorno que dificulta la mejora del margen de intereses, si bien el dinamismo de la economía sigue jugando a favor de estas entidades.

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

GRÁFICO 10



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

¹ Sobre la población activa.

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

En este contexto, el beneficio agregado de las entidades de crédito españolas se situó en 6.653 millones de euros en la primera mitad del año. Este resultado contrasta con las pérdidas de 6.170 millones de euros registradas en el mismo semestre de 2017, momento en el que se produjo la resolución del Banco Popular. Descontando las pérdidas de esta última entidad —que se estiman en 12.000 millones de euros— el beneficio habría aumentado en torno a un 14% en el periodo más reciente. Tanto

Así, el beneficio agregado de las entidades de crédito se situó en 6.653 millones de euros en el primer semestre.

el margen de intereses como el margen bruto se mantuvieron estables, mientras que la partida relacionada con el deterioro de activos mostró un comportamiento favorable y siguió disminuyendo hasta situarse en 698 millones en el segundo trimestre, su importe mínimo desde 2005.

La financiación bancaria otorgada a las empresas mostró un leve retroceso, mientras que la concedida a los hogares creció por primera vez desde 2010.

La financiación bancaria agregada otorgada a las empresas y hogares residentes experimentó un retroceso interanual del 0,2% en el mes de agosto, debido principalmente al descenso de la financiación concedida a las sociedades no financieras (-0,5%), que estuvo condicionada por la caída de los préstamos. No obstante, la financiación a los hogares creció por primera vez desde 2010 (0,3% en agosto), una evolución que se puede explicar tanto por la menor disminución de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda como por el aumento del crédito al consumo. En la zona del euro el crédito a las empresas aumentó un 3% en julio (1,9% en diciembre de 2017) y el crédito a los hogares un 3,3% (3,2% en diciembre de 2017).

El tamaño del sector bancario se redujo un 1,8% entre enero y julio, hasta los 2,61 billones de euros, hasta los 2,61 billones de euros.

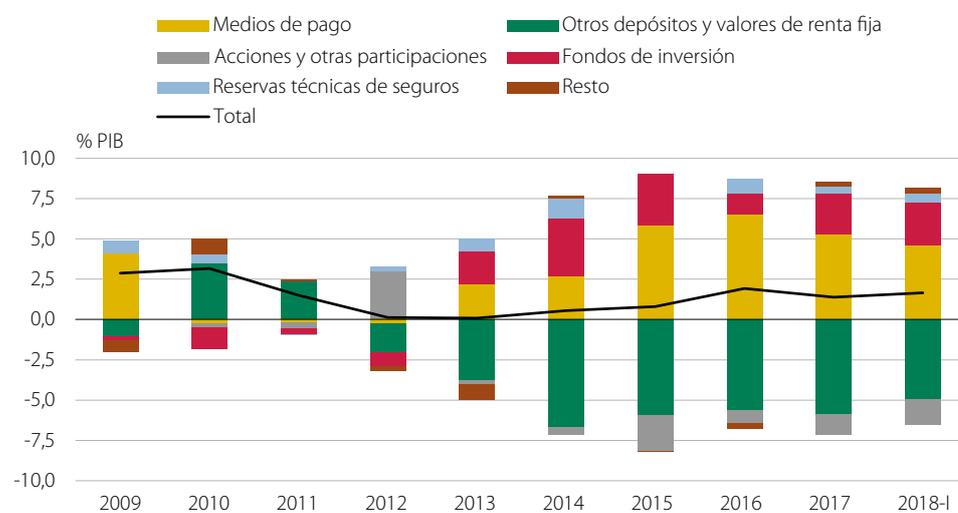
El tamaño del sector bancario se redujo un 1,8% entre enero y julio, hasta los 2,61 billones de euros (2,65 billones a finales de 2017), ya que el aumento de los activos en el sector exterior no fue suficiente para compensar la caída del saldo de crédito otorgado al sector privado residente. Por su parte, las principales fuentes de financiación—los depósitos y la deuda— mostraron ligeros descensos (del 1,2% y el 2,2%, respectivamente), mientras que el patrimonio neto se redujo un 6,1%, hasta los 339.000 millones de euros.

La tasa de ahorro de los hogares siguió disminuyendo en el primer semestre (hasta el 4,7%), al tiempo que su ratio de endeudamiento experimentaba un leve descenso. Su riqueza neta aumentó por la revalorización de los activos inmobiliarios.

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares indican que la tasa de ahorro disminuyó en el primer semestre y se situó en el 4,7% de su renta bruta disponible (RBD) en junio (5,5% en diciembre de 2017). Por su parte, la ratio de endeudamiento experimentó un leve descenso en la primera mitad del año, desde el 99,8% de la RBD a finales de 2017 hasta el 99,3% en junio de este año, mientras que la ratio de carga financiera se redujo escasamente una décima (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%). La riqueza de los hogares continuó aumentando debido a la revalorización de sus activos inmobiliarios.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

Las inversiones financieras netas de los hogares se situaron en el 1,7% del PIB en el primer trimestre del año³ (1,4% en 2017). El patrón de inversión fue muy similar al observado en los últimos ejercicios. Así, destacó la considerable desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo (-5% del PIB) —productos poco atractivos en un entorno de tipos de interés muy reducidos—, así como la importante inversión en activos más líquidos (4,6%) y en fondos de inversión (2,6%). Los datos más recientes de inversión en estos últimos activos muestran que los participantes están realizando suscripciones netas sustanciales en fondos con vocaciones más arriesgadas: 12.800 millones en fondos globales, 12.500 millones en fondos de renta variable (incluidos los mixtos) y 2.100 millones en fondos de retorno absoluto⁴. Asimismo, se han registrado reembolsos netos en fondos de gestión pasiva (casi 5.000 millones).

Las inversiones financieras se situaron en el 1,7% del PIB. Destacaron las desinversiones en valores de renta fija y en depósitos a plazo y las inversiones en activos más líquidos y en fondos de inversión, sobre todo en las categorías más arriesgadas.

Medidas de intervención de productos CFD y opciones binarias

RECUADRO 1

Por lo que respecta a la protección del inversor, la comercialización de productos financieros complejos a inversores minoristas es una de las principales fuentes de preocupación para los reguladores y supervisores en materia de valores, debido a los riesgos inherentes a estos productos y a la posibilidad de que no sean apropiados para ese tipo de clientes. Esta preocupación hizo que a finales de mayo la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) aprobara —haciendo uso por primera vez de los poderes de intervención que contempla el Reglamento MiFIR (del paquete MiFID II)— un conjunto de medidas de intervención de productos relacionadas con la provisión de contratos por diferencias (CFD) y opciones binarias a inversores minoristas. Las nuevas medidas sobre CFD aseguraban por primera vez como novedad que los inversores no perdieran más dinero del invertido, limitaban el nivel de apalancamiento y los incentivos ofrecidos para operar, y facilitaban advertencias comprensibles sobre el riesgo para los inversores.

Las medidas, publicadas en el *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* el 1 de junio, fueron de aplicación desde el 2 de julio de 2018 para las opciones binarias y desde el 1 de agosto de 2018 para los CFD¹. Estas medidas consistían en:

- i) **Opciones binarias:** Se prohíbe la comercialización, distribución y venta de opciones binarias a inversores minoristas.
- ii) **Contratos por diferencias:**
 - Límites al apalancamiento en el momento de la apertura de una posición de un cliente minorista. Este límite es de 30:1 para los cambios entre divisas principales; 20:1 para los cambios entre divisas no principales, el oro y los índices principales; 10:1 para las materias primas distintas del oro y los índices bursátiles no principales; 5:1 para los valores de renta variable individuales y otros valores tomados como referencia; y 2:1 para criptomonedas.

3 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2018.

4 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta junio de 2018. Para un mayor detalle, véase el epígrafe 4.1.

- Una obligación de cierre de posiciones por cuenta del cliente en caso de consumo de garantías. De esta forma, se unifica el porcentaje de garantía (50% de la garantía mínima requerida) que obliga a los proveedores a cerrar uno o más CFD de clientes minoristas.
- Un mecanismo de protección de saldos negativos por cuenta del cliente. Esta medida supone un límite general garantizado a las pérdidas de los clientes minoristas.
- Una restricción a los incentivos que se ofrecen por operar con CFD.
- Una advertencia estandarizada sobre el riesgo, incluido el porcentaje de pérdidas en las cuentas de inversores minoristas de un proveedor de CFD.

Estas medidas fueron adoptadas teniendo en cuenta la naturaleza transfronteriza de la comercialización de opciones binarias y CFD, así como la conveniencia de establecer un enfoque armonizado a nivel europeo, y son aplicables a quienes comercializan, distribuyen y venden estos productos a inversores minoristas en la Unión Europea. La vigencia inicial de las medidas era de tres meses, tras los cuales ESMA decidió una renovación por otros tres meses adicionales.

La CNMV comparte y apoya las medidas adoptadas por ESMA y considera que el poder de intervención de productos es una herramienta adecuada para proteger a los inversores. Adicionalmente, su ejercicio por parte de ESMA garantiza que los clientes minoristas de la Unión Europea cuentan con un nivel de protección común y evita prácticas de arbitraje regulatorio.

Es relevante señalar que dentro del Plan de actividades de la CNMV para 2018 ya se incluía como objetivo la aprobación de medidas restrictivas en relación con la operativa con opciones binarias y CFD coherentes con lo que se decidiera al nivel de ESMA y una revisión horizontal del cumplimiento tanto de las restricciones que pudiera aprobar ESMA como las de la CNMV. El seguimiento horizontal también incluía la revisión del cumplimiento de la Circular sobre advertencias en el supuesto de que esta estuviera en vigor en el momento de realizar dicho seguimiento.

La Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros entró en vigor el 27 de junio, antes que las medidas adoptadas por ESMA, por lo que es conveniente aclarar la interacción entre ambas disposiciones, que fundamentalmente afecta a los CFD. Al ser los CFD instrumentos financieros especialmente complejos, las entidades que los comercializan deben realizar las advertencias previstas en la norma segunda de la citada circular desde el 27 de junio (fecha de su entrada en vigor). Sin embargo, la CNMV ha considerado que desde el 1 de agosto (fecha de entrada en vigor de las medidas de intervención adoptadas por ESMA en relación con los CFD) debe realizarse la advertencia prevista por ESMA con respecto a los CFD. Sin embargo, se mantiene la exigencia de recabar la firma del cliente minorista junto con su expresión manuscrita, que debe acompañar el texto de la advertencia incluido en las medidas de ESMA.

En todo caso, la CNMV ha considerado aceptable que las entidades hayan utilizado las advertencias previstas en la decisión de ESMA sobre CFD en lugar de aquellas exigidas por la CNMV desde el 27 de junio, aunque dicha decisión entrara en vigor en una fecha posterior.

Los casos de comercialización inadecuada de determinados instrumentos financieros ocurridos en nuestro mercado —y en otros europeos— han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión por parte de los clientes minoristas de la naturaleza y los riesgos asociados a los instrumentos financieros cuando adoptan una decisión de inversión. En este contexto, las medidas de intervención de ESMA, la nueva regulación de la CNMV y las posibles medidas restrictivas que pueda adoptar la CNMV en el futuro para dar continuidad a las adoptadas por ESMA forman parte de los esfuerzos orientados hacia el refuerzo de la protección del inversor minorista. Estos deben complementarse con una evaluación periódica de las medidas para contrastar su grado de eficacia y, en caso necesario, revisarlas de forma conveniente.

1 Estas medidas fueron aprobadas por la Junta de Supervisores de ESMA el pasado 22 de mayo de 2018 haciendo uso, por primera vez tras la entrada en vigor el pasado día 3 de enero, de los poderes de intervención de productos recogidos en el artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.

2.3 Perspectivas

Las previsiones publicadas por el FMI en octubre rebajan el crecimiento mundial esperado para este año y el que viene hasta el 3,7% (2 décimas menos que las tasas pronosticadas en julio) debido a la materialización de algunas fuentes de riesgo, entre las que destacan las restricciones al comercio mundial. Esta institución espera que el PIB de Estados Unidos avance un 2,9% este año (la misma tasa de julio, pues los efectos negativos derivados de los límites al comercio se ven compensados por la rebaja fiscal) y un 2,5% el año próximo, mientras que el crecimiento de la zona del euro se ha revisado a la baja para 2018 hasta el 2,0% (2 décimas menos) y se ha mantenido para 2019 en el 1,9%. Esta revisión ha sido bastante generalizada entre todos los países europeos. Finalmente, se espera que el conjunto de países emergentes experimente un crecimiento económico del 4,7% tanto en 2018 como en 2019, 2 y 4 décimas menos que lo previsto en julio, observándose una desaceleración generalizada del crecimiento en las economías emergentes de todas las áreas geográficas, más intensa en Latinoamérica y en Europa del Este.

Los riesgos a la baja sobre el escenario de crecimiento económico previsto se han acentuado y en algunos casos han empezado a materializarse. Este es el caso, como se ha comentado anteriormente, de las decisiones que se han adoptado acerca de los intercambios comerciales y de la incertidumbre que aún existe en torno a su evolución. En este sentido, el FMI ha indicado que evitar reacciones proteccionistas y encontrar soluciones cooperativas entre países que incentiven el crecimiento del comercio de bienes y servicios es esencial para preservar y extender la expansión económica global. Por otra parte, mientras continúa el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, un endurecimiento más significativo o rápido de lo previsto de las condiciones financieras podría afectar negativamente a algunas economías emergentes, en especial a aquellas que están sujetas a desequilibrios

El FMI prevé un crecimiento de la economía mundial del 3,7% tanto en 2018 como en 2019.

Los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial se han intensificado y están relacionados con la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas y con un endurecimiento de las condiciones financieras, que puede afectar con intensidad a algunas economías emergentes.

económicos e incertidumbres políticas o que ya han sufrido presiones en su tipo de cambio y en sus flujos de capitales recientemente (Argentina y Turquía).

Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2014	2015	2016	2017	FMI ¹	
					2018	2019
Mundial	3,6	3,4	3,2	3,7	3,7 (-0,2)	3,7 (-0,2)
EE. UU.	2,6	2,9	1,5	2,2	2,9 (0,0)	2,5 (-0,2)
Zona del euro	1,3	2,1	1,8	2,4	2,0 (-0,2)	1,9 (0,0)
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,5	1,9 (-0,3)	1,9 (-0,2)
Francia	0,9	1,1	1,1	2,3	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,1)
Italia	0,1	1,0	0,9	1,5	1,2 (0,0)	1,0 (0,0)
España	1,4	3,4	3,3	3,0	2,7 (-0,1)	2,2 (0,0)
Reino Unido	3,1	2,3	1,8	1,7	1,4 (0,0)	1,5 (0,0)
Japón	0,4	1,4	1,0	1,7	1,1 (0,1)	0,9 (0,0)
Emergentes	4,7	4,3	4,4	4,7	4,7 (-0,2)	4,7 (-0,4)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en octubre de 2018 respecto a julio de 2018).

En Europa, los principales riesgos se centran en la debilidad del sector bancario, la incertidumbre política en Italia y la posibilidad de que se produzca un brexit sin acuerdo.

En Europa el sector bancario sigue enfrentándose a unas circunstancias que dificultan la obtención de mayores rentabilidades, como los tipos de interés muy reducidos, el exceso de capacidad y la proporción de activos no productivos en algunos países. Además, el aumento de la incertidumbre en Italia y la posibilidad de que se produzca un *brexit* sin acuerdo con la Unión Europea podrían generar episodios de volatilidad en los mercados financieros europeos.

La materialización de algunos de esos riesgos podría desencadenar ajustes significativos en el precio de los activos financieros en los mercados internacionales.

La materialización de algunos de los riesgos comentados o la interacción de varios de ellos podrían desencadenar aumentos en las primas de riesgo de crédito, que actualmente están muy comprimidas en el caso de algunos activos, y ajustes en los precios de los instrumentos de renta fija y variable internacionales.

El Banco de España rebaja la previsión de crecimiento para este año hasta el 2,6% por el encarecimiento del petróleo y otros elementos de incertidumbre.

Según la previsión publicada en octubre por el FMI, la economía española crecerá un 2,7% este año (1 décima menos que en su previsión anterior de julio) y un 2,2% en 2019. En la misma línea, el Banco de España ha rebajado la previsión de este año hasta el 2,6% y hasta el 2,2% el que viene (1 y 2 décimas menos respectivamente), como consecuencia del encarecimiento del petróleo, de la desaceleración de algunas economías emergentes y de otros factores de incertidumbre. Los principales retos nacionales para la economía española continúan estando relacionados con la tasa de paro —que, a pesar de la mejoría observada en los últimos ejercicios, se sitúa en el 15,3%— y con el proceso de consolidación fiscal. En referencia con este último punto, las previsiones más recientes⁵ sitúan el déficit público en el 2,8% del PIB en 2018 y el 2,5% en 2019 (0,6 p.p. y 1,2 p.p. por encima de las proyecciones del Plan

5 Banco de España.

Presupuestario publicado por el Gobierno en 2018). Las principales fuentes de riesgo de carácter político para la economía están vinculadas con la dificultad de llevar a cabo proyectos legislativos en un escenario de elevada fragmentación política y con la prolongación de las tensiones en Cataluña.

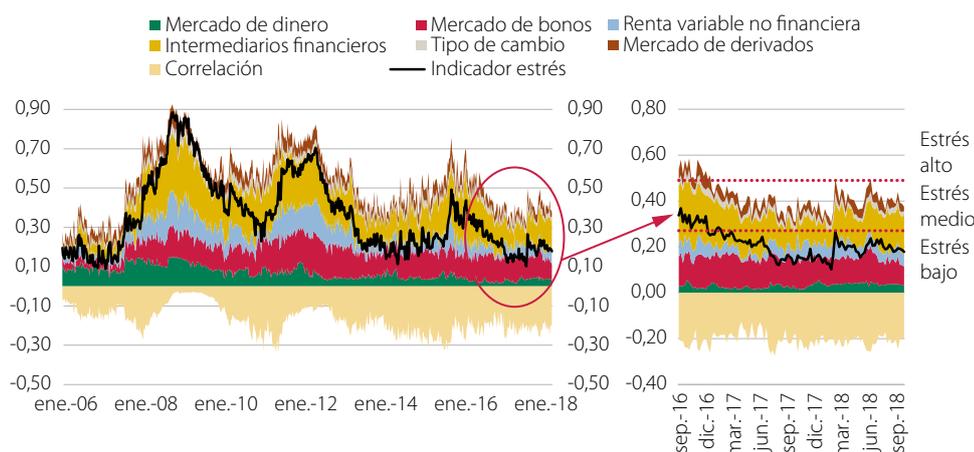
3 La evolución de los mercados nacionales

En los mercados financieros españoles el indicador de estrés del sistema, que había repuntado en febrero hasta un nivel de 0,27 (muy cerca de la zona delimitada como estrés medio), descendió en las semanas posteriores hasta valores mínimos anuales de 0,15⁶. En los meses centrales del año el episodio de incertidumbre política en Italia, así como los temores a una guerra comercial, provocaron un leve aumento en el indicador pero este se mantiene en niveles compatibles con un estrés reducido⁷. Por segmentos, los niveles de estrés más elevados se observan en el de bonos y en el de intermediarios financieros, en el primer caso a consecuencia del descenso de la liquidez y el repunte de la prima de riesgo en mayo, mientras que en el segundo se debió a la caída de las cotizaciones y al aumento de las primas de riesgo de crédito producidas por la exposición a las diferentes fuentes de incertidumbre (deuda italiana, países emergentes, etc.).

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha experimentado leves repuntes en el año pero se mantiene en niveles compatibles con un estrés bajo.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

6 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de estabilidad financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)», *Spanish Review of Financial Economics*, 14 (1), pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

7 El último dato, con información hasta el 28 de septiembre, es de 0,18.

A pesar de ello se perciben algunos riesgos para los mercados financieros, en especial, en el segmento de deuda.

Varios elementos de incertidumbre, de naturaleza muy diversa (económica y política) y también de distinto origen geográfico provocan caídas de precios en la renta variable española durante casi todo el año.

El Ibex 35, que cayó un 2,4% en el tercer trimestre, acumula unas pérdidas del 6,5% en 2018, un comportamiento relativo peor que el de otros índices europeos de referencia.

En un entorno de volatilidad en los tipos de cambio, los índices de valores latinoamericanos consiguen revalorizarse en el año.

Los riesgos más relevantes que se siguen observando para los mercados financieros son los riesgos de liquidez y de mercado, sobre todo en los mercados de deuda, y también el riesgo de contagio entre activos, mercados e inversores.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, cuyas cotizaciones habían experimentado retrocesos destacables en los primeros meses, detuvieron los descensos a mediados de año para volver a caer en el tercer trimestre. Como consecuencia de estos movimientos, el principal índice de referencia del mercado español alcanzaba en septiembre valores mínimos desde diciembre de 2016. La caída de las cotizaciones tuvo su origen en la extensión de los temores a una escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos, la Unión Europea y China⁸, a lo que se unieron los problemas de las economías turca y argentina y la preocupación por que se produzca un contagio a otras economías emergentes como México y Brasil —donde las compañías españolas tienen importantes intereses económicos—. En el plano europeo, las incertidumbres políticas en Italia, que se habían atenuado en los meses centrales del año, volvieron a acrecentarse a finales de septiembre tras la presentación de un objetivo de déficit (2,4% del PIB) muy superior al esperado por el mercado y, además, persisten las dudas en torno a cómo se llevará a cabo el *brexít*. En España, el crecimiento económico y algunos indicadores de coyuntura comenzaron a dar las primeras señales de ralentización.

El Ibex 35, que había retrocedido un 4,4% en el primer trimestre del año y apenas había variado en el segundo, volvió a disminuir un 2,4% en el tercer trimestre. En lo que va de año este índice acumula unas pérdidas del 6,5%, las mayores de entre los principales índices europeos de referencia⁹, en un entorno de volatilidad reducida y de leves aumentos en la contratación. En relación con el tamaño empresarial, las compañías cuyas cotizaciones se comportaron de manera más favorable en el tercer trimestre fueron las de mediana capitalización. Estas empresas mostraron leves avances tanto en dicho trimestre (0,8%) como en el conjunto del año (1,3%). Por su parte, el precio de las acciones de las compañías de pequeña capitalización, que habían mostrado avances muy elevados en el primer semestre impulsadas por el favor de los inversores institucionales y la estrechez de su oferta, retrocedió un 5,6% en el tercero, al sufrir en mayor medida la desaceleración de la actividad económica nacional. Con todo, en el acumulado del año estas empresas se han revalorizado un 10,7%.

Los índices que recogen la evolución de valores latinoamericanos que cotizan en euros presentaron avances notables en el trimestre, que compensaron parcialmente las fuertes caídas del segundo. Así, en lo que va de año, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top avanzan un 8,4% y un 9,9%, respectivamente, en un entorno de elevada volatilidad de los tipos de cambio¹⁰ de las divisas latinoamericanas respecto al euro.

8 Las últimas manifestaciones en esta parcela han sido el establecimiento por parte de Estados Unidos de una batería de aranceles a China por importe de 200.000 millones de dólares.

9 Con la excepción del Cac 40 francés, que presenta un comportamiento positivo tanto en el trimestre como en el conjunto del año (del 3,2% y el 3,4%, respectivamente), los principales índices europeos presentaron registros negativos en el año: Eurostoxx 50 (0,1% trimestral y -3,0% anual), Dax 30 (-0,5% y -5,2%, respectivamente) y Mib 30 (-4,2% y -5,2%, respectivamente).

10 En lo que va de año el real brasileño se ha depreciado respecto al euro un 16,5%, mientras que el peso mexicano se ha apreciado un 7,6%.

Índices	2015	2016	2017	III-17 ¹	IV-17 ¹	I-18 ¹	II-18 ¹	III-18 ¹	dic-17	% s/
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-0,6	-3,3	-4,4	0,2	-2,4	-6,5	
Madrid	-7,4	-2,2	7,6	-0,4	-3,2	-3,9	-0,1	-2,5	-6,3	
Ibex Medium Cap	13,7	-6,6	4,0	-3,3	-0,2	-1,4	1,9	0,8	1,3	
Ibex Small Cap	6,4	8,9	31,4	2,8	15,1	11,1	5,6	-5,6	10,7	
FTSE Latibex All-Share	-39,2	71,0	9,0	12,4	-2,4	11,1	-12,4	11,4	8,4	
FTSE Latibex Top	-34,6	67,8	7,3	13,8	-7,2	7,5	-9,4	12,9	9,9	
Sectores²										
Servicios financieros e inmobiliarios	-24,2	-1,6	10,5	2,6	-6,1	-3,7	-8,7	-5,1	-16,5	
Banca	-26,0	-1,8	10,6	3,0	-6,6	-4,5	-9,9	-5,3	-18,5	
Seguros	-5,0	15,5	0,1	-7,8	-0,6	-0,9	-0,2	2,3	1,1	
Inmobiliarias y otros	18,4	-2,3	17,6	0,0	0,8	-5,6	3,3	-10,9	-13,1	
Petróleo y energía	0,6	0,8	3,9	-1,0	-1,7	-4,8	12,0	-1,4	5,1	
Petróleo	-34,9	32,6	9,9	16,3	-5,4	-2,2	16,3	2,4	16,4	
Electricidad y gas	9,6	-4,3	2,0	-5,2	-0,6	-6,1	10,6	-2,5	1,2	
Mat. básicos, industria y construcción	2,1	2,0	2,6	-8,9	4,4	-1,8	2,4	2,7	3,3	
Construcción	4,9	-7,9	9,9	-6,4	4,0	-7,3	6,7	4,5	3,3	
Fabricación y montaje de bienes de equipo	49,0	7,8	-19,3	-23,5	2,7	8,1	-6,2	-5,2	-3,8	
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-30,8	48,8	14,2	4,3	8,3	1,8	-6,2	7,5	2,6	
Ingeniería y otros	-39,6	9,9	-9,9	-6,4	4,5	-2,0	7,2	-1,4	3,5	
Tecnología y telecomunicaciones	-5,2	-9,0	7,5	2,7	-4,2	-0,2	-0,9	4,8	3,7	
Telecomunicaciones y otros	-12,3	-14,2	-5,1	1,6	-10,3	-0,1	-8,5	-5,3	-13,5	
Electrónica y software	22,2	7,9	36,6	5,0	7,6	-0,3	11,9	17,4	31,0	
Bienes de consumo	30,9	0,2	-2,1	-3,9	-5,3	-8,4	12,4	-6,5	-3,8	
Textil, vestido y calzado	33,6	2,6	-10,4	-5,1	-8,9	-12,4	15,0	-10,8	-10,1	
Alimentación y bebidas	26,4	-5,4	5,2	-1,1	0,9	3,7	1,7	1,4	7,0	
Productos farmacéuticos y biotecnología	23,5	-6,4	14,6	-4,0	-1,0	-5,6	11,5	-0,8	4,4	
Servicios de consumo	10,4	-8,0	23,3	-3,8	5,8	-4,0	-1,1	-4,9	-9,7	
Ocio, turismo y hostelería	33,0	-4,7	3,4	-6,9	4,9	-0,3	-0,1	-9,9	-10,4	
Transporte y distribución	29,6	-15,7	32,3	-7,3	8,3	-3,4	1,7	-2,7	-4,3	

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

El comportamiento de las cotizaciones fue desigual entre sectores y valores durante el tercer trimestre, observándose más retrocesos que incrementos en los precios. Las mayores depreciaciones las experimentaron las compañías relacionadas con el turismo, afectadas por las caídas de las cifras del sector este verano; la principal compañía textil (Inditex), como consecuencia de las dudas sobre la evolución de su modelo de negocio en un contexto de fuerte expansión de las compañías de comercio electrónico; así como las empresas del sector inmobiliario. Además, aunque en menor medida, también experimentaron caídas las cotizaciones de los bancos y la mayor compañía de telecomunicaciones (Telefónica), debido a su exposición a las

Casi todos los sectores mostraron pérdidas en el tercer trimestre del año, más intensas en las empresas del turismo, las telecomunicaciones y las inmobiliarias.

economías emergentes, especialmente a Turquía y Argentina (véase cuadro 4). Las revalorizaciones las protagonizaron la principal compañía del sector de la tecnología de viajes (Amadeus), favorecida por el interés de los inversores por las empresas tecnológicas y su inclusión en el índice europeo Eurostoxx 50, y algunas sociedades de los sectores de la construcción, las materias primas, la alimentación y los seguros.

En lo que va de año, las cotizaciones que más caen son las de bancos, inmobiliarias y telecomunicaciones, todas ellas más de un 13%.

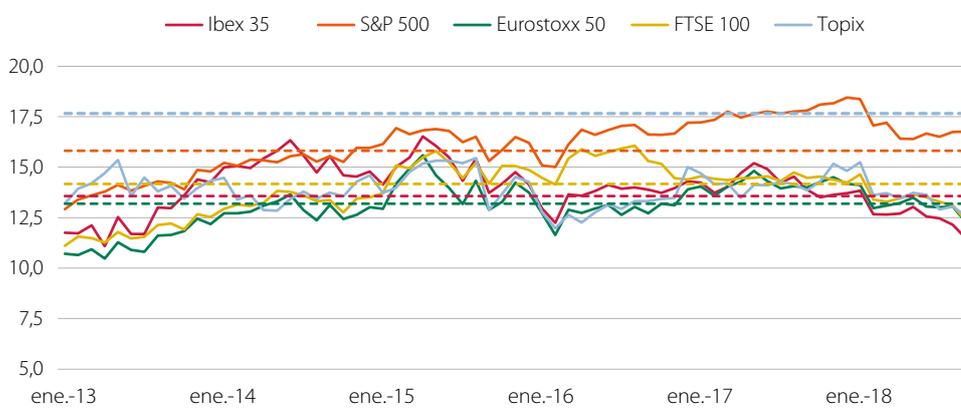
En el acumulado del año destacan las caídas de las cotizaciones en el sector de los servicios financieros e inmobiliarios (-16,5%), servicios de consumo (-9,7%) y bienes de consumo (-3,8%). Por el contrario, las ganancias se concentran en el sector de petróleo y energía (5,1%), tecnología y telecomunicaciones (3,7%) y materiales básicos, industria y construcción (3,3%).

La caída de las cotizaciones hizo que la ratio PER del Ibex 35 cayera hasta 11,4, el nivel más bajo desde 2013 y muy por debajo de su media histórica.

La caída de las cotizaciones en el tercer trimestre, junto con el mantenimiento del crecimiento de los beneficios empresariales esperados en los próximos meses, permitió que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 disminuyese desde 12,6 a mediados de junio hasta 11,4 en septiembre y se situase en su nivel más bajo desde 2013. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global han mostrado un comportamiento desigual durante el trimestre, con ligeras alzas para el índice estadounidense S&P 500 y descensos para el europeo Eurostoxx 50, el británico FTSE 100 y el japonés Topix. En lo que va de año, con la excepción del índice S&P 500, todas las ratios se mantienen por debajo de sus valores medios del periodo 2010-2017 —una tendencia que a finales de 2017 solo se observaba en el índice japonés Topix.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del Ibex 35 experimentó leves repuntes transitorios durante el año pero a finales de septiembre se redujo nuevamente hasta valores cercanos al 10%.

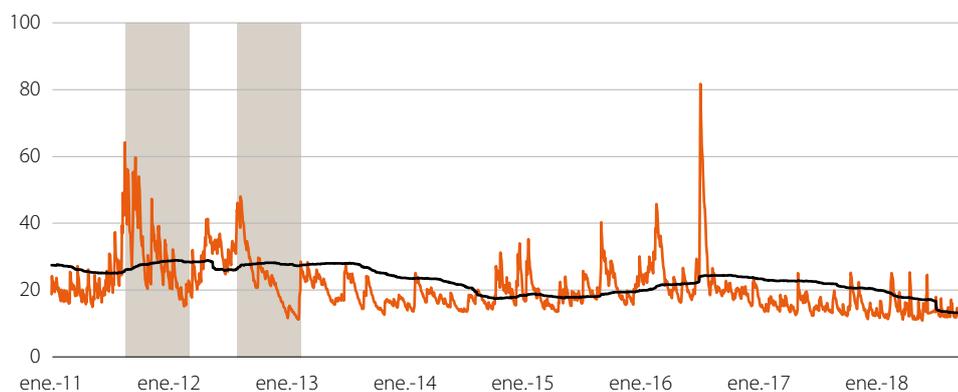
La volatilidad del Ibex 35, que experimentó ciertos repuntes de carácter temporal durante el primer semestre como consecuencia de los episodios de incertidumbre acaecidos en las bolsas estadounidenses¹¹ y después en Italia, volvió a reducirse hasta situarse cerca del 10% al cierre del tercero. Este valor es inferior a la media de los dos trimestres anteriores (13,41% y 13,78%, respectivamente) y se sitúa por debajo de la

11 El indicador de volatilidad de estos mercados (índice VIX) llegó a superar el 30% en el primer trimestre del año (véase gráfico 7).

media del ejercicio 2017, cuando alcanzó su nivel más bajo de los últimos años —inferior al 13%—. La evolución de la volatilidad del mercado español ha sido similar a la de otras plazas europeas y a la del índice europeo Eurostoxx 50 (10,2% al final del trimestre), todas ellas en zona de mínimos históricos. En el caso de los mercados estadounidenses, su volatilidad también ha descendido hasta la zona de mínimos¹² a finales del tercer trimestre, aunque se ha movido en un rango más amplio durante el ejercicio.

Volatilidad histórica del Ibx 35

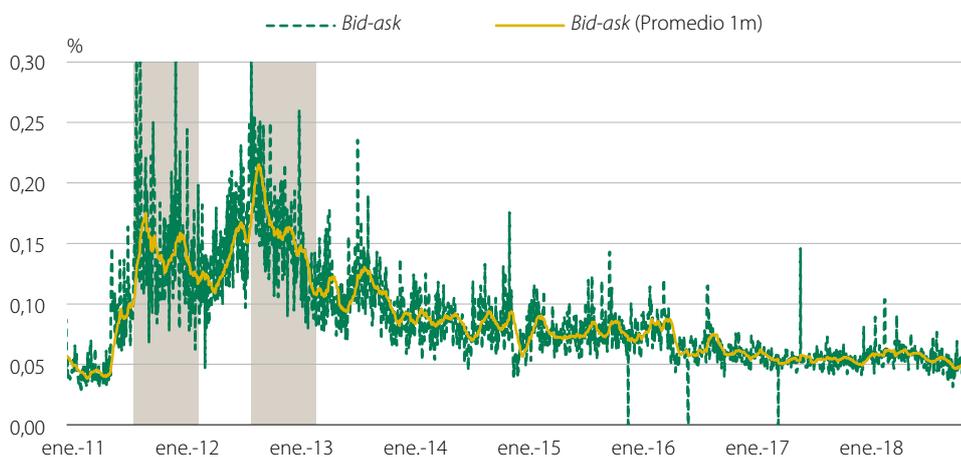
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. En negro se muestra la volatilidad condicionada y en rojo la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades cotizadas.

Liquidez del Ibx 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibx 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades cotizadas.

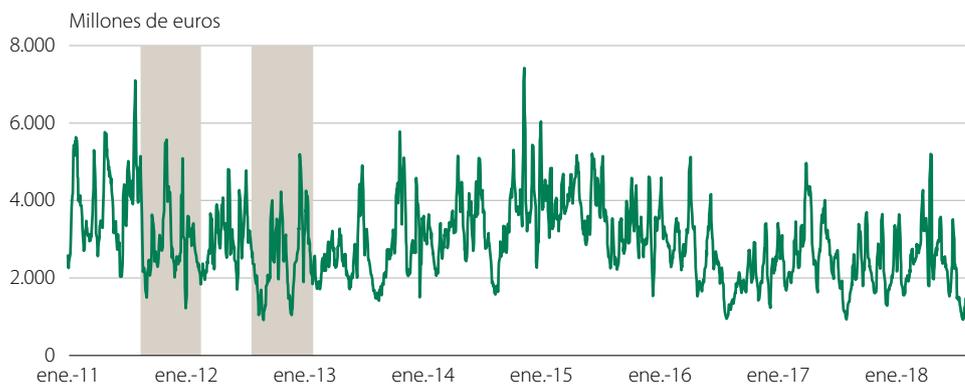
12 El indicador de volatilidad histórica del Dow Jones ha caído por debajo del 10%.

La liquidez del mercado de renta variable mejoró en el tercer trimestre del año.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —medidas por el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— mejoraron ligeramente en el tercer trimestre del año, favorecidas por el descenso de la volatilidad en el mercado. Este diferencial se situó en el 0,05% a finales del tercer trimestre, ligeramente por debajo de la media de los dos anteriores (0,06% y 0,055%, respectivamente), así como de la media del conjunto de 2017 (0,054%) y de la media histórica del indicador (0,093%).

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



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

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Los niveles de contratación permanecieron estables en el tercer trimestre del año, y se explica por el descenso de la negociación en BME y...

La contratación de renta variable española, que se había recuperado ligeramente en el primer semestre del año, se mantuvo estable en el tercero (0,5% respecto al tercer trimestre de 2017) como consecuencia del incremento de las incertidumbres económicas a escala global, así como al entorno de baja volatilidad —que desincentiva algunas modalidades de negociación como, por ejemplo, la algorítmica—. La evolución de la contratación se explica, como ha ocurrido en trimestres previos, por la disminución del importe negociado en BME (-7,2% anual) y el aumento de la contratación en otras plataformas diferentes del mercado de origen (14,8%), que están presentando una competencia elevada. En términos diarios, la negociación en el mercado continuo se situó en 1.798 millones de euros en el tercer trimestre, por debajo de los 2.290 y 3.017 millones de los trimestres anteriores, así como de la media acumulada en lo que va de año (2.362 millones), tal y como se aprecia en el gráfico 16.

... el aumento de la negociación de valores españoles en otras plataformas foráneas. La cuota de mercado de estas últimas alcanza ya el 40% de la negociación total.

Como consecuencia de estas tendencias, la cuota de los mercados exteriores en la contratación de valores españoles, que se había reducido en el segundo trimestre por debajo de un tercio del total contratado, volvió a crecer de modo significativo en el tercero, hasta alcanzar un nuevo máximo histórico cercano al 40% (38,6% en el primer trimestre, 32,5% en el segundo y 31,7% en el conjunto de 2017). En cuanto a la composición de la negociación de las acciones españolas en el exterior, volvió a destacar el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, que con casi 62.500 millones de euros en el tercer trimestre siguió ganando cuota de mercado y ya representa más del 80% de lo negociado en el exterior (véase cuadro 5). Turquoise también mejoró ligeramente su cuota de mercado hasta el 13,5% (de la negociación exterior), mientras que el resto de operadores siguieron perdiendo volumen de negocio y representan poco más del 6%.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	I-18	II-18	III-18
Total	1.002.189,0	1.161.482,8	877.413,3	934.377,1	234.555,7	281.299,7	193.976,4
Admitida en SIBE	1.002.095,9	1.161.222,9	877.402,7	934.368,3	234.554,7	281.296,3	193.974,0
BME	849.934,6	925.978,7	631.107,2	634.990,9	143.131,5	189.282,3	116.051,4
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	26.830,1	28.550,0	25.272,1
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	10.900,3	11.015,5	10.543,9
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	46.765,7	44.872,1	37.214,3
Otros ²	9.019,8	13.566,2	32.984,5	61.346,5	6.927,0	7.576,4	4.892,3
Corros	92,4	246,1	7,5	8,1	1,0	3,1	2,0
Madrid	32,7	19,4	3,2	1,8	0,0	0,0	0,1
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	45,2	219,1	4,1	6,3	0,9	3,1	1,9
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	0,7	13,8	3,2	0,7	0,1	0,3	0,4
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	14.508,9	12.417,7	6.033,0	6.908,0	1.153,0	805,6	841,5
MAB	7.723,2	6.441,7	5.066,2	4.985,8	1.401,5	1.020,4	762,0
Latibex	373,1	258,7	156,7	130,8	43,8	33,2	31,6
ETF	9.849,4	12.633,8	6.045,2	4.464,1	981,0	957,3	456,6
Total contratación en BME	882.482,3	957.990,5	648.418,9	651.488,5	146.711,9	192.102,2	118.145,5
% RV española en BME respecto al total de RV española	84,8	80,1	71,9	68,3	61,4	67,5	60,1

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y SMN.

En el conjunto del año el volumen de contratación de los valores españoles se sitúa en 709.800 millones de euros, un 1,4% más que en los tres primeros trimestres de 2017. De este importe, 448.000 millones se negociaron en BME (un 6,4% menos que en 2017) y el resto, en otros mercados y plataformas (un 18% más).

En el conjunto del año la negociación de acciones aumenta un leve 1,4%.

En el ámbito de la negociación, de acuerdo con los requisitos de transparencia de los mercados derivados de la regulación MiFID II/MIFIR, 18 valores negociados en las bolsas españolas este año se han visto afectados por los umbrales de negociación establecidos, que obligan a suspender la aplicación de las exenciones de transparencia de esta regulación¹³. Así, en la operativa sobre estos valores no se han podido

Durante este año, un total de 18 valores negociados en las bolsas españolas no se han podido acoger de forma temporal a las exenciones de transparencia por superar determinados volúmenes de negociación.

13 El artículo 4.1 de MiFIR regula las exenciones (*waivers*) relativas a las órdenes a precios referenciados a otro mercado. Estas exenciones pueden suspenderse temporalmente, si se supera alguno de los límites de negociación establecidos (*double volumen cap*). Las comunicaciones de la CNMV sobre el régimen de transparencia se pueden consultar en www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx

utilizar temporalmente dichas exenciones y facilitar así el proceso de formación de precios¹⁴. En España, la CNMV ha autorizado como exención el case de operaciones sobre acciones o ETF admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas y el MAB o Latibex al precio medio de la mejor posición de compra y venta vigente en un mercado de referencia. Esta exención se incluye dentro de la categorización de «Exenciones de precios referenciados», por lo que queda sujeta al mecanismo de limitación de volumen comentado anteriormente.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2015	2016	2017	IV-17	I-18	II-18	III-18
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	50	45	47	18	15	12	17
Ampliaciones de capital	45	45	45	18	14	12	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	1	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	111	81	91	26	22	14	17
Ampliaciones de capital	99	79	84	25	21	14	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	12	2	7	1	1	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	19.106,1	13.846,7	25.787,7	1.370,8	1.898,9	426,1	1.667,4
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	531,6	574,7	63,0	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	0,0	807,6	956,2	100,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	8.092,3	0,0	821,8	475,2	0,0	0,0	89,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	365,2	1.791,7	8.469,3	49,9	1.179,1	0,0	1.263,4
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	125,5	1,6	223,9	153,3
Otras	847,4	2.390,2	6.060,2	88,6	143,5	139,2	161,7
Ampliaciones de capital liberadas⁴	9.627,8	5.898,3	3.807,3	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3
Total ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.595,0	2.090,9	3.261,7	559,2	3.787,8
Ofertas públicas de venta	8.331,6	506,6	2.944,5	567,3	645,7	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	16	15	13	3	1	3	3
Número de emisiones	18	21	15	4	3	3	4
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	3,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

14 En la fecha de cierre de este informe (30 de septiembre), la suspensión de la utilización de las exenciones afectaba a cuatro valores.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales supusieron 3.788 millones de euros en el tercer trimestre, menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del ejercicio anterior cuando tuvo lugar la ampliación de capital del Banco Santander, que superó los 7.100 millones de euros (si se descuenta el importe emitido por este banco, las emisiones de renta variable del tercer trimestre del año habrían crecido casi un 27% respecto al mismo periodo de 2017). A su vez, el acumulado del año hasta septiembre (8.254 millones de euros) resulta un 72% inferior al importe emitido entre enero y septiembre de 2017¹⁵. En cuanto al tipo de emisión, en el tercer trimestre destacó el importe de las ampliaciones de capital bajo la modalidad de dividendo elección, que representó más de la mitad del total y casi el doble de la cuantía por este concepto en el ejercicio previo, coincidiendo con el pago habitual de dividendos al inicio del verano por parte de varias compañías de gran tamaño (véase cuadro 6). Por otro lado, a pesar de que diversas compañías inmobiliarias habían mostrado su interés en salir a cotizar en el mercado a lo largo del año, la evolución desfavorable de las cotizaciones provocó la cancelación o el retraso de estos planes. Con todo, la segunda compañía petrolera del país (CEPSA) ha mostrado su interés en volver a salir a cotizar en el mercado en el último trimestre del año, con el registro de su folleto en la CNMV el 2 de octubre.

Las emisiones de acciones se reducen tanto en el tercer trimestre como en el conjunto del año, y varias compañías aplazan su salida a bolsa.

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija, tanto nacionales como europeos, han estado sometidos a cierta volatilidad a lo largo del año en función de la evolución de las circunstancias económicas y políticas. Así, por un lado las políticas monetarias del BCE¹⁶ y la Reserva Federal¹⁷ han seguido caminos diferentes: mientras que la autoridad europea se encuentra en la fase inicial de reducir hasta su eliminación los programas de compras de activos y retrasar el aumento de los tipos de interés hasta al menos el verano de 2019, la institución estadounidense está inmersa en el proceso de subida de los tipos de interés, debido a que la economía de este país se encuentra en una fase más adelantada del ciclo. Por otro lado, las incertidumbres surgidas de nuevo en Europa —en este caso, en relación con las finanzas públicas italianas— también influyeron en los mercados de deuda y propiciaron que los inversores deshiciesen posiciones en deuda periférica en beneficio de la de las grandes economías europeas. Este comportamiento incrementó la prima de riesgo de las primeras, mientras que redujo las rentabilidades de las segundas. Todo ello se produjo en un contexto de cierta desaceleración de la actividad en Europa y de revisión de las previsiones de crecimiento a la baja, que favoreció las ventas en los mercados de acciones y las compras de activos de deuda, por su consideración de activos refugio.

Las expectativas sobre la política monetaria del BCE y algunos focos de incertidumbre (Italia, Turquía...) condicionaron la evolución de los mercados de deuda.

En España, los tipos de interés se habían situado en mínimos históricos a finales del primer trimestre gracias al descenso de la prima de riesgo originado por la buena

La percepción de que los tipos aumentarán en la zona del euro más pronto que tarde y la incertidumbre originada en Italia explicaron el leve aumento de las rentabilidades de la deuda a largo plazo.

15 Es inferior, incluso, a los importes emitidos en cualquiera de los tres primeros trimestres de 2017 (8.723 millones, 11.067 millones y 10.090 millones).

16 El BCE confirmó a mediados de septiembre que el importe de sus compras de deuda se reducirá a la mitad a partir de octubre —hasta 15.000 millones de euros mensuales— y se extenderá hasta diciembre de este año.

17 La Reserva Federal ha subido tres veces sus tipos en 2018, la última en septiembre, hasta situarlos en el rango del 2-2,25% y es probable que realice una subida más antes de finales de año (véase epígrafe 2.1).

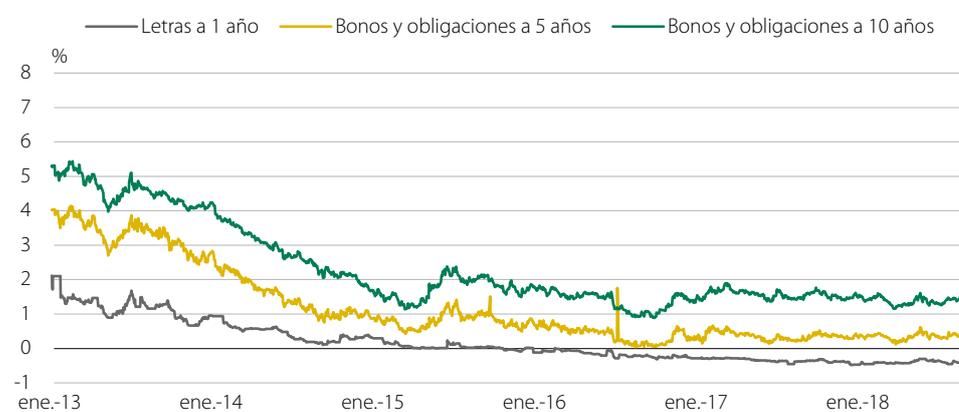
evolución de la economía española y, sobre todo, por las mejoras de la calificación crediticia del bono soberano. Sin embargo, a partir del segundo trimestre se observó un cambio de tendencia que se fue consolidando conforme avanzaba el tercero y los tipos se movieron ligeramente al alza. Varios factores influyeron en esta tendencia ligeramente alcista: en primer lugar, aumentó la expectativa de que la política monetaria acomodaticia del BCE finalizará antes de lo previsto; en segundo lugar, las incertidumbres relacionadas con las finanzas públicas italianas afectaron a otras economías periféricas —entre ellas la española—; y, finalmente, se afianzó la perspectiva de que el crecimiento de la economía comenzará a ralentizarse, lo que podría tener efectos sobre el déficit público. Así, tanto los tipos de la deuda pública española como los de la renta fija privada presentaron suaves alzas en todos los plazos de la curva, a pesar de que todos ellos siguen favorecidos por el impacto positivo del programa de compras de deuda del BCE. Por su parte, la prima de riesgo se ha mantenido relativamente estable en el tercer trimestre y se ha situado a finales de septiembre en 103 p.b.

Las emisiones de renta fija descenden en el tercer trimestre del año, aunque se observa una propensión mayor a emitir pagarés y a emitir en el exterior.

Esta situación de mayores incertidumbres ralentizó el ritmo de emisión de deuda de los emisores españoles en el tercer trimestre, si bien su evolución no fue homogénea entre los diferentes tipos de activos y mercados de emisión. Los importes emitidos se incrementaron en el caso de los pagarés a corto plazo, mientras que la financiación a más largo plazo experimentó un retroceso significativo. Así, parece que los emisores españoles estarían sacando partido a los reducidos costes de financiación a corto plazo y que las necesidades de financiación (y refinanciación) a largo plazo se habrían cubierto en buena medida en 2017 aprovechando el buen momento del mercado y el apoyo del programa de compras de deuda corporativa del BCE.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

Los tipos a corto plazo presentaron una leve tendencia al alza conforme avanzaba el año pero se mantienen muy cerca de mínimos históricos gracias al tono ultraexpansivo de la política monetaria.

Los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo han presentado un leve sesgo alcista conforme avanzaba el año, pero aun así se mantenían a finales de septiembre próximos a los mínimos históricos del cierre del ejercicio 2017. Sus movimientos siguieron condicionados por la política ultraexpansiva de tipos que mantiene el BCE y que, en principio, se mantendrá al menos hasta bien entrado 2019¹⁸. Así, tras casi

18 Su presidente volvió a reiterar a mediados de septiembre que los tipos continuarán en el 0% al menos hasta el verano de 2019.

tres años presentando valores negativos en todos los plazos, el rendimiento en el mercado secundario de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaba a finales de septiembre en el -0,46%, el -0,41% y el -0,37%, respectivamente. Estos valores son muy parecidos a los del trimestre anterior y están en línea con el rendimiento mínimo anual establecido por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo marginal de depósito). Todas las subastas de letras siguieron resolviéndose a tipos negativos y las últimas realizadas en septiembre se adjudicaron a tipos similares a los de las precedentes. Por su parte, los tipos de la deuda privada a corto plazo mostraron suaves alzas en el tercer trimestre, que fueron algo más intensas en el plazo más largo. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión se situaba entre el 0,31% en la referencia a 3 meses y el 0,36% en la referencia a 12 meses (véase cuadro 7).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,62	-0,55	-0,52	-0,46
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,45	-0,46	-0,43	-0,41
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,42	-0,42	-0,34	-0,37
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,39	0,29	0,25	0,31
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,26	0,22	0,12	0,26
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,19	0,24	0,18	0,36

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo aumentaron ligeramente en el tercer trimestre, tal y como sucedió en otras economías europeas, ante la perspectiva de que la política monetaria acomodaticia del BCE irá desapareciendo paulatinamente —incluido el programa de compras de deuda pública¹⁹— en un entorno no exento de incertidumbres. Así, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba de media en septiembre en el 0,0%, el 0,49% y el 1,51%, respectivamente (véase cuadro 8). La referencia a 3 años empezó a mostrar rendimientos positivos desde mediados de septiembre, después de 2 años en valores negativos. El rendimiento medio de la deuda a 10 años aumentó 13 p.b., hasta situarse en el 1,51% de media en septiembre.

La deuda corporativa tuvo una evolución similar, con suaves alzas que se concentraron en mayor medida en los plazos de 5 y 10 años. Hasta el plazo de 5 años, la deuda privada mostraba rendimientos positivos superiores a los de la pública, mientras que en el plazo a 10 años su rendimiento siguió presentando un diferencial negativo

Los tipos de la deuda pública a largo plazo también aumentaron levemente. En el plazo de 3 años, el rendimiento pasó a terreno positivo a mediados de septiembre...

... una tendencia que también siguieron las rentabilidades de la deuda corporativa.

19 El programa de compras de títulos de deuda pública (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés) acumulaba a finales de septiembre un volumen de compras por un importe de 2,138 billones de euros, de los que 256.543 millones correspondían a títulos españoles.

respecto a esta última, apoyado todavía en el efecto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE²⁰, que habitualmente concentra sus compras en las emisiones con vencimientos más largos y realiza parte de ellas directamente en el mercado primario.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18
Renta fija pública							
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,09	-0,07	-0,06	0,00
5 años	0,72	0,35	0,31	0,31	0,30	0,41	0,49
10 años	1,72	1,44	1,46	1,46	1,35	1,38	1,51
Renta fija privada							
3 años	0,66	0,69	0,44	0,44	0,51	0,44	0,47
5 años	1,95	1,43	0,41	0,41	0,39	0,36	0,59
10 años	2,40	2,14	1,16	1,16	1,04	1,23	1,41

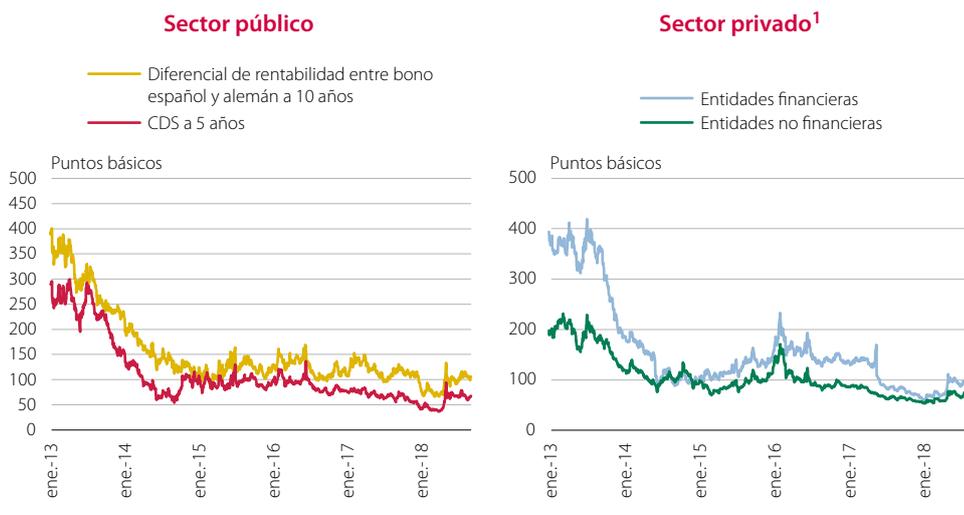
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano ha mostrado repuntes transitorios en el año por el efecto de contagio de la incertidumbre sobre las finanzas públicas italianas.

La prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable durante el tercer trimestre, aunque ha presentado alzas transitorias sobre todo en el trimestre anterior, acusando un cierto contagio de los problemas de las finanzas públicas italianas. En este contexto, la prima de riesgo —medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se situaba en 103 p.b. a finales de septiembre, un valor muy parecido al del cierre del trimestre anterior y en un rango intermedio entre los mínimos registrados en abril (66 p.b.) y los máximos alcanzados en mayo (134 p.b.). Por otro lado, la prima de riesgo de crédito evaluada a partir del CDS del bono soberano español —mercado menos líquido que el del propio bono— siguió una tendencia similar. Así, su valor a finales del tercer trimestre era de 67 p.b., ligeramente por debajo de los 71 p.b. que mostraba el trimestre anterior.

20 El programa de compras de títulos de deuda corporativa (el denominado CSPP, por sus siglas en inglés) acumulaba a finales de septiembre un volumen de compras por un importe de 170.378 millones de euros, de las que el 18,2% se había realizado en el mercado primario.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

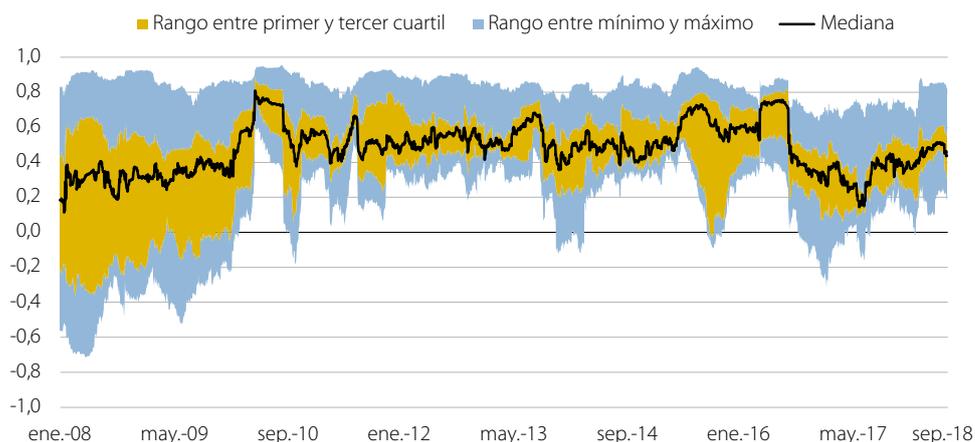
Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía presentaron ligeros descensos en el tercer trimestre, algo más intensos en el caso de las entidades financieras. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras, que había repuntado hasta los 111 p.b. a finales de mayo como consecuencia de su exposición a los activos de deuda italiana así como a algunas economías emergentes en dificultades, descendió después hasta los 90 p.b. a finales de septiembre, debido a la disminución de estas incertidumbres y al efecto positivo sobre la rentabilidad del sector que se empieza a descontar ante el giro de la política monetaria. Por su parte, la media de las primas de riesgo de las compañías no financieras descendió desde los 76 p.b. en el segundo trimestre hasta los 69 p.b. en el tercero. A pesar de que la próxima desaparición del programa de compras de deuda corporativa del BCE, junto con el previsible aumento de los tipos de interés, alimentan las expectativas de un incremento a medio plazo de sus gastos financieros, estas compañías se ven favorecidas por la buena evolución de sus negocios²¹.

El grado de correlación entre los diferentes activos financieros españoles de renta fija y variable creció de modo destacable durante la primera parte del año y se consolidó a lo largo del tercer trimestre en valores cercanos pero ligeramente inferiores a 0,50 — cifra similar al promedio de la última década—. Asimismo, los valores mínimos y máximos de las correlaciones, que habían aumentado ligeramente a finales del primer semestre, coincidiendo con el momento en que la inestabilidad política de Italia tuvo mayor repercusión en los mercados financieros, se moderaron levemente después.

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía registraron un leve repunte a mediados de año pero con posterioridad han retomado una senda descendente.

El grado de correlación entre los activos españoles, que había aumentado en el primer semestre, se estabilizó después en valores de 0,50.

21 Una parte considerable de las compañías consideradas en esta media pertenecen al sector del petróleo y la energía, que desde hace meses se ven favorecidos, entre otros elementos, por el aumento del precio del petróleo.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría ocasionar una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años de Banco Popular.

Las emisiones de renta fija descendieron en el tercer trimestre...

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre alcanzaron los 11.782 millones de euros, un 10,4% menos que las registradas en el mismo periodo del año anterior. Este bajo importe se explica por la sustitución de las emisiones de deuda en el exterior, que siguen creciendo, así como por el hecho de que los principales emisores españoles han cubierto gran parte de sus necesidades de financiación. Las grandes empresas no financieras adelantaron en el último ejercicio sus necesidades de financiación para aprovechar los reducidos costes de esta, por lo que sus necesidades para este ejercicio han disminuido. Los bancos, por su parte, también habían aprovechado para financiarse con anterioridad y más recientemente han observado cómo las condiciones del mercado se han endurecido, con rentabilidades exigidas por el mercado al alza. En términos absolutos, las mayores caídas se produjeron en las emisiones de bonos de titulización y, en menor medida, en las cédulas hipotecarias, cuya disminución se explica por la lenta expansión del crédito y las menores facilidades que ofrece el BCE para financiarse. Por el contrario, las emisiones de pagarés de empresa aumentaron su importancia relativa hasta representar algo menos de un tercio del total.

... tanto como en el acumulado del año, debido a las menores necesidades de financiación de estas entidades y a la preferencia por emitir en el exterior.

En el conjunto del año las emisiones de renta fija se han situado en 42.632 millones de euros, un 30,8% menos que en 2017, con descensos en todas las categorías de activos salvo en las participaciones preferentes gracias a dos emisiones de este tipo destinadas a inversores institucionales y realizadas por dos entidades financieras. Los descensos más acusados en cuantía correspondieron a los bonos simples (casi 10.000 millones de euros en lo que va de año), cuya emisión se realiza cada vez en mayor medida desde el exterior, y a las cédulas hipotecarias (4.600 millones menos), cuyo volumen de emisión está condicionado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, que sigue sin mostrar un aumento relevante. El retroceso menos cuantioso se produjo en los pagarés de empresa (1.814 millones).

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 9

	2014	2015	2016	2017	2018		
					I	II	III
Registradas en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	130.258	136.607	139.028	109.487	20.205	10.645	11.782
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	5.125	1.700	5.050
Cédulas territoriales	1.853	10.400	7.250	350	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.155	39.100	40.170	30.006	4.983	1.177	1.431
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750	53	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.008	28.370	35.505	29.415	5.431	3.534	1.048
Pagarés de empresa ¹	33.654	27.310	22.960	17.911	3.416	3.884	3.254
De titulización	620	2.420	1.880	1.800	0	240	0
Resto de pagarés	33.034	24.890	21.080	16.111	3.416	3.644	3.254
Otras emisiones de renta fija	0	0	1.500	981	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	1.250	350	1.000
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	7.999	5.452	4.279	6.505	1.857	832	933
Emisiones aseguradas	196	0	421	0	0	0	0
					2018		
En el exterior por emisores españoles	2014	2015	2016	2017	I	II	III²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	56.736	66.347	58.587	84.771	26.618	20.351	10.845
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	14.136	9.359	2.600
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	1.500	0	0
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	1.250	1.000	0
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	11.386	8.359	2.600
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.455	32.984	26.932	23.646	12.482	10.992	8.245
Pagarés de empresa	21.455	32.984	26.932	23.646	12.482	10.992	8.245
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2018		
	2014	2015	2016	2017	I	II	III²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	42.170	55.286	56.674	65.423	21.746	18.980	13.900
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	20.309	9.456	7.994	4.849
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.114	12.290	10.986	9.050

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 31 de agosto.

Las emisiones de deuda en el exterior, que superaron las registradas en la CNMV en cada trimestre, se orientaron más a los activos de corto plazo.

Como viene siendo habitual desde hace varios años, las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior no han parado de crecer, de modo que en todos los trimestres de 2018 han sido superiores a las registradas en la CNMV. En lo que va de año hasta agosto, estas emisiones superaron los 58.000 millones de euros, un 12,6% más que las registradas en el mismo periodo de 2017. Este avance se centra en las emisiones de deuda a corto plazo, que casi triplican las de 2017, mientras que las emisiones de deuda a largo plazo se redujeron un 32,8% interanual. Así, las emisiones a corto plazo representaron el 55% del total emitido en el exterior, frente al 25% que representaban en 2017. El descenso de las emisiones a largo plazo podría atribuirse en parte a la disminución de los importes de las compras de deuda corporativa por parte del BCE, puesto que la mayor de estas emisiones está dentro del rango de activos elegibles en el marco de su programa de compras de deuda corporativa. Por otro lado, las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior también crecieron en el año (un 38,4%, hasta los 54.626 millones de euros) gracias a la fuerte expansión de las emisiones de las entidades financieras, que se duplicaron.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero²²

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 3,2% en el primer semestre de 2018, hasta los 274.000 millones de euros...

A finales de junio de 2018, el patrimonio de los fondos de inversión españoles ascendía a 273.774 millones de euros, un 3,2% más que al cierre de 2017 (véase cuadro 11). De esta forma se consolida la senda expansiva iniciada en 2013 —aunque a un ritmo de crecimiento inferior al de los primeros dos años— y se sitúa el patrimonio del sector en valores muy cercanos a los del máximo alcanzado a mediados de 2007. Este aumento se debió exclusivamente a las suscripciones netas realizadas durante el semestre —especialmente en el primer trimestre—, que superaron los 10.000 millones de euros (véase cuadro 10).

... como consecuencia de las elevadas suscripciones de los partícipes, que superaron los 10.000 millones entre enero y junio.

Las entradas de recursos más cuantiosas se produjeron, con diferencia, en la categoría de fondos globales, que en poco más de cinco años han multiplicado su patrimonio por diez. Así, las suscripciones netas en estos fondos fueron de 7.539 millones de euros, seguidas por los de renta variable mixta, con 2.414 millones de euros, y los de renta variable internacional y euro, que experimentaron unas entradas netas de 2.343 y 2.113 millones de euros, respectivamente. Los mayores reembolsos netos correspondieron, por el contrario, a los fondos de gestión pasiva (2.528 millones), que continúan así la tendencia contractiva iniciada durante el ejercicio anterior, en contraste con la fuerte expansión de 2016. También experimentaron retiradas de recursos los fondos de renta fija (1.157 millones) y, en menor medida, los fondos garantizados tanto de renta variable como fija (582 y 431 millones de euros). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en los años precedentes,

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

con un mayor apetito por el riesgo pero con dos diferencias notables. En primer lugar, parece que los inversores están invirtiendo en fondos con un nivel de riesgo cada vez mayor y, en segundo lugar, los fondos de gestión pasiva, que habían triplicado su patrimonio entre 2014 y 2016, experimentaron en 2017 y principios de 2018 importante reembolsos.

La rentabilidad de los fondos de inversión durante los primeros 6 meses del año fue ligeramente negativa (-0,81%), debido a la caída de las cotizaciones en los mercados de renta variable en el primer trimestre (véase cuadro 11). Este comportamiento fue relativamente generalizado entre las distintas categorías de fondos: entre enero y marzo todas las vocaciones mostraron un rendimiento negativo, a excepción de los fondos garantizados, mientras que en el segundo trimestre fue positivo en la mayoría de las categorías. En el acumulado del semestre, todas las categorías experimentaban caídas en el valor de la cartera, con la excepción de los fondos de renta variable euro (0,08%). Entre el resto cabe destacar el rendimiento negativo de los fondos de retorno absoluto (-1,49%) y de los de renta fija mixta (-1,37%).

La rentabilidad acumulada de los fondos fue negativa (-0,8 %) a causa de las pérdidas en las bolsas en el primer trimestre del año.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	23.466,6	13.782,4	21.338,4	3.458,6	5.645,1	8.913,1	2.018,9
Rta. fija ¹	-5.351,4	7.613,8	-2.998,7	66,4	69,0	-1.056,0	-100,5
Rta. fija mixta ²	21.167,5	-3.177,6	2.501,7	242,7	712,6	726,2	-54,0
Rta. vble. mixta ³	8.153,8	-3.030,2	5.509,6	810,2	1.490,3	1.868,6	545,5
Rta. vble. euro ⁴	468,9	-542,9	2.544,9	646,3	543,0	1.857,7	255,7
Rta. vble. internacional ⁵	4.060,5	346,6	4.502,9	1.022,7	1.115,3	1.543,9	799,1
Gar. rta. fija	-6.807,4	-3.202,7	-2.890,0	-931,7	-347,8	-198,5	-232,7
Gar. rta. vble. ⁶	-2.599,8	5.478,4	-588,4	-454,4	-539,1	-261,6	-320,1
Fondos globales	5.805,3	3.579,9	12.984,3	1.641,8	3.638,8	4.835,2	2.703,7
De gestión pasiva ⁷	-6.264,2	5.790,0	-4.580,8	-734,2	-1.450,2	-1.146,7	-1.381,0
Retorno absoluto ⁷	4.811,4	946,4	4.378,9	1.148,9	439,2	744,3	-196,8

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y Monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los Monetarios incluyen la vocación Monetario y Monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

Durante el primer semestre de 2018 disminuyó de forma ligera el número de fondos ofertados por las sociedades gestoras, aunque con una reducción mucho menor que la de años precedentes, especialmente entre 2012 y 2015. De esta forma, entre enero y junio de este año se dieron de baja 80 fondos, lo que unido a las 63 altas producidas

El número de fondos se redujo durante el primer semestre del año, con una recomposición hacia las categorías de mayor riesgo.

hizo que el número de fondos al cierre del primer semestre fuera de 1.724. Los mayores descensos se produjeron, en consonancia con los movimientos patrimoniales, en los fondos de gestión pasiva y en los garantizados de renta variable, con 15 y 13 fondos menos, respectivamente. En el lado opuesto, la tipología con un mayor aumento de su oferta correspondió a los fondos de renta variable internacional, con un aumento de 18 fondos, hasta los 229. También se incrementó el número de fondos globales y de renta fija mixta, con 11 y 6 fondos más, respectivamente.

El significativo incremento del número de partícipes —más de 1,1 millones en 6 meses— dejó el número total de inversores en 11,4 millones.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión, en consonancia con el comportamiento del patrimonio, se incrementó un 11,2%, hasta situarse prácticamente en 11,4 millones al finalizar el semestre. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta variable internacional, con 321.000 partícipes más, seguidos de los fondos globales y de renta variable euro, con un aumento de 280.000 y 218.000 partícipes, respectivamente. Estas tres tipologías, cuyo nivel de riesgo se considera medio alto, como mínimo han doblado el número de partícipes en los últimos dos o tres años.

Los datos provisionales de julio indican que la expansión de los fondos de inversión continúa, manteniéndose el dinamismo de las categorías de mayor riesgo.

Con los datos provisionales del mes de julio de este año, parece que la tendencia expansiva prosigue. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 1%, hasta los 276.400 millones de euros. El número de partícipes, en cambio, se habría reducido en unos 40.000 para quedarse ligeramente por debajo de los 11,4 millones, mientras que el número de fondos se habría mantenido relativamente estable.

Número	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	1.804	1.805	1.741	1.795	1.741	1.748	1.724
Rta. fija ¹	319	306	290	294	290	284	281
Rta. fija mixta ²	132	148	155	158	155	154	161
Rta. vble. mixta ³	142	168	176	177	176	177	176
Rta. vble. euro ⁴	109	112	111	113	111	106	108
Rta. vble. internacional ⁵	200	201	211	210	211	224	229
Gar. rta. fija	186	122	79	90	79	76	69
Gar. rta. vble. ⁶	205	198	188	190	188	186	175
Fondos globales	178	203	225	223	225	241	236
De gestión pasiva ⁷	213	220	202	213	202	201	187
Retorno absoluto ⁷	97	106	104	106	104	99	102
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.195,0	271.264,0	273.774,0
Rta. fija ¹	65.583,8	74.226,4	70.563,9	70.297,1	70.563,9	69.325,4	68.881,3
Rta. fija mixta ²	44.791,8	40.065,6	43.407,0	42.668,4	43.407,0	43.766,1	43.979,4
Rta. vble. mixta ³	21.502,9	16.310,6	22.386,7	20.754,6	22.386,7	23.860,3	24.039,9
Rta. vble. euro ⁴	9.092,9	8.665,9	12.203,2	11.753,3	12.203,2	13.714,2	14.282,2
Rta. vble. internacional ⁵	17.143,2	17.678,8	24.064,6	22.445,3	24.064,6	24.808,0	26.484,3
Gar. rta. fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	5.828,2	5.456,7	5.311,3	4.982,8
Gar. rta. vble. ⁶	9.966,6	15.475,7	15.417,5	15.909,7	15.417,5	15.203,6	14.664,1
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	31.439,9	35.511,5	39.908,6	42.633,5
De gestión pasiva ⁷	17.731,1	23.601,6	19.477,8	20.972,4	19.477,8	18.097,7	16.686,8
Retorno absoluto ⁷	11.228,1	12.215,2	16.705,9	16.371,3	16.705,9	17.269,0	17.139,7
Participes							
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	10.068.296	10.287.454	11.019.934	11.435.155
Rta. fija ¹	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.660.197	2.627.547	2.711.617	2.840.000
Rta. fija mixta ²	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.154.688	1.197.523	1.239.848	1.252.577
Rta. vble. mixta ³	612.276	448.491	584.408	552.773	584.408	618.234	615.754
Rta. vble. euro ⁴	422.469	395.697	710.928	663.541	710.928	877.146	929.169
Rta. vble. internacional ⁵	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.790.875	1.865.367	2.071.665	2.186.454
Gar. rta. fija	423.409	307.771	190.075	205.956	190.075	184.036	175.776
Gar. rta. vble. ⁶	417.843	552.445	527.533	542.772	527.533	519.396	505.574
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	985.627	1.086.937	1.236.975	1.366.657
De gestión pasiva ⁷	554.698	746.233	638.966	673.604	638.966	601.927	554.981
Retorno absoluto ⁷	479.182	565.325	858.170	823.971	858.170	959.090	1.008.213
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,89	0,98	2,42	0,56	0,33	-1,04	0,23
Rta. fija ¹	0,10	0,52	-0,13	0,05	-0,08	-0,26	-0,68
Rta. fija mixta ²	0,16	0,27	1,10	0,38	0,12	-0,84	-0,53
Rta. vble. mixta ³	0,15	1,19	3,23	0,80	0,57	-1,69	0,62
Rta. vble. euro ⁴	3,44	2,61	11,16	0,55	-0,23	-1,77	1,88
Rta. vble. internacional ⁵	7,84	4,15	8,75	2,09	1,27	-3,51	3,59
Gar. rta. fija	0,27	-0,03	0,72	0,29	0,30	1,02	-1,30
Gar. rta. vble. ⁶	1,07	0,19	1,61	0,48	0,03	0,35	-1,16
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	0,94	1,31	-1,58	0,66
De gestión pasiva ⁷	0,53	1,16	2,13	0,50	-0,20	-0,51	0,23
Retorno absoluto ⁷	0,12	0,38	1,44	0,43	0,23	-0,93	-0,57

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2015, 2016 y 2017. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

El volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión permanece casi constante desde 2015 y representa alrededor del 1,5% del patrimonio total de estas instituciones.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían mejorado de forma sustancial a partir de 2011, se han mantenido estables desde hace tres años. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión en los últimos trimestres ha oscilado entre el 1,3% y el 1,5% del patrimonio total, cifras que quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando llegaron prácticamente al 9%. A finales de junio de 2018, el volumen de activos de liquidez reducida se situaba en 4.079 millones de euros, un 1,5% del patrimonio —mismo porcentaje que en los últimos 6 meses— (véase cuadro 12). En cuanto a la composición de estos activos, se han producido muy pocos cambios durante el último año y tan solo cabe mencionar el ascenso progresivo de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de las entidades financieras, que desde finales de 2016 han ido aumentando paulatinamente desde el 5,1% hasta el 7,5% (respecto a la cartera de renta fija financiera total).

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera de renta fija		
	dic-17	mar-18	jun-18	dic-17	mar-18	jun-18
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	22	137	163	3,5	19,0	18,3
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.929	1.978	1.972	7,0	7,1	7,2
Renta fija no financiera	925	931	974	5,2	4,8	4,9
Titulizaciones	1.058	1.014	969	93,8	92,9	94,7
Titulización AAA	84	110	108	100,0	100,0	100,0
Resto de titulizaciones	974	905	861	93,3	92,1	94,1
Total	3.934	4.061	4.079	8,4	8,3	8,3
% sobre patrimonio FI	1,5	1,5	1,5			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

En conjunto, las IIC inmobiliarias han experimentado una ligera contracción en lo que va de año.

Durante el primer semestre del año, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias han experimentado leves retrocesos.

De los tres FII que había al cierre de 2017, uno se ha dado de baja en 2018 y los otros lo harán previsiblemente en los próximos meses...

En el caso de los fondos de inversión inmobiliaria (FII) registrados en la CNMV, cabe destacar que de los tres fondos que había desde enero de 2015, uno se ha dado de baja, por lo que únicamente están operativos dos FII. No obstante, ambos vehículos informaron en 2011 y 2015 a la CNMV de que estaban iniciando un proceso de liquidación —igual que lo estaba el último que se ha dado de baja—. En este contexto, el patrimonio de los FII durante los 6 primeros meses de 2018 experimentó un retroceso del 14,1%, mientras que el número de partícipes se contrajo un 56,0%, hasta quedar en 483. La rentabilidad de estos fondos abandonó el terreno negativo por primera vez desde que comenzó la crisis y se situó en el 0,3% entre enero y junio, por lo que parece que la recuperación del sector inmobiliario está comenzando a tener efecto sobre estos fondos, aunque de una forma muy leve.

... mientras que el número de SII ha permanecido en cuatro desde el tercer trimestre de 2017.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), por su parte, ha permanecido constante desde el tercer trimestre de 2017, por lo que a finales de junio de este

año había un total de cuatro entidades. Su patrimonio total disminuyó un 9,6%, hasta situarse en 572 millones de euros, mientras que el número de accionistas experimentó un aumento importante y pasó de 327 a 425. Este hecho tuvo su origen en la última sociedad dada de alta en 2017, que ha incrementado su número de partícipes desde 1 hasta 100 (el mínimo legal) en el plazo legal establecido.

IIC de inversión libre

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (versión española de los *hedge funds*) experimentó un ligero avance (1,7%) durante los 5 primeros meses de 2018 y se situó a finales de mayo en 2.815 millones de euros. El número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 54, la misma cifra que a finales de 2017 aunque con una IIC de inversión libre más (47) y una IIC de IIC de inversión libre menos (7 al cierre de mayo). Estas últimas llevan retrocediendo desde el inicio de la crisis, cuando 41 entidades de este tipo llegaron a estar en activo.

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) —que representan en términos patrimoniales más del 80% del total— el patrimonio se situó en 2.345 millones de euros a finales de mayo (véase cuadro 13), un 2% más que en diciembre de 2017, como consecuencia de unas suscripciones netas durante esos 5 meses de 26,7 millones de euros y una ligera revalorización de la cartera del 0,7%. Por otra parte, el número de partícipes se incrementó un 10,5% y superó los 4.000.

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), a pesar de haber una entidad menos el patrimonio se mantuvo prácticamente constante, con un casi imperceptible descenso del 0,3%, hasta los 470,2 millones de euros. El número de partícipes, en cambio, se redujo de forma sustancial, con una disminución del 22,4%, hasta los 2.791. Por su parte, la rentabilidad de estas instituciones en el periodo de enero a mayo de este año fue prácticamente nula (-0,3%), después de unos años con valores relativamente altos.

El sector de la inversión libre se mantuvo relativamente estable entre enero y mayo de este año en cuanto a número de entidades (54 en total).

En el caso de las IIC de inversión libre puras, el patrimonio avanzó un 2%, hasta superar los 2.300 millones, y el número de partícipes alcanzó los 4.000...

... mientras que en el segmento de IIC de IIC de inversión libre el patrimonio ha permanecido prácticamente constante, después de años de fuertes ajustes.

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

CUADRO 13

	2015	2016	2017	2017		2018	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	11	7	8	9	8	8	7
Partícipes	1.265	1.237	3.591	3.534	3.596	3.605	2.791
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	482,7	472,0	468,7	470,0	470,2
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,44	0,36	-0,13	-0,37	0,12
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	37	41	46	46	46	47	47
Partícipes	3.089	2.930	3.656	3.444	3.656	3.973	4.040
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.192,0	2.298,2	2.329,7	2.344,7
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	2,67	1,03	0,80	-0,91	1,59

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo, excepto en el número de entidades, que son hasta junio.

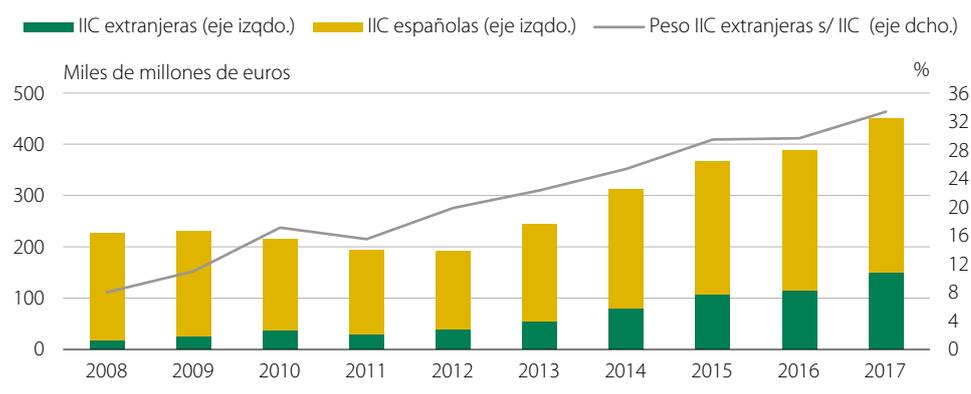
IIC extranjeras comercializadas en España

Un cambio normativo en relación con la información que se debe enviar a la CNMV sobre las IIC extranjeras hace que aún no se disponga de información sobre estas en 2018, si bien es probable que su expansión haya continuado este ejercicio.

En relación con la información disponible de las IIC extranjeras comercializadas en España, cabe señalar el proceso de transición que está teniendo lugar en la actualidad como consecuencia de la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En esta nueva circular se incrementa, por un lado, la información que deben remitir las IIC extranjeras a la CNMV y, por otro, se amplía el espectro de entidades obligadas a remitir dicha información para incorporar las IIC no armonizadas. Las nuevas exigencias de esta normativa han requerido ampliar el plazo de remisión de información para las entidades afectadas por estas modificaciones y, por ello, en la fecha de cierre de este informe no se dispone de nuevos datos referentes a IIC extranjeras comercializadas en España, correspondiendo los últimos a diciembre de 2017 (véase gráfico 20). Cabe suponer que el patrimonio de estas instituciones ha seguido creciendo en 2018, a la vista de la tendencia expansiva que muestra desde 2013 en un entorno que no ha variado sustancialmente y dado también el aumento experimentado por el patrimonio de las IIC nacionales en este periodo.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

El hecho de que las categorías de mayor riesgo sean las que estén recibiendo un volumen mayor de recursos pone de manifiesto la relevancia de que los inversores sean conscientes de los riesgos de estos activos.

La expansión de la industria de la inversión colectiva se mantiene, debido a la escasa rentabilidad que ofrecen otras opciones más tradicionales (como los depósitos) en un entorno de rentas crecientes. La preferencia por fondos de inversión de mayor riesgo pone de manifiesto el deseo de los inversores de obtener un rendimiento superior, pero es preciso que sean conscientes de los riesgos de estos productos. En particular, deben conocer el riesgo de mercado —las pérdidas potenciales que se pueden producir por el descenso en el precio de los activos— y el riesgo de liquidez —relacionado con la posibilidad de vender un activo en un periodo de tiempo corto (en este caso, el reembolso) sin incurrir en unas pérdidas demasiado elevadas—. También es preciso que sepan distinguir los fondos que ofrecen una gestión activa y que por tanto cargan unas comisiones de gestión superiores, de los fondos cuyos gestores básicamente siguen a determinados índices y que, consecuentemente, deberían repercutir un coste menor al partícipe (véase recuadro 2).

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha venido realizando en los últimos años actuaciones e investigaciones sobre la práctica conocida como *closet indexing*, por la cual un fondo de inversión se presenta en sus documentos informativos como si fuera gestionado activamente cuando en realidad dicha gestión replica o es muy cercana a la de un índice (*benchmark*). Esta gestión requiere la dedicación de menos recursos por parte de la sociedad gestora para la selección de los activos que conforman la cartera del fondo, lo que debería redundar en la aplicación de un menor nivel de comisiones de gestión a los inversores.

Han sido varios los países europeos (entre otros, Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido) los que, tras la realización de investigaciones sobre posibles prácticas de *closet indexing*, han adoptado medidas tendentes a mejorar la transparencia de los documentos informativos aportados a los inversores.

La CNMV también ha realizado varios análisis en los que se ha detectado un número reducido de fondos que practican el *closet indexing*, por lo que se ha procedido también en estos casos a la actualización de sus documentos informativos. Conviene destacar que en el caso español es una práctica generalizada que el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) incluya el índice de referencia, aspecto que han destacado positivamente algunas asociaciones de inversores y usuarios de servicios financieros¹. Sin embargo, en línea con las recomendaciones de ESMA y con las mejores prácticas de otros países, la CNMV ha considerado necesario introducir las siguientes mejoras en la información aportada a los inversores (véase la comunicación realizada el 8 de octubre de 2018):

- En el DFI, en los casos en que se incluya información de un índice de referencia, se deberá especificar si este se utiliza en términos meramente informativos o comparativos (esto es, cuando no condicione la libertad del gestor) o si, por el contrario, en mayor o menor medida la gestión se vincula a dicho índice de referencia. En este último caso, deberá aportarse información adicional sobre el grado de libertad de dicha gestión respecto al índice.
- En la información pública periódica (IPP) deberá también aportarse información del grado de discrecionalidad en la gestión realizada durante el periodo y en el caso de que en mayor o menor medida se vincule a un índice, se deberá detallar la evolución del fondo en comparación con la del *benchmark*, así como cualquier otra información adicional que la gestora considere oportuno aportar, como podría ser: *tracking error*², total de exposición sobre el patrimonio que se mantiene en componentes del índice, *active share*³, nivel de coincidencia en el orden de las posiciones respecto a dicho *benchmark*, etc.

1 Véase el comunicado de Better Finance de 4 de junio de 2018, donde incluía la práctica del DFI de las IIC en España en el apartado de «Best-in-Class», destacando la inclusión generalizada del *benchmark* actualizado, en un lenguaje neutral y estandarizado, que además es accesible en la web de la CNMV.

2 En la gestión de carteras de inversión, el *tracking error* es una medida de la diferencia de rentabilidad entre una determinada cartera o fondo y su índice de referencia o *benchmark*. Muestra la volatilidad de la diferencia de rentabilidades.

3 El *active share* mide el grado de diferencia que hay entre la cartera del fondo y la cartera del *benchmark*.

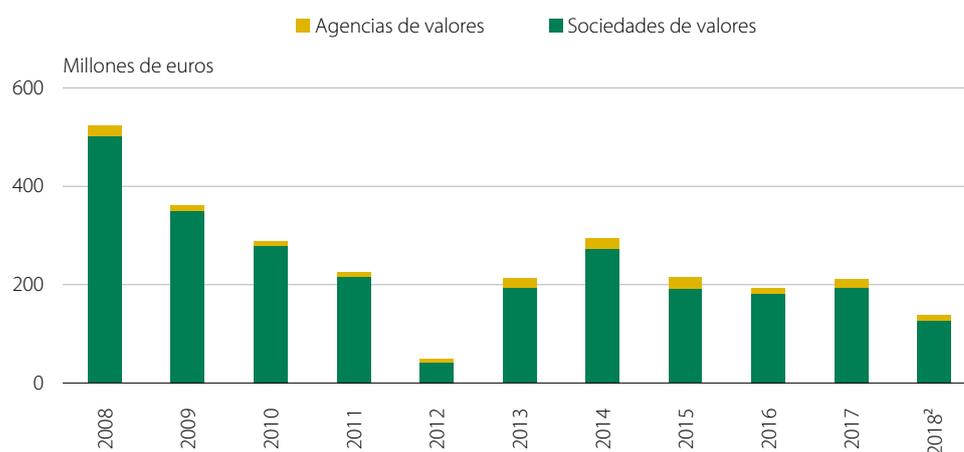
4.2 Empresas de servicios de inversión

Los beneficios de las ESI se contrajeron un 34,4% en el primer semestre de 2018.

Después de una ligera recuperación en 2017, los beneficios de las empresas de servicios de inversión (ESI) volvieron a descender durante los primeros 6 meses de 2018, experimentando un retroceso del 34,4% hasta los 138,2 millones de euros en términos anualizados (véase gráfico 21). Esta contracción, que fue básicamente consecuencia de la inestabilidad en los mercados financieros, se produjo tanto en las agencias como en las sociedades de valores. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 94²³, frente a las 90 de finales de 2017, ya que se produjeron 6 altas —todas ellas de agencias de valores— y 2 bajas (1 agencia y 1 sociedad de valores). Del total de entidades, 48 poseían pasaporte comunitario para operar dentro de la Unión Europea bajo la modalidad de prestación de servicios (46 a finales de 2017) y 8 lo hacían mediante presencia física (sucursal), 1 más que 6 meses antes. Por otra parte, 5 entidades operaban fuera del territorio europeo, 1 con sucursal y 4 a través de la libre prestación de servicios.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

2 Datos anualizados.

Los resultados antes de impuestos de las SV cayeron un 39,7% por el descenso de las comisiones percibidas por la tramitación y ejecución de órdenes y, en menor medida, de los ingresos de las inversiones financieras.

Las sociedades de valores (SV) experimentaron una contracción de su actividad durante el primer semestre de 2018 que dio lugar a una reducción del 39,7% del beneficio agregado antes de impuestos, hasta situarse en 63,2 millones de euros. A pesar de ello, este importe continúa representando más del 90% de los beneficios totales del sector (véase cuadro 14). El descenso de los beneficios tuvo su origen en la caída de las comisiones percibidas y, en menor medida, de los ingresos procedentes de las inversiones financieras, que se han ido reduciendo de forma significativa los últimos años, hasta situarse en 213,2 y 14,7 millones de euros, respectivamente. Las comisiones que más disminuyeron en términos absolutos fueron aquellas obtenidas por la tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en 92,7 millones de euros,

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

un 22,8% menos en términos interanuales. Estas comisiones, a pesar de que continúan siendo con diferencia las más importantes para las SV, han ido perdiendo peso durante los últimos años hasta representar alrededor del 44% de las comisiones totales (habían llegado a alcanzar un 70% del total en 2010).

Tras varios ejercicios de incrementos también se redujeron de forma considerable las comisiones derivadas de la comercialización de IIC, con una contracción del 29,8% hasta los 28,2 millones de euros, y las comisiones derivadas de la gestión de carteras, que alcanzaron los 7,8 millones de euros (-69,7%). Por el contrario, las comisiones por depósito y anotación de valores, que habían disminuido a lo largo de 2017, recuperaron parte del terreno perdido con un crecimiento del 11,7%, hasta los 21,9 millones de euros.

Los ingresos percibidos por otras comisiones también descendieron, excepto los de las relacionadas con el depósito y la anotación de valores.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-18)

CUADRO 14

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-17	jun-18	% var.	jun-17	jun-18	% var.
1. Margen de intereses	49.527	46.031	-7,1	818	1.076	31,5
2. Comisiones netas	199.702	151.557	-24,1	55.773	57.325	2,8
2.1. Comisiones percibidas	276.224	213.150	-22,8	66.788	67.164	0,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	120.062	92.739	-22,8	10.759	10.369	-3,6
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	10.789	2.029	-81,2	1.804	849	-52,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	19.632	21.937	11,7	355	424	19,4
2.1.4. Gestión de carteras	25.648	7.765	-69,7	5.797	6.803	17,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	1.670	2.352	40,8	4.483	4.273	-4,7
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	947	211	-77,7	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	40.148	28.185	-29,8	26.491	30.795	16,2
2.1.9. Otras	57.328	57.933	1,1	17.099	13.650	-20,2
2.2. Comisiones satisfechas	76.522	61.593	-19,5	11.015	9.839	-10,7
3. Resultado de inversiones financieras	20.153	14.705	-27,0	157	-40	-
4. Diferencias de cambio netas	4.109	1.707	-58,5	-358	-7	98,0
5. Otros productos y cargas de explotación	11.660	12.202	4,6	-748	-768	-2,7
MARGEN BRUTO	285.151	226.202	-20,7	55.642	57.586	3,5
6. Gastos de explotación	179.369	159.251	-11,2	48.100	51.512	7,1
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.776	3.543	-47,7	892	723	-18,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	377	385	2,1	-3	-29	-866,7
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	98.629	63.023	-36,1	6.653	5.380	-19,1
9. Otras ganancias y pérdidas	6.168	215	-96,5	-102	472	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	104.797	63.238	-39,7	6.551	5.852	-10,7
10. Impuesto sobre beneficios	14.878	2.552	-82,8	909	1.044	14,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	89.919	60.686	-32,5	5.642	4.808	-14,8
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	89.919	60.686	-32,5	5.642	4.808	-14,8

Fuente: CNMV.

Las comisiones satisfechas por las SV (-19,5%) y los gastos de explotación (-11,2%) fueron las partidas con mayor impacto positivo en la cuenta de resultados.

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, que se contrajo un 20,7% hasta los 226,2 millones de euros, la mayoría tuvieron un efecto negativo sobre este. Por su cuantía, destaca la reducción de un 7,1% del margen de intereses hasta situarse en los 46 millones y de un 27,0% del resultado de las inversiones financieras, como ya se ha mencionado. Tan solo cabe destacar como efecto positivo la disminución de las comisiones satisfechas por las SV, que ascendieron a 61,6 millones de euros después de reducirse un 19,5% en términos interanuales. Finalmente, la reducción de un 11,2% de los gastos de explotación, hasta los 159,3 millones de euros, y de un 47,7% de las amortizaciones, hasta los 3,5 millones de euros, hicieron que el resultado de explotación se situara en junio de 2018 en 63 millones de euros, un 36,1% menos que en el mismo periodo de 2017.

Las AV experimentaron un descenso de sus beneficios del 10,7%, causado principalmente por el aumento de los gastos de explotación.

Las agencias de valores (AV) dejaron atrás un ejercicio positivo en lo que respecta a sus resultados y volvieron a experimentar una contracción de su actividad. Sus beneficios agregados antes de impuestos descendieron un 10,7% en términos interanuales, hasta los 5,9 millones de euros en el primer semestre. A pesar de que los ingresos por comisiones netas aumentaron un 2,8% hasta los 57,3 millones de euros, el repunte de los gastos de explotación fue superior (un 7,1%, hasta los 51,5 millones de euros) y anuló todo el incremento de los ingresos. En relación con las comisiones percibidas, se observó una cierta recomposición entre los diferentes tipos de comisiones durante el primer semestre del año. Así, las comisiones procedentes de la comercialización de IIC —con diferencia las más cuantiosas— crecieron un 16,2% en relación con el periodo de enero a junio de 2017 hasta los 30,7 millones de euros, mientras que las derivadas de la gestión de carteras lo hicieron un 17,4% y volvieron de esta forma a cifras similares a las de 2014, cuando comenzaron a descender con fuerza. En cambio, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes —si bien siguen siendo las segundas en importancia— se redujeron un 3,6%, hasta los 10,4 millones de euros, y las procedentes del asesoramiento en materia de inversión bajaron un 4,7% para situarse en 4,3 millones.

En línea con la disminución de los beneficios, la rentabilidad del conjunto de las ESI se redujo entre diciembre de 2017 y junio de 2018.

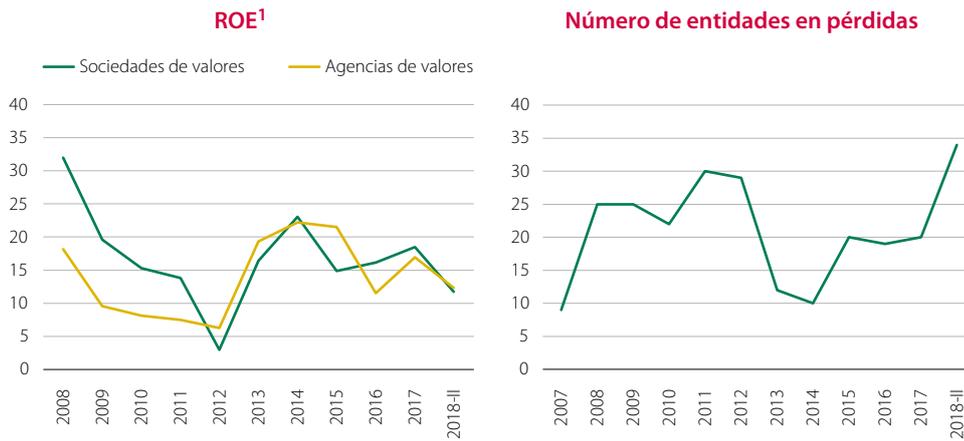
La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las ESI, de acuerdo con el comportamiento negativo de los resultados, experimentó un descenso entre finales de 2017 y mediados de 2018, ya que pasó del 18,4% al 11,8%. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 22, la reducción fue muy similar tanto en las sociedades de valores como en las agencias.

El número de entidades en pérdidas era de 34 a mediados de año, 14 más que a finales de 2017, aunque con un importe total menor que en el primer semestre del ejercicio anterior.

En línea con el retroceso experimentado por el sector, el número de entidades en pérdidas se incrementó durante el primer semestre del año hasta quedar en 34, después de que en 2017 se cerrara el ejercicio con 20. En concreto había 14 sociedades de valores en pérdidas, el doble que al cierre de 2017, y 20 agencias de valores, 7 más que en diciembre del año anterior (véase panel derecho del gráfico 22). No obstante, el valor total de las pérdidas acumulado durante los dos primeros trimestres se redujo en relación con el mismo periodo del ejercicio anterior y se situó en 22,9 millones de euros (26 millones entre enero y junio de 2017).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

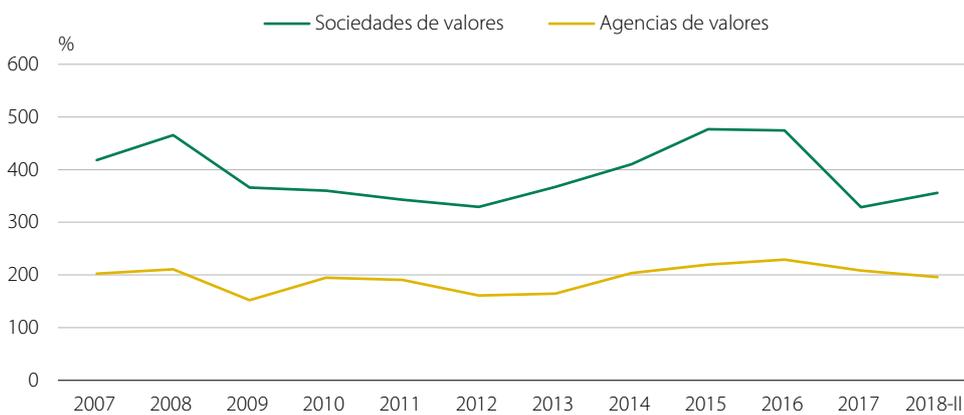
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Las condiciones de solvencia del sector —medidas como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles— continuaron siendo holgadas en términos relativos durante el primer semestre de 2018. De esta forma, para todas las entidades obligadas a remitir estados de solvencia²⁴, el margen de solvencia pasó de 3,2 en diciembre de 2017 a 3,4 en junio de este año. Por tipo de entidad, las sociedades de valores observaron un incremento desde 3,3 hasta 3,6, mientras que las agencias de valores experimentaron una ligera reducción de 1 décima hasta 2,0 (véase gráfico 23).

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

24 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. Como consecuencia de esta normativa, 12 de las 83 empresas de servicios de inversión estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

Perspectivas

Las ESI siguen desarrollando su actividad en un entorno complejo, caracterizado por la fragmentación de los mercados y la competencia de los bancos, que hace necesario un cierto cambio en su modelo de negocio.

Las empresas de servicios de inversión continúan desarrollando su negocio en un entorno complicado debido al desplazamiento de la negociación de la renta variable hacia plataformas exteriores en un entorno de baja volatilidad que reduce aún más la contratación, al aumento de las emisiones de activos de deuda en otras jurisdicciones y a la competencia que ejercen las entidades de crédito en la prestación de algunos servicios que tradicionalmente llevaban a cabo las ESI. Es por ello que muchas de ellas están inmersas en cambios del modelo de negocio que modifiquen la composición de sus ingresos por comisiones —intentando reducir la elevada dependencia que tradicionalmente ha habido de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes— y al mismo tiempo aumenten su eficiencia mediante la disminución de los gastos de explotación.

Encuesta de Competencias Financieras

RECUADRO 3

Varios estudios internacionales han mostrado que en muchos países la población no está familiarizada con conceptos básicos relacionados con la inflación, el tipo de interés compuesto o la diversificación del riesgo. Dada la creciente complejidad de los productos financieros, esta falta de conocimientos puede dificultar la elección de los vehículos de ahorro, seguro o deuda más apropiados para cada individuo.

Con este telón de fondo, el Banco de España y la CNMV han colaborado, dentro del marco del Plan de Educación Financiera, en la realización de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF), que mide el conocimiento y la comprensión de conceptos financieros de la población española de entre 18 y 79 años, así como la tenencia y el uso de distintos vehículos de ahorro, deuda y aseguramiento.

Esta encuesta, incluida en el Plan Estadístico Nacional, presenta características relevantes que permiten una descripción rigurosa y comprensiva de los conocimientos financieros de la población adulta en España y de su relación con el sistema financiero. La muestra es representativa de todo el territorio español y de cada una de sus comunidades autónomas y se corresponde con 21.221 individuos, y el número final de entrevistas completas asciende a 8.952.

Asimismo, la ECF forma parte de un proyecto internacional coordinado por la Red Internacional de Educación Financiera, que —bajo los auspicios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)— ha medido los conocimientos, las actitudes y el comportamiento financiero de la población de un amplio conjunto de países entre 2015 y 2016. Como consecuencia, este estudio realizado en España entre el cuarto trimestre de 2016 y el segundo de 2017 permite poner en un contexto internacional tanto los conocimientos financieros como la interacción de los españoles con el sistema financiero.

La ECF incluye las preguntas propuestas en el estudio internacional, que se centra en valorar el grado de conocimiento sobre tres conceptos generales: la inflación, el interés compuesto y la diversificación del riesgo.

Además, la ECF incorpora preguntas adicionales que adaptan el cuestionario al caso español. En primer lugar, además de las competencias financieras de la persona seleccionada, la encuesta recoge también información sobre las competencias financieras del hogar. En segundo lugar, incluye medidas validadas en estudios internacionales de las competencias cognitivas de los individuos más allá de las estrictamente financieras. Finalmente, la encuesta contiene un módulo sobre la vivienda principal en el que se obtiene información sobre la decisión de tenencia, las expectativas sobre su precio y, en su caso, la forma de financiación de la compra.

Entre las conclusiones obtenidas a partir de esta encuesta, cabe destacar que los conocimientos financieros de la población adulta en España se sitúan en general en torno a la media de todos los países considerados. Únicamente el porcentaje de respuestas correctas en España está claramente por debajo de la media (tanto de todos los países como de los pertenecientes a la OCDE y a la Unión Europea) para el concepto de diversificación del riesgo. En este contexto, otro resultado significativo es que cuanto mayor es el nivel de educación y de renta, mayores son los conocimientos financieros.

El nivel de conocimientos financieros varía con la edad y son los individuos entre 45 y 64 años los que registran el mayor porcentaje de respuestas correctas. Asimismo, existen diferencias entre comunidades autónomas en lo que a cultura financiera se refiere, siendo Aragón la que muestra un mayor porcentaje de aciertos. Parte de las diferencias observadas entre comunidades autónomas puede estar asociada a la distinta composición demográfica y al distinto nivel educativo, variables que se relacionan con el nivel de conocimientos financieros.

En cuanto a la tenencia de diversos productos financieros, el 97% de los individuos encuestados posee una cuenta corriente. El vehículo de ahorro más frecuente es la cuenta de ahorro, que posee el 26% de los encuestados, seguido por los planes de pensiones, que posee 1 de cada 5 individuos de entre 18 y 79 años.

La tenencia del resto de activos financieros es menos frecuente. El porcentaje de individuos que posee acciones o fondos de inversión no excede el 13%, mientras que únicamente un 1% de la población considerada posee un activo de renta fija. La tenencia de acciones o fondos de inversión se concentra entre los individuos en hogares con renta superior a 26.000 euros —aproximadamente el tercio de la población con un nivel de renta más elevado.

El 30% de los individuos tiene un seguro de vida y el 21%, un seguro médico. El porcentaje que cuenta con un seguro de vida alcanza el 45% entre los 35 y 54 años, y su tenencia aumenta con la renta y el nivel educativo. Por su parte, el hecho de tener seguro médico aumenta de modo acusado con el nivel educativo y la renta del hogar.

El 41% de la población tiene alguna deuda (concepto que incluye hipotecas y préstamos personales) y las pautas de tenencia presentan diferencias con respecto a las de los vehículos de ahorro. El grupo que con más frecuencia (63%) tiene alguna deuda es el de individuos entre 35 y 44 años, y este porcentaje disminuye

según se consideran grupos de más edad. Esto no ocurre con los vehículos de ahorro, cuya tenencia aumenta hasta los 64 años. La proporción de personas endeudadas aumenta con su nivel de educación y con la renta de su hogar, y en torno al 20% de los distintos de grupo de renta o educación tiene un préstamo personal.

Las conclusiones obtenidas a partir de los resultados de la ECF hacen posible identificar una serie de colectivos prioritarios a la hora de orientar la próxima estrategia del Plan de Educación Financiera, tales como las personas de entre 18 y 34 años de edad, los mayores de 65, las personas con rentas inferiores a 14.500 euros anuales o las personas que únicamente hayan cursado educación primaria, entre otros. Asimismo, estas conclusiones permiten considerar que la cultura inversora y la cultura aseguradora están poco arraigadas en España, por lo que es conveniente ahondar en los esfuerzos para mejorar la educación financiera en estos ámbitos.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las SGIIC volvió a crecer durante el primer semestre de 2018: un 2,6%, hasta los 307.000 millones...

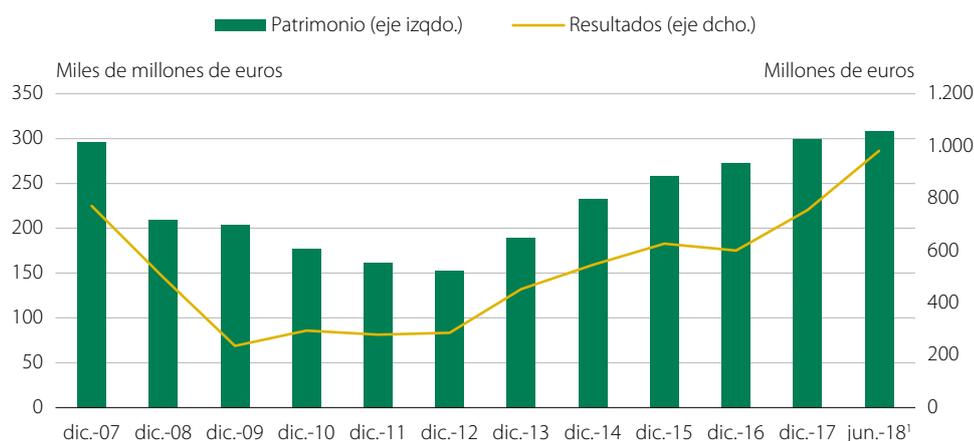
Las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) —siguiendo la buena tónica de los últimos ejercicios— finalizaron la primera mitad del año con un incremento del patrimonio gestionado del 2,6% respecto a finales de 2017, y superaron los 307.000 millones de euros (véase gráfico 24). La totalidad de este avance tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como ya se ha mencionado, experimentaron un aumento patrimonial del 3,2% entre enero y junio. Por su parte, es importante mencionar el mantenimiento del elevado grado de concentración del sector: las tres mayores gestoras mantenían a mediados de 2018 una cuota conjunta del 42,1% del patrimonio total, cifra muy similar a la de finales de 2017.

... lo que permitió un incremento significativo de sus beneficios (un 36,5%, hasta los 491 millones de euros).

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades gestoras de IIC durante el primer semestre del año se situaron en 491,2 millones de euros, un 36,5% más que en el mismo periodo de 2017. Las comisiones netas percibidas por estas entidades —el elemento más importante de la cuenta de resultados— crecieron un 32,5%, hasta los 745,5 millones de euros, gracias tanto al aumento de los ingresos por comisiones recibidas (6,6%) como a la contracción de las satisfechas (-10,6%). Del total de ingresos en esta partida, las comisiones por gestión de IIC fueron las que más se incrementaron en términos absolutos y alcanzaron los 1.335 millones de euros. Por su parte, la mayor reducción de las comisiones satisfechas se produjo en las correspondientes a la comercialización de los distintos vehículos de inversión colectiva, ya que descendieron un 8,9%, hasta los 680 millones. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las SGIIC se situó en junio de 2018 en el 93,7%, una cifra superior a la registrada al cierre de 2017 (73,5%). Por otra parte, a pesar de la mejora de los beneficios agregados, su distribución no fue homogénea entre las entidades pues el número de SGIIC en pérdidas se incrementó en 4 entre enero y junio hasta un total de 23. Además, el volumen de las pérdidas se triplicó, ya que pasó de 1,6 millones de euros en junio de 2017 a 5,1 millones en la misma fecha de este año.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

¹ Datos anualizados.

Los datos del registro de la CNMV indican que la fuerte expansión de la industria de la inversión colectiva durante los últimos años ha propiciado la creación de nuevas gestoras. Así, entre los meses de enero y agosto de este año se han producido 8 altas de este tipo de entidades (todas ellas independientes), mientras que no ha habido ninguna baja, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto era de 117 entidades.

El auge de la industria impulsa la creación de nuevas gestoras: entre enero y agosto se registraron 8 más hasta un total de 117.

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

CUADRO 15

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
jun-18 ²	307.746	2.670	0,87	55,76

Fuente: CNMV.

¹ Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

² Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abría la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 58 vehículos de nueva tipología. A finales de agosto

En los 8 primeros meses del año se registraron 10 entidades de capital riesgo cerradas (nuevos vehículos) y 19 de los vehículos tradicionales.

de este año había 10 fondos de capital riesgo pyme, 6 fondos de capital riesgo europeos, 17 sociedades de capital riesgo pyme y 25 entidades de inversión colectiva cerrada (7 fondos y 18 sociedades). De entre todos estos vehículos, cabe mencionar el aumento importante de estos últimos, con 10 altas en los 8 primeros meses del año y, por otro lado, la reducción en el número de fondos de capital riesgo pyme, después de producirse 1 alta y 3 bajas (véase cuadro 16).

Altas y bajas en el registro de ECR en 2018

CUADRO 16

	Situación a		Situación a	
	31/12/2017	Altas	Bajas	30/08/2018
Entidades				
Fondos de capital riesgo	173	9	8	174
Fondos de capital riesgo pyme	12	1	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	5	1	0	6
Sociedades de capital riesgo	105	10	0	115
Sociedades de capital riesgo pyme	16	1	0	17
Total entidades de capital riesgo	311	22	11	322
Fondos de inversión colectiva cerrados	2	5	0	7
Sociedades de inversión colectiva cerradas	13	5	0	18
Total entidades de inversión colectiva cerradas	15	10	0	25
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	89	4	2	91

Fuente: CNMV.

1 Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

A finales de agosto estaban registradas en la CNMV un total de 347 entidades de capital riesgo, de las cuales 25 eran de tipo cerrado y 91, sociedades gestoras.

En relación con los vehículos «tradicionales», se han producido en lo que va de año 9 altas y 8 bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de agosto había 174; mientras que en el caso de las sociedades de capital riesgo tuvo lugar un registro de 10 altas que situó el número de estas instituciones en 115. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital riesgo (ECR) a 31 de agosto (excluidas las entidades de tipo cerrado) era de 322, frente a las 311 de finales de 2017. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 25 vehículos de tipo cerrado, así como 91 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado —denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo— debido a las 4 altas y las 2 bajas producidas entre enero y agosto.

En 2017 el patrimonio de las ECR se incrementó un 12,4% debido sobre todo a los fondos (19,2%).

A lo largo de 2017 el patrimonio de las ECR se incrementó un 12,4% hasta alcanzar los 8.934 millones de euros. Este avance se debió, sobre todo, a los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 19,2%, hasta los 5.764 millones de euros. En el caso de las sociedades, a pesar del elevado número de altas, el avance patrimonial fue de tan solo el 1,8% hasta alcanzar los 3.171 millones.

En los fondos de capital riesgo aumentó la inversión por parte de las Administraciones públicas y de las empresas no financieras.

En los fondos de capital riesgo (donde se incluyen los fondos «tradicionales» y los de nueva creación, en este caso los fondos pyme y los europeos), se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores a lo largo de 2017. El mayor crecimiento en términos absolutos se produjo en la inversión por parte de las Administraciones públicas, con casi 200 millones de euros más, hasta alcanzar los 860 millones.

La inversión de las empresas no financieras también creció con fuerza (unos 123 millones) y llegó a los 583 millones de euros al cierre del año anterior. También cabe mencionar el importante incremento por segundo año consecutivo de la inversión realizada por las IIC, que era prácticamente residual en 2015 (65 millones de euros) y que pasó a situarse en 433 millones de euros a finales de 2017 (véase cuadro 17). En el lado opuesto, la mayor reducción de la inversión correspondió a los fondos de pensiones y los bancos, con 36 y 27 millones de euros menos que al cierre de 2016, respectivamente.

En las sociedades de capital riesgo —entre las que, como en el caso de los fondos, están incluidas también las sociedades de capital riesgo pyme—, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes y aumentaron ligeramente su inversión en un 4,8% y un 4,4% hasta alcanzar los 902 y 1.023 millones de euros, respectivamente. Por otra parte, los bancos —como viene sucediendo desde 2013 (en ese momento su inversión superaba los 1.600 millones de euros) redujeron su inversión en este tipo de entidades de forma sustancial en 2017, concretamente un 19,0%, hasta los 171 millones. Atendiendo a la tipología de inversor en capital riesgo, la presencia de las personas físicas aumentó en ambos tipos de entidades en más de 1 punto porcentual y se situó en el 9,4% en el caso de los fondos y en el 4,6% en el de las sociedades.

En las sociedades de capital riesgo, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes.

Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	Fondos		Sociedades	
	2016	2017	2016 ¹	2017
Personas físicas				
Residentes	390,6	521,5	92,1	141,2
No residentes	13,2	20,7	4,6	4,8
Personas jurídicas				
Bancos	207,9	180,9	211,7	171,4
Cajas de ahorros	42,1	38,5	12,8	11,9
Fondos de pensiones	594,8	551,7	21,0	20,7
Compañías de seguros	264,5	449,7	51,3	84,4
Sociedades y agencias de valores	2,0	3,5	0,3	0,1
Instituciones de inversión colectiva	358,2	432,7	6,4	6,9
Entidades de capital riesgo nacionales	196,6	255,6	112,8	28,9
Entidades de capital riesgo extranjeras	242,3	301,3	0,0	0,0
Administraciones públicas	663,1	860,2	409,7	389,1
Fondos soberanos	4,6	7,1	0,0	4,8
Otras empresas financieras	378,2	343,2	979,3	1.022,7
Empresas no financieras	459,6	582,7	860,0	901,5
Entidades extranjeras	879,8	907,6	92,9	94,2
Otros	137,8	307,0	258,7	287,8
TOTAL	4.835,3	5.763,8	3.113,5	3.170,5

Fuente: CNMV.

1 Datos revisados con información actualizada remitida por las entidades con posterioridad a la anterior publicación.

Los datos del primer año facilitados por ASCRI correspondientes al primer semestre apuntan a que el sector mantiene su dinamismo, aunque más orientado a operaciones de tamaño medio.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2018 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) confirman la tendencia expansiva del sector iniciada a mediados de 2016, después de un año marcado por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. De esta forma, el volumen total invertido alcanzó los 3.064 millones de euros, cifra muy similar a la de la primera mitad de 2017, con un total de 334 operaciones (400 entre enero y junio de 2017). Las operaciones de tamaño medio o *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) fueron las que experimentaron un mayor crecimiento y alcanzaron un máximo histórico, con 961 millones de euros en 32 inversiones. Por su parte, el número de grandes operaciones o *megadeals* —operaciones superiores a 100 millones de euros— fue de 4 (7 en el mismo periodo del año anterior), supusieron el 60% del volumen total y correspondieron todas a fondos internacionales. Las operaciones más reducidas —hasta 5 millones— siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 85%.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque concentraron el mayor número de operaciones.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque (*venture capital*) concentraron con diferencia un mayor número de operaciones, con un total de 243, de las cuales 155 estuvieron protagonizadas por operadores nacionales privados. En términos de volumen, la inversión en *buy outs* destacó por encima del resto, con un 75% del total invertido. Por otra parte, la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los inversores nacionales privados, que había crecido con fuerza durante el año anterior, se contrajo un 35% durante los primeros seis meses de 2018 y se situó en 784 millones de euros.

II Informes y análisis

La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

Eudald Canadell Casanova (*)

María Isabel Cambón Murcia (*)

(*) Eudald Canadell Casanova y María Isabel Cambón Murcia pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

El modelo de financiación empresarial en España es un tema analizado y debatido con profundidad desde hace muchos años. Tradicionalmente, el sector bancario ha proporcionado la mayor parte de la financiación a las empresas, una tendencia que también se observa en otras economías europeas, aunque de forma menos intensa, siendo el predominio de las empresas pequeñas en nuestro país el factor que más suele mencionarse para explicar la especial importancia del crédito en relación con otras vías alternativas de financiación, como los mercados de capitales.

Este artículo trata de ilustrar el relevante papel que tienen los mercados financieros, no solo por completar y diversificar las fuentes de financiación de las entidades, sino también por el carácter estabilizador que han mostrado durante los años de la crisis, cuando se produjo una fuerte escasez de crédito bancario¹. Aunque los mercados financieros tradicionales siguen siendo una opción factible, fundamentalmente para las entidades de gran tamaño, durante los últimos años han surgido múltiples iniciativas que tratan de facilitar la incorporación de las empresas pequeñas y medianas a los mercados. Entre estas iniciativas destaca la creación de dos mercados alternativos (MAB y MARF), que son menos exigentes en los requisitos que se precisan para participar y ofrecen ventajas relacionadas con la reputación, la liquidez de los activos o la mejor valoración de la empresa. Otras iniciativas importantes están relacionadas con el sector del capital riesgo y las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*). De cara al futuro, sería preciso consolidar estas nuevas alternativas y perseverar en las medidas que fomenten la participación de las empresas pequeñas en los mercados financieros; todo ello sin descuidar el objetivo de protección del inversor, que es fundamental para los supervisores de valores.

2 La financiación de la economía española

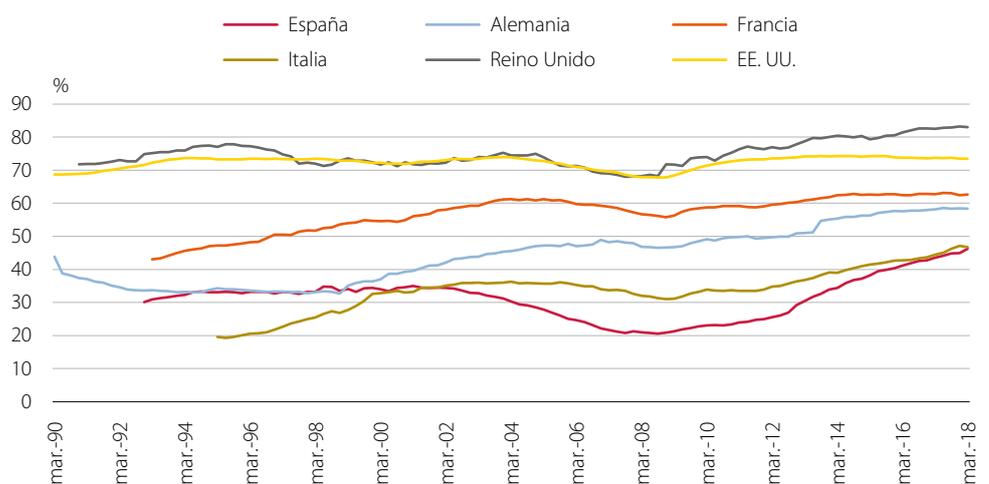
La economía española se ha caracterizado históricamente por un grado elevado de bancarización en la provisión de financiación al sector privado. Este predominio de los bancos en detrimento de otras vías de financiación es una característica que

1 La CNMV realiza un seguimiento y análisis permanente de las características de la financiación empresarial y, en particular, de las condiciones de acceso a los mercados de capitales. Entre algunos de los trabajos publicados en años anteriores en esta materia, destacan: Arce, Ó., López, E. y Sanjuán, L. (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 52. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52.pdf>; y el capítulo 2 del *Informe Anual de la CNMV del año 2010* («La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros»), disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010_web.pdf.

comparte con otras economías europeas y que contrasta con la tendencia observada en Estados Unidos o el Reino Unido, donde los mercados de capitales representan una fuente de financiación mucho más importante. Así, en estas dos economías se observa cómo la financiación a través de los mercados supone, de una forma bastante estable en el tiempo, entre el 70% y el 80% de la financiación total considerando también los préstamos bancarios. En la zona del euro, por el contrario, esta proporción es mucho más reducida, sobre todo en algunas economías de la periferia, como España o Italia (véase gráfico 1).

En el caso español, la importancia relativa de los mercados financieros alcanzó un mínimo en los años previos a la crisis financiera internacional (en 2008), al quedar cerca del 20% de la financiación total (que incluye los mercados de capitales y el crédito bancario). En estos años, las necesidades anuales de financiación de las empresas españolas se incrementaron desde el 15% del PIB hasta el 35% y se cubrieron fundamentalmente mediante el crédito bancario, como consecuencia de varios factores. Por una parte, el crecimiento de la actividad nacional se basaba en el mayor dinamismo de actividades tradicionalmente vinculadas al crédito (inmobiliarias y construcción). Por otra parte, el fuerte descenso de los tipos de interés asociado a la incorporación de España a la zona del euro y la elevada competencia de las entidades de crédito en la captación de clientes dio lugar a un incremento histórico en la oferta de crédito. Todos estos elementos hicieron que la importancia relativa de los mercados de capitales se redujera desde el 40% hasta el 20% ya comentado y mostrase un perfil cíclico similar al de otras economías europeas, aunque más marcado. Desde el inicio de la crisis, el restablecimiento de algunos desequilibrios generados durante años (por ejemplo, el descenso del apalancamiento de muchos agentes) y el proceso de reestructuración del sistema bancario español dieron lugar a un periodo de fuerte contracción del crédito bancario que aún no ha finalizado y que ha sido compatible con el ascenso de otros mecanismos de financiación.

El peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario GRÁFICO 1



Fuente: elaboración propia.

Durante los últimos años se observa una composición mucho más equilibrada dentro del sistema financiero español, donde el sector bancario —que sigue

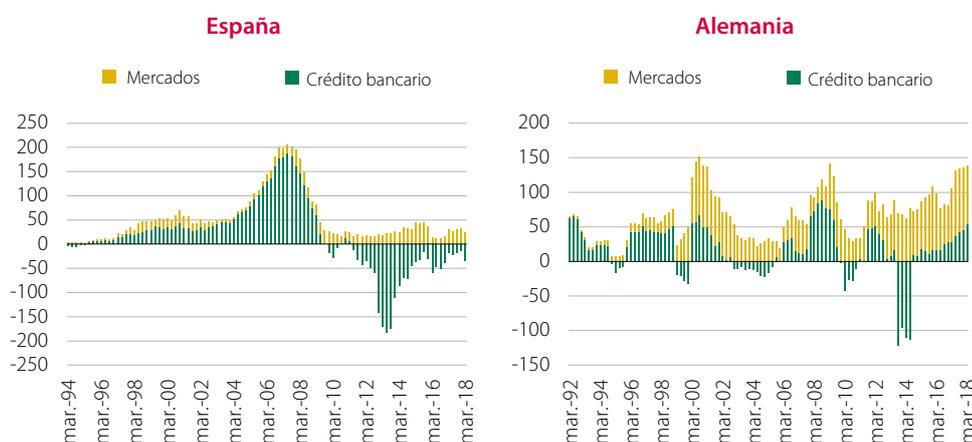
siendo el más importante en relación con su tamaño— ha perdido relevancia, mientras que otros segmentos como los mercados de capitales, las instituciones de inversión colectiva, o los seguros y los fondos de pensiones son más importantes. En particular, los activos del sector bancario se han reducido desde máximos cercanos al 330% del PIB en 2012 hasta algo menos del 230%, mientras que el saldo vivo de la deuda (pública y privada), junto con la capitalización de las acciones, se ha ido incrementando progresivamente hasta estabilizarse por encima del umbral del 200% del PIB. Las cifras del sector de la inversión colectiva son más modestas pero igualmente muestran avances significativos desde hace varios años, de manera que, tras los fuertes ajustes de los primeros años de la crisis, se puede afirmar que tanto en volumen de activos como en partícipes esta industria ha recuperado los niveles precrisis.

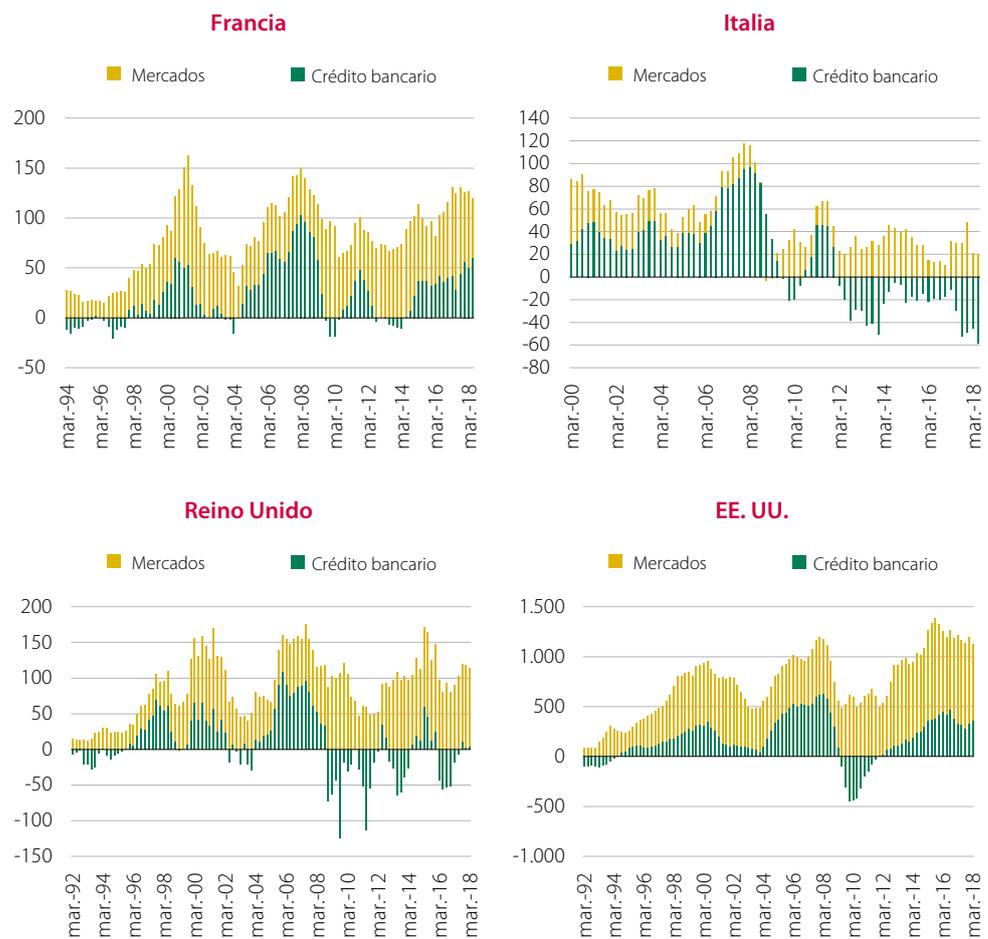
3 La financiación de las empresas durante los últimos años: el papel de los mercados financieros

Durante los años de la crisis, cuando varias economías de nuestro entorno sufrían contracciones de crédito de distinta intensidad, los agentes que proporcionaban financiación vía mercados de capitales mantuvieron esta capacidad de financiar incluso en los peores momentos, con lo que probaron su papel estabilizador o anticíclico como una de sus grandes fortalezas. Como se observa en los paneles del gráfico 2, este fue el caso en España e Italia, que sufrieron una caída considerable en el saldo vivo de crédito, pero también en otras economías avanzadas menos dependientes del crédito y con un comportamiento más estable de este. En todos los casos, la financiación obtenida por las sociedades no financieras a través de los mercados de capitales —ya sea por la vía de la emisión de acciones o de la emisión de deuda— jugó un papel amortiguador de los flujos de financiación que fue muy importante, sobre todo en los años en los que escasearon otras alternativas.

Variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras GRÁFICO 2

(miles de millones de euros salvo en EE. UU., donde son miles de millones de dólares)





Fuente: elaboración propia.

En el caso particular de las empresas no financieras españolas se observa que durante los últimos diez años, en los que se han encadenado dos periodos de crisis financieras que han dado lugar a sendas recesiones en la economía, los flujos de financiación han mostrado cambios sustanciales. En los primeros años de la crisis, la primera fuente de financiación que se erosionó de forma notable fue el crédito comercial o préstamo entre sociedades. Esta fuente de financiación, que llegó a representar más del 20% del pasivo total de las entidades, apenas llega ahora al 10% y sus flujos casi no se han recuperado, a pesar de que la economía ha mostrado ya varios ejercicios de fuerte crecimiento. Como se observa en el gráfico 3, los préstamos a corto plazo, y después los préstamos a largo plazo, también se resintieron en las primeras etapas de la crisis, y en la actualidad se considera que el crédito ha empezado a recuperarse de forma selectiva para financiar solo los proyectos que ofrecen más garantías. Los préstamos bancarios, que llegaron a concentrar el 43% del pasivo de las sociedades en 2010, ahora suponen el 29%.

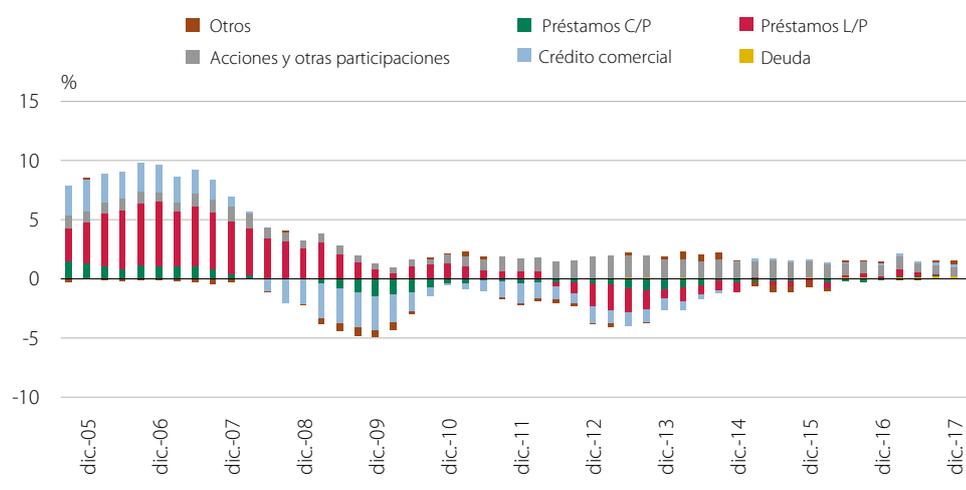
Únicamente la partida de acciones y otras participaciones —que incluye también los beneficios retenidos por las entidades— ha mostrado una gran fortaleza y estabilidad durante los años de la crisis, siendo prácticamente la única fuente de financiación recurrente de las sociedades. Este comportamiento, que ha hecho que su importancia en el pasivo total se incremente desde el 40% hasta el 58%, avala nuevamente el carácter anticíclico o estabilizador de los mercados de capitales como fuente de financiación del sector empresarial, que no sustituyó del crédito bancario.

Como se comenta más adelante, las posibilidades que ofrece la financiación vía mercados son complementarias a las que ofrece el crédito bancario, de manera que un esquema de financiación correcto debería descansar en ambas alternativas y basarse en una diversificación adecuada de los proveedores de recursos.

Además, la financiación de las empresas vía mercados por medio de valores admitidos a cotización es, desde la perspectiva del interés general, beneficiosa por varias razones: i) los niveles de transparencia aumentan, ii) las posibilidades de financiación de las empresas mejoran, iii) las empresas señalan haber logrado una gestión profesional de su negocio (alto grado de organización y control), iv) además obtienen un cierto prestigio e imagen de marca y v) es clave en la sucesión de las empresas familiares. Se trata, en definitiva, de un paso natural en el ciclo de vida de una empresa.

Composición del pasivo de las sociedades no financieras (flujos)¹

GRÁFICO 3



Fuente: *Cuentas financieras de la economía española* (Banco de España) y CNMV.

1 Flujos acumulados en doce meses entre el saldo de pasivo total al principio del periodo.

4 La financiación de las empresas vía mercados: ¿Solo una cuestión de tamaño?

A pesar de este papel tan relevante de los mercados financieros en la provisión de fondos a las entidades, lo cierto es que este tipo de financiación continúa siendo una opción factible sobre todo para las sociedades de mayor tamaño, debido a los costes asociados a las emisiones de renta variable y de renta fija. En las sociedades avanzadas, el sector empresarial suele caracterizarse por un elevado número de empresas de tamaño pequeño que realiza una contribución significativa al valor añadido de la economía y concentra una parte considerable del empleo. Por ejemplo, en la Unión Europea, las pymes representan el 99,8% del número total de empresas, generan el 57,5% de la producción y concentran el 67% del empleo. En España estas cifras son aún más elevadas y no han experimentado grandes cambios en el tiempo: las pymes generan el 63% del valor añadido de la economía y el 74% del empleo total. Por tanto, nuestra economía se caracteriza por un predominio mayor de empresas pequeñas, cuya forma de financiación es, en general, diferente respecto a los patrones observados en las grandes. Así, en general, las pymes tienen una proporción de fondos propios similar a

la de las grandes empresas, pero el recurso a la financiación ajena es muy diferente, siendo los préstamos bancarios su principal vía para obtener recursos.

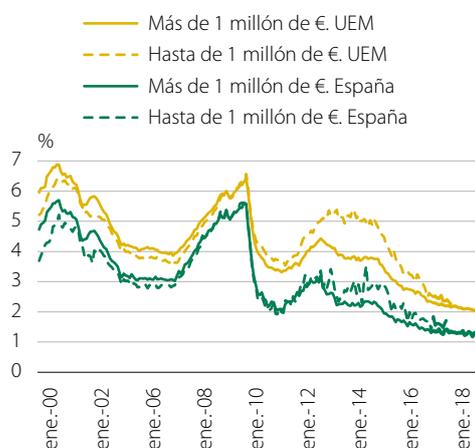
En este contexto, un incremento del tamaño de las empresas españolas favorecería sus condiciones de acceso a los mercados de capitales. Sin embargo, este proceso no es sencillo por dos razones fundamentales. La primera radica en la existencia de ciertos umbrales regulatorios que hacen que el aumento de tamaño resulte costoso para las empresas. Estos umbrales, según algunos estudios, están relacionados con el número de empleados (10, 50 y 250) y con el volumen de negocio (2, 6 y 10 millones de euros), y el hecho de traspasarlos tiene unos costes explícitos (fundamentalmente por razones fiscales) y desincentiva el crecimiento empresarial. La segunda razón radica en el modelo de negocio de la economía española en relación con las estructuras que pueden existir en otras economías con empresas más grandes. Es posible que en España el predominio de actividades ligadas a los servicios explique también el menor tamaño de nuestras empresas, en la medida en que una parte mayoritaria de ellos los prestan empresas que, por la naturaleza de su negocio, son más pequeñas. A modo de ejemplo, basta mencionar que la contribución al valor añadido total de las empresas que se dedican al comercio, el transporte y la hostelería se ha mantenido estable en los últimos 20 años en valores cercanos al 25%.

En relación con la cuestión del tamaño empresarial, cabe preguntarse si hay algún factor idiosincrático que caracterice al pequeño empresario español y si es necesario que algunas de las actividades más relevantes para nuestra economía las realicen empresas de pequeño tamaño. Aunque el emprendimiento es una actividad que presenta numerosos elementos positivos para el desarrollo de una economía, también existe evidencia sobre algunas de las limitaciones que impone al crecimiento de la actividad derivado, por ejemplo, de la falta de escala para impulsar las exportaciones. En este sentido se pueden hacer algunas consideraciones en torno a las posibles dificultades de asociación de los emprendedores, que, de superarse, harían el tamaño empresarial algo mayor, permitirían el desarrollo de su actividad de manera más eficiente y, en último término, mejorarían las posibilidades de acceso a los mercados de capitales.

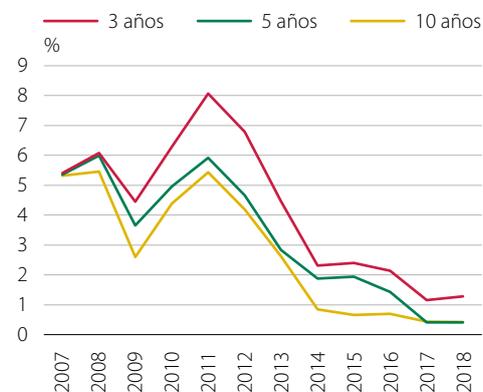
Indicadores del coste de la financiación vía crédito y vía mercados

GRÁFICO 4

Tipos de interés de los préstamos bancarios



Rentabilidades de la deuda privada¹



Fuente: Thomson Reuters y CNMV.

¹ Los datos de 2018 corresponden al mes de junio.

Además del tamaño empresarial, debemos preguntarnos si las necesidades de financiación de las empresas en la actualidad son similares a las de los años anteriores a la crisis. La respuesta a esta pregunta es negativa: todavía existe una amplia proporción de empresas que está inmersa en procesos de desapalancamiento de cierta intensidad y solo una parte presenta necesidades de financiación significativas. Se está tendiendo a cubrir la mayor parte de estas necesidades de financiación mediante el crédito bancario, pues los bancos están mostrando una mayor disposición a conceder crédito, aunque sea de forma selectiva. De hecho, en las últimas encuestas a pymes se observa cómo las empresas indican que la obtención de financiación no es su problema más relevante en la actualidad, sino que citan otros como la necesidad de encontrar clientes o la disponibilidad de trabajadores cualificados. En los mercados de capitales las condiciones de acceso a la financiación también son extraordinariamente favorables. En el caso de la deuda, los tipos de interés que deben afrontar las empresas que emiten estos instrumentos están en niveles mínimos históricos, favorecidos por las diferentes medidas adoptadas por el BCE.

5 ¿Cómo se puede favorecer la presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales?

Teniendo en cuenta todos los factores mencionados con anterioridad —que nuestras empresas son más pequeñas que el resto de las europeas, que se han financiado mediante la retención de beneficios y últimamente mediante crédito bancario, y que las condiciones de acceso a los mercados de capitales han mejorado sensiblemente pero que esta opción sigue siendo factible solo para las grandes— cabe preguntarse qué medidas se pueden adoptar para favorecer la presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales. Esta sección repasa la evolución más reciente en los mercados primarios tradicionales de renta variable y de renta fija, y describe las tendencias, plataformas o mecanismos que se han desarrollado durante los últimos años para dar cabida a las empresas de menor tamaño en la financiación vía mercados. Entre estas últimas destaca la creación de dos mercados alternativos, las entidades de capital riesgo y las plataformas de *crowdfunding*.

Los paneles del gráfico 5 representan los volúmenes emitidos en los mercados tradicionales españoles de renta fija y de renta variable durante los últimos años, así como el tamaño medio de las emisiones. En el mercado de renta fija se observa una disminución del importe de las emisiones de deuda registrado en la CNMV, que se explica por varios factores. Entre ellos destaca el proceso de reestructuración del sistema financiero español que comenzó en 2012, las menores necesidades de los agentes en un contexto de elevado apalancamiento, los diferentes programas de compras de activos del BCE —que han incidido en la composición de los activos emitidos— y, finalmente, la mayor propensión de las sociedades a emitir deuda en el exterior. Esta última tendencia se observa también en otras economías europeas relevantes, donde la proporción de la deuda corporativa emitida en mercados diferentes a los de origen (fundamentalmente Luxemburgo e Irlanda) supera ampliamente el 50%². En España

2 Según un análisis efectuado por la CNMV con datos de emisiones de renta fija a largo plazo de Dealogic.

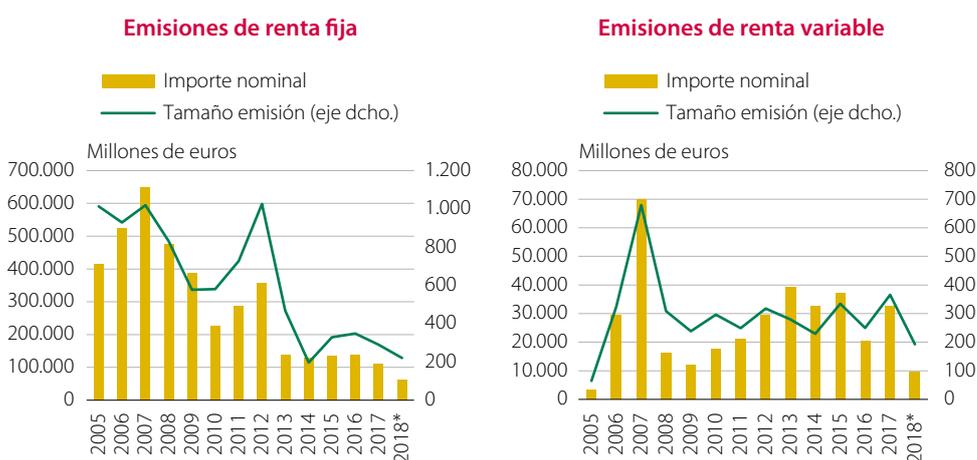
esta proporción se ha incrementado desde el 45% en 2010 hasta el 73% en 2018³, en línea con las cifras que se observan en Alemania. Las razones que esgrimen las empresas para emitir en estos mercados foráneos son variadas y van desde la disminución de algunos de los costes de emisión (no necesariamente económicos) hasta motivos estratégicos relacionados con el inversor objetivo de la emisión. En relación con el tamaño medio de las emisiones de deuda, cabe señalar la disminución de su importe —por debajo de los 400 millones de euros—, que, no obstante, sigue siendo lo suficientemente elevado como para estar al alcance únicamente de las corporaciones más grandes.

Por su parte, las emisiones de acciones han mostrado una gran fortaleza relativa durante los últimos años —similar a la de otras economías europeas— que se explica, en parte, por los requisitos de capital más elevados establecidos a raíz de la crisis financiera global. El importe medio de las emisiones ha evolucionado de forma mucho más estable en los últimos años, manteniéndose en niveles cercanos a los 300 millones de euros.

En esta parcela de análisis de nuevo hay que insistir en la relevancia del tamaño de las empresas que realizan emisiones de renta fija o variable en los mercados de capitales. De dicho tamaño depende que esas emisiones sean tales que exista oferta suficiente para satisfacer la demanda potencial y, por tanto, crear un verdadero mercado secundario de activos. Dicho de otra forma, la financiación de las empresas vía mercados no es una alternativa viable para aquellas que no superan un determinado umbral de tamaño, dado que no puede garantizarse la existencia de mercado para los valores emitidos. Por ello, cabe preguntarse si no sería deseable explorar incentivos a la concentración o asociación empresarial que puedan romper la atomización secular de gran parte del tejido empresarial español.

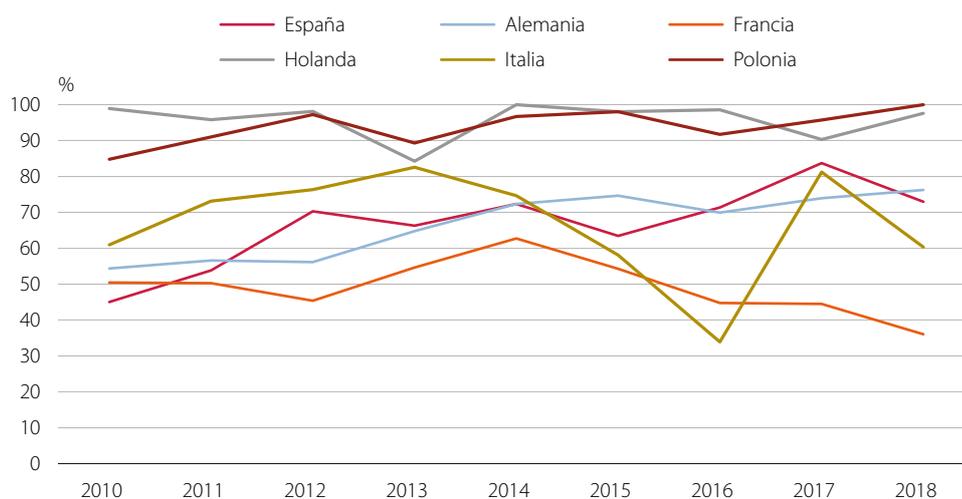
Emisiones de renta fija y renta variable registradas en la CNMV

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

3 Con datos hasta el 21 de agosto.



Fuente: Dealogic y CNMV.

Además de los mercados de capitales tradicionales, tal y como se comenta con anterioridad, lo cierto es que durante los últimos años se han desarrollado en nuestra jurisdicción múltiples iniciativas para fomentar la participación de las empresas de menor tamaño en los mercados de valores. Entre ellas destaca la creación de dos mercados alternativos, uno para acciones (MAB, o Mercado Alternativo Bursátil) y otro para renta fija (MARF, Mercado Alternativo de Renta Fija), cuya filosofía es esencialmente la misma. Estos mercados están concebidos para facilitar el acceso sencillo y eficiente de las empresas de menor tamaño a los mercados de valores mediante una simplificación de los requisitos para participar en ellos. Estos mercados son SMN (sistemas multilaterales de negociación) pero suelen estar gestionados por sociedades rectoras de mercados regulados oficiales (en el caso español, por BME). Las empresas que acceden a estos mercados, además de obtener la financiación que precisan, reciben otros beneficios como la mejora de su reputación, el incremento de su visibilidad, la valoración de la compañía y la liquidez de los valores que emiten.

El MAB, que comenzó su andadura en 2006, resulta una opción particularmente atractiva para las empresas en expansión y para las SOCIMI, aunque en él pueden cotizar otros tipos de empresas⁴. A finales de 2017, cotizaban en el MAB 41 empresas en expansión y 46 SOCIMI; estas últimas registraron un incremento significativo respecto a la cifra de 2016 (28). La capitalización de ambos tipos de entidades pasó de 5.471,1 millones de euros en 2016 a 9.653,7 millones en 2017 y su volumen de negociación aumentó desde 262,8 millones hasta 363,8 millones. Los mercados alternativos de acciones han sido una realidad en otros países desde hace varios años (el AIM del Reino Unido desde 1995) y han funcionado de forma relativamente satisfactoria. El reto más relevante que plantea este tipo de mercados desde el punto de vista de los supervisores de valores es el logro de un equilibrio satisfactorio entre la disminución de los requisitos a las empresas para acceder al mercado y un grado adecuado de protección del inversor.

4 Formalmente pueden cotizar empresas en expansión, SOCIMI, SICAV y sociedades de inversión libre.

El MARF, de creación más reciente (2013), tiene como característica distintiva que está reservado exclusivamente para el inversor «cualificado», por considerar que está en mejores condiciones para comprender la naturaleza de estos activos y para tomar las decisiones de inversión más adecuadas. El importe nominal emitido en 2017 se situó en 3.969,9 millones de euros, lo que supuso un aumento del 80,1% con respecto al registro de 2016. La mayor parte de este importe correspondió a pagarés (92%) emitidos por 23 sociedades —entre ellas algunas grandes empresas como El Corte Inglés, Vocento, Sacyr, Gestamp, Fluidra o Tubos Reunidos— en 303 operaciones. En cambio, el volumen de las emisiones de bonos —emitidos por Tecnocom, Masmóvil, Pikolin, etc.— descendió un 24,6%, hasta los 318,3 millones de euros, en un contexto en el que las condiciones para obtener financiación bancaria tradicional están mejorando. Este importe representó el 8% del total y fue emitido por 10 sociedades en 16 operaciones.

El sector del capital riesgo es otra alternativa interesante que permite la inversión de carácter financiero en compañías que normalmente no cotizan. La inversión más habitual se realiza en forma de capital y las empresas objetivo suelen estar en fase inicial (*early stage*), en expansión y también figuran las adquisiciones con apalancamiento financiero. Las compañías de capital riesgo pueden encontrar en los mercados de capitales la oportunidad de hacer líquida su inversión y obtener su rendimiento. No obstante, la posibilidad de que algunos inversores institucionales como los fondos de pensiones inviertan en este sector está limitada por el establecimiento normativo de comisiones máximas, que incluyen las generadas en cascada.

Este sector está menos desarrollado en Europa que en Estados Unidos, pero se ha observado un crecimiento significativo en los últimos años. En España, además de los fondos y sociedades de capital riesgo tradicionales, la Ley 22/2014⁵ introdujo los vehículos de capital riesgo pyme (ECR-pyme) para promover la fórmula del capital riesgo como mecanismo de financiación alternativa para las pymes. De acuerdo con la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el año 2017 registró una cifra de inversión en capital privado y capital riesgo en España cercana a los 5.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 27% con respecto a la cifra de 2016. Se realizaron 11 operaciones superiores a los 100 millones de euros, que acumularon un volumen de 3.000 millones de euros, y se efectuaron 679 inversiones, frente a las 584 del ejercicio anterior. Los operadores internacionales concentraron el 75% de la inversión total, con una presencia muy relevante en las grandes operaciones, mientras que los inversores nacionales privados y públicos intervinieron, en general, en un mayor número de operaciones de menor tamaño.

Finalmente, cabe mencionar las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) creadas al amparo de la Ley de fomento de la financiación empresarial en 2015. Estas plataformas ponen en contacto de manera profesional, a través de la web o de otros medios electrónicos, a un conjunto de inversores que ofrece financiación a cambio de un rendimiento dinerario con aquellas personas físicas o jurídicas que la

5 Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

demandan. Los proyectos pueden financiarse a través de préstamos o de valores. Estas plataformas, cuya autorización y registro corresponde a la CNMV, están sujetas a determinados requisitos y también tienen algunas limitaciones. Los inversores en estas plataformas pueden ser acreditados —no están sometidos a límites en la inversión— o no acreditados —deben atenerse a varias restricciones (por proyectos, temporales...)—. Hasta finales de 2017 la CNMV había autorizado 27 plataformas de financiación participativa⁶ (12 de valores, 10 de préstamos y 4 mixtas).

6 Conclusiones

La economía española se ha caracterizado históricamente por su elevado grado de bancarización en la provisión de financiación a las empresas. El predominio de la financiación bancaria en detrimento de la financiación vía mercados de capitales es algo que también se observa en otras economías europeas, aunque con menos intensidad, y que contrasta con la estructura de la financiación en otras economías como Estados Unidos o el Reino Unido, donde los mercados financieros son mucho más relevantes. En el caso español la proporción de empresas pequeñas (pymes) es muy elevada, lo que en parte explica este patrón de financiación, pues estas recurren con más facilidad a los préstamos bancarios. El hecho de que el tamaño medio de nuestras empresas sea reducido es algo que puede guardar relación tanto con la existencia de algunos umbrales regulatorios que hacen costoso el proceso de ganar tamaño como con el modelo de negocio típico en la economía española, en el que la prestación de servicios de pequeñas empresas representa una parte significativa del valor añadido total de la economía y su contribución se mantiene estable en el tiempo. En este sentido, cabe preguntarse si es necesario que la prestación de algunas actividades relevantes para la economía española sea realizada mayoritariamente por empresas de tamaño tan reducido y si existen dificultades de asociación de los emprendedores que, de superarse, pueden hacer más eficiente el desarrollo del negocio y, en último término, el acceso a la financiación vía mercados.

En este contexto, es importante mencionar que los mercados financieros representan una alternativa que permite a las empresas diversificar adecuadamente sus fuentes de financiación. Además, durante la crisis, la provisión de fondos vía mercados de capitales demostró un marcado carácter anticíclico en momentos de severa contracción del crédito bancario, con lo que se configuró como la fuente de financiación más estable cuando las alternativas eran escasas. En los últimos años, tras la reestructuración del sector bancario español, se observa que este sector ha empezado a reavivar el crédito de forma selectiva y que las pymes ya no indican la falta de financiación como su problema más relevante a corto plazo. Por el momento, el papel de los mercados tradicionales sigue siendo una opción válida fundamentalmente para aquellas empresas de mayor tamaño por los costes que implica. Sin embargo, durante los últimos años han aparecido otras vías que permiten a las entidades más pequeñas acudir a los mercados y obtener algunas de las ventajas que ofrece este tipo de financiación como, por ejemplo, la mejora de la reputación, la visibilidad, la liquidez de sus activos,

6 <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx>

la financiación a largo plazo, etc. Entre las iniciativas más relevantes en esta parcela cabe mencionar los dos nuevos mercados alternativos de acciones y de renta fija (MAB y MARF), el sector del capital riesgo y las plataformas de *crowdfunding*.

Dejando de lado medidas de índole fiscal como las que se han adoptado en algunos países europeos, el trabajo para impulsar la financiación de las empresas en los mercados de capitales debe continuar en todos los frentes. Además de dejar que estas iniciativas recientes consoliden su modelo de negocio en los próximos años, conviene preguntarse si se pueden tomar medidas adicionales que permitan una mayor participación de las empresas pequeñas y medianas en los mercados. Estas medidas se podrían englobar, por una parte, en aquellas que afectan a las propias empresas que demandan financiación y, por otra, en las que persiguen el aumento de la base inversora. Entre las primeras, se pueden plantear medidas de carácter más general que tiendan a reducir las barreras que existen para que ganen tamaño y otras más específicas que sigan en la línea de disminuir los costes de participación en el mercado. En relación con las segundas, también se pueden considerar, como se ha mencionado antes en relación con el capital riesgo, medidas dirigidas a la modificación de los límites a la cartera de inversión de algunos inversores institucionales (fondos de pensiones) que, por motivos regulatorios, no pueden invertir en determinados instrumentos financieros.

Finalmente, cabe señalar la necesidad de abordar un cambio cultural de carácter más estructural en el que tanto demandantes como oferentes de financiación sean conscientes de las múltiples alternativas que existen en la actualidad y las consideren de forma natural en sus decisiones de inversión y financiación.

Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

María Isabel Cambón Murcia (*)

(*) María Isabel Cambón Murcia pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Resumen ejecutivo

En este artículo se presenta un análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles desde 1999 y se realiza una comparación con otros países de nuestro entorno. En general, el nivel de ahorro del sector privado de una economía, así como las decisiones de endeudamiento e inversión (financiera y no financiera) que en ella se toman pueden tener implicaciones muy importantes en el modelo de economía productiva que acaba conformando un país y también en el grado de desarrollo de sus mercados financieros. Las principales evidencias que resultan del análisis en lo que respecta a estas decisiones en el caso de los hogares españoles son las siguientes:

- La tasa de ahorro de los hogares españoles ha sido sistemáticamente inferior a la del promedio de la zona del euro y a la de la mayoría de los países europeos analizados. Esta tendencia se ha mantenido incluso en los momentos de incremento del ahorro por motivos de precaución que se produjo tras la crisis financiera de 2008. Los datos correspondientes al primer trimestre de 2018 indican que el ahorro se sitúa en el 5,1% de la renta bruta disponible (RBD), frente al 12,3% en la zona del euro.
- Hasta el inicio de la crisis financiera global, los hogares españoles se endeudaron significativamente hasta tasas muy superiores a la media de la zona del euro. En los años posteriores se ha producido un intenso proceso de desapalancamiento que ha dejado la tasa de endeudamiento de los hogares españoles muy cerca de la media de la zona del euro (100% de la RBD versus 94% en la zona del euro).
- Los hogares españoles tienen (de media) una riqueza superior a la de los hogares de la zona del euro, aunque ello se debe exclusivamente al componente inmobiliario. No obstante, la riqueza financiera neta de los hogares es un 25-30% del PIB inferior a la de la zona del euro prácticamente en todo el periodo considerado. Se puede concluir, por tanto, que los recursos obtenidos del fuerte endeudamiento de los hogares se dedicaron principalmente a la adquisición de activos inmobiliarios.
- La composición de la cartera de activos financieros de los hogares españoles muestra algunas diferencias interesantes en relación con la de los hogares de la zona del euro, como una importancia algo mayor de los depósitos bancarios y también de las acciones y los fondos de inversión, y un menor peso de los seguros y los fondos de pensiones. La discrepancia más relevante se encuentra en los niveles de inversión en activos financieros (que es menor en España), más que en la composición de dicha cartera.
- Entre los elementos que han podido favorecer la disminución del ahorro de los hogares españoles y su preferencia por los activos reales frente a los financieros

figuran las dificultades relacionadas con la renta disponible y su distribución; el cambio que supuso la incorporación a la zona del euro, con el establecimiento de unos tipos de interés históricamente reducidos; la existencia de un régimen fiscal que favoreció la compra de vivienda; un mercado de alquiler que ofrecía precios similares a los pagos resultantes de la financiación derivada de la compra de vivienda y elementos de carácter cultural.

- Este modelo de ahorro-endeudamiento-inversión de los hogares puede propiciar una economía con un peso mayor de las ramas relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias y un crecimiento a corto plazo superior debido al dinamismo del consumo. Sin embargo, el modelo también está relacionado con unos mercados financieros susceptibles de un mayor desarrollo y, a medio y largo plazo, lo que puede resultar negativo para la productividad y el desarrollo de la actividad económica.
- Es previsible que este modelo acabe modificándose a medio plazo por la desaparición de algunos elementos importantes del pasado y por los beneficios que la educación financiera tiene de forma progresiva en la población. Sin embargo, a muy corto plazo la vulnerabilidad financiera de muchos hogares junto con un conocimiento financiero aún limitado seguirán impidiendo un cambio significativo.

2 Evolución del ahorro y el endeudamiento de los hogares españoles

La tasa de ahorro¹ de los hogares españoles ha sido inferior y más variable que la de la zona del euro durante todo el periodo de análisis (desde 1999). Como media, esta tasa se ha situado en el 9,1% de la renta bruta disponible, oscilando entre el 5,1% y el 13%, mientras que en la zona del euro la tasa de ahorro media ha sido del 13% de la renta disponible, moviéndose en un rango mucho más reducido, entre el 11,8% y el 14,6% (véase gráfico 1).

En España, la tasa de ahorro de los hogares se reducía hasta mínimos inferiores al 6% de la renta bruta disponible justo antes del inicio de la crisis financiera global, en un contexto de crecimiento vigoroso de la economía marcado por el dinamismo del consumo y el endeudamiento de los agentes. Tras el inicio de la crisis, el ahorro se incrementó hasta alcanzar un máximo del 13% por un motivo de precaución y los hogares dieron prioridad a los pagos de las hipotecas contraídas. Por su parte, el consumo se dirigió en mayor proporción a bienes no duraderos, mientras que muchas decisiones de consumo acerca de los duraderos fueron aplazadas.

Con posterioridad, el ahorro de los hogares retomó de nuevo una tendencia descendente en un marco caracterizado por una nueva etapa de expansión económica, de crecimiento de rentas agregadas y de tipos de interés en mínimos históricos, que ha

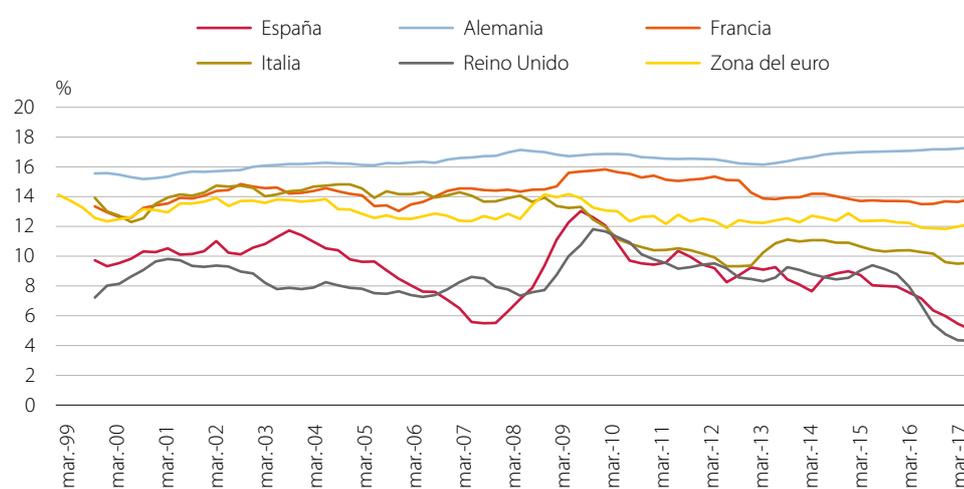
1 La tasa de ahorro se define como la diferencia entre la renta bruta disponible de los hogares menos el importe del consumo final efectivo.

permitido que estos reduzcan sensiblemente sus niveles de incertidumbre y recuperen la expansión del gasto. En los últimos años, el descenso del ahorro de los hogares no está relacionado solo con el incremento de su consumo, sino también con el escaso crecimiento de la renta disponible y, por tanto, de la capacidad de ahorro de una buena parte de la población, como se ilustra en un epígrafe posterior. En los hogares con unos niveles de renta muy reducidos, la existencia de algunas rigideces en la función de consumo, tales como la existencia de hábitos o de umbrales mínimos de consumo de algunos bienes, hace que el gasto en consumo no se pueda ajustar ante descensos de los ingresos y, por tanto, limita la capacidad de ahorro.

Los últimos datos sitúan la tasa de ahorro de los hogares españoles en el 5,1% de su renta disponible, frente al 12,3% de la zona del euro, el 17,3% de Alemania o el 13,7% de Francia. Entre los países considerados en este estudio, solo el ahorro de los hogares británicos es inferior al de los españoles.

Tasa de ahorro de los hogares: % de la renta bruta disponible

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

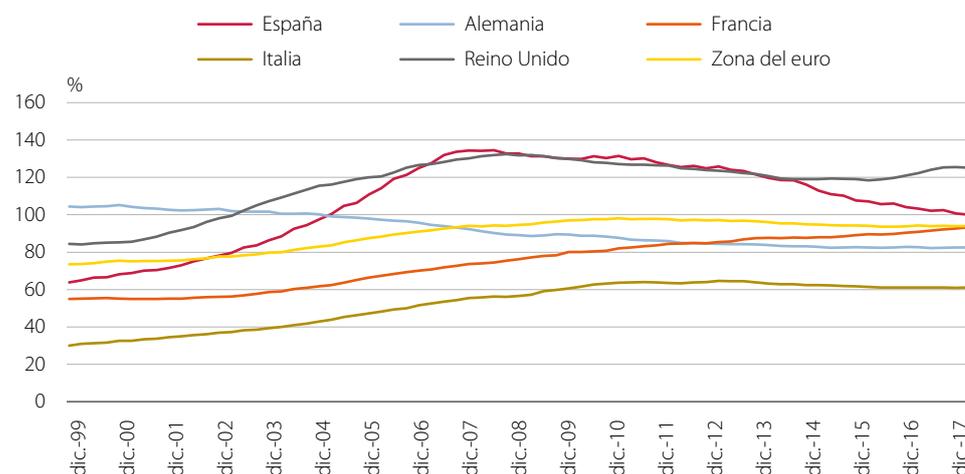
La evolución del endeudamiento de los hogares también ha seguido patrones distintos en relación con los valores observados en la zona del euro. Este endeudamiento creció en España de forma mucho más intensa, desde valores algo superiores al 60% de la renta disponible de los hogares en 1999 hasta máximos cercanos al 135% a mediados de 2008, en un contexto de expansión económica caracterizado por el incremento de las rentas de las familias y unas condiciones muy favorables para acceder al crédito. Ambos elementos, que luego se analizan con algo más de detalle, favorecieron el aumento de la deuda de los hogares para adquirir fundamentalmente activos inmobiliarios. En este mismo periodo de tiempo, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro pasó del 73% de la renta disponible hasta valores algo inferiores al 100% (véase gráfico 2).

Tras el inicio de la crisis financiera global se pusieron de manifiesto algunos desequilibrios financieros acumulados por diversos agentes de la economía —entre ellos, la elevada tasa de apalancamiento del sector privado—, que se reajustaron en un entorno de recesión de la economía y fuerte incremento del desempleo. El proceso de desapalancamiento de los hogares españoles ha sido prácticamente constante desde

finales de 2008 hasta el último trimestre considerado en este análisis, lo que ha dado lugar a una disminución de la tasa de endeudamiento agregada superior a 30 puntos porcentuales (p.p.) de su renta bruta disponible. Estos niveles de endeudamiento, ligeramente superiores a los de la zona del euro, son significativamente menores en relación con los máximos de 2008 pero se mantienen elevados desde un punto de vista histórico.

Endeudamiento de los hogares: % de la renta bruta disponible

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

3 Evolución de las inversiones en activos financieros y no financieros

3.1 Flujos de inversión

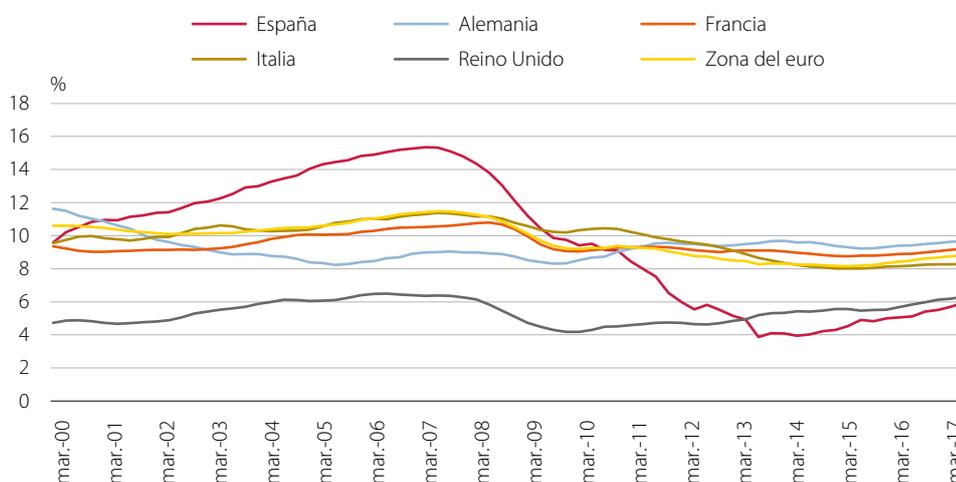
Este epígrafe presenta la evolución de las inversiones de los hogares a partir de sus recursos disponibles originados, bien mediante su ahorro (que, como se ha observado, presenta niveles pequeños), bien por haber recurrido al endeudamiento (que sí se utilizó ampliamente). De hecho, el recurso generalizado al crédito bancario hizo que hasta finales de 2009 los hogares españoles presentaran fuertes necesidades de financiación entre 2004 y 2008 —hasta superar el 5% del PIB en 2007, el registro más negativo de los países europeos más importantes—. Desde 2009 los hogares españoles han presentado una capacidad de financiación media del 2,3% del PIB, más en línea con el comportamiento observado en la zona del euro, donde los hogares han mostrado una capacidad de financiación media del 2,9% en todo el periodo considerado.

En relación con los flujos de inversión de los hogares españoles, como se observa en el gráfico 3, hasta prácticamente el inicio de la crisis la inversión en activos no financieros (fundamentalmente inmobiliarios) se incrementó de forma significativa desde valores inferiores al 10% de la renta bruta disponible hasta más del 15% en 2007, muy por encima de los registros de la zona del euro —que en esos mismos años mostraban cifras muy estables del 10-11%— y de los países europeos más relevantes.

Como en el caso de otras magnitudes financieras de interés, la evolución de la inversión de los hogares en activos no financieros cambió profundamente a raíz de la crisis financiera y económica que se vivió a partir de 2009. Desde entonces, su importe disminuyó hasta el 4% de la renta disponible, muy por debajo de la inversión media de los hogares de la zona del euro, que se mantuvo siempre por encima del 8% de la renta y mostró pocas oscilaciones. Esta evolución estuvo en sintonía con el fuerte ajuste de la burbuja inmobiliaria de la economía española, la severa restricción en la oferta de crédito bancario y un nivel de desempleo muy alto, que dificultó el mantenimiento de unas tasas de inversión tan elevadas. Más recientemente (desde 2015) se observa que la inversión de los hogares españoles en activos no financieros vuelve a aumentar, si bien su nivel (6%) se mantiene muy por debajo de los de años anteriores y también de los de la zona del euro (8,8%).

Inversión en activos no financieros de los hogares: % de la renta bruta disponible

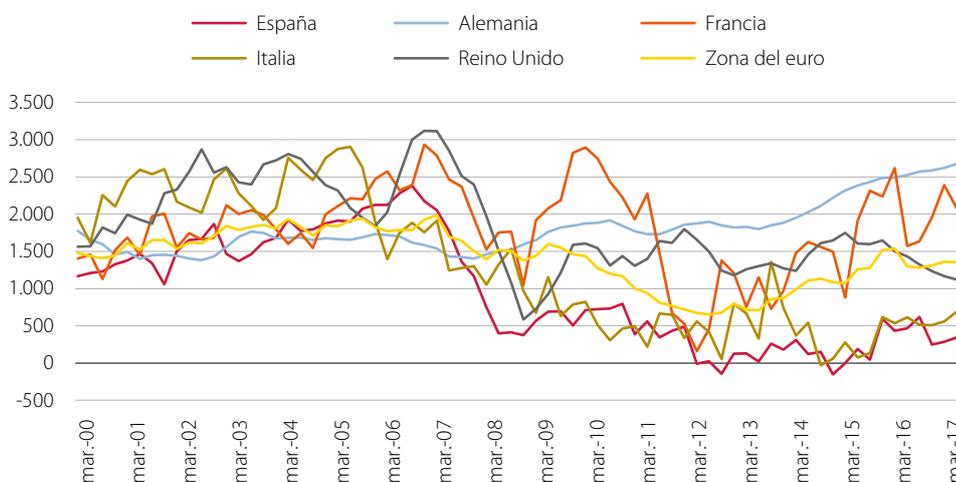
GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream.

Inversión en activos financieros de los hogares: euros per cápita

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream.

Por su parte, la inversión en activos financieros de los hogares españoles fue creciente y se mantuvo más o menos en línea con la de la media de la zona del euro hasta el inicio de la crisis (véase gráfico 4). Después los recursos de los hogares disminuyeron, lo que se tradujo en una fuerte reducción de la inversión en activos financieros entre 2009 y 2015, que se viene recuperando lentamente desde 2016 pero que aún no resulta suficiente para cerrar la brecha con la zona del euro. Según la información más reciente, la inversión anual per cápita de los hogares españoles en activos financieros se sitúa en 642 euros, frente a los 1.432 euros de la zona del euro. Los promedios de todo el periodo son 976 euros para España y 1.430 euros para la zona del euro.

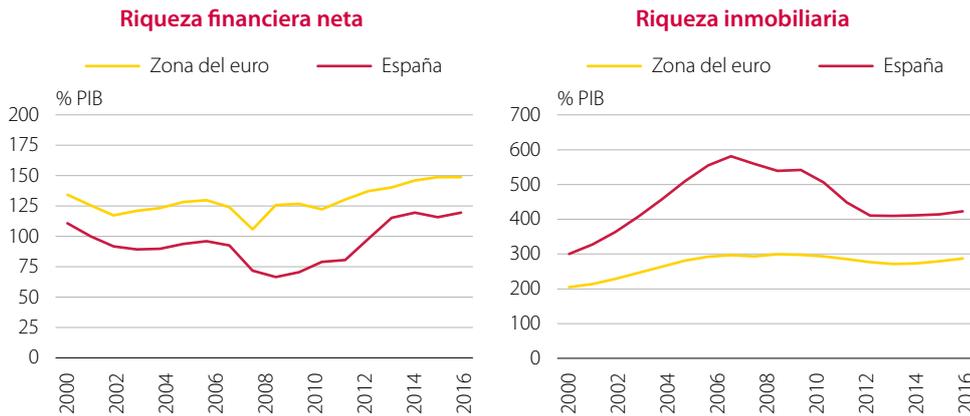
3.2 Patrimonio de los hogares (saldos)

La evolución de estos flujos de inversión y también del precio de los activos financieros y no financieros desde el año 2000 ha repercutido significativamente en la riqueza de los hogares españoles, observándose algunas diferencias en relación con la media de la zona del euro que se han mantenido en el tiempo —incluso se han ampliado durante la crisis—. Como se observa en el gráfico 5, la riqueza financiera neta (saldo de activos financieros menos pasivos) de los hogares españoles disminuyó entre 2000 y 2008 como consecuencia del fuerte aumento de su endeudamiento (pasivos), que superó la magnitud de la inversión en activos financieros. En 2008, además, la significativa caída de las cotizaciones bursátiles incidió negativamente en este componente de la riqueza, que alcanzó un mínimo del 66% del PIB en 2008 (111% del PIB en 2000). Entre estos mismos años, la riqueza financiera neta de los hogares de la zona del euro pasó del 134% al 106% del PIB, por lo que mostró una tendencia mucho más estable. Con posterioridad, la disminución de las deudas de los hogares junto con la revalorización de los precios de los activos financieros han permitido un aumento de la riqueza financiera neta de los hogares españoles hasta el 120% del PIB a finales de 2017, si bien esta sigue siendo notablemente inferior a la de la media de la zona del euro (150% del PIB). Como promedio de todo el periodo considerado, la riqueza financiera de los hogares españoles ha sido 35 p.p. del PIB inferior a la de la zona del euro.

Por el contrario, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles ha sido históricamente superior a la de la media de la zona del euro. Como se observa en el panel derecho del gráfico 5, al inicio del periodo considerado esta riqueza se situaba en el 300% del PIB en España frente al 200% en la zona del euro. Esta diferencia (cerca de 100 p.p. del PIB) se fue ampliando en el periodo de generación de la burbuja inmobiliaria en España, debido a la fuerte inversión de los hogares en estos activos mencionada anteriormente, junto con el significativo aumento de sus precios (véase gráfico 10). El máximo de esta diferencia se alcanzó en 2007 con valores superiores al 280% del PIB. Tras el ajuste de los precios del sector en los años posteriores, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles se ha reducido hasta niveles algo superiores al 400% del PIB, pero sigue siendo muy superior a la de la zona del euro (algo por debajo del 300% del PIB). De media en el periodo considerado, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles ha sido 182 p.p. del PIB superior a la de la zona del euro.

Riqueza financiera neta¹ y riqueza inmobiliaria de los hogares

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream.

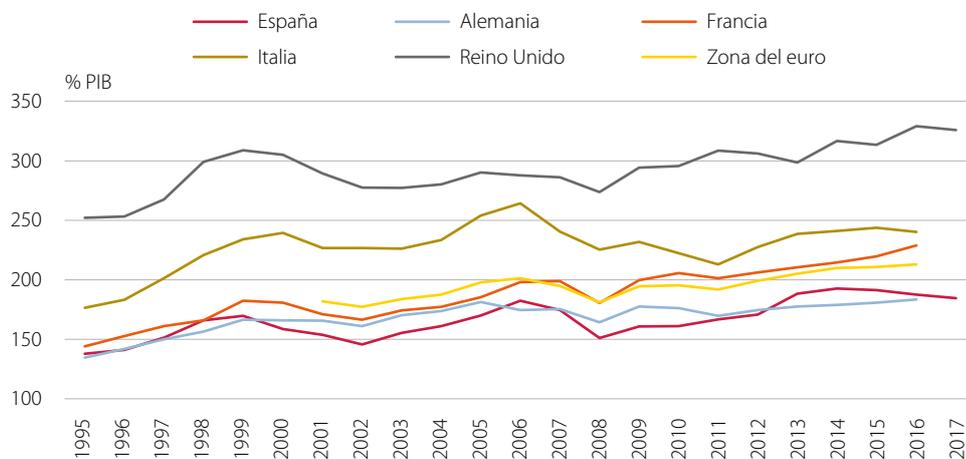
1 Activos financieros menos pasivos.

En suma, se puede concluir que la riqueza de los hogares españoles es superior a la de la media de la zona del euro pero su composición es significativamente diferente, pues se basa en un 82% en el componente inmobiliario (68% en la zona del euro) y en un 18% en el componente financiero (32% en la zona del euro). Además, las diferencias observadas se han mantenido en el tiempo —o incluso han aumentado en los primeros años de la crisis.

En este punto merece la pena abordar un análisis más detallado del componente de la riqueza que tiene que ver con el saldo de los activos financieros de los hogares (también denominado riqueza financiera bruta) y con su composición. Como se observa en el gráfico 6, el saldo de activos financieros de los hogares españoles en relación con el PIB se ha incrementado desde el 138% en 1995 hasta el 185% en 2017, apreciándose un descenso importante en 2008 que coincidió con los momentos de caídas de precios en las bolsas de valores. La evolución temporal de los activos financieros en la zona del euro ha sido relativamente similar, pero de media su nivel ha sido superior en 26 p.p. del PIB, registrando oscilaciones poco pronunciadas durante este periodo.

Saldo de activos financieros totales

GRÁFICO 6

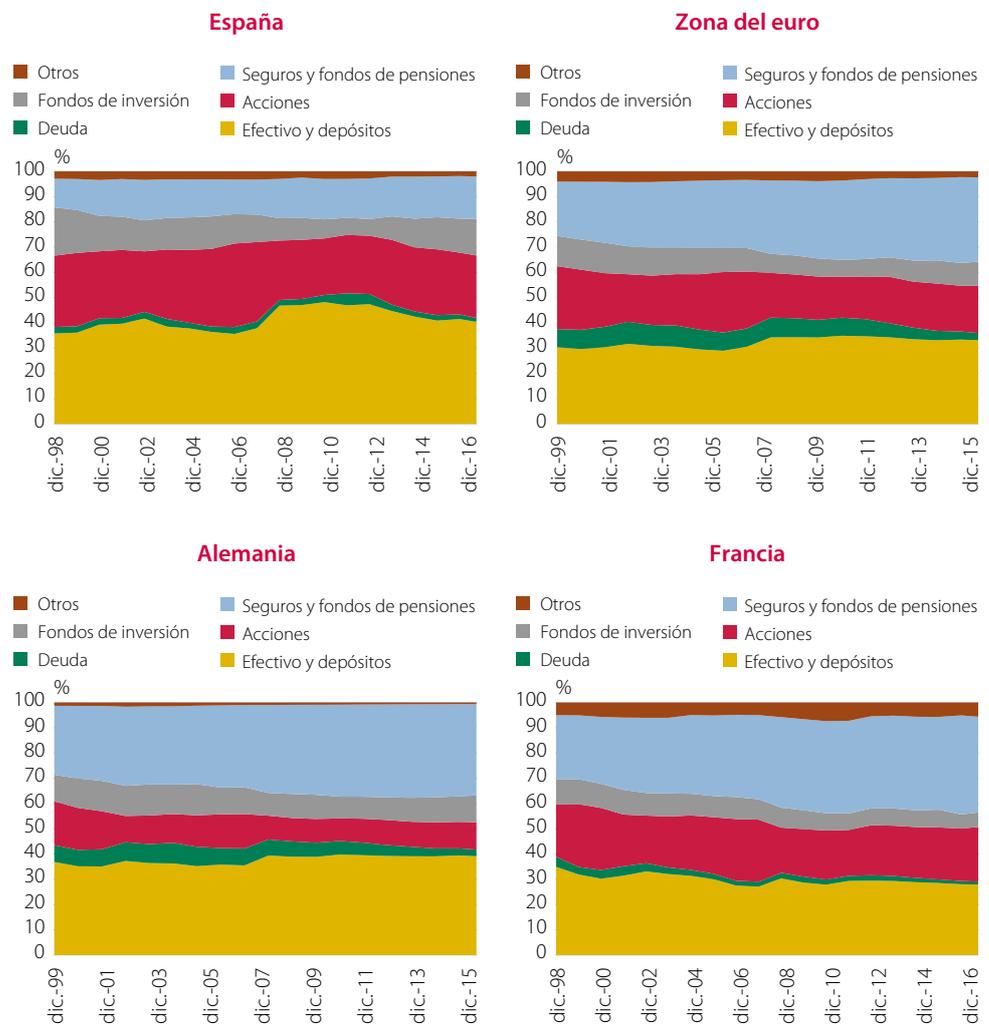


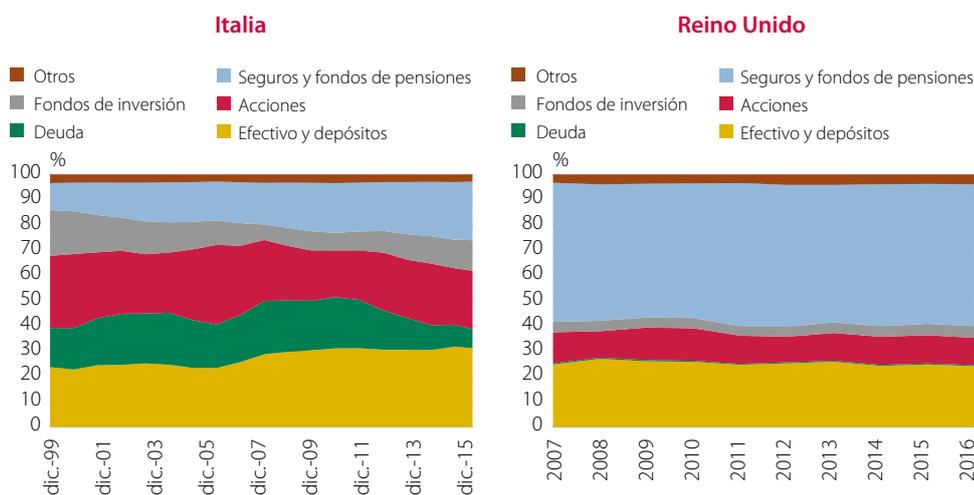
Fuente: Thomson Datastream.

En relación con la composición de la cartera de los activos españoles, las principales diferencias entre los hogares de nuestro país y los de la zona del euro radica en la mayor importancia del efectivo y los depósitos (como promedio del periodo, un 41% del total en España y un 32% en la zona del euro) y la menor relevancia de los seguros y los fondos de pensiones (15% en España y 29% en la zona del euro). Esto último se puede relacionar con la cobertura del sistema de pensiones actual, que puede contrastar con los modelos de otros países en los que los hogares deben dedicar una parte elevada a estos activos (por ejemplo, en el Reino Unido). Aunque se suele decir que los hogares españoles son más conservadores que los de otros países europeos, argumentando el elevado peso de los activos líquidos, lo cierto es que otras opciones de riesgo como las acciones (cotizadas y no cotizadas) y los fondos de inversión tienen una importancia superior en relación con las cifras de la zona del euro. En promedio de todo el periodo considerado, estas opciones representaron un 38% de la cartera total de activos frente al 29% en la zona del euro (véanse los paneles del gráfico 7).

Descomposición del saldo de los activos financieros por clase de activo

GRÁFICO 7





Fuente: BCE, Eurostat y Reserva Federal.

4 Factores explicativos de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares

En este epígrafe se señalan algunos de los elementos que parecen relevantes a la hora de explicar las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles a lo largo de los últimos años. En particular, se pone énfasis en la evolución de la renta disponible, las características propias de los activos inmobiliarios, el régimen fiscal y el cambio estructural que supuso la incorporación a la zona del euro.

4.1 Evolución de la renta disponible y su distribución

La evolución de la renta disponible de los hogares es el primer elemento clave a la hora de explicar las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión. En los años anteriores a la crisis, la renta disponible mostraba incrementos notables (un 6,4% de media anual² entre 2000 y 2008) en un contexto de fuerte crecimiento económico, que permitió una significativa expansión del consumo privado de la economía (un 3,1% de media entre 2000 y 2008). El consumo se vio dinamizado no solo por el crecimiento de las rentas, sino por la reducida tasa de ahorro, que se explica por el entorno de confianza de los agentes y el descenso de la incertidumbre.

La última crisis económica dio lugar a un aumento de las diferencias tanto de renta como de riqueza en España y también en un número elevado de países de la OCDE. Según un estudio sobre la desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España publicado recientemente por el Banco de España³, las diferencias de salario por hora entre el personal asalariado no son especialmente elevadas en España y tampoco se

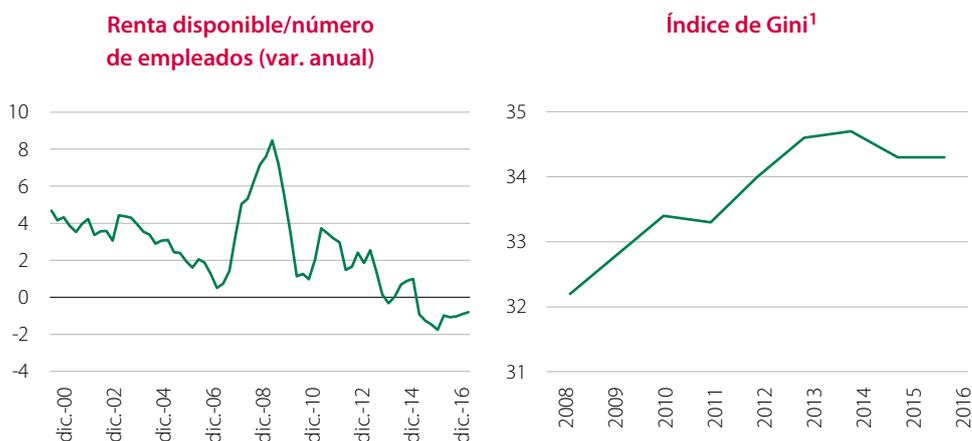
² En términos nominales.

³ Anghel, B., Basso, H., Bover, O., Casado, J.M., Hospido, L., Izquierdo, M., Kataryniuk, I.A., Lacuesta, A., Montero, J.M. y Vozmediano, E. (2018). *La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España*. Banco de España, Documentos Ocasionales n.º 1806.

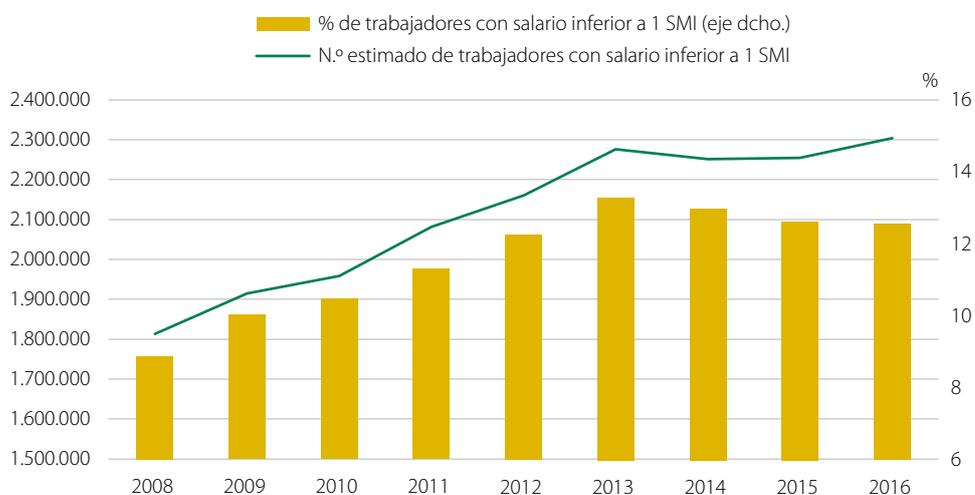
incrementaron a lo largo de la crisis. Sin embargo, el significativo aumento del paro y la reducción de las horas efectivamente trabajadas, que se concentraron sobre todo en los trabajadores con menores salarios, hicieron que la desigualdad de los ingresos salariales y de la renta bruta per cápita se incrementara de forma notable. Durante la crisis también se acentuaron las diferencias en el consumo per cápita, sobre todo por la caída en el gasto de los hogares en bienes duraderos en los tramos de renta más reducida.

Renta disponible y distribución salarial

GRÁFICO 8



Porcentaje y número de trabajadores con salario inferior al salario mínimo interprofesional (SMI)²



Fuente: Thomson Datastream y Encuestas Anual de Estructura Salarial (EAES) del INE.

1 Calculado por el INE (EAES).

2 El número de trabajadores con un salario inferior al SMI se ha estimado a partir de la proporción de trabajadores con dicho salario de la EAES y el número de empleados totales de la economía de la EPA. El SMI en 2016 fue de 9.172,80 euros.

Este aumento de las diferencias en la renta que se observó entre 2008 y 2014 ha tendido a estabilizarse en los últimos años, en un contexto de nueva expansión de la economía y de descenso de la tasa de paro que habría permitido una pequeña reducción de la diferencia de las rentas salariales y la renta per cápita (véanse paneles del gráfico 8). A pesar de esta leve mejoría de la desigualdad, lo cierto es que indicadores como la renta bruta disponible por trabajador (en términos aproximados) presentan

caídas en términos nominales y que, además, existe aún un número considerable de empleados cuyo salario es inferior al salario mínimo interprofesional, por lo que es razonable pensar que una parte del reducido nivel de la tasa de ahorro de los hogares españoles se explica por el elevado número de hogares con rentas bajas.

4.2 Los bienes inmuebles: ¿Una necesidad o un activo de inversión?

En este epígrafe se realizan consideraciones específicas en torno a la valoración del activo inmobiliario desde el punto de vista de los hogares. La inversión media de los hogares españoles en activos inmobiliarios es significativamente superior a la que se produce de media en la zona del euro y cabe preguntarse si existen elementos objetivos que puedan haberla favorecido o si, por el contrario, la preferencia de los hogares responde a elementos que se pueden considerar culturales.

En principio, se puede argumentar que una proporción significativa de los hogares adquiere activos inmobiliarios —fundamentalmente vivienda— para uso propio y no con el fin de obtener una rentabilidad futura (si se espera que este activo se pueda revalorizar en el tiempo). En general, los hogares no se endeudan para adquirir un activo sobre el que esperan un rendimiento futuro derivado de su venta posterior. El recurso al endeudamiento se hace con el fin de adquirir un bien que es necesario —en este caso, la vivienda habitual—. Así lo pone de manifiesto la última Encuesta Financiera de las Familias⁴, que revela que cerca del 90% del importe de las deudas de los hogares se destina a la compra de la vivienda principal y de otras propiedades inmobiliarias. Por tanto, el recurso al endeudamiento no se concibe para adquirir activos financieros, al menos desde el punto de vista de los hogares.

La decisión de adquirir viviendas frente a alquilar estuvo durante muchos años relacionada con las fricciones de un mercado de alquiler que ofrecía unos precios similares a los pagos resultantes de la financiación derivada de la compra de vivienda (incluidas las ventajas del régimen fiscal que luego se explicarán), por lo que ante un gasto mensual semejante los hogares han mostrado una preferencia clara por la compra⁵. En determinados núcleos urbanos, el uso vacacional de las viviendas alquiladas también ha repercutido significativamente en el alza en los precios de los alquileres, lo que ha favorecido en última instancia la compra de estas.

El gráfico 9 trata de ilustrar cómo pueden entenderse los flujos y los canales de ahorro e inversión de una parte considerable de los hogares españoles. En este gráfico se representan los principales orígenes de los recursos de estos (ahorro y endeudamiento) y sus destinos (inversión en activos financieros y no financieros). Pues bien, con la información disponible es razonable pensar que los recursos obtenidos del endeudamiento y, posiblemente, una parte del ahorro se dedican a la adquisición de activos

4 Banco de España (2017). *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011*. Artículos analíticos.

5 En el estudio de Domínguez, J.M. y López, R. (2007). «Fiscalidad y coste de uso de la vivienda en España (2007)», en *XIV Encuentro de Economía Pública*, Santander, febrero —que analiza diversos aspectos de la fiscalidad relacionada con la adquisición, la financiación, la tenencia y la enajenación de la vivienda—, se concluye, entre otras cosas, que para unos precios dados de la vivienda, el importe tendría que reducirse en torno a un 50% para lograr una equivalencia económica entre las dos opciones.

no financieros (fundamentalmente vivienda), mientras que el importe restante del ahorro se destina a la adquisición de activos financieros. En función del importe de este último, la adquisición de activos financieros sería más o menos variada. Cuando este importe es reducido, la adquisición de activos financieros se materializaría fundamentalmente en depósitos bancarios y en seguros, y solo cuando este importe empieza a tener un volumen considerable se empezarían a considerar otras alternativas de inversión financiera como los fondos de inversión o las acciones. Estos patrones son coherentes con los resultados que muestran la Encuesta Financiera de las Familias y la Encuesta de Competencias Financieras (véase epígrafe 5).

Origen y destino de los recursos de los hogares

GRÁFICO 9

Origen de los recursos de los hogares

Destino de los recursos de los hogares

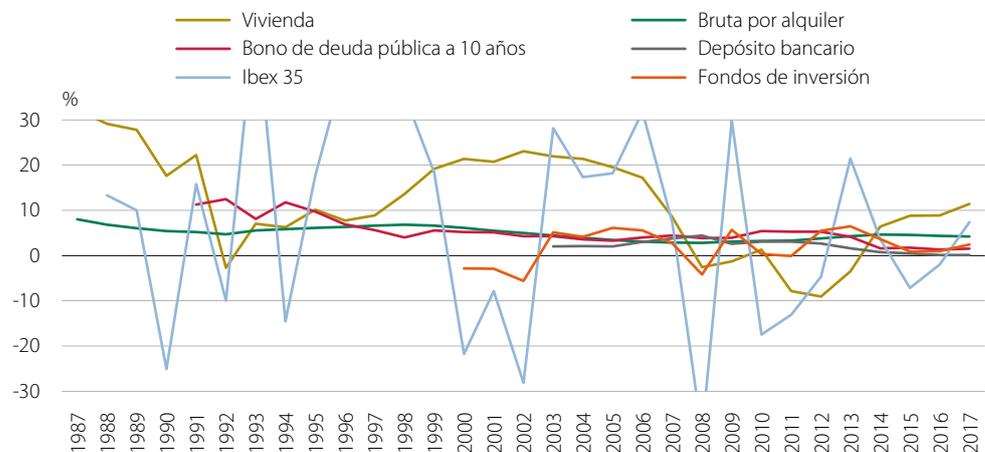


Fuente: elaboración propia.

Además de las compras obvias de inmuebles para su uso, cabe pensar que una parte de los hogares —al menos hasta el inicio de la crisis en 2008— adquirió activos inmobiliarios con el fin de obtener una rentabilidad atractiva, pues los precios de estos activos crecieron un 16,4% anual de media entre 1995 y 2007 (véase gráfico 10). El rendimiento de otras alternativas de inversión en este mismo periodo fue, bien mucho más reducido (por ejemplo, el rendimiento medio del bono de deuda a 10 años se situó en el 5,1% y el de un depósito bancario tradicional en el 2,6%), o bien mucho más volátil (el rendimiento medio del Ibex 35 fue del 15,3%, en línea con la revalorización de los precios del sector inmobiliario, pero su desviación típica fue de 21,6 p.p., en lugar de 5,6 para el rendimiento de los inmuebles).

Rentabilidad de diferentes opciones de inversión

GRÁFICO 10



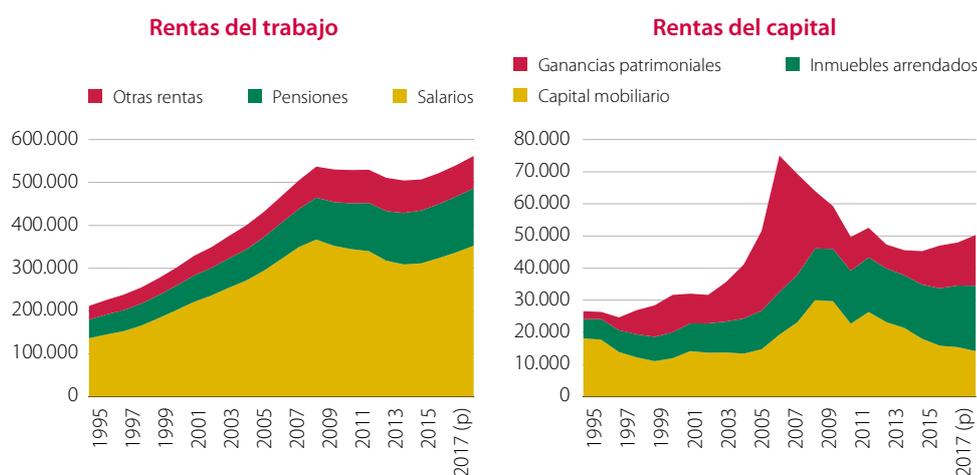
Fuente: Banco de España (síntesis de indicadores).

Los datos de los informes mensuales de recaudación tributaria ponen de manifiesto que las ganancias patrimoniales, que se pueden asociar en gran parte con la compra-venta de bienes inmuebles, fueron una fuente de renta de importancia creciente para los hogares. Su importe creció desde los 2.400 millones de euros en 1995 hasta un máximo superior a los 42.000 millones en 2006, lo que representa el 56% de las rentas totales del capital (véase gráfico 11). Los datos de los últimos años indican que esta fuente de recursos se ha reducido hasta niveles de entre 13.000 y 15.000 millones —cerca de un 30% del total de estas rentas.

Cabe concluir, en definitiva, que la adquisición de bienes inmuebles por parte de los hogares españoles —y, por ello, la necesidad de endeudarse— se ha realizado de manera importante para su uso pero también por un motivo de inversión, originada por la fuerte revalorización de los precios hasta el año 2007. En el caso de los inversores con este último motivo, es posible que las decisiones de inversión se hayan tomado en buena medida atendiendo únicamente a variables como el rendimiento e infravalorando algunos de los riesgos implícitos a estas inversiones, como pueden ser el riesgo de mercado (derivado de un crecimiento excesivo de los precios) y el riesgo de liquidez (por la imposibilidad de vender los inmuebles con rapidez sin experimentar pérdidas notables, especialmente en contextos de fuerte ajuste de los precios como el acontecido entre 2008 y 2013).

Rentas de los hogares según su origen

GRÁFICO 11



Fuente: Informes mensuales de recaudación tributaria.

4.3 El régimen fiscal

El tratamiento fiscal de la vivienda es un elemento clave de la política tributaria que puede tener consecuencias relevantes en la orientación hacia el régimen de propiedad frente al alquiler, en la riqueza de las familias, en sus decisiones de ahorro e inversión e, incluso, en el grado de movilidad geográfica de la población activa. En España, hasta hace relativamente pocos años⁶, el régimen fiscal asociado a la

6 Con efecto desde el 1 de enero de 2013, se suprimió, por ejemplo, la deducción por inversión en vivienda habitual.

adquisición y tenencia de la vivienda habitual ha favorecido, sin duda, la adquisición de viviendas frente a su alquiler y frente a otros activos.

Existen numerosos estudios con distintos enfoques y metodologías que han analizado la carga tributaria neta asociada a la adquisición y tenencia de la vivienda habitual en España, con el fin de determinar su relevancia dentro del coste total de esta. A modo de ejemplo se mencionan dos de ellos: uno publicado por el Banco de España (García-Vaquero y Martínez, 2005)⁷ y otro por la Universidad de Málaga (Domínguez y López, 2007)⁸, centrados en el análisis de la fiscalidad de la vivienda en nuestro país. En ambos estudios se hacen estimaciones de la denominada «cuña fiscal», que se corresponde con la diferencia entre el coste que supone la tenencia de un inmueble (coste de uso), una vez tenidos en cuenta los distintos impuestos y deducciones que afectan al comprador, y el correspondiente coste antes de impuestos.

García-Vaquero y Martínez (2005) concluyen que entre 1986 y 2004 esta cuña fiscal fue negativa, lo que indica que el efecto conjunto de los impuestos y las subvenciones al comprador supuso una reducción de su coste de uso; es decir, una subvención neta y, por tanto, un incentivo a la demanda de viviendas por parte de los hogares. Esta subvención fue particularmente manifiesta en el caso de la vivienda habitual, pero también se observó en las viviendas secundarias no arrendadas. Los resultados confirman, por consiguiente, el sesgo fiscal permanente durante esos años en favor de la vivienda en propiedad frente al alquiler, y también de las viviendas secundarias de uso propio frente a las destinadas al arrendamiento.

En la misma línea, Domínguez y López (2007) estiman una cuña fiscal neta del 22% del coste total de uso de la vivienda, que se eleva a un 42% si se computa la carga tributaria acumulada a lo largo del proceso de promoción inmobiliaria. Según estos autores, la cuña fiscal adopta valores crecientes a medida que se amplían las expectativas de revalorización del inmueble y decrecientes con el periodo de tenencia de este. Indican, además, que el tratamiento fiscal preferente otorgado a la vivienda en propiedad (desgravación por adquisición y exoneración de la renta imputada en el IRPF) implica que el propietario incurre en una reducción del coste total de uso cercana al 20%; sin embargo, también argumentan que la supresión de estas dos ventajas fiscales no impediría —en el marco económico considerado— que la opción de la propiedad siguiera siendo más interesante que la del alquiler, en el contexto de los niveles de precios y alquileres observados en el mercado. En otras palabras, la valoración del tratamiento fiscal en relación con la opción propiedad frente a alquiler no puede aislarse de otras variables fundamentales, entre las que destaca la revalorización anual de la vivienda.

4.4 Cambios estructurales: la incorporación a la Unión Monetaria

Uno de los catalizadores más importantes a la hora de explicar el significativo crecimiento del endeudamiento del sector privado durante los años anteriores a la crisis

7 García-Vaquero, V. y Martínez, J. (2005). *Fiscalidad de la vivienda en España*. Banco de España, Documentos Ocasionales n.º 0506.

8 Domínguez J. M. y López, R. (2007). *Fiscalidad y coste de uso de la vivienda en España*. Universidad de Málaga.

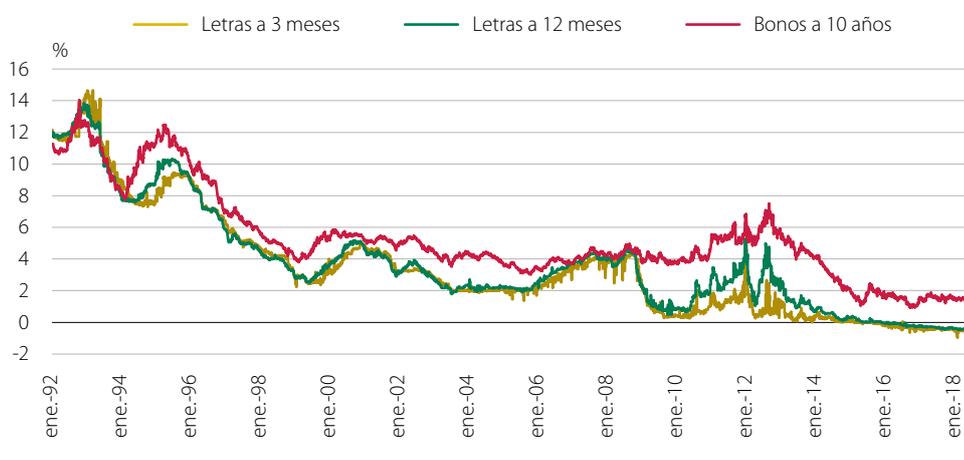
está relacionado con el cambio estructural que supuso la incorporación de España a la zona del euro, con una disminución notable y permanente de los tipos de interés de la economía. Como se observa en el gráfico 12, la rentabilidad de los títulos de deuda pública a diferentes plazos pasó de mostrar niveles claramente superiores al 8% a cifras que, en general, no se han situado por encima del 4%⁹, o que incluso en los plazos más cortos se han adentrado en terreno negativo.

Esta paulatina mejora en las condiciones de acceso a la financiación se produjo en paralelo a una mayor laxitud en los criterios de concesión del crédito, como consecuencia de la competencia entre diferentes entidades. Esta mayor laxitud (aumento de los importes de crédito concedido, mayores plazos de devolución, menores diferenciales sobre el Euribor...), en un entorno de tipos más bajos y de expansión de las rentas, ocasionó que el saldo de crédito a los hogares creciera hasta máximos superiores a los 900.000 millones de euros a finales de 2008, de los cuales el 74% se destinaba a adquisición de vivienda y el 26%, a bienes de consumo (véanse los paneles del gráfico 13).

Tras el desencadenamiento de la crisis, en un contexto de recesión económica, de fuerte aumento del desempleo y de un endurecimiento significativo de las condiciones de acceso al crédito, la necesidad de disminuir algunos de los desequilibrios financieros acumulados en los años previos hizo que los hogares se desapalancaran de forma notable hasta alcanzar, según los últimos datos, niveles cercanos a los de la media de la zona del euro (véase gráfico 2).

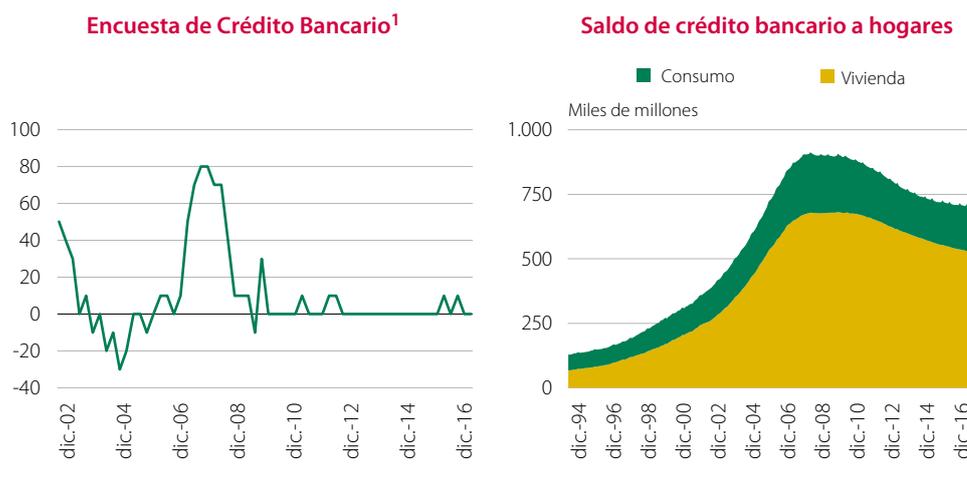
España: tipos de interés de la deuda pública

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream.

9 Salvo, de forma transitoria, el bono de deuda pública a diez años en los momentos de mayor incertidumbre de la crisis de deuda soberana en Europa, entre 2010 y 2012.



Fuente: Thomson Datastream.

1 Cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a sociedades no financieras. Porcentaje de entidades que han endurecido los criterios menos porcentaje de las que los han relajado.

4.5 Elementos de naturaleza cultural

Valorar la influencia de los elementos de carácter cultural en las decisiones financieras es una tarea muy compleja. Existen algunos estudios de carácter académico que han tratado de medir los elementos culturales de diferentes países y las consecuencias de estos sobre algunos comportamientos. En estos estudios se suele definir el término «cultura» como las creencias y los valores habituales que diferentes grupos sociales y religiosos transmiten de generación en generación y que los distinguen de otros grupos. El contexto regulatorio afecta parcialmente a la cultura de una sociedad, pero reglas similares en distintos países pueden dar lugar a resultados diferentes. Una gran parte de los estudios que tratan de incorporar los elementos de carácter cultural a las decisiones financieras están centrados en los temas de gobierno corporativo o en la estructura del capital (accionistas) de una empresa. Por ejemplo, Chui y otros (2002)¹⁰ y Li y otros (2011)¹¹ concluyen que la cultura tiene un impacto significativo en la estructura del capital. En particular, Li y otros (2011) resaltan la importancia de la cultura nacional en las decisiones corporativas.

Muchos de los estudios existentes toman en consideración las dimensiones culturales desarrolladas por Schwartz (1994)¹² o las definidas por Hofstede (1980)¹³. Este último estableció seis dimensiones de la cultura de un país que representan las preferencias de los individuos por una serie de cuestiones respecto a otras y que los

10 Chui, A.C.W., Alison, E.L. y Kwok, C.C.Y. (2002). «The determination of capital structure: is national culture a missing piece to the puzzle?». *Journal of International Business Studies*, 33, pp. 99-127.

11 Li, K., Griffin, D., Yue, H. y Zhao, L. (2011). «National culture and capital structured decisions: evidence from foreign joint-ventures in China». *Journal of International Business Studies*, 42, pp. 477-503.

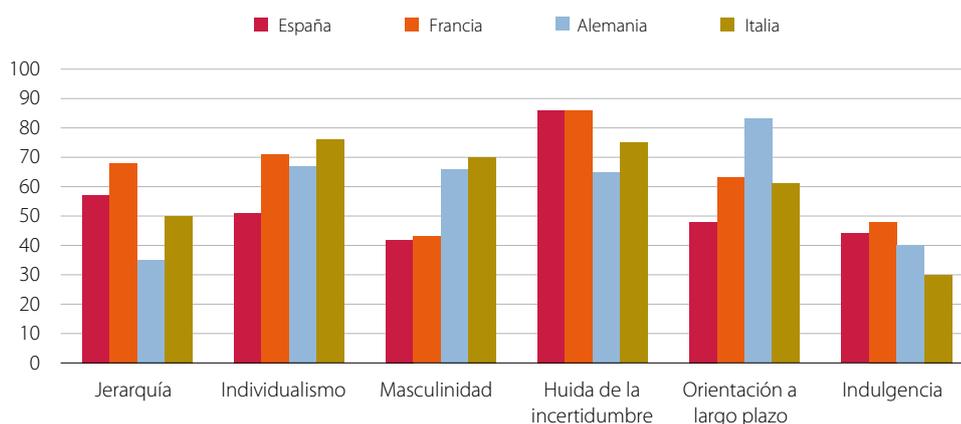
12 Schwartz, S. (1994). «Are there universal aspects in the structure and contents of human values?». *Journal of Social Issues*, 50 (4).

13 Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences*. Sage Publishing, Beverly Hills.

distingue de los de otros países (más que distinguir entre individuos distingue entre países). Lievenbruck y Schmid (2014)¹⁴ utilizan las diferencias culturales (basadas en las dimensiones de Hofstede) para explicar las decisiones de cobertura de las empresas. Ahern y otros (2012)¹⁵ encuentran una fuerte evidencia de relación entre tres de las dimensiones de Hofstede y el volumen de las fusiones transfronterizas de las compañías. También existen estudios que tratan de relacionar las dimensiones culturales y la diversificación internacional con tipos de inversores concretos.

Dimensiones culturales de Hofstede

GRÁFICO 14



Fuente: www.hofstede-insights.com

Cuantificar de forma específica la repercusión de los elementos de carácter cultural en las decisiones de ahorro e inversión de los hogares es una tarea que escapa del presente análisis (aunque se puede abordar como extensión de este), pero sí merece la pena poner de manifiesto la existencia de dichos factores y la posibilidad de que hayan jugado un papel relevante en los procesos de toma de decisiones financieras. A modo de ejemplo se exponen en el gráfico 14 los valores de las seis dimensiones culturales de Hofstede para España, en comparación con los de las tres economías europeas más importantes de nuestro entorno: Alemania, Francia e Italia. En general, estos marcadores describen la sociedad española como una población con una estructura jerárquica relativamente más importante que en otros países, con un predominio del sentimiento de grupo frente al individual, donde son más importantes los valores relacionados con la protección (femenino) que los de la competitividad (masculino), donde se evita mucho más la incertidumbre —aunque sus decisiones son más cortoplacistas— y en la que la indulgencia (frente al cumplimiento estricto de las normas) es algo superior. A falta de un análisis más profundo, no parece descabellado esperar que las diferencias en las dimensiones relacionadas con la incertidumbre —que denotan una elevada aversión al riesgo— y con la toma de decisiones a corto plazo hayan podido influir en las decisiones financieras de los hogares.

14 Lievenbruck, M. y Schmid, T. (2014). «Why do firms (not) hedge? - Novel evidence on cultural evidence». *Journal of Corporate Finance*, 25, pp. 92-106.

15 Ahern, K.A., Daminelli, D. y Fracassi, C. (2012). «Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world». *Journal of Financial Economics*, 117, pp. 165-189.

5 La información de la Encuesta Financiera de las Familias y la Encuesta de Competencias Financieras

5.1 Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

La Encuesta Financiera de las Familias es una herramienta útil que nos permite confirmar algunas de las tendencias de los hogares identificadas en las estadísticas agregadas y completar el análisis con los resultados derivados de la distribución de los indicadores, tan relevante en este tipo de estudios. Como se observa a continuación, los hábitos y las preferencias de los hogares cambian sustancialmente en función de variables como la renta, la riqueza o la educación y, por tanto, merece la pena incluirlas en este análisis. Existen otros trabajos previos de la CNMV que se han basado en los resultados de esta encuesta para analizar el comportamiento ahorrador e inversor de los hogares¹⁶.

De la última EFF, correspondiente al año 2014, se pueden extraer las siguientes evidencias en relación con los resultados de la encuesta anterior, de 2011:

- Los hogares siguen teniendo en su cartera una proporción elevada de activos reales, pero esta se ha reducido ligeramente entre 2011 y 2014. Estos activos, cuyo valor representaba el 84,6% de los activos totales en 2011, pasaron a representar el 80,2%¹⁷. En paralelo, el porcentaje de hogares con algún activo real ha pasado del 89,4% al 86,7% en el mismo periodo, un hecho que se origina en los situados en los percentiles de renta inferiores al 40%, en los más jóvenes (cabeza de familia con edad inferior a los 35 años) y en los de menor riqueza (en los percentiles inferiores al 25%). Este comportamiento responde fundamentalmente a los efectos de la pasada crisis en los hogares con menos recursos. A pesar de la disminución de la tenencia de activos reales, España sigue estando muy por encima de las cifras de la zona del euro. Así, por ejemplo, un 80,4% de los hogares españoles son propietarios de la vivienda principal, mientras que para los 20 países de la Unión Europea participantes en la Household Finance Consumption Network (HFCN) este porcentaje disminuye hasta el 60,2%.
- De forma inversa, la proporción de activos financieros sobre el total de los activos ha aumentado desde el 15% hasta el 20% entre 2011 y 2014, perdiendo relevancia las cuentas bancarias y los planes de pensiones y los seguros, y aumentando el peso de las acciones cotizadas en bolsa (del 9,2% al 12,6%) y de los fondos de inversión (del 5,6% al 9%). Estos movimientos difieren de los obtenidos en la HFCN: las cuentas bancarias aumentan ligeramente su

16 Véanse Ispierto, A. y Villanueva, M.V. (2010). *Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 40; e Ispierto, A. y Villanueva, M.V. (2011). *La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 45.

17 Esta cifra es muy similar a la de los países analizados en la Household Finance Consumption Network (20 países de la UE), donde se sitúa en el 79,8%, si bien cabe señalar que la cifra no es totalmente comparable pues esta última incluye vehículos y la cifra española no.

importancia relativa (del 43,8% al 44,2%), mientras que la pierden las acciones cotizadas en bolsa (del 8,1% al 7,1%); el peso de los fondos de inversión, por su parte, se mantuvo prácticamente constante en el 9,0%.

- En relación con la distribución de los activos financieros de los hogares, cabe señalar que el porcentaje de hogares que dispone de cuentas para realizar pagos se ha mantenido estable en el 93%, mientras que el asociado a otras cuentas y a valores de renta fija ha experimentado un ligero descenso. El porcentaje de hogares que invierte en bolsa y en fondos de inversión se ha incrementado, destacando el fuerte aumento del valor mediano de la inversión en acciones cotizadas en bolsa (desde 6.800 euros por hogar hasta 11.200) y en fondos de inversión (desde 10.400 euros hasta 39.300) Estos dos importes están por encima de los de la zona del euro, donde la inversión mediana en acciones cotizadas es de 7.000 euros y la de fondos de inversión asciende a 12.300 euros. En la renta fija también se ha observado un crecimiento notable de la inversión mediana (desde 12.200 euros hasta 24.600, 18.200 euros en la zona del euro), a pesar de que una proporción menor de hogares invierte en estos activos. Esta tendencia, como se comentaba al principio del epígrafe, se explica mejor si se atiende a las fuertes diferencias en la distribución. Así, por ejemplo, el incremento de la inversión en acciones y en renta fija solo es significativo en los percentiles de renta y riqueza más altos y también en los tramos de edad superiores, mientras que en los fondos de inversión el aumento se observa en todo tipo de estratos de los hogares (renta, edad, riqueza, situación laboral del cabeza de familia...).
- En el caso de los seguros y los fondos de pensiones, se observa que el 26% de los hogares invierte en estos activos (una proporción estable respecto a la encuesta anterior) y que el valor mediano de esta inversión ha aumentado desde los 8.200 euros hasta los 10.000. Sin embargo, este incremento solo es relevante en los tramos de renta superiores al percentil 80, en hogares cuyo cabeza de familia tiene una edad superior a los 55 años, en hogares con personas jubiladas y en aquellos de riqueza elevada (por encima del percentil 75). Los datos de la HFCN reflejan que es mucho mayor tanto el porcentaje de hogares que invierte en estos activos a nivel europeo —superior al 40%— como la cantidad invertida —con un valor mediano de 13.100 euros en 2014.

5.2 Encuesta de Competencias Financieras

La Encuesta de Competencias Financieras ha sido realizada conjuntamente por el Banco de España y la CNMV dentro del Plan de Educación Financiera y se incluye en el Plan Estadístico Nacional¹⁸. Además ha contado con la colaboración del INE, que ha elaborado la muestra inicial y ha calculado los factores de elevación. La encuesta mide el conocimiento y la comprensión de conceptos financieros por parte de la población española de entre 18 y 79 años, así como la tenencia, adquisición y uso de distintos vehículos de ahorro, deuda y aseguramiento.

18 Véase la presentación de sus principales resultados en el siguiente enlace: <http://cnmv.es/docportal/Al-Dia/EncuestaCompetencias.pdf>

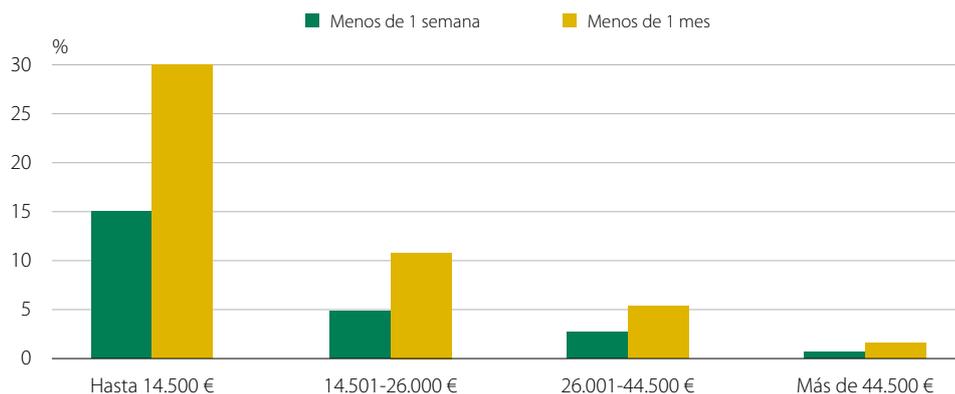
Los resultados de esta encuesta arrojan las siguientes evidencias en torno a distintos bloques de información:

- La encuesta realiza tres preguntas sobre conocimientos financieros: una sobre inflación, otra sobre tipos de interés compuesto y una tercera sobre el concepto de diversificación. De acuerdo con los resultados de la encuesta, un 58% de los encuestados respondió correctamente a la pregunta sobre inflación, un 46% a la de tipos de interés y un 49% a la de diversificación del riesgo. El resto de los encuestados, bien respondieron incorrectamente, o bien no conocían la respuesta. Se observa un fuerte aumento de los aciertos cuando el nivel educativo es superior, mientras que por tramos de población se aprecia que el mayor porcentaje de acierto se produce en los tramos de población de edad media.
- En relación con el conocimiento de productos financieros, los encuestados manifiestan un conocimiento superior sobre los productos de endeudamiento y los seguros que sobre los vehículos de ahorro. Las diferencias encontradas se mantienen, además, por niveles educativos y tramos de edad. Respecto a la tenencia de productos financieros cabe señalar que solo un 3% de los encuestados no tiene cuenta corriente (se corresponden fundamentalmente con personas con educación primaria, rentas inferiores a los 14.500 euros e inmigrantes), mientras que el 43% tiene algún vehículo de ahorro y el 41%, alguno de deuda.
- El 38% de los individuos ha adquirido algún vehículo de ahorro, seguro, medio de pago o se ha endeudado en los últimos 2 años, siendo la tarjeta de crédito (16%) junto con los préstamos personales (14%) los productos más habituales. Estos porcentajes varían significativamente atendiendo a los diferentes niveles de educación y de renta cuando nos referimos a los productos de ahorro, pero no lo hacen tanto en productos de deuda o seguros. Además, una proporción significativa de los encuestados (62%) indica que normalmente solo considera opciones de una única entidad financiera o un único producto. En general, se usan más comparadores para comprar acciones (27%) que para adquirir cuentas de ahorro (11%).
- Una característica llamativa de los patrones de ahorro de los encuestados tiene que ver con la modalidad escogida para ahorrar. Así, el 61% de los individuos declaró haber ahorrado en los últimos 12 meses, siendo los métodos más comunes la cuenta de ahorro (65%) y, de forma llamativa, el ahorro en metálico (38% de los casos). Este último patrón se observa incluso entre los de renta elevada.
- Uno de los puntos más relevantes de la encuesta está relacionado con la elevada proporción de hogares con dificultades financieras y, por tanto, que exhiben un grado más o menos importante de vulnerabilidad. Según los resultados obtenidos, el 28% de los individuos viven en hogares que tuvieron más gastos que ingresos en los últimos 12 meses, observándose diferencias relevantes en función de la edad, la renta y la comunidad autónoma. En el 51% de los casos, esta brecha negativa se cerró con ahorros; en el 35%, con la ayuda de amigos y familiares; y en el 15% se produjo un diferimiento del pago o un descubierto no autorizado en la tarjeta. El grado de vulnerabilidad de los hogares se puede calificar como elevado puesto que casi la mitad

declaró que, si se pierde la fuente principal de ingresos, podrían hacer frente a los gastos durante menos de 8 meses (el 29% entre 1 y 6 meses, el 15% menos de 1 mes y el 7% menos de 1 semana). En este último punto se observan fuertes diferencias por grupos de renta y riqueza. En el gráfico 15, que muestra estas diferencias en función de la renta, se aprecia cómo los hogares de menor renta (por debajo de 14.500 euros) muestran una vulnerabilidad mucho mayor: el 30% de ellos podría hacer frente a sus gastos solo durante 1 mes y el 15%, apenas 1 semana.

Vulnerabilidad económica del hogar¹

GRÁFICO 15



Fuente: Presentación de los resultados de la Encuesta de Competencias Financieras por el BdE y la CNMV.

1 A la pregunta: «¿Si dejaran de percibir la fuente principal de ingresos de su hogar, durante cuánto tiempo podrán hacer frente a sus gastos?». Los resultados se presentan en función del nivel de renta del hogar.

- Finalmente, la encuesta ofrece una pequeña comparativa internacional en relación con algunas de las cuestiones planteadas. En el caso de los conocimientos financieros, España aparece en línea o por debajo de la media OCDE y Unión Europea dependiendo de la pregunta. En relación con la tenencia y adquisición de productos financieros, España se sitúa muy por encima de la media en la tenencia de medios de pago y por debajo en la de productos de ahorro y de vida. También está por debajo de la media en la adquisición reciente de productos financieros. Finalmente, la proporción de hogares cuyos gastos superaron los ingresos en los últimos doce meses es similar a la de la OCDE y la de la Unión Europea.

6 Impacto en la economía

Una economía en la que, de forma sostenida, los hogares muestran un nivel de ahorro relativamente reducido (y, por tanto, un consumo mayor) y una preferencia más acentuada por la adquisición de activos no financieros (frente a los financieros) puede mostrar elementos diferenciales en relación con otras economías de su entorno. En este epígrafe se describen, sin carácter de exhaustividad, algunas de las consecuencias que estos patrones pueden tener sobre el crecimiento y la composición de la economía, así como otros efectos relevantes, distinguiendo los más probables a corto plazo de los de medio y largo plazo.

A corto plazo, un modelo caracterizado por un nivel relativamente bajo de ahorro y, en consecuencia, por una tasa más elevada de consumo deriva en un incremento de la demanda nacional de la economía y, finalmente, en un crecimiento superior del PIB. Sin embargo, este crecimiento no estaría equilibrado entre demanda nacional y demanda exterior, teniendo la demanda nacional una importancia relativa mayor y, dentro de ella, cabe pensar que el protagonista sería el gasto en consumo privado en detrimento de la inversión (no inmobiliaria) debido a la menor acumulación de capital generada por el pequeño ahorro. Este último efecto se podría atenuar si otros sectores del sector privado y del exterior compensaran parcialmente el leve ahorro de los hogares.

La preferencia de los hogares por la adquisición de activos no financieros —fundamentalmente inmobiliarios— también orienta la composición del crecimiento de la economía hacia actividades relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias. Estos son sectores relativamente menos intensivos en capital y en los que el nivel de formación de los trabajadores es inferior, lo que dificulta la movilidad en momentos de crisis. Finalmente, esta preferencia eleva significativamente la deuda de los hogares, que no pueden adquirir estos bienes solo con su ahorro y acaban incrementando sus pasivos.

Muchos de estos patrones se observaron en la economía española desde mediados de los años noventa hasta justo antes del inicio de la crisis financiera. En este periodo, el consumo privado creció a una tasa media anual del 3,6% y el PIB lo hizo un 3,8%, frente a un 2,3% en la zona del euro para ambos indicadores. La aportación de la demanda nacional a este crecimiento fue de 4,5 p.p., frente a -0,7 p.p. de la demanda externa, y el valor añadido bruto del sector de la construcción creció a una tasa media del 3%¹⁹, con lo que elevó su peso en el total de la economía desde el 14,6% hasta el 20,2%.

La desagregación de la formación bruta de capital en sus componentes principales (inversión en construcción, bienes de equipo y bienes intangibles) pone de manifiesto el sesgo de la economía española en favor de las actividades de la construcción y en detrimento del resto de las modalidades de inversión (véase gráfico 16). Entre 1995 y 2007 la inversión en construcción de la economía española supuso (de media) el 65% de la inversión total (54% en la zona del euro), frente al 28% de la inversión en bienes de equipo (32% en la zona del euro) y el 7% de la inversión en bienes intangibles (14% en la zona del euro). Tras la crisis, la composición de la formación bruta de capital de la economía española se muestra más en línea con la de la zona del euro: los últimos datos²⁰ revelan que la inversión en construcción concentró el 51% del total (49% en la zona del euro), la inversión en bienes de equipo el 34% (31% en la zona del euro) y la inversión en bienes intangibles el 15% (20% en la zona del euro).

Como consecuencia de la mayor relevancia de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario, la productividad (aparente) del trabajo de la economía española creció muy por debajo de los registros observados en la zona del euro antes de la

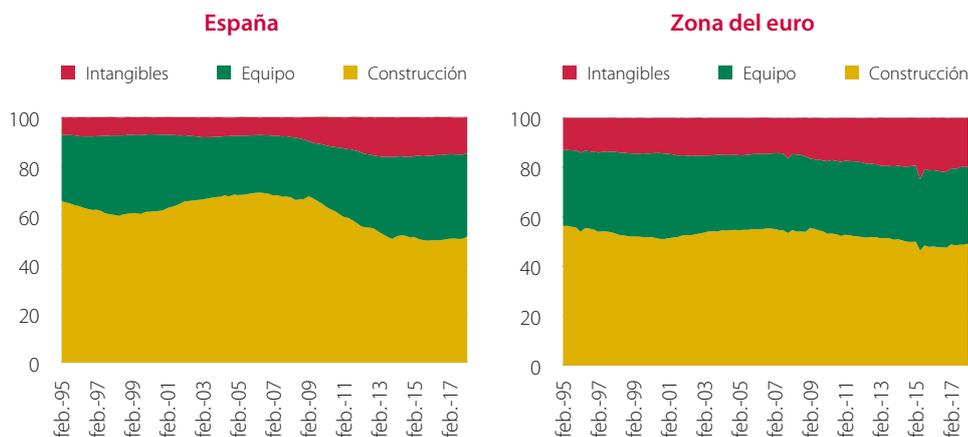
19 Entre 2000 y 2006.

20 Primer trimestre de 2018.

crisis. Como se observa en el gráfico 17, la variación anual de la productividad (por trabajador) creció en España un 0,19% de media antes de la crisis, frente al 1,1% de media en la zona del euro. Tras el ajuste de los desequilibrios durante los años de la crisis, la productividad del trabajo en España avanza a ritmos mucho más parecidos a los de la zona del euro (1,18% en España frente al 0,9% en la zona del euro de media desde 2009).

Descomposición de la formación bruta de capital

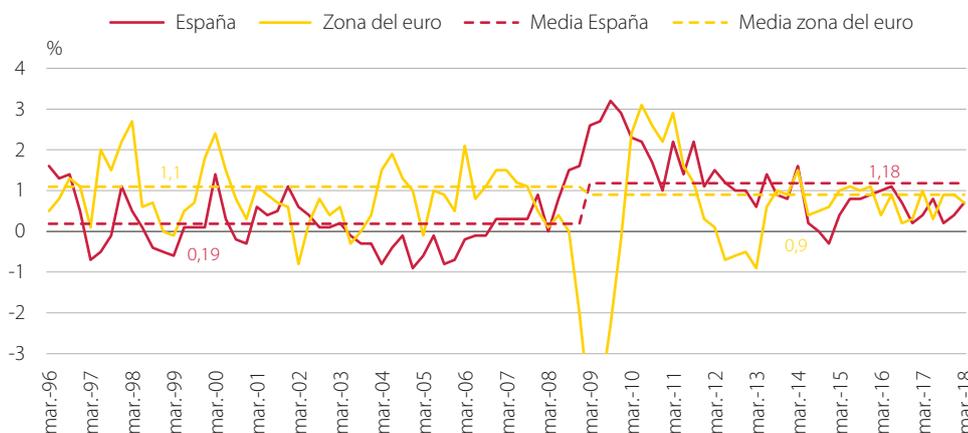
GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream.

Productividad del trabajo (por trabajador, términos reales, var. anual)

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

Los indicadores de ahorro, endeudamiento e inversión de los hogares ya se han descrito con anterioridad. El ahorro medio antes de la crisis se situaba por debajo del 6% de la renta bruta disponible (13% en la zona del euro) y el endeudamiento llegó a máximos del 134% de la renta en 2007 (94% en el mismo año en la zona del euro).

A medio plazo este modelo de crecimiento puede tener efectos negativos sobre la economía por varias vías.

En primer lugar, se trata de un modelo de ahorro e inversión que puede acabar generando burbujas en el precio de los activos inmobiliarios. Es cierto que en el caso español la generación de la burbuja estuvo alimentada por otros catalizadores ya comentados, como la fuerte reducción de los tipos de interés, el aumento de la oferta de crédito y el régimen fiscal. Es posible que sin esos elementos los precios de los activos inmobiliarios no hubieran mostrado un crecimiento tan pronunciado²¹, pero probablemente habrían seguido una marcada tendencia al alza. De forma paralela al crecimiento, se pueden producir desequilibrios financieros significativos tales como el fuerte endeudamiento de los hogares ya comentado, que en momentos de recesión y crecimiento del desempleo pueden redundar en un aumento de la morosidad bancaria.

Otros efectos relevantes relacionados con la marcada preferencia por la compra de vivienda tienen que ver con la disminución de la movilidad del factor trabajo dentro de la economía. Algunos de los estudios que han tratado esta materia han llegado a la conclusión de que en España la movilidad de los trabajadores es mucho más reducida que en otras economías europeas, una característica que en parte se explica por la elevada proporción de hogares con vivienda en propiedad (en torno al 80%, aunque en descenso), lo que dificulta su traslado a otros lugares. Huber (2005)²² calcula las ratios de migración interna (entre regiones) para varios países de la Unión Europea y concluye que los países con ratios inferiores son España, Italia y varios países del este de Europa. Por el contrario, Dinamarca, Holanda o Suecia estarían entre los países con tasas de migración interna más elevadas. La perspectiva cambia, no obstante, si atendemos a las migraciones entre países (en lugar de dentro de ellos)²³. Según este estudio, que evalúa la proporción de trabajadores de cada país que trabajan en otro Estado miembro entre 2008 y 2012, España aparece entre las economías europeas con una ratio más elevada (4%), muy por encima de la media de la Unión Europea y de grandes economías como Alemania, Francia, Holanda, Reino Unido o Italia. Por tanto, el sesgo relacionado con la vivienda en propiedad en España parece haber incidido negativamente en la movilidad de los trabajadores dentro del país, pero no en las migraciones a otros países.

En esta misma línea, el estudio de Blanchflower y Oswald (2013)²⁴ efectuado sobre Estados Unidos identifica diferencias significativas entre los diferentes estados en el sentido de que aquellos que muestran una ratio de propiedad de vivienda más elevada acaban experimentando unas tasas de desempleo superiores. Estos autores argumentan que una ratio de propiedad elevada acaba perjudicando al mercado de trabajo al actuar como una externalidad negativa, pues actúa a través de tres vías: i) reduce los niveles de movilidad laboral (como en los estudios mencionados con anterioridad), ii) eleva los costes de desplazamiento al trabajo y iii) reduce la ratio de emprendimiento. Los autores indican que estos efectos se producen al cabo de un periodo largo de tiempo, por lo que son poco conocidos. Por último, y no menos

21 El crecimiento anual medio de los precios de la vivienda fue del 16,4% entre 1995 y 2007.

22 Huber, P. (2005). *Inter-regional mobility in the accession countries: a comparison to EU-15 member states*. WIFO, Working Papers n.º 249.

23 European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (2014). *Labour migration in the EU: recent trends and policies*. Eurofound.

24 Blanchflower, D. y Oswald, A. (2013). *Does high home-ownership impair in the labour market?* NBER, Working Papers n.º 19079.

importante, uno de los efectos más relevantes que estos patrones pueden tener sobre la economía guarda relación precisamente con el menor desarrollo de los mercados financieros, cuyo papel esencial se ha demostrado en tantas ocasiones. Al final, un modelo económico con una menor inversión en activos financieros deriva en unos mercados financieros más pequeños y menos desarrollados, que pueden incidir negativamente en el crecimiento potencial de la economía e impedir que se muestre plenamente su carácter anticíclico en momentos de contracción del crédito.

Muchos son los ejemplos que demuestran que la evolución de una economía que descansa en el sector bancario como fuente de financiación casi exclusiva acaba conduciendo a desequilibrios que suelen desembocar en periodos de crisis y de escasez de crédito²⁵. La existencia de un sistema financiero más equilibrado entre el sector bancario y los mercados de capitales reporta grandes beneficios a largo plazo, pues permite una eficiencia superior en la asignación de capital a proyectos de inversión atractivos. Ambas fuentes de financiación son complementarias y presentan sus propias ventajas comparativas. El sector bancario, por ejemplo, ha desarrollado un conocimiento elevado para distinguir prestatarios de diferentes calidades y parece una opción mejor en aquellas industrias donde existen fuertes asimetrías informativas. En cambio, la financiación basada en los mercados de capitales es una opción muy atractiva para industrias en continuo avance tecnológico y también en aquellas donde no hay un gran consenso sobre cómo deben ser dirigidas. En este sentido, los mercados de capitales ejercen una especie de control sobre los gestores de las empresas. Además, como se ha comentado, en tiempos de crisis los mercados de capitales suelen actuar como amortiguador, al dar un carácter más estable a las fuentes de financiación de las compañías si se han producido restricciones de crédito²⁶.

El proyecto relacionado con la Unión de Mercados de Capitales en la Unión Europea precisamente va en esta misma línea, al indicar en sus objetivos que dicha unión pretende impulsar un crecimiento económico más fuerte y sostenido en la zona creando unos mercados financieros más profundos e integrados, eliminando las barreras transfronterizas, aumentando la competencia, reduciendo el coste del capital y mejorando el acceso a la financiación de las empresas —en particular de las de menor tamaño.

En definitiva, se puede concluir que una economía con unos mercados financieros más pequeños y menos desarrollados está abocada a un crecimiento a medio plazo menor que el de otras economías similares pero con un sistema financiero más equilibrado.

7 Conclusiones

Este trabajo ha analizado las decisiones de ahorro, inversión y financiación de los hogares españoles desde mediados de los años noventa, ofreciendo una comparativa

25 Véase el discurso de Anne O. Krueger, asesora independiente en el FMI: «Financial Markets and Economic Growth» (2006), disponible en <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp092806>

26 Véase el discurso de Willem F. Duisenberg, presidente del BCE: «The Single Financial Market: Two Years into EMU» (2001), disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2001/html/sp010531.en.html>

con las tendencias observadas en otros países europeos de nuestro entorno o en la zona del euro en general. La información disponible muestra que el ahorro de los hogares españoles ha sido inferior al de la zona del euro en todo el periodo considerado, incluso en los momentos en los que estos ahorraron mucho más en los comienzos de la crisis, por un motivo de precaución. De forma paralela a este reducido nivel de ahorro, los hogares españoles se endeudaron significativamente más que los europeos hasta el inicio de la crisis, cuando la brecha entre ambos alcanzó 40 p.p. de la renta bruta disponible (134% en España y 93% en la zona del euro). Este endeudamiento se dirigió de forma mayoritaria a la adquisición de activos no financieros (en particular, viviendas), frente a la adquisición de otros activos.

Se puede argumentar que antes de la crisis se dieron una serie de factores que permitieron e incluso intensificaron estas tendencias:

- La economía crecía a unas tasas significativas y las rentas en aumento de los hogares hicieron que estos tomaran decisiones de inversión más ambiciosas.
- El descenso de los tipos de interés tras la incorporación a la zona del euro junto con el fuerte aumento de la oferta de crédito impulsaron significativamente el endeudamiento del sector privado.
- El régimen fiscal existente impulsó la adquisición de vivienda frente a otros activos y frente a la opción del alquiler.

Tras la crisis, el estallido de la burbuja inmobiliaria y el notable incremento del desempleo, los hogares iniciaron un fuerte proceso de desendeudamiento que sitúa ya el nivel de las deudas de los hogares en tasas muy cercanas a la media de la zona del euro, mientras que la tasa de ahorro se ha vuelto a situar en mínimos históricos (por debajo del 6% de la renta disponible). Una parte de la disminución del ahorro se puede asociar con el elevado número de hogares con rentas reducidas, cuya capacidad de ahorro se ve muy limitada. También existen hogares que durante la crisis habían aplazado el consumo de determinados bienes duraderos que ahora pueden afrontar.

Del comportamiento de los hogares se puede deducir que sus recursos han proveni-do de un ahorro doméstico pequeño y una deuda mayor, y que se han utilizado fundamentalmente para adquirir activos reales, mientras que la inversión en activos financieros ha sido mucho menos relevante. En términos agregados, los hogares españoles son más ricos que los de la zona del euro, pero esto se debe exclusivamente al mayor peso de los activos reales (453% del PIB de media frente al 271% en la zona del euro). Los activos financieros (netos) suponen un 95% del PIB frente al 130% en la zona del euro.

En este último punto es importante señalar dos cuestiones:

- El volumen de la inversión de los hogares españoles en activos financieros ha sido inferior a la media de la zona del euro durante todo el periodo considerado (entre 25 y 30 p.p. del PIB).
- Sin embargo, la composición de los activos financieros adquiridos no es excesivamente diferente: es cierto que la importancia de la inversión en efectivo y

depósitos es algo mayor que en la zona del euro, pero también lo es que el peso de opciones como las acciones y los fondos de inversión, es algo superior.

Del análisis de los datos más recientes —muchos de ellos procedentes de diferentes encuestas— se observan cambios importantes en algunas de estas tendencias. Por ejemplo, ha disminuido un poco la importancia relativa que suponen los activos inmobiliarios dentro de la cartera de los hogares (aunque sigue bien por encima de los niveles de la zona del euro), mientras que la de los activos financieros se ha incrementado. Sin embargo, estos comportamientos no han sido homogéneos para todos los estratos de la población. En particular, el descenso de la relevancia de los activos reales tiene que ver con las dificultades de los hogares más jóvenes y de menor renta para acceder a la vivienda, y el aumento de la inversión solo constituye algo significativo para los hogares de renta más elevada. La única excepción la ha supuesto la inversión en fondos de inversión, que parece haber aumentado durante los últimos años en todos los tramos de hogares.

Es posible que una economía cuyos hogares ahorran sistemáticamente poco, se endeudan más y muestran una preferencia clara por los activos reales tenga consecuencias favorables en el corto plazo, generadas por un crecimiento superior (basado en la fortaleza del consumo), pero habría un desequilibrio entre demanda nacional y exterior y el crecimiento estaría algo sesgado hacia la construcción y las actividades inmobiliarias, que son sectores menos productivos. A medio y largo plazo las consecuencias parecen más bien desfavorables en la medida en que este contexto favorece la acumulación de algunos desequilibrios financieros (exceso de apalancamiento) y la formación de burbujas en el precio de los activos (inmobiliarios), que pueden ser insostenibles en un determinado momento y generar efectos negativos sobre los agentes de la economía y el crecimiento. Esta preferencia por la vivienda en propiedad también puede dar lugar a una oferta laboral con menos movilidad dentro del propio país. Finalmente, este modelo supone unos mercados financieros menos desarrollados, lo que tiene efectos claros en la evolución económica de cualquier país.

De cara al futuro, sería deseable que el ahorro de los hogares fuera algo superior y que sus inversiones estuvieran más equilibradas entre activos reales y activos financieros. Esto permitiría, entre otras cosas, unos mercados financieros más desarrollados, con los consiguientes efectos beneficiosos para el crecimiento a largo plazo de la economía. Sin embargo, este proceso tiene dos impedimentos fundamentales:

- El primer impedimento está relacionado con la evolución de la renta de los hogares y, sobre todo, con su distribución. No es previsible un aumento sustancial del ahorro de los hogares hasta que aquellos con menores niveles de renta experimenten un crecimiento algo mayor —salvo que los de renta muy elevada ahorren más— y que, por tanto, sean menos vulnerables en términos financieros.
- La segunda limitación está relacionada con las dificultades que todavía existen en relación con la educación financiera. Es muy probable que la mejora de los conocimientos financieros por parte de la población dé lugar a una inversión más equilibrada entre las diferentes opciones, dando cabida a activos que posiblemente no se hayan considerado con anterioridad. En este sentido, todos los

esfuerzos de la CNMV y el Banco de España en torno a la mejora de los conocimientos financieros de la población son positivos.

Un último elemento a comentar en este análisis de cara al futuro previsible de las inversiones financieras de los hogares tiene que ver con el posible aumento de estas en fondos de inversión. Los retos que se derivan del envejecimiento de la población en España (al igual que en otros países europeos) y, tal como hemos mencionado anteriormente, la mejora de la educación financiera pueden incidir positivamente en las inversiones de las familias en los mercados de capitales, en instituciones de inversión colectiva y en fondos de pensiones.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al segundo trimestre de 2018 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Circular 2/2018, de 12 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (EMISORES Y COTIZADAS).

Hasta ahora, las entidades obligadas habían venido remitiendo sus informes de gobierno corporativo y sobre remuneraciones de los consejeros utilizando los modelos normalizados establecidos al efecto. Además de los beneficios evidentes de este sistema, también se habían detectado una serie de inconvenientes. Entre ellos, cierta falta de flexibilidad para las sociedades, que limitaba su habilidad para organizar y estructurar la información en la manera que consideran que mejor explica la historia y evolución de la entidad. Esto implicaba que algunas sociedades elaborasen, además del modelo normalizado para cumplir sus obligaciones legales, otro modelo con un formato más adaptado a su propio contexto y circunstancias y a la imagen corporativa de la sociedad para distribuir entre sus accionistas, inversores institucionales, asesores de voto y otros grupos de interés.

Por ello, para las sociedades emisoras, se considera conveniente eliminar el carácter obligatorio de los formatos contenidos en los documentos electrónicos normalizados de los informes de gobierno corporativo y sobre remuneraciones de los consejeros establecidos en las Circulares 4/2013 y 5/2013 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Se habilita la posibilidad de que aquellas entidades que no deseen utilizar el documento electrónico normalizado puedan presentar en formato libre los informes, cuyo contenido deberá respetar el contenido mínimo que establezca la normativa —incluida esta circular— y que deberán venir acompañados de apéndices estadísticos, con la finalidad de continuar disponiendo de un mínimo de información con formato estandarizado para facilitar su compilación y posterior tratamiento por la CNMV.

El Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio; el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio; y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad, amplía el alcance de la información que suministrar en el informe anual de gobierno corporativo acerca de las políticas de diversidad aplicadas por la sociedad, debiendo hacer referencia a la diversidad de género y,

para las entidades que no sean pequeñas y medianas según la definición incluida en la legislación de auditoría de cuentas, también a la edad, discapacidad, formación y experiencia profesional de los consejeros.

Además se incorporan algunos ajustes técnicos, tanto en el informe anual de gobierno corporativo como en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, para introducir o desarrollar apartados que resultan relevantes a fin de comprender adecuadamente el sistema de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores y la retribución de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas.

Por último, se ha considerado oportuno incluir un nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo aplicable a las entidades que integran el sector público institucional que sean emisoras de valores distintos a las acciones, más simplificado y adaptado a las particularidades de estas entidades.

La presente circular entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* (16 de julio de 2018) y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo y a los informes sobre remuneraciones de los consejeros que las entidades obligadas deban presentar correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2018 inclusive.

- **Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre**, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Este real decreto-ley tiene por objeto completar la trasposición en normas de rango legal de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE; la Directiva 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE, relativa a los mercados de instrumentos financieros; y la Directiva Delegada 2017/593/UE de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

- Se modifica el título preliminar, que contiene las disposiciones generales y delimita las entidades que quedan excluidas del ámbito de aplicación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores en relación con el contenido que se corresponde con la Directiva 2014/65/UE.
- Se modifica el capítulo V del título IV, recogiendo la posibilidad de que la CNMV pueda imponer límites al volumen de una posición neta que se pueda mantener en determinados derivados, así como las obligaciones de difusión y comunicación de posiciones en determinados derivados por parte de los centros de negociación.

- Se modifican los capítulos III, V y VI del título V del texto refundido, que contiene el régimen jurídico aplicable a las empresas de servicios y actividades de inversión.
- Se introduce un nuevo título V bis, con el que se regula una realidad que por primera vez se aborda en una directiva europea, como son los servicios de suministro de datos, al detallar los elementos fundamentales del procedimiento de autorización al que deben someterse los proveedores de dichos servicios, así como los requisitos de organización interna que deben cumplir.
- Se modifica el título VII, que se refiere a las normas de conducta que deben respetar las empresas de servicios y actividades de inversión para garantizar una adecuada protección al inversor.
- Por lo que se refiere a las facultades de supervisión, se modifican y se añaden algunas de acuerdo con lo dispuesto en la Directiva 2014/65/UE. Se introducen también modificaciones destacadas en el capítulo II del título VIII, que se refiere a la cooperación con otras autoridades. Se añaden cuatro excepciones a la obligación de guardar secreto profesional por parte de la CNMV.
- Se introducen dos nuevos capítulos en el título X, relativos a la comunicación de infracciones y a su publicidad, incorporando las novedades derivadas de la normativa europea traspuesta.
- Se dispone que para determinar el alcance de los conceptos contenidos en este real decreto-ley se tendrán en cuenta las definiciones contenidas en la Directiva 2014/65/UE y sus normas de desarrollo.

Se incorpora una disposición adicional segunda sobre «Resolución alternativa de litigios en materia de consumo», en la que se dispone que, hasta la creación de la autoridad única competente para la resolución de litigios de consumo en el sector financiero, el Servicio de Reclamaciones de la CNMV —regulado en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero— actuará como entidad de resolución alternativa de litigios en el ámbito del mercado de valores

Este real decreto-ley entró en vigor al día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. Por excepción, las modificaciones de los artículos 146, 147, 148, 149.2 párrafo segundo, 149.3, 152, 153, 151, 160, 161, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 176, 177, 193, 194, 195, 196, 205 y 207 entrarán en vigor en el momento en que lo haga el real decreto que las desarrolle. Lo dispuesto en los artículos 234.2, letra d), y 234.12 no será de aplicación hasta que no se haya aprobado la modificación de la Ley Orgánica de Protección de Datos y haya entrado en vigor su disposición adicional decimoctava.

- **Corrección de errores del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre**, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (*BOE* 18.10.2018).

- **Circular 4/2018, de 27 de septiembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de servicios de inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.

Esta circular tiene como principales objetivos los siguientes:

- i) Actualizar los modelos de información reservada establecidos en la Circular 1/2010, que presentan tanto las entidades de crédito como las empresas de servicios de inversión (ESI), para recabar información sobre nuevos aspectos que incorpora la normativa MiFID II, tales como, por ejemplo, las nuevas modalidades de prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión (independiente y no independiente) o la venta cruzada. También se incrementa la información sobre los instrumentos financieros que mantienen los clientes en los intermediarios, que pasa a facilitarse detallada por instrumento. Finalmente, también se introducen otras actualizaciones menores, a la luz de la experiencia acumulada desde la última modificación.
- ii) Actualizar los modelos de estados reservados de las ESI, para recabar información sobre los siguientes aspectos:
 - Las actividades accesorias que puedan desarrollar.
 - La categoría de activos líquidos en los que invierten los saldos transitorios de los clientes y las garantías recibidas de estos.
 - El cálculo de los requisitos de capital por gastos fijos generales.

La primera información reservada de la Circular 1/2010 que se deberá remitir ajustada a los nuevos modelos será la correspondiente al periodo de actividad comprendido entre el 1 de enero y el 31 de marzo de 2019, a presentar hasta el 20 de abril de 2019. Por lo que respecta a las modificaciones introducidas en la Circular 7/2008, la primera información ajustada a los nuevos modelos será la correspondiente al 30 de abril de 2019, a presentar hasta el 20 de mayo de 2019.

Normativa europea

- **Reglamento (UE) 2018/946 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 4 de julio de 2018, por el que se sustituyen los anexos A y B del Reglamento (UE) 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/959 de la Comisión**, de 14 de marzo de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación

para la especificación del método de evaluación con arreglo al cual las autoridades competentes autorizan a las entidades a utilizar métodos avanzados de cálculo para el riesgo operativo.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/977 de la Comisión**, de 4 de abril de 2018, por el que se corrige la versión búlgara del Reglamento Delegado (UE) 2017/653, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/990 de la Comisión**, de 10 de abril de 2018, por el que se modifica y complementa el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las titulizaciones y los pagarés de titulización simples, transparentes y normalizados, los requisitos aplicables a los activos recibidos en el marco de pactos de recompra inversa y los métodos de evaluación de la calidad crediticia.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1078 de la Comisión**, de 30 de julio de 2018, por el que se establece información técnica para el cálculo de las provisiones técnicas y los fondos propios básicos a efectos de la presentación de información con fecha de referencia comprendida entre el 30 de junio de 2018 y el 29 de septiembre de 2018 de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1105 de la Comisión**, de 8 de agosto de 2018, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para el suministro de información por las autoridades competentes a la AEVM con arreglo al Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1108 de la Comisión**, de 7 de mayo de 2018, por el que se completa la Directiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo con normas técnicas de regulación de los criterios para la designación de puntos de contacto centrales para los emisores de dinero electrónico y los proveedores de servicios de pago y con normas sobre sus funciones.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión**, de 3 de septiembre de 2018, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.

Este reglamento de ejecución establece los formatos normalizados, la forma, los requisitos mínimos y el idioma en que deben presentarse o proporcionarse, entre otros extremos: i) la solicitud de revelación de la información sobre la

identidad y las respuestas de los accionistas, ii) la información que debe transmitirse respecto a la convocatoria de juntas generales y iii) la confirmación de la recepción y del registro y el recuento de votos.

Asimismo, hace referencia a: i) los plazos que han de observar los emisores y los intermediarios en los actos societarios, entendiéndose por estos toda actuación iniciada por el emisor o por un tercero que implique el ejercicio de los derechos derivados de las acciones y que pueda o no afectar a la acción subyacente, tales como la distribución de los beneficios o una junta general; ii) los procesos de identificación de los accionistas; y iii) la transmisión de información específica de los actos societarios que no sean juntas generales. Respecto de estos últimos, el reglamento de ejecución establece que:

- Se deberá incluir toda la información esencial relativa al acto societario.
- El emisor deberá notificar el acto societario con una antelación mínima suficiente.
- Se tratarán los pagos a los accionistas con la mayor celeridad posible.

El anexo del reglamento de ejecución contiene ocho cuadros en los que se detallan las formalidades y requisitos a los que están sujetos los flujos de información entre el emisor, los intermediarios y los accionistas.

El presente Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 entró en vigor el pasado 24 de septiembre.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1221 de la Comisión**, de 1 de junio de 2018, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en relación con el cálculo del capital reglamentario obligatorio para las titulaciones y las titulaciones simples, transparentes y normalizadas mantenidas por las empresas de seguros y reaseguros.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión**, de 25 de mayo de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de liquidación.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1291 de la Comisión**, de 16 de mayo de 2018, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 1042/2014 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 514/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que se refiere a la designación y a las responsabilidades en materia de gestión y control de las autoridades responsables y al estatuto y a las obligaciones de las autoridades de auditoría.
- **Decisión (UE) 2018/1466 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados**, de 21 de septiembre de 2018, por la que se renueva y modifica la prohibición temporal de la Decisión (UE) 2018/795 sobre la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas.

Otros

- **Real Decreto-ley 5/2018, de 27 de julio**, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de protección de datos.

Este real decreto-ley viene a adecuar el ordenamiento jurídico español al Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos (en adelante, RGPD), respecto a determinadas cuestiones que, sin necesitar de una ley orgánica para su regulación, resultan indispensables para su correcta aplicación en España.

Su articulado se divide en tres títulos, regulando en su título I la inspección en materia de protección de datos, el régimen sancionador en el título II y los procedimientos en caso de posible vulneración de la normativa de protección de datos en su título III, y dejando para las disposiciones adicionales, transitorias, derogatoria y final cuestiones como, entre otras, la publicación de las resoluciones de la Agencia Española de Protección de Datos, la derogación normativa o su periodo de vigencia.

Destacan en este real decreto-ley los siguientes aspectos:

- **Aplicabilidad del régimen sancionador:** están sujetos al régimen sancionador del RGPD: i) los responsables y encargados del tratamiento, ii) los representantes de los responsables o encargados de los tratamientos no establecidos en el territorio de la Unión Europea, iii) las entidades de certificación y iv) las entidades acreditadas de supervisión de los códigos de conducta. Se excluye expresamente de tal responsabilidad al Delegado de Protección de Datos.
- **Prescripción de las infracciones:** se establece un plazo de 3 años para la prescripción de las infracciones contenidas en los apartados 5 y 6 del artículo 83 del RGPD, y un plazo de 2 años para las establecidas en el apartado 4 del mismo artículo.
- **Prescripción de las sanciones:** se regula la prescripción de las sanciones en función de su cuantía, estableciendo que: i) las sanciones con un importe igual o inferior a 40.000 euros prescribirán en el plazo de 1 año, ii) las sanciones con un importe comprendido entre 40.001 y 300.000 euros prescribirán a los 2 años y iii) las sanciones superiores a 300.000 euros prescribirán a los 3 años. El plazo de prescripción en los tres casos comenzará a contarse desde el día siguiente a aquel en el que sea ejecutable la resolución por la que se impone la sanción o haya transcurrido el plazo para recurrirla.
- **Procedimiento sancionador:** la iniciación y los plazos de resolución del procedimiento sancionador varían en función del objeto de este:
 - i) Si el objeto del procedimiento hace referencia a los derechos de los interesados establecidos en los artículos 15 a 22 del RGPD, se

iniciará el procedimiento por acuerdo de admisión a trámite de la Agencia Española de Protección de Datos, que dispondrá de un plazo de resolución de seis meses desde que se hubiera notificado al reclamante el mencionado acuerdo. Transcurrido este plazo, el interesado podrá considerar estimada su reclamación.

- ii) Si el procedimiento tiene por objeto la determinación de la existencia de una infracción del RGPD, se iniciará mediante acuerdo de inicio adoptado a iniciativa de la Agencia Española de Protección de Datos o como consecuencia de una reclamación cuya admisión haya sido aceptada por esta autoridad de control.

Resulta importante señalar que este real decreto-ley establece que, antes de resolver sobre la admisión a trámite de la reclamación, la Agencia Española de Protección de Datos podrá remitir la reclamación al Delegado de Protección de Datos designado por el responsable o el encargado de su tratamiento para que pueda dar, en su caso, contestación en el plazo de un mes. En caso de no haber sido designado a. un Delegado de Protección de Datos se podrá igualmente remitir la reclamación al propio responsable o encargado.

Tras su admisión a trámite, y con carácter previo al acuerdo de inicio, la Agencia Española de Protección de Datos podrá abrir una fase de investigación, con una duración máxima de doce meses a contar desde la fecha de acuerdo de la admisión a trámite. Concluidas las actividades de investigación, se dictará el acuerdo de inicio del procedimiento sancionador, en el que se concretarán los hechos, la identificación de la entidad contra la que se dirigirá el procedimiento, la infracción que se hubiera podido cometer y su posible sanción. La duración máxima de este procedimiento será de nueve meses a contar desde la fecha del acuerdo de inicio.

Por último, la disposición transitoria primera establece que los procedimientos ya iniciados a la entrada en vigor Del Real Decreto-ley 5/2018 se regirán por la normativa anterior, salvo que este contenga disposiciones más favorables para el interesado.

- **Contratos de encargo de tratamiento:** la disposición transitoria segunda establece, respecto a los contratos de encargo de tratamiento que hayan sido suscritos conforme a lo establecido en el artículo 12 de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal y con anterioridad al 25 de mayo de 2018, que mantendrán su vigencia hasta la fecha de vencimiento señalada en ellos y, en caso de haberse pactado de forma indefinida, hasta el 25 de mayo de 2022.
- **Resolución de 31 de julio de 2018**, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Acuerdo de encomienda de gestión al Banco de España, para la realización de labores de apoyo en la supervisión de modelos internos de solvencia de empresas de servicios de inversión.
- **Real Decreto-ley 11/2018, de 31 de agosto**, de transposición de directivas en materia de protección de los compromisos por pensiones con los trabajadores,

prevención del blanqueo de capitales y requisitos de entrada y residencia de nacionales de países terceros y por el que se modifica la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

- **Real Decreto 1112/2018, de 7 de septiembre**, sobre accesibilidad de los sitios web y aplicaciones para dispositivos móviles del sector público.

Este real decreto tiene por objeto garantizar los requisitos de accesibilidad de los sitios web y aplicaciones para dispositivos móviles de los organismos del sector público y otros obligados incluidos en su ámbito de aplicación. A los efectos de este real decreto, se entiende por accesibilidad el conjunto de principios y técnicas que se deben respetar al diseñar, construir, mantener y actualizar los sitios web y las aplicaciones para dispositivos móviles con el fin de garantizar la igualdad y la no discriminación en el acceso de las personas usuarias, en particular de aquellas con discapacidad y de las personas mayores.

Este real decreto entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* con las siguientes excepciones:

- Para los sitios web, las disposiciones previstas en los artículos 10.2, letra b), 12 y 13 serán de aplicación al año de la entrada en vigor de este real decreto, y a los dos años para los sitios web ya publicados.
 - Todas las disposiciones relativas a aplicaciones para dispositivos móviles serán de aplicación desde el 23 de junio de 2021.
- **Real Decreto-ley 12/2018, de 7 de septiembre**, de seguridad de las redes y sistemas de información.
 - **Acuerdo de 27 de septiembre de 2018**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	50	45	46	18	17	15	12	16
Ampliaciones de capital	45	45	44	18	17	14	12	16
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	18	12	7	3	5	2	5
De las cuales dividendo elección	12	12	9	5	2	5	2	5
Ampliaciones de capital por conversión	6	8	5	1	3	1	4	1
De contrapartida no monetaria	3	3	8	2	2	2	0	3
Con derecho de suscripción preferente	12	11	8	2	3	4	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	16	11	15	5	7	4	5	7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	0	1	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	111	81	89	19	25	22	14	16
Ampliaciones de capital	99	79	82	19	24	21	14	16
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	28	25	16	7	3	5	2	5
De las cuales dividendo elección	22	19	13	5	2	5	2	5
Ampliaciones de capital por conversión	23	17	6	1	3	1	5	1
De contrapartida no monetaria	3	4	12	2	4	3	0	3
Con derecho de suscripción preferente	15	11	8	2	3	4	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	30	18	36	6	10	8	6	7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	7	0	1	1	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	37.065,5	20.251,7	32.538,1	10.090,2	2.656,7	3.907,4	559,2	3.787,7
Ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	10.090,2	2.089,5	3.261,7	559,2	3.787,7
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	807,6	956,2	68,8	100,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	1.152,5	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	1.152,5	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	1.499,7	125,5	1,6	223,9	153,3
De contrapartida no monetaria ³	365,2	1.791,7	8.469,3	238,8	49,9	1.179,1	0,0	1.263,4
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	7.102,9	531,6	574,7	63,0	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	8.939,7	2.390,2	6.880,5	27,6	562,4	143,5	139,2	250,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8.331,6	506,6	2.944,5	0,0	567,3	645,7	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.253,4	4.206,1	3.165,1	1.176,7	269,4	1.104,8	119,4	311,8
Ampliaciones de capital	3.153,3	4.189,8	2.662,8	1.176,7	264,1	823,0	119,4	311,8
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	28,2	749,2	62,5	0,9	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	946,6	877,8	324,3	109,8	57,4	132,6	1,5	170,8
De las cuales dividendo elección	785,8	708,0	299,1	92,2	49,7	132,6	1,5	170,8
Ampliaciones de capital por conversión	89,6	648,0	182,8	154,3	11,3	1,6	84,8	2,6
De contrapartida no monetaria	146,6	248,9	181,9	80,7	12,8	220,7	0,0	132,7
Con derecho de suscripción preferente	1.190,7	1.403,0	882,0	759,6	56,3	448,6	17,5	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	779,8	983,9	342,6	9,9	125,4	19,5	15,6	5,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.100,2	16,3	502,3	0,0	5,4	281,7	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁴								
Número de emisores	16	15	13	3	3	1	3	3
Número de emisiones	18	21	15	3	4	3	3	4
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	17,3	26,2	13,2	95,7	52,3
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	17,3	26,2	13,2	95,7	52,3
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

2 Datos disponibles: agosto de 2018.

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

4 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	129	130	134	133	134	133	133	130
Sin Nuevo mercado	129	130	134	133	134	133	133	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	7	8
Segundo mercado	5	5	4	4	4	4	4	4
Madrid	2	2	1	1	1	1	1	1
Barcelona	3	3	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	18	14	12	12	12	11	11	11
Madrid	8	5	4	4	4	4	4	4
Barcelona	10	8	6	6	6	6	6	6
Bilbao	6	5	4	4	4	3	3	3
Valencia	3	3	3	3	3	3	3	3
MAB	3.429	3.336	2.965	3.040	2.965	2.910	2.879	2.863
Latibex	21	20	20	20	20	20	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2018.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	766.335,7	779.123,8	877.867,6	892.280,4	877.867,6	853.412,1	869.858,7	834.452,4
Sin Nuevo mercado	766.335,7	779.123,8	877.867,6	892.280,4	877.867,6	853.412,1	869.858,7	834.452,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	141.695,3	151.043,2	178.620,3	178.272,9	178.620,3	177.079,4	184.514,8	182.522,6
Ibex 35	477.521,1	484.059,2	534.250,1	551.761,2	534.250,1	511.770,8	494.267,2	483.085,6
Segundo mercado	20,6	114,1	49,9	46,2	49,9	49,7	38,2	40,2
Madrid	20,6	72,0	8,7	8,7	8,7	8,7	2,2	4,2
Barcelona	0,0	42,1	41,2	37,6	41,2	41,0	36,0	36,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.040,3	1.291,6	1.288,5	1.367,5	1.288,5	1.429,0	1.565,6	1.534,9
Madrid	296,9	289,9	165,9	250,5	165,9	164,4	254,4	220,5
Barcelona	887,7	1.136,6	1.134,3	1.211,4	1.134,3	1.276,7	1.432,7	1.398,8
Bilbao	943,3	54,0	211,3	318,5	211,3	209,1	283,5	253,6
Valencia	150,0	349,2	54,0	52,0	54,0	56,4	53,5	54,1
MAB ⁵	37.258,5	38.580,8	43.804,8	41.228,1	43.804,8	41.411,4	40.960,3	43.104,2
Latibex	116.573,4	198.529,6	215.277,7	220.350,0	215.277,7	284.843,2	209.870,5	228.007,2

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2018.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	938.396,7	635.797,8	640.293,7	126.429,1	155.638,9	109.024,1	190.087,9	82.288,5
Sin Nuevo mercado	938.396,7	635.797,8	640.293,7	126.429,1	155.638,9	109.024,1	190.087,9	82.288,5
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	12.417,7	6.018,0	6.908,0	1.318,6	1.143,0	866,4	805,6	630,5
Segundo mercado	13,8	3,1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,3	0,4
Madrid	13,7	2,7	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,4
Barcelona	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	246,1	7,4	8,1	0,5	2,2	0,9	3,1	1,0
Madrid	19,4	3,2	2,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Barcelona	219,1	4,2	6,2	0,4	2,1	0,8	3,1	0,9
Bilbao	7,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	6.441,7	5.055,1	4.985,6	1.010,5	1.317,4	1.021,7	1.020,4	539,6
Latibex	258,7	156,4	130,8	12,3	16,1	36,2	33,2	17,5

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	903.397,2	619.351,6	619.108,6	122.853,6	149.360,4	105.863,5	172.034,7	79.585,2
Órdenes	475.210,0	346.980,8	335.917,3	73.585,3	80.628,0	64.677,9	75.366,9	46.988,5
Aplicaciones	96.187,7	68.990,5	51.315,9	11.359,6	12.379,5	9.351,9	15.435,6	7.286,5
Bloques	331.999,5	203.380,2	231.875,3	37.908,8	56.353,0	31.833,7	81.232,2	25.310,2
Fuera de hora	3.137,9	1.996,2	2.373,8	411,2	961,1	273,7	746,6	120,9
Autorizadas	14.885,5	12.667,0	9.265,3	1.507,3	2.159,4	444,0	551,9	501,8
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.360,1	788,4	389,9	146,6	2,3	843,2	15.368,8	1.474,8
OPV	4.266,8	777,5	2.288,1	137,2	1.150,2	710,2	0,0	89,0
Toma de razón	203,6	37,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	5.964,2	5.408,3	4.462,2	930,4	1.499,9	525,0	921,3	185,9
Operaciones de cobertura	2.181,4	1.833,8	2.405,7	442,7	505,6	364,4	464,6	331,0

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: agosto de 2018.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	49	51	48	16	23	15	16	12
Cédulas hipotecarias	13	13	9	6	4	3	4	1
Cédulas territoriales	3	3	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	6	9	9	7	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	16	20	21	2	12	3	4	1
Pagarés de empresa	16	14	13	5	3	3	0	5
De titulización	1	1	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	15	13	12	5	3	2	0	5
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	0	1	1	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	415	399	378	69	103	89	68	44
Cédulas hipotecarias	34	41	28	7	10	7	4	1
Cédulas territoriales	6	4	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	318	277	276	52	58	70	52	35
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	40	61	58	4	32	8	11	3
Pagarés de empresa ²	16	15	13	5	3	3	0	5
De titulización	1	1	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	15	14	12	5	3	2	0	5
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	0	1	1	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	136.607,3	139.028,2	109.487,4	13.156,3	47.852,3	20.204,9	10.644,7	3.247,1
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.642,5	29.823,7	5.175,0	13.348,7	5.125,0	1.700,0	350,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.099,9	40.170,4	30.006,2	1.125,4	12.632,0	4.983,4	1.176,6	580,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	28.369,6	35.504,9	29.415,4	2.968,8	16.327,6	5.430,7	3.534,0	428,0
Pagarés de empresa ³	27.309,6	22.960,4	17.911,2	2.906,1	5.543,9	3.415,8	3.884,1	1.888,2
De titulización	2.420,0	1.880,0	1.800,0	0,0	800,0	0,0	240,0	0,0
Resto de pagarés	24.889,6	21.080,4	16.111,2	2.906,1	4.743,9	3.415,8	3.644,1	1.888,2
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	981,0	981,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0	1.250,0	350,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	5.452,2	4.278,7	6.504,6	1.370,2	1.658,9	1.856,5	832,0	385,2
Emisiones aseguradas	0,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
Total	145.890,9	130.141,0	121.556,6	11.621,6	39.193,6	30.949,4	9.852,9	4.036,3
Pagarés	27.455,3	22.770,6	18.388,9	2.923,6	5.982,5	3.201,6	3.934,0	2.129,7
Bonos y obligaciones	47.616,4	31.723,0	43.182,3	1.140,2	2.888,5	15.162,0	918,9	324,6
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.392,5	30.000,0	3.675,0	14.775,0	5.125,0	1.700,0	350,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	29.044,2	35.504,9	28.635,4	3.882,8	15.547,6	6.210,7	2.950,0	1.232,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0	1.250,0	350,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: agosto de 2018.

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	388	375	362	354	362	370	362	364
Renta fija privada	387	374	342	355	342	343	330	364
Pagarés	16	14	14	15	14	13	13	10
Bonos y obligaciones	64	52	48	50	48	48	46	46
Cédulas hipotecarias	44	43	41	41	41	41	41	41
Cédulas territoriales	9	9	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	278	276	262	268	262	265	254	254
Participaciones preferentes	13	9	4	5	4	4	5	5
Bonos matador	7	6	6	6	6	6	5	5
Deuda pública	1	1	20	1	20	27	32	33
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	-	-	11	-	11	14	14	14
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	3	8	9
Otra deuda pública	-	-	7	-	7	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.723	2.637	2.468	2.383	2.468	2.563	2.890	2.894
Renta fija privada	2.531	2.433	2.084	2.179	2.084	2.059	1.999	1.983
Pagarés	392	351	179	210	179	137	122	113
Bonos y obligaciones	882	856	764	789	764	781	768	761
Cédulas hipotecarias	238	231	218	221	218	215	213	210
Cédulas territoriales	32	29	24	24	24	24	22	22
Bonos de titulización	966	948	889	924	889	891	863	866
Participaciones preferentes	16	12	4	5	4	5	6	6
Bonos matador	7	6	6	6	6	6	5	5
Deuda pública	193	204	384	204	384	504	891	911
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	181	192	226	192	226	230	228	225
Deuda autonómica	-	-	133	-	133	170	165	164
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	75	470	494
Otra deuda pública	-	-	13	-	13	17	16	16
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.386.289,8	1.408.556,6	1.466.964,4	1.431.569,8	1.466.964,4	2.594.094,1	6.770.127,9	6.766.563,2
Renta fija privada	534.088,9	531.056,9	493.629,6	500.673,2	493.629,6	500.535,2	482.204,0	476.947,7
Pagarés	15.172,9	16.637,4	11.978,9	13.047,8	11.978,9	10.685,2	8.851,8	9.021,3
Bonos y obligaciones	74.082,2	85.477,8	70.127,7	80.566,5	70.127,7	79.437,4	74.340,9	73.671,8
Cédulas hipotecarias	194.072,7	180.677,5	181.308,7	178.686,7	181.308,7	180.317,9	177.490,8	176.391,1
Cédulas territoriales	27.586,3	29.387,3	23.862,3	23.862,3	23.862,3	23.862,3	22.062,3	20.062,3
Bonos de titulización	222.100,4	217.992,1	204.570,0	202.713,9	204.570,0	203.200,4	196.148,4	194.491,4
Participaciones preferentes	627,4	497,8	1.395,0	1.409,0	1.395,0	2.645,0	2.995,0	2.995,0
Bonos matador	447,1	386,9	386,9	386,9	386,9	386,9	314,8	314,8
Deuda pública	852.200,9	877.499,6	973.334,7	930.896,6	973.334,7	2.093.558,9	6.287.923,9	6.289.615,5
Letras del Tesoro	82.435,4	81.037,1	78.835,2	75.232,3	78.835,2	72.599,4	69.375,7	69.285,3
Bonos y Obligaciones del Estado	769.765,5	796.462,5	864.059,7	855.664,3	864.059,7	890.343,3	901.887,3	902.331,5
Deuda autonómica	-	-	28.620,8	-	28.620,8	34.037,3	32.862,2	32.681,6
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	1.093.949,8	5.281.341,3	5.282.859,6
Otra deuda pública	-	-	1.819,1	-	1.819,1	2.629,1	2.457,4	2.457,4

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	521.853,7	169.658,2	68.422,0	9.223,0	225,4	18.345,4	30.179,4	9.722,5
Renta fija privada	521.590,4	169.534,0	68.297,4	9.196,4	189,3	197,0	122,4	39,6
Pagarés	31.346,2	20.684,3	7.144,4	1.617,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	78.120,5	27.795,6	15.839,5	2.088,4	189,3	194,7	116,7	39,4
Cédulas hipotecarias	187.201,7	79.115,6	24.936,4	3.586,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	46.711,4	5.329,3	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	177.844,1	36.554,9	18.502,5	1.774,2	0,0	1,9	5,1	0,0
Participaciones preferentes	295,5	43,1	1.482,3	129,7	0,0	0,4	0,6	0,2
Bonos matador	71,1	11,1	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	263,3	124,2	124,6	26,6	36,1	18.148,4	30.057,1	9.682,8
Letras del Tesoro	30,2	8,5	4,2	0,1	0,1	146,7	3.472,1	2.424,5
Bonos y Obligaciones del Estado	233,1	115,8	120,4	26,5	36,0	17.998,5	24.686,6	4.587,0
Deuda autonómica	-	-	0,0	-	0,0	3,1	0,1	0,0
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	0,0	1.898,3	2.671,3
Otra deuda pública	-	-	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	521.853,7	169.658,3	68.422,0	9.223,0	225,4	18.345,4	30.179,4	9.722,5
Simple	239.086,8	127.643,7	57.723,9	6.991,5	225,4	18.345,4	30.179,4	9.722,5
Repo	7.144,5	4.143,7	671,6	46,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	267.875,7	37.870,9	10.026,5	2.185,5	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	193.694,8	117.373,0	49.230,2	6.123,9	222,2	17.891,9	30.171,0	9.719,2
Sociedades no financieras	22.747,1	7.119,3	1.492,6	351,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	95.467,1	63.048,2	23.402,5	3.298,6	222,2	17.891,9	30.171,0	9.719,2
Entidades de crédito	74.196,0	46.583,9	15.363,2	1.967,1	185,6	181,7	106,6	31,5
IIC, seguros y fondos de pensiones	8.835,4	8.525,2	4.337,8	653,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	12.435,7	7.939,1	3.701,5	678,3	36,6	17.710,2	30.064,4	9.687,7
Administraciones públicas	10.414,4	4.969,7	3.196,3	302,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ²	1.575,2	1.076,0	256,6	18,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	63.491,1	41.159,9	20.882,3	2.153,3	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	20	17	15	17	15	15	14	15
Emisores privados	10	7	7	7	7	7	6	7
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	10	7	7	7	7	7	6	7
Administraciones públicas ²	10	10	8	10	8	8	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	103	75	64	68	64	65	57	56
Emisores privados	43	26	24	24	24	24	19	19
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	43	26	24	24	24	24	19	19
Administraciones públicas ²	60	49	40	44	40	41	38	37
Comunidades autónomas	25	23	22	23	22	22	19	18
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	11.702,2	10.203,4	9.718,0	9.983,6	9.718,0	9.689,9	7.666,4	7.461,3
Emisores privados	1.383,3	899,4	760,6	796,4	760,6	735,8	640,1	618,3
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	1.383,3	899,4	760,6	796,4	760,6	735,8	640,1	618,3
Administraciones públicas ²	10.319,0	9.304,0	8.957,4	9.187,2	8.957,4	8.954,0	7.026,2	6.843,1
Comunidades autónomas	9.320,2	8.347,6	8.193,1	8.333,1	8.193,1	8.193,1	6.274,1	6.089,7

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	129.366,0	165.472,0	131.475,0	22.979,0	30.939,0	30.800,0	20.094,0	12.275,0
Simples	129.366,0	165.472,0	131.475,0	22.979,0	30.939,0	30.800,0	20.094,0	12.275,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono notional ²	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	8.279.939	7.468.299	8.033.835	1.884.123	2.512.513	2.256.759	2.080.529	1.198.895
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.384.896	6.836.500	6.268.290	1.441.668	1.826.553	1.704.051	1.595.835	940.241
Futuro mini sobre Ibex 35	318.129	249.897	1.284.050	348.633	488.715	427.489	395.437	210.035
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	32.499	58.044	43.372	6.963	14.297	15.588	13.247	2.518
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	-	1.619	7.753	1.530	3.628	859	706	480
Opción call mini	325.479	169.871	206.843	41.606	87.265	52.005	34.722	22.185
Opción put mini	218.937	152.368	223.527	43.724	92.055	56.767	40.582	23.436
Sobre acciones ⁵	31.768.355	32.736.458	32.335.004	7.331.026	8.100.205	8.306.888	8.383.047	2.845.903
Futuros	10.054.830	9.467.294	11.671.215	2.695.822	2.524.881	2.864.619	3.138.663	239.674
Futuros sobre dividendos de acciones	291.688	367.785	346.555	49.689	153.116	142.701	142.742	0
Futuros sobre dividendos de acciones plus	1.152	760	880	0	440	0	0	0
Opción call	8.572.088	11.239.662	8.848.643	1.849.335	1.986.565	2.156.518	2.047.308	1.179.022
Opción put	12.848.597	11.660.957	11.467.711	2.736.180	3.435.203	3.143.050	3.054.334	1.427.207

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	3.479,1	2.688,6	2.433,6	1.304,0	336,4	819,7	630,8	5,7
Sobre acciones	1.807,3	1.438,2	939,5	328,3	137,2	668,4	521,2	5,5
Sobre índices	1.486,1	1.153,1	1.443,0	959,0	194,6	18,3	4,5	0,3
Otros ²	185,6	97,2	51,1	16,7	4,5	133,0	105,1	0,0
Número de emisiones	9.059	7.809	5.730	2.312	791	1.800	1.521	80
Número de emisores	8	5	6	5	4	5	5	1
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	5,0	650,0	1.964,5	450,0	601,0	302,0	401,0	250,0
Sobre acciones	5,0	650,0	1.950,0	450,0	600,0	201,0	400,0	100,0
Sobre índices	0,0	0,0	14,5	0,0	1,0	101,0	1,0	0,0
Otros ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	1	4	15	3	4	5	3	2
Número de emisores	1	1	2	1	2	2	2	1

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.095,9	715,5	462,6	96,0	123,2	103,2	93,1	54,9
Sobre acciones nacionales	303,6	248,4	156,8	28,5	30,1	17,2	25,5	13,4
Sobre acciones extranjeras	66,7	32,6	29,9	5,0	9,7	7,0	7,3	5,6
Sobre índices	692,0	420,4	266,0	59,5	80,7	77,8	59,1	35,5
Otros ²	33,6	14,2	9,9	3,0	2,7	1,2	1,2	0,3
Número de emisiones ³	7.530	6.296	5.084	951	974	1.059	1.109	807
Número de emisores ³	9	8	7	7	7	7	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,1	0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	0	1	2	2	2
Número de emisores ³	1	1	1	0	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	12.633,8	6.045,2	4.464,1	699,3	1.472,8	759,9	957,3	333,6
Número de fondos	58	33	8	9	8	8	6	6
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	436,1	349,3	359,3	367,1	359,3	340,1	334,1	345,5

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 Solo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	40	41	41	41	40	40	40
Sucursales	25	27	24	28	24	26	26	20
Representantes	5.819	5.761	5.747	5.763	5.747	2.134	2.185	2.180
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	39	41	48	48	48	50	52	53
Sucursales	21	22	23	22	23	23	24	25
Representantes	468	492	461	469	461	393	430	442
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	3	2	1	1	1	1	1	1
Sucursales	9	8	0	0	0	0	0	0
Representantes	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	154	160	171	168	171	168	165	164
Sucursales	13	16	21	20	21	23	23	23
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	134	126	122	124	122	120	120	120

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	3.176	3.310	3.356	3.366	3.356	3.403	3.436	3.443
Empresas de servicios de inversión	2.716	2.843	2.889	2.900	2.889	2.929	2.961	2.973
Comunitarias	2.713	2.840	2.886	2.897	2.886	2.926	2.958	2.970
Con sucursal	42	46	53	51	53	54	56	58
En libre prestación de servicios	2.671	2.794	2.833	2.846	2.833	2.872	2.902	2.912
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	460	467	467	466	467	474	475	470
Comunitarias	451	460	461	460	461	468	470	465
Con sucursal	53	55	52	55	52	54	54	53
En libre prestación de servicios	398	405	409	405	409	414	416	412
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	7	6	6	6	6	5	5
Con sucursal	6	5	4	4	4	4	3	3
En libre prestación de servicios	3	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
RENDA FIJA								
Total	5.365.817,5	4.625.411,6	3.727.687,0	921.329,6	830.152,5	840.921,2	865.998,4	888.233,8
Sociedades de valores	3.774.816,4	3.171.599,2	2.347.959,0	559.969,9	470.314,6	588.965,3	604.086,9	629.121,5
Mercados organizados nacionales	1.909.130,4	1.350.483,4	836.831,1	208.103,1	149.376,2	173.689,7	196.847,5	230.333,3
Otros mercados nacionales	1.689.702,4	1.570.540,0	1.255.087,2	292.400,3	273.027,3	349.221,0	336.165,9	338.333,8
Mercados extranjeros	175.983,6	250.575,8	256.040,7	59.466,5	47.911,1	66.054,6	71.073,5	60.454,4
Agencias de valores	1.591.001,1	1.453.812,4	1.379.728,0	361.359,7	359.837,9	251.955,9	261.911,5	259.112,3
Mercados organizados nacionales	14.160,0	25.247,8	6.067,6	2.114,7	1.317,3	1.024,2	1.667,7	1.231,9
Otros mercados nacionales	1.402.106,3	1.222.925,7	1.175.387,4	306.549,5	317.566,3	208.188,7	206.815,7	206.672,4
Mercados extranjeros	174.734,8	205.638,9	198.273,0	52.695,5	40.954,3	42.743,0	53.428,1	51.208,0
RENDA VARIABLE								
Total	1.020.289,5	798.564,7	804.328,3	220.664,0	187.021,8	216.783,5	161.477,8	213.323,2
Sociedades de valores	914.649,2	636.727,0	660.312,8	191.970,1	143.388,5	158.155,7	149.934,8	204.926,8
Mercados organizados nacionales	855.883,2	583.283,9	610.682,8	178.408,9	133.659,1	145.357,3	135.402,8	173.871,0
Otros mercados nacionales	3.327,8	2.313,1	3.178,2	1.317,1	458,3	647,5	201,1	290,6
Mercados extranjeros	55.438,2	51.130,0	46.451,8	12.244,1	9.271,1	12.150,9	14.330,9	30.765,2
Agencias de valores	105.640,3	161.837,7	144.015,5	28.693,9	43.633,3	58.627,8	11.543,0	8.396,4
Mercados organizados nacionales	14.207,3	11.090,1	7.037,7	1.782,9	1.325,8	2.313,8	1.871,9	1.625,2
Otros mercados nacionales	13.769,0	8.902,9	12.052,0	2.710,8	3.424,4	4.831,0	463,0	319,2
Mercados extranjeros	77.664,0	141.844,7	124.925,8	24.200,2	38.883,1	51.483,0	9.208,1	6.452,0

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
Total	12.104.474,3	10.985.305,6	10.708.583,9	2.598.171,3	2.301.768,2	3.145.938,1	2.812.720,9	2.659.541,6
Sociedades de valores	11.958.716,2	10.698.379,2	10.528.524,3	2.553.651,3	2.264.865,2	3.092.685,7	2.750.608,8	2.595.678,8
Mercados organizados nacionales	6.215.223,3	4.842.990,7	5.330.761,9	1.262.127,4	1.198.702,1	1.755.443,2	1.399.069,6	1.384.442,9
Mercados organizados extranjeros	5.386.722,4	5.204.785,7	4.676.156,7	1.192.378,6	963.880,9	1.161.762,4	1.178.164,9	1.036.058,2
Mercados no organizados	356.770,5	650.602,8	521.605,7	99.145,3	102.282,2	175.480,1	173.374,3	175.177,7
Agencias de valores	145.758,1	286.926,4	180.059,6	44.520,0	36.903,0	53.252,4	62.112,1	63.862,8
Mercados organizados nacionales	7.510,9	20.935,4	17.171,0	3.595,4	2.203,1	7.512,7	4.748,4	9.147,5
Mercados organizados extranjeros	27.846,8	59.427,1	48.043,8	8.813,9	10.086,7	19.445,7	30.026,3	27.491,9
Mercados no organizados	110.400,4	206.563,9	114.844,8	32.110,7	24.613,2	26.294,0	27.337,4	27.223,4

¹ El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	13.713	15.818	12.601	13.340	13.300	12.601	13.321	13.968
Sociedades de valores. Total	5.711	5.743	3.769	5.356	5.261	3.769	3.862	3.903
IIC ³	60	34	18	20	17	18	22	28
Otras ⁴	5.651	5.709	3.751	5.336	5.244	3.751	3.840	3.875
Agencias de valores. Total	5.681	6.512	8.831	7.984	8.039	8.831	9.459	10.065
IIC ³	95	90	89	84	90	89	90	93
Otras ⁴	5.586	6.422	8.742	7.900	7.949	8.742	9.369	9.972
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	2.321	3.563	1	-	-	1	-	-
IIC ³	1	1	1	-	-	1	-	-
Otras ⁴	2.320	3.562	0	-	-	0	-	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	9.201.678	13.298.318	36.923.861	38.275.173	37.889.931	36.923.861	5.589.254	6.029.150
Sociedades de valores. Total	5.406.804	5.534.052	33.958.038	35.491.677	35.042.579	33.958.038	2.597.455	2.793.817
IIC ³	1.546.293	890.371	344.474	854.357	346.820	344.474	486.772	641.621
Otras ⁴	3.860.511	4.643.682	33.613.564	34.637.320	34.695.759	33.613.564	2.110.683	2.152.195
Agencias de valores. Total	2.565.132	2.557.207	2.949.741	2.783.496	2.847.352	2.949.741	2.991.799	3.235.333
IIC ³	1.448.260	1.352.653	1.595.851	1.473.602	1.538.808	1.595.851	1.676.348	1.728.140
Otras ⁴	1.116.872	1.204.553	1.353.890	1.309.894	1.308.544	1.353.890	1.315.451	1.507.193
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1.229.742	5.207.059	16.082	-	-	16.082	-	-
IIC ³	15.729	15.916	16.082	-	-	16.082	-	-
Otras ⁴	1.214.013	5.191.143	0	-	-	0	-	-

1 Datos a final de periodo. Datos revisados desde el segundo trimestre de 2017.

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes, así como la gestión de IIC no residentes.

4 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAFI) ³	17.627	21.341	20.170	21.768	21.885	20.170	21.471	2.721
Sociedades de valores. Total ⁴	4.241	4.678	5.125	4.872	4.972	5.125	5.269	5.523
Clientes minoristas	4.217	4.669	5.108	4.859	4.958	5.108	5.251	5.497
Clientes profesionales	11	3	6	6	6	6	9	17
Agencias de valores. Total ⁴	11.456	14.358	15.045	16.896	16.913	15.045	16.202	17.198
Clientes minoristas	11.247	14.170	14.881	16.714	16.735	14.881	16.030	17.016
Clientes profesionales	176	154	132	145	141	132	125	134
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total ⁴	1.930	2.305	0	-	-	0	-	-
Clientes minoristas	1.928	2.303	0	-	-	0	-	-
Clientes profesionales	2	2	0	-	-	0	-	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁵ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAFI) ³	10.937	11.515	17.123	6.153	9.732	17.123	3.191	6.625
Sociedades de valores	2.930	2.547	5.551	1.670	2.586	5.551	1.099	2.352
Agencias de valores	7.636	8.614	11.572	4.483	7.146	11.572	2.092	4.273
Sociedades gestoras de cartera ³	371	354	0	-	-	0	-	-

1 Datos a final de periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de final de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

4 Los totales incluyen clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

5 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	55.570	53.930	58.545	51.951	58.545	8.665	46.031	46.818
II. Comisiones netas	422.542	373.552	400.884	308.230	400.884	77.836	151.557	178.287
Comisiones percibidas	614.705	538.586	547.776	419.488	547.776	109.553	213.150	249.362
Tramitación y ejecución de órdenes	322.857	245.700	217.667	167.589	217.667	48.289	92.739	103.948
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.556	5.955	17.553	14.317	17.553	1.015	2.029	7.391
Depósito y anotación de valores	24.358	47.843	38.175	28.094	38.175	10.720	21.937	24.424
Gestión de carteras	22.541	23.738	50.467	40.595	50.467	3.930	7.765	9.121
Diseño y asesoramiento	13.575	14.648	16.402	9.915	16.402	3.370	7.716	9.047
Búsqueda y colocación de paquetes	1.497	2.155	1.500	1.255	1.500	10	211	270
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	73.889	75.505	81.225	60.857	81.225	14.588	28.185	33.059
Otras	144.432	123.042	124.789	96.866	124.789	27.632	52.569	62.101
Comisiones satisfechas	192.163	165.034	146.892	111.258	146.892	31.717	61.593	71.075
III. Resultado de inversiones financieras	215.861	104.292	40.996	29.923	40.996	9.171	14.705	17.599
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-128.200	-1.177	28.450	21.179	28.450	5.623	13.909	15.563
V. Margen bruto	565.773	530.597	528.875	411.283	528.875	101.295	226.202	258.267
VI. Resultado de explotación	186.771	169.499	180.204	147.541	180.204	21.794	63.023	67.360
VII. Resultado de actividades continuadas	141.291	140.521	156.379	129.661	156.379	20.154	60.686	65.142
VIII. Resultado neto del ejercicio	141.291	140.521	155.972	129.661	155.972	20.154	60.686	65.142

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2018.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	137.327	152.893	128.817	81.930	99.011	128.817	23.651	74.956
Activos monetarios y deuda pública	9.327	8.332	3.909	1.973	2.837	3.909	1.368	4.042
Otros valores de renta fija	24.795	35.415	31.391	17.792	25.586	31.391	7.010	9.231
Cartera interior	8.990	19.863	17.963	11.298	15.172	17.963	3.502	2.371
Cartera exterior	15.805	15.552	13.428	6.494	10.414	13.428	3.508	6.860
Renta variable	112.943	135.587	53.704	27.445	38.048	53.704	3.229	2.502
Cartera interior	18.141	14.010	11.530	7.094	9.203	11.530	3.820	6.500
Cartera exterior	94.802	121.577	42.174	20.351	28.845	42.174	-591	-3.998
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-23.118	-30.322	-40.286	14	-159
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-256	-292	-307	0	-20
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	7	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	417	399	84	599	1.223
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	4.109	3.982	4.290	-642	1.707
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	11.660	17.197	24.160	6.265	12.202
Otras operaciones	7.438	28.560	51.872	41.901	41.576	51.872	5.808	44.228
MARGEN DE INTERESES								
Total	55.570	53.930	58.544	49.529	51.952	58.544	8.664	46.032
Activos monetarios y deuda pública	2.156	1.708	1.576	756	1.168	1.576	782	1.019
Otros valores de renta fija	2.731	1.742	1.285	664	965	1.285	293	655
Cartera interior	1.534	809	415	265	352	415	27	51
Cartera exterior	1.197	933	870	399	613	870	266	604
Renta variable	43.826	24.619	6.201	3.299	5.032	6.201	108	1.777
Cartera interior	3.622	3.298	3.041	1.409	2.047	3.041	44	1.291
Cartera exterior	40.204	21.321	3.160	1.890	2.985	3.160	64	486
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-256	-292	-307	0	-20
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	7	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	417	399	84	599	1.223
Otras operaciones	5.500	27.362	49.705	44.642	44.680	49.705	6.882	41.378
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	215.861	104.291	40.995	20.152	29.922	40.995	9.171	14.703
Activos monetarios y deuda pública	7.171	6.624	2.333	1.217	1.669	2.333	586	3.023
Otros valores de renta fija	22.064	33.673	30.106	17.128	24.621	30.106	6.717	8.576
Cartera interior	7.456	19.054	17.548	11.033	14.820	17.548	3.475	2.320
Cartera exterior	14.608	14.619	12.558	6.095	9.801	12.558	3.242	6.256
Renta variable	69.117	110.968	47.503	24.146	33.016	47.503	3.121	725
Cartera interior	14.519	10.712	8.489	5.685	7.156	8.489	3.776	5.209
Cartera exterior	54.598	100.256	39.014	18.461	25.860	39.014	-655	-4.484
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-23.118	-30.322	-40.286	14	-159
Otras operaciones	7.841	5.351	1.339	779	938	1.339	-1.267	2.538
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-134.104	-5.328	29.278	12.249	17.137	29.278	5.816	14.221
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	4.109	3.982	4.290	-642	1.707
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	11.660	17.197	24.160	6.265	12.202
Otras operaciones	-5.903	-4.153	828	-3.520	-4.042	828	193	312

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	884	903	3.127	994	3.127	83	1.076	1.117
II. Comisiones netas	113.904	108.111	120.194	82.015	120.194	26.593	57.371	67.071
Comisiones percibidas	135.320	129.682	142.323	98.340	142.323	31.445	67.210	78.574
Tramitación y ejecución de órdenes	31.845	24.181	20.459	15.003	20.459	5.187	10.415	11.747
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.829	3.193	3.427	1.903	3.427	333	849	949
Depósito y anotación de valores	521	603	924	633	924	185	424	500
Gestión de carteras	10.711	11.054	12.492	8.890	12.492	3.257	6.803	8.081
Diseño y asesoramiento	7.856	8.980	11.935	7.401	11.935	2.179	4.461	5.152
Búsqueda y colocación de paquetes	216	40	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	53.169	50.504	59.398	40.658	59.398	14.144	30.795	36.354
Otras	27.173	31.128	33.689	23.852	33.689	6.159	13.462	15.793
Comisiones satisfechas	21.416	21.571	22.129	16.325	22.129	4.852	9.839	11.503
III. Resultado de inversiones financieras	592	245	1.139	228	1.139	-68	-86	102
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.197	-1.030	-1.706	-1.570	-1.706	-430	-775	-840
V. Margen bruto	116.577	108.229	122.754	81.667	122.754	26.178	57.586	67.450
VI. Resultado de explotación	22.148	10.140	16.929	8.951	16.929	1.066	5.380	5.983
VII. Resultado de actividades continuadas	17.266	6.982	11.890	7.448	11.890	860	4.808	5.246
VIII. Resultado neto del ejercicio	17.266	6.982	11.890	7.448	11.890	860	4.808	5.246

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2018.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017
I. Margen de intereses	667	574	399	83	23
II. Comisiones netas	9.362	11.104	8.526	6.617	1.543
Comisiones percibidas	18.603	15.411	13.064	6.617	1.543
Gestión de carteras	17.028	13.572	11.150	4.228	1.095
Diseño y asesoramiento	1.575	849	371	354	59
Otras	0	990	1.544	2.035	390
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	4.538	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	9	-6	-28	-1	6
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-32	-237	-234	-126	-52
V. Margen bruto	10.006	11.435	8.663	6.573	1.520
VI. Resultado de explotación	3.554	5.860	3.331	3.172	623
VII. Resultado de actividades continuadas	2.472	4.135	2.335	2.222	439
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.472	4.135	2.335	2.222	439

1 Importes acumulados desde el inicio del año. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	43,14	44,13	33,40	37,42	35,42	33,40	35,96	35,24
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.090.823	965.833	803.793	1.023.378	971.016	803.793	868.636	836.725
% exceso ⁴	439,29	451,60	317,54	367,77	342,77	317,54	349,54	340,49
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	16	15	18	15	19	18	23	18
> 100-≤ 300%	22	25	23	26	22	23	21	20
> 300-≤ 500%	12	13	14	15	15	14	14	18
> 500%	22	18	18	16	17	18	16	19
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	44,81	45,97	34,28	38,49	36,36	34,28	37,39	36,68
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.037.623	912.248	755.143	973.923	921.512	755.143	826.890	789.584
% exceso ⁴	44,81	474,60	328,55	381,14	354,45	328,55	367,34	356,11
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	6	8	8	6	7	8	10	7
> 100-≤ 300%	11	11	10	12	12	10	8	8
> 300-≤ 500%	7	9	8	9	8	8	7	9
> 500%	14	12	13	13	13	13	14	15
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	25,14	26,35	24,69	25,40	25,00	24,69	22,27	23,70
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.196	47.620	48.452	49.455	49.504	48.452	41.746	47.141
% exceso ⁴	25,14	229,33	208,66	217,53	212,44	208,66	178,35	196,28
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	10	7	10	9	12	10	13	11
> 100-≤ 300%	10	13	12	14	10	12	13	12
> 300-≤ 500%	5	4	6	6	7	6	7	9
> 500%	5	5	5	3	4	5	2	4
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	71,26	61,64	30,70	-	-	30,70	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	6.004	5.965	198	-	-	198	-	-
% exceso ⁴	791,04	670,22	282,86	-	-	282,86	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	-	-	0	-	-
> 100-≤ 300%	1	1	1	-	-	1	-	-
> 300-≤ 500%	0	0	0	-	-	0	-	-
> 500%	3	1	0	-	-	0	-	-

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios. Desde esa fecha solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.
- 3 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8%, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Media (%) ³	15,34	15,97	18,35	16,40	16,18	18,35	7,47	11,77
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	20	22	25	22	22	36	32
0-≤ 15%	23	31	28	22	32	28	19	22
> 15-≤ 45%	22	17	22	25	19	22	21	18
> 45-≤ 75%	5	6	4	7	9	4	5	5
> 75%	9	9	13	8	7	13	9	15
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ³	14,85	16,16	18,48	16,62	16,50	18,48	7,70	11,72
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	9	8	8	10	9	8	14	14
0-≤ 15%	14	20	17	12	17	17	13	12
> 15-≤ 45%	10	6	11	11	10	11	10	10
> 45-≤ 75%	4	2	1	5	3	1	3	2
> 75%	2	4	3	2	2	3	0	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ³	21,52	11,53	16,92	13,57	12,13	16,92	4,94	12,32
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	12	12	14	15	13	14	22	18
0-≤ 15%	8	10	11	10	15	11	6	10
> 15-≤ 45%	11	11	10	14	9	10	11	8
> 45-≤ 75%	1	3	3	2	6	3	2	3
> 75%	7	5	10	6	5	10	9	13
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media (%) ³	24,49	46,29	20,65	-	-	20,65	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	-	-	0	-	-
0-≤ 15%	1	1	0	-	-	0	-	-
> 15-≤ 45%	1	0	1	-	-	1	-	-
> 45-≤ 75%	0	1	0	-	-	0	-	-
> 75%	0	0	0	-	-	0	-	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	17.630.081	21.284.942	25.084.882	30.174.877	30.790.535
Clientes minoristas	4.991.653	5.671.431	6.499.049	7.588.143	9.096.071
Clientes profesionales	3.947.782	4.808.250	5.108.032	5.654.358	6.482.283
Otros	8.690.646	10.805.261	13.477.801	16.932.376	15.212.181
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	33.272	48.460	57.231	52.534	65.802
Comisiones percibidas	33.066	47.641	56.227	51.687	65.191
Otros ingresos	206	819	1.004	847	611
PATRIMONIO NETO					
Total	21.498	24.808	25.021	24.119	32.803
Capital social	5.156	5.372	5.881	6.834	8.039
Reservas y remanentes	9.453	7.978	7.583	12.123	13.317
Resultado del ejercicio ³	6.890	11.458	11.481	7.511	11.361
Resto de fondos propios	-	-	76	-2.349	86

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2 Datos al final del periodo.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	5.180	5.035	4.564	4.674	4.564	4.516	4.444	4.448
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.712	1.676	1.668	1.628	1.640
Sociedades de inversión	3.372	3.239	2.833	2.907	2.833	2.793	2.763	2.753
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	9	8	8	7	7
IIC de inversión libre	37	41	47	46	47	47	46	48
Total IIC inmobiliarias	9	9	7	10	7	7	7	7
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	7	4	4	4	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	880	941	1.013	998	1.013	1.009	1.022	1.027
Fondos extranjeros comercializados en España	425	441	455	452	455	450	446	451
Sociedades extranjeras comercializadas en España	455	500	558	546	558	559	576	576
SGIIC	96	101	109	107	109	113	116	117
Depositarias IIC	65	56	54	55	54	53	44	41

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva¹

CUADRO 3.2

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
Total IIC de carácter financiero	8.164.054	8.704.329	10.704.585	10.489.150	10.704.585	11.439.656	11.851.561	11.808.284
Fondos de inversión	7.680.124	8.248.249	10.283.312	10.060.765	10.283.312	11.019.934	11.431.573	11.388.370
Sociedades de inversión	483.930	456.080	421.273	428.385	421.273	419.722	419.988	419.914
Total IIC inmobiliarias	4.501	4.601	1.424	4.450	1.424	1.517	908	908
Fondos de inversión inmobiliaria	3.918	3.927	1.097	3.963	1.097	1.092	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	583	674	327	487	327	425	425	425
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	1.643.776	1.748.604	2.226.991	2.196.847	2.226.991	-	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	298.733	372.872	445.299	460.374	445.299	-	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.736.473	1.781.692	-	-	-

1 Al agregar los datos se eliminan los partícipes/accionistas repetidos, es decir, un partícipe que lo es de varios compartimentos de la misma IIC solo se contabiliza una vez. Por este motivo, los datos de partícipes pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7.

2 Datos disponibles: julio de 2018.

3 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen datos de los ETF.

4 A partir del 1 de enero de 2018 no hay datos disponibles de IIC extranjeras debido a la implementación de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	255.677,0	269.953,8	296.619,5	290.181,9	296.619,5	302.020,1	304.605,7	307.503,5
Fondos de inversión ²	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0	276.395,1
Sociedades de inversión	33.532,4	32.091,6	31.424,7	31.715,7	31.424,7	30.755,8	30.831,7	31.108,4
Total IIC inmobiliarias	1.093,1	1.077,4	991,4	1.088,9	991,4	920,5	880,3	881,4
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	360,3	360,0	360,9	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,4	728,6	631,4	559,6	570,9	572,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	108.091,6	114.990,2	150.420,6	141.828,0	150.420,6	-	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	15.305,1	21.337,5	26.133,9	27.108,5	26.133,9	-	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	92.786,5	93.652,8	124.286,7	114.719,5	124.286,7	-	-	-

1 Datos disponibles: julio de 2018.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2018, del orden de 6.589,8 millones de euros.

3 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen datos de los ETF.

4 A partir del 1 de enero de 2018 no hay datos disponibles de IIC extranjeras debido a la implementación de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	222.144,6	237.862,2	265.194,8	253.581,1	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0
Cartera de inversiones financieras	204.797,4	219.141,1	244.598,0	234.855,5	239.130,5	244.598,0	249.808,0	250.815,1
Cartera interior	93.833,6	95.799,1	83.032,1	88.257,1	83.884,6	83.032,1	83.206,6	78.221,9
Valores representativos de deuda	58.451,3	63.471,1	55.389,1	60.082,3	55.836,9	55.389,1	54.869,3	51.096,6
Instrumentos de patrimonio	8.757,5	8.529,9	10.911,7	10.248,0	10.429,3	10.911,7	12.192,4	12.419,1
Instituciones de inversión colectiva	5.698,5	6.249,5	7.625,9	6.811,8	7.534,8	7.625,9	7.907,1	7.666,1
Depósitos en EE. CC.	20.482,9	17.134,3	8.657,1	10.562,0	9.546,8	8.657,1	7.871,1	6.696,5
Derivados	433,7	405,7	441,4	545,4	529,2	441,4	359,7	337,8
Otros	9,7	8,5	6,8	7,7	7,4	6,8	7,1	5,9
Cartera exterior	110.957,0	123.336,0	161.556,6	146.588,9	155.236,4	161.556,6	166.594,4	172.586,0
Valores representativos de deuda	48.542,8	56.307,9	67.794,0	64.848,2	67.487,2	67.794,0	69.764,9	73.945,3
Instrumentos de patrimonio	18.654,1	20.035,3	27.081,8	24.241,5	25.958,6	27.081,8	28.031,5	29.236,3
Instituciones de inversión colectiva	43.365,7	46.435,1	66.099,9	56.832,3	61.155,5	66.099,9	68.426,1	68.981,4
Depósitos en EE. CC.	104,1	81,2	74,7	101,8	90,8	74,7	38,5	38,4
Derivados	285,6	474,3	504,7	563,3	542,6	504,7	332,1	383,3
Otros	4,8	2,3	1,4	1,8	1,7	1,4	1,4	1,3
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,8	6,1	9,3	9,5	9,5	9,3	7,1	7,2
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	16.594,5	18.392,6	19.988,5	19.077,4	18.910,6	19.988,5	21.265,2	22.157,5
Neto deudores/acreedores	752,7	328,5	608,3	-351,8	425,1	608,3	191,1	801,4

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	33.532,4	32.091,6	31.424,7	31.852,9	31.715,7	31.424,7	30.755,8	30.831,7
Cartera de inversiones financieras	30.035,2	28.127,7	28.804,9	28.708,5	28.745,3	28.804,9	28.072,2	27.989,2
Cartera interior	9.424,4	7.707,1	6.229,4	7.305,1	6.684,0	6.229,4	5.714,0	5.640,4
Valores representativos de deuda	3.663,3	2.395,4	1.653,8	2.231,0	1.842,5	1.653,8	1.275,2	1.334,2
Instrumentos de patrimonio	3.090,3	2.871,9	2.674,5	2.923,2	2.816,7	2.674,5	2.684,5	2.586,4
Instituciones de inversión colectiva	1.418,4	1.485,3	1.625,9	1.636,6	1.598,9	1.625,9	1.494,2	1.487,0
Depósitos en EE. CC.	1.226,3	925,3	236,2	477,5	390,8	236,2	218,2	192,3
Derivados	-7,4	-5,2	-0,6	-3,2	-4,1	-0,6	-1,1	-1,3
Otros	33,7	34,4	39,7	39,9	39,2	39,7	43,0	41,8
Cartera exterior	20.608,1	20.412,7	22.566,2	21.396,7	22.054,3	22.566,2	22.353,3	22.343,8
Valores representativos de deuda	4.472,0	4.263,3	4.396,6	4.395,1	4.471,0	4.396,6	4.215,2	4.367,0
Instrumentos de patrimonio	7.025,9	6.465,5	6.987,8	6.512,0	6.821,5	6.987,8	6.844,5	6.832,5
Instituciones de inversión colectiva	9.090,2	9.653,0	11.153,5	10.456,9	10.744,4	11.153,5	11.267,7	11.114,0
Depósitos en EE. CC.	6,2	6,7	0,0	4,5	4,4	0,0	0,0	0,0
Derivados	8,3	15,7	19,3	20,3	3,7	19,3	15,0	16,8
Otros	5,5	8,4	8,9	7,9	9,4	8,9	11,0	13,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,7	7,9	9,3	6,7	6,9	9,3	5,0	5,0
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Tesorería	3.211,3	3.791,7	2.421,7	2.942,8	2.719,2	2.421,7	2.500,1	2.521,4
Neto deudores/acreedores	285,8	172,2	197,5	201,0	250,6	197,5	182,9	320,5

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.804	1.805	1.741	1.795	1.741	1.748	1.724	1.723
Renta fija ⁴	319	306	290	294	290	284	281	280
Renta fija mixta ⁵	132	148	155	158	155	154	161	162
Renta variable mixta ⁶	142	168	176	177	176	177	176	180
Renta variable euro	109	112	111	113	111	106	108	111
Renta variable internacional	200	201	211	210	211	224	229	230
Garantizado renta fija	186	122	79	90	79	76	69	66
Garantizado renta variable ⁷	205	198	188	190	188	186	175	173
Fondos globales	178	203	225	223	225	241	236	235
De gestión pasiva	213	220	202	213	202	201	187	184
Retorno absoluto	97	106	104	106	104	99	102	100
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	10.068.296	10.287.454	11.019.934	11.435.155	11.394.825
Renta fija ⁴	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.660.197	2.627.547	2.711.617	2.840.000	2.836.638
Renta fija mixta ⁵	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.154.688	1.197.523	1.239.848	1.252.577	1.250.958
Renta variable mixta ⁶	612.276	448.491	584.408	552.773	584.408	618.234	615.754	620.195
Renta variable euro	422.469	395.697	710.928	663.541	710.928	877.146	929.169	840.691
Renta variable internacional	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.790.875	1.865.367	2.071.665	2.186.454	2.207.117
Garantizado renta fija	423.409	307.771	190.075	205.956	190.075	184.036	175.776	166.482
Garantizado renta variable ⁷	417.843	552.445	527.533	542.772	527.533	519.396	505.574	503.658
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	985.627	1.086.937	1.236.975	1.366.657	1.402.690
De gestión pasiva	554.698	746.233	638.966	673.604	638.966	601.927	554.981	555.202
Retorno absoluto	479.182	565.325	858.170	823.971	858.170	959.090	1.008.213	1.008.247
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0	276.395,1
Renta fija ⁴	65.583,8	74.226,4	70.563,9	70.297,1	70.563,9	69.325,4	68.881,3	69.101,1
Renta fija mixta ⁵	44.791,8	40.065,6	43.407,0	42.668,4	43.407,0	43.766,1	43.979,4	44.090,1
Renta variable mixta ⁶	21.502,9	16.310,6	22.386,7	20.754,6	22.386,7	23.860,3	24.039,9	24.610,2
Renta variable euro	9.092,9	8.665,9	12.203,2	11.753,3	12.203,2	13.714,2	14.282,2	14.345,1
Renta variable internacional	17.143,2	17.678,8	24.064,6	22.445,3	24.064,6	24.808,0	26.484,3	27.245,1
Garantizado renta fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	5.828,2	5.456,7	5.311,3	4.982,8	4.743,7
Garantizado renta variable ⁷	9.966,6	15.475,7	15.417,5	15.909,7	15.417,5	15.203,6	14.664,1	14.531,9
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	31.439,9	35.511,5	39.908,6	42.633,5	43.912,6
De gestión pasiva	17.731,1	23.601,6	19.477,8	20.972,4	19.477,8	18.097,7	16.686,8	16.885,6
Retorno absoluto	11.228,1	12.215,2	16.705,9	16.371,3	16.705,9	17.269,0	17.139,7	16.915,1

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

3 Datos disponibles: julio de 2018.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a corto plazo.

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	10.068.296	10.287.454	11.019.934	11.435.155	11.394.825
Personas físicas	7.494.162	8.059.916	10.080.255	9.860.295	10.080.255	10.804.999	11.218.135	11.178.958
Residentes	7.422.330	7.985.404	9.994.395	9.775.710	9.994.395	10.716.077	11.127.615	11.088.534
No residentes	71.832	74.512	85.860	84.585	85.860	88.922	90.520	90.424
Personas jurídicas	188.785	193.695	207.199	208.001	207.199	214.935	217.020	215.867
Entidades de crédito	532	497	515	638	515	506	635	648
Otros agentes residentes	187.395	192.381	205.804	206.445	205.804	213.531	215.461	214.305
Entidades no residentes	858	817	880	918	880	898	924	914
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0	276.395,1
Personas físicas	181.868,0	195.567,5	218.429,6	212.672,1	218.429,6	223.612,2	226.346,6	228.503,7
Residentes	179.232,4	192.743,0	215.290,8	209.623,1	215.290,8	220.446,1	223.127,5	225.254,0
No residentes	2.635,6	2.824,5	3.138,8	3.049,0	3.138,8	3.166,1	3.219,0	3.249,6
Personas jurídicas	40.276,6	42.294,8	46.765,1	45.794,1	46.765,1	47.652,1	47.427,4	47.891,4
Entidades de crédito	483,0	374,3	342,2	462,7	342,2	369,7	346,2	531,6
Otros agentes residentes	39.071,0	41.212,4	45.518,8	44.412,0	45.518,8	46.318,5	46.033,0	46.299,7
Entidades no residentes	722,6	708,1	904,1	919,4	904,1	963,9	1.048,1	1.060,1

¹ Datos disponibles: julio de 2018.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1, 2}

CUADRO 3.8

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	159.036,2	113.274,7	151.586,4	39.562,9	26.147,6	46.229,8	48.437,9	34.408,7
Renta fija	66.789,7	53.163,3	59.088,5	14.448,6	10.458,6	18.942,1	18.772,2	15.737,5
Renta fija mixta	36.441,2	11.065,3	20.513,3	5.690,0	3.312,3	5.216,0	6.323,9	3.908,0
Renta variable mixta	13.771,0	4.250,6	10.452,2	3.037,3	1.669,3	2.932,9	4.351,9	2.295,2
Renta variable euro	6.719,9	3.716,3	9.452,9	2.275,5	1.421,0	4.184,1	2.908,8	1.731,3
Renta variable internacional	11.236,2	7.167,6	14.866,5	3.213,5	2.273,9	5.632,3	4.907,1	2.891,3
Garantizado renta fija	562,4	2.005,3	986,9	230,3	91,5	183,1	110,9	167,1
Garantizado renta variable	1.993,2	7.942,5	2.413,1	375,8	234,3	314,3	346,2	490,0
Fondos globales	9.636,1	8.914,5	21.571,9	6.824,7	3.612,7	6.060,3	7.502,4	5.118,3
De gestión pasiva	3.350,5	10.195,7	2.374,0	504,0	491,5	489,0	752,9	356,9
Retorno absoluto	8.363,0	4.853,2	9.867,1	2.963,2	2.582,5	2.275,8	2.461,5	1.713,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	135.569,6	99.492,3	130.248,0	33.594,6	22.689,0	40.584,7	39.524,8	32.389,8
Renta fija	72.141,1	45.549,5	62.087,2	15.630,1	10.392,2	18.873,1	19.828,2	15.838,0
Renta fija mixta	15.273,7	14.242,9	18.011,6	5.294,9	3.069,6	4.503,4	5.597,7	3.962,0
Renta variable mixta	5.617,2	7.280,8	4.942,6	1.357,6	859,1	1.442,6	2.483,3	1.749,7
Renta variable euro	6.251,0	4.259,2	6.908,0	1.317,8	774,7	3.641,1	1.051,1	1.475,6
Renta variable internacional	7.175,7	6.821,0	10.363,6	2.810,3	1.251,2	4.517,0	3.363,2	2.092,2
Garantizado renta fija	7.369,8	5.208,0	3.876,9	1.008,8	1.023,2	530,9	309,4	399,8
Garantizado renta variable	4.593,0	2.464,1	3.001,5	815,3	688,7	853,4	607,8	810,1
Fondos globales	3.830,8	5.334,6	8.587,6	2.471,4	1.970,9	2.421,5	2.667,2	2.414,6
De gestión pasiva	9.614,7	4.405,7	6.954,8	1.719,0	1.225,7	1.939,2	1.899,6	1.737,9
Retorno absoluto	3.551,6	3.906,8	5.488,2	1.169,4	1.433,6	1.836,6	1.717,2	1.909,9

¹ Datos estimados.

² A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	22.763,6	13.823,2	21.325,0	5.967,1	3.443,9	5.642,3	8.913,3	2.014,0
Renta fija	-4.816,1	8.243,5	-3.638,0	-892,2	-880,7	265,0	-1.145,9	30,0
Renta fija mixta	20.903,0	-4.750,8	2.890,5	305,8	731,0	686,6	731,3	448,9
Renta variable mixta	8.227,3	-5.194,5	5.498,6	1.706,0	761,2	1.516,4	1.878,4	40,4
Renta variable euro	467,2	-538,0	2.549,7	916,0	691,1	495,1	1.768,8	257,4
Renta variable internacional	4.110,2	-32,5	4.514,0	428,4	1.005,7	1.114,5	1.638,4	813,6
Garantizado renta fija	-8.093,5	-3.699,6	-3.262,6	-869,7	-1.047,6	-388,7	-198,5	-262,9
Garantizado renta variable	-2.396,4	5.465,9	-309,5	-348,3	-349,3	-498,1	-268,5	-368,1
Fondos globales	5.787,9	7.801,3	13.405,9	4.306,1	2.109,0	3.629,5	5.055,6	2.695,5
De gestión pasiva	-6.274,9	5.603,4	-4.585,0	-1.215,1	-738,1	-1.450,3	-1.275,4	-1.447,8
Retorno absoluto	4.802,6	943,5	4.287,3	1.630,1	1.161,6	298,3	729,0	-193,1
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	680,1	1.909,9	6.022,6	336,0	1.449,2	1.086,6	-2.837,8	499,0
Renta fija	69,3	399,3	-24,1	-21,8	53,0	1,9	-92,6	-474,0
Renta fija mixta	-425,2	25,1	451,4	4,1	160,7	50,2	-370,6	-233,8
Renta variable mixta	-294,8	2,2	577,8	-34,0	162,0	115,9	-404,8	139,2
Renta variable euro	224,2	110,8	987,8	206,0	65,7	-45,0	-257,8	254,6
Renta variable internacional	766,6	568,4	1.872,3	-121,0	445,4	505,0	-894,8	863,3
Garantizado renta fija	52,1	3,9	39,4	33,3	17,8	17,1	53,2	-65,6
Garantizado renta variable	166,6	43,1	251,3	112,7	75,7	5,8	54,6	-171,4
Fondos globales	9,3	432,1	1.190,3	3,7	286,1	443,7	-657,9	249,0
De gestión pasiva	185,5	281,5	472,9	114,9	115,7	-44,3	-101,1	36,9
Retorno absoluto	-72,7	43,7	203,4	37,9	67,1	36,2	-165,9	-99,1

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,41	1,91	3,41	0,39	0,82	0,67	-0,82	0,43
Renta fija	0,85	1,24	0,59	0,13	0,23	0,16	0,00	-0,55
Renta fija mixta	0,14	1,26	2,22	0,30	0,66	0,40	-0,59	-0,26
Renta variable mixta	-0,12	1,45	4,36	0,17	1,15	0,88	-1,41	0,92
Renta variable euro	4,41	3,38	11,14	2,43	1,04	0,07	-1,56	2,24
Renta variable internacional	6,80	5,55	10,80	-0,10	2,54	2,64	-3,20	3,75
Garantizado renta fija	1,25	0,79	1,14	0,62	0,43	0,44	1,12	-1,19
Garantizado renta variable	2,75	1,09	2,18	0,86	0,64	0,15	0,50	-1,02
Fondos globales	1,25	3,95	5,39	0,31	1,23	1,64	-1,45	0,87
De gestión pasiva	1,65	2,11	2,81	0,68	0,70	-0,08	-0,39	0,37
Retorno absoluto	0,29	1,41	2,32	0,50	0,66	0,46	-0,76	-0,37
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,00	0,95	0,91	0,23	0,23	0,23	0,21	0,22
Renta fija	0,66	0,58	0,54	0,14	0,14	0,13	0,11	0,11
Renta fija mixta	1,15	1,12	1,05	0,26	0,26	0,26	0,25	0,24
Renta variable mixta	1,41	1,40	1,34	0,33	0,34	0,33	0,31	0,32
Renta variable euro	1,76	1,75	1,71	0,43	0,42	0,42	0,37	0,37
Renta variable internacional	1,71	1,71	1,69	0,41	0,42	0,42	0,36	0,36
Garantizado renta fija	0,84	0,68	0,48	0,13	0,12	0,11	0,10	0,10
Garantizado renta variable	1,05	0,70	0,58	0,15	0,14	0,14	0,13	0,14
Fondos globales	1,06	1,26	1,07	0,26	0,26	0,27	0,25	0,25
De gestión pasiva	0,64	0,56	0,52	0,13	0,13	0,13	0,12	0,12
Retorno absoluto	0,99	0,96	0,91	0,22	0,22	0,23	0,20	0,20
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,08	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

Rentabilidad de los fondos de inversión: Detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

En %	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	0,89	0,98	2,42	0,56	0,33	-1,04	0,23	0,71
Renta fija	0,10	0,52	-0,13	0,05	-0,08	-0,26	-0,68	0,13
Renta fija mixta	0,16	0,27	1,10	0,38	0,12	-0,84	-0,53	0,57
Renta variable mixta	0,15	1,19	3,23	0,80	0,57	-1,69	0,62	1,00
Renta variable euro	3,44	2,61	11,16	0,55	-0,23	-1,77	1,88	2,24
Renta variable internacional	7,84	4,15	8,75	2,09	1,27	-3,51	3,59	1,51
Garantizado renta fija	0,27	-0,03	0,72	0,29	0,30	1,02	-1,30	0,02
Garantizado renta variable	1,07	0,19	1,61	0,48	0,03	0,35	-1,16	0,23
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	0,94	1,31	-1,58	0,66	0,88
De gestión pasiva	0,53	1,16	2,13	0,50	-0,20	-0,51	0,23	1,11
Retorno absoluto	0,12	0,38	1,44	0,43	0,23	-0,93	-0,57	0,25

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

² Datos disponibles: julio de 2018.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.089	2.930	3.656	3.308	3.444	3.656	3.973	4.040
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.140,0	2.192,0	2.298,2	2.329,7	2.344,7
Suscripciones (millones de euros)	596,6	425,5	195,6	197,5	107,8	195,6	176,0	46,8
Reembolsos (millones de euros)	260,5	376,6	108,5	255,1	82,4	108,5	128,1	68,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	336,1	48,9	87,1	-57,6	25,4	87,1	48,0	-21,3
Rendimientos netos (millones de euros)	56,3	75,5	19,0	22,8	26,6	19,0	-16,5	36,4
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	0,80	1,74	1,03	0,80	-0,91	1,59
Rendimientos de gestión (%) ²	6,17	4,68	1,31	1,73	1,85	1,31	-0,38	1,88
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,34	2,25	0,47	0,61	0,56	0,47	0,85	0,35
Gastos de financiación (%) ²	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	1.265	1.237	3.596	2.393	3.534	3.596	3.605	2.791
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	468,7	327,0	472,0	468,7	470,0	470,2
Suscripciones (millones de euros)	8,3	0,0	205,4	48,7	144,4	12,0	3,4	-
Reembolsos (millones de euros)	54,9	28,1	22,1	6,5	0,0	14,3	0,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-46,6	-28,1	183,4	42,2	144,4	-2,3	3,1	-
Rendimientos netos (millones de euros)	21,0	2,1	-8,3	-8,4	0,6	-1,0	-1,8	-
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,66	-2,04	0,36	-0,13	-0,37	0,12
Rendimientos de gestión (%) ³	6,61	-0,95	-0,24	-1,97	0,51	0,43	0,08	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	0,48	0,82	1,45	0,42	0,36	0,42	0,4	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,04	0,06	0,06	0,01	0,01	0,02	0,01	-

1 Datos disponibles: mayo de 2018.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.712	1.676	1.668	1.628	1.636
Sociedades de inversión	3.333	3.231	2.824	2.898	2.824	2.784	2.754	2.744
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	9	8	8	7	7
IIC de inversión libre	37	41	47	46	47	47	46	48
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	7	4	4	4	4
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0	276.395,1
Sociedades de inversión	32.879,4	31.783,2	31.021,1	31.339,5	31.021,1	30.366,6	30.428,1	30.682,3
IIC de IIC de inversión libre ⁴	319,8	293,7	468,7	472,0	468,7	470,6	319,1	-
IIC de inversión libre ⁴	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.192,0	2.298,2	2.391,7	2.344,7	-
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	360,3	360,0	360,9	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,5	728,6	631,5	559,6	570,9	572,0

1 Hasta marzo de 2016, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otras entidades distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: julio de 2018.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2018: mayo de 2018.

IIC extranjeras comercializadas en España^{1,2}

CUADRO 3.14

	2015	2016	2017	2017			2018	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	108.091,6	114.990,2	150.420,6	137.341,6	141.828,0	150.420,6	-	-
Fondos	15.305,1	21.337,5	26.133,9	26.864,2	27.108,5	26.133,9	-	-
Sociedades	92.786,5	93.652,8	124.286,7	110.477,4	114.719,5	124.286,7	-	-
N.º DE INVERSORES								
Total	1.643.776	1.748.604	2.226.991	2.134.143	2.196.847	2.226.991	-	-
Fondos	298.733	372.872	445.299	448.554	460.374	445.299	-	-
Sociedades	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.685.589	1.736.473	1.781.692	-	-
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	880	941	1.013	957	998	1.013	1.009	1.022
Fondos	425	441	455	430	452	455	450	446
Sociedades	455	500	558	527	546	558	559	576
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	362	391	429	411	424	429	425	437
Francia	282	286	292	270	289	292	288	276
Irlanda	143	160	184	167	173	184	187	196
Alemania	32	32	35	33	35	35	36	38
Reino Unido	31	32	33	32	33	33	33	30
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	23	21	23	23	21	21	24
Bélgica	4	4	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	4	8	7	7	8	8	9
Liechtenstein	0	6	3	6	6	3	3	4

1 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 A partir del 1 de enero de 2018 no hay datos disponibles del volumen de inversión ni del número de inversores, debido a la implementación de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	3	3	3	3	3	3	2	2
Participes	3.918	3.927	1.097	3.963	1.097	1.092	483	483
Patrimonio (millones de euros)	391,0	370,1	360,0	360,3	360,0	360,9	309,4	309,4
Rentabilidad (%)	-6,66	-5,35	-2,60	-0,08	-0,06	0,24	0,02	0,00
SOCIEDADES								
Número	6	6	4	7	4	4	4	4
Accionistas	583	674	327	487	327	425	425	425
Patrimonio (millones de euros)	702,1	707,3	631,5	728,6	631,5	559,6	570,9	572,0

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: julio de 2018.

