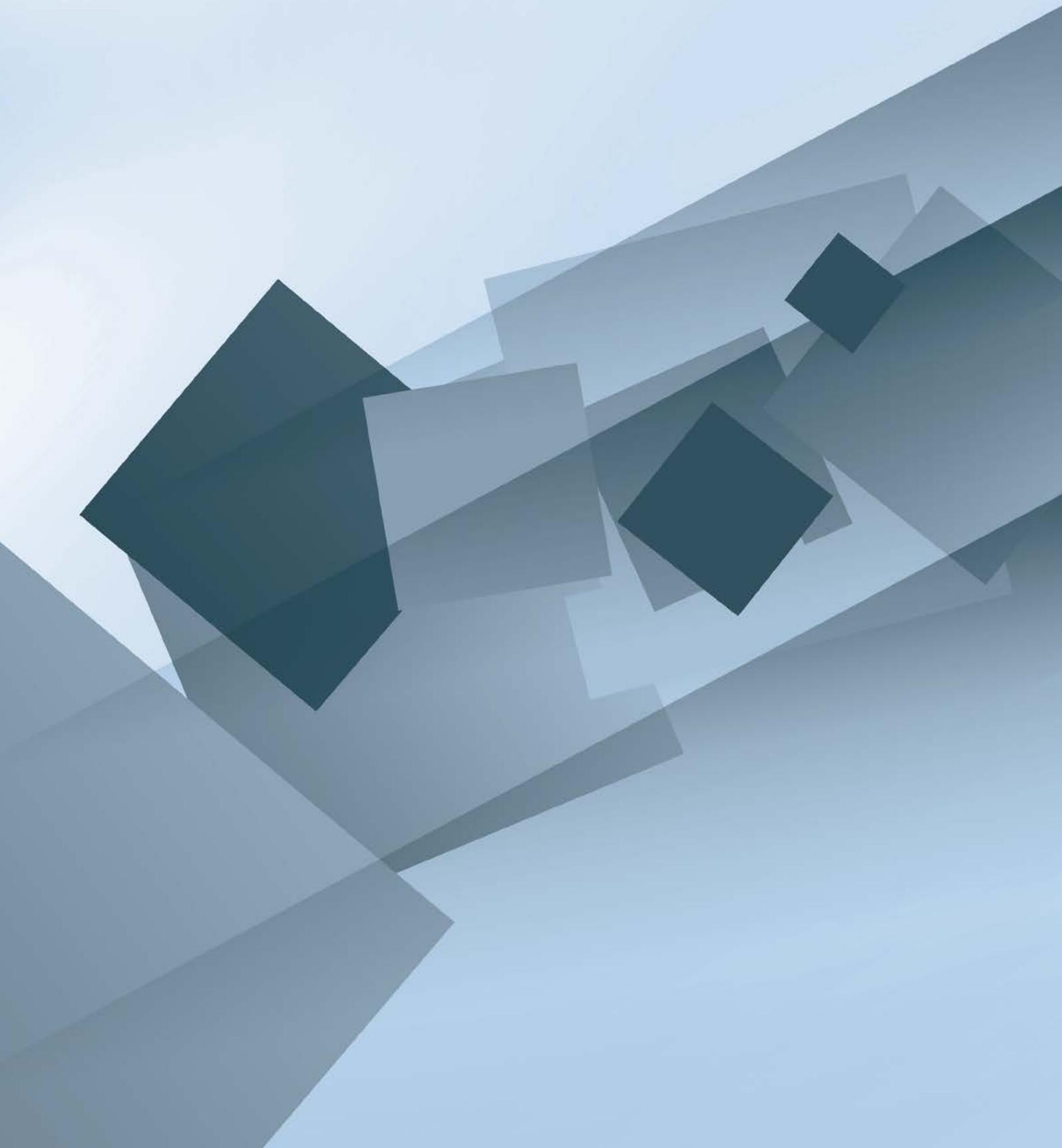




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Octubre 2017





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Octubre 2017**

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](http://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

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>71</b>
	Una medición de la liquidez de la renta fija española (2005-2016)	73
	María Isabel Cambón Murcia	
	Tendencias internacionales en el mercado de fondos de inversión	91
	Anna Isperto Maté	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>107</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>121</b>



## Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
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
EEE	Espacio Económico Europeo
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESA	Autoridad Europea de Supervisión / European Supervisory Authority
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
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IASB	Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad / International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva

IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / Memorandum of Understanding
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
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
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
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 carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings 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

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



## Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	27
2.3	Perspectivas	32
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	44
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
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:	La apreciación del euro y la política monetaria del BCE	18
Recuadro 2:	Breve nota sobre la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público	42
Recuadro 3:	Integración de Iberclear en TARGET2-Securities (T2S)	50
Recuadro 4:	Ciberseguridad en los mercados de valores	68



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional de los últimos meses viene marcado por la mejora generalizada de los datos de actividad y la consolidación de las divergencias entre la política monetaria en Estados Unidos y la del resto de las economías avanzadas. En Estados Unidos los avances de la actividad y los progresos en el mercado laboral permitieron nuevos incrementos en los tipos de interés oficiales en junio, mientras que en la zona del euro, en el Reino Unido y en Japón los bancos centrales mantuvieron un tono ampliamente acomodaticio. En el corto plazo, las perspectivas de crecimiento son positivas, aunque persisten algunos elementos de incertidumbre relacionados, por ejemplo, con la evolución de algunos conflictos geopolíticos. En Europa, aunque se ha observado un crecimiento más homogéneo entre países, se mantienen los riesgos relacionados con la fortaleza del sector bancario y con el *brexit*, en un entorno en el que la reciente apreciación del euro frente al dólar puede complicar aún más las próximas decisiones del BCE.
- En los mercados financieros internacionales las rentabilidades de la deuda a largo plazo han mostrado un comportamiento relativamente estable en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro se han observado incrementos<sup>1</sup>. Estos últimos tienen que ver con algunos elementos de incertidumbre de naturaleza política, que han tendido a disiparse conforme se conocían los resultados de los diferentes procesos electorales, pero también con la consolidación de un escenario de mayor crecimiento e inflación en la zona. Por su parte, los principales índices de renta variable han acumulado revalorizaciones notables en el ejercicio, con fuertes ascensos en los precios en el primer trimestre seguidos de una mayor estabilidad. Los índices estadounidenses han crecido por encima del 11,5 % y los europeos (con excepción del índice británico) por encima del 7 %, en un entorno en el que la volatilidad se mantiene en mínimos históricos.
- En España los últimos datos trimestrales de la Contabilidad Nacional confirman el mantenimiento del crecimiento del PIB por encima del 3 % en términos interanuales, casi un punto por encima de los registros de la zona del euro. El dinamismo de la economía tiene su reflejo, además, en el mercado laboral, en el que prosigue el proceso de creación de empleo y la disminución de la tasa de paro, y en las cuentas públicas, pues parece factible que el déficit público se reduzca a tasas próximas al 3 % a finales de año. La mayoría de los riesgos que afronta la economía española son comunes a los de otras economías europeas. Destacan los relacionados con la evolución del sector bancario

---

1 Como es habitual, la fecha de cierre de este informe es el 15 de septiembre. Por tanto, algunos indicadores económicos o financieros se presentan en su equivalencia mensual o trimestral para facilitar las comparaciones interanuales, pero no reflejan la información más reciente de los acontecimientos relacionados con la crisis política relacionada con Cataluña. Este último análisis se publicará en la próxima Nota de Estabilidad Financiera correspondiente a octubre.

y, más recientemente, con el impacto de la apreciación del euro sobre la actividad de las empresas exportadoras. Entre los riesgos de carácter nacional destacan los retos que aún plantea el elevado número de personas desempleadas y algunas incertidumbres políticas.

- El desarrollo del negocio bancario continúa condicionado por un entorno de tipos de interés muy reducidos y por la consolidación de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*). En el caso español este entorno es más favorable porque el crecimiento se ha afianzado, con la consecuente disminución en la tasa de morosidad, que se situó en el 8,4 % en junio. La cuenta de resultados de las entidades ha dado síntomas de mejoría en los primeros meses del año, a pesar de que el crédito aún muestra tasas de variación negativas (en contraste con los registros positivos de la zona del euro), debido al proceso de desapalancamiento en que aún se encuentran los agentes en España.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés que elabora la CNMV ha permanecido todo el año en valores cercanos o inferiores a 0,20, que son indicativos de un nivel de estrés reducido. Por segmentos, el mayor estrés se ha observado en el mercado de bonos, debido al empeoramiento de la liquidez y al aumento de la volatilidad observado en los últimos meses. Sin embargo, acontecimientos potencialmente generadores de incertidumbre, como el proceso de resolución del Banco Popular o los ataques terroristas en Barcelona, no tuvieron un efecto significativo sobre el indicador.
- En los mercados españoles de renta variable el Ibex 35, que había comenzado el año con revalorizaciones muy elevadas y se había estabilizado en el segundo trimestre, finalizó el tercero con leves descensos (-1,2 %), que fueron superiores a los de otros índices europeos. Diversos conflictos geopolíticos, la fortaleza del euro y la incertidumbre política nacional son los factores que han influido en la evolución del índice, que a pesar de todo presenta un crecimiento acumulado en el año del 10,3 %. En este contexto los indicadores de volatilidad han permanecido en niveles muy reducidos y las condiciones de liquidez han sido positivas. En cuanto a la contratación, se ha producido un pequeño descenso de la negociación de los valores españoles en el mercado regulado español (-3 % en el año), mientras que continúa aumentando en el exterior<sup>2</sup> (llegando ya al 35 %).
- En los mercados de renta fija nacionales los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en mínimos históricos, mientras que los tipos a medio y largo plazo aumentaron transitoriamente en el primer semestre y después se estabilizaron. Las subidas de tipos en Estados Unidos, la mejora de la economía de la zona del euro, junto con el repunte de la inflación y algunas incertidumbres de tipo político fueron los principales detonantes del aumento de los tipos de interés. Posteriormente la publicación de algunos datos macroeconómicos algo más desfavorables y las dudas sobre las próximas decisiones de los bancos centrales dieron lugar a pocas variaciones en los rendimientos de la deuda. La prima de riesgo del bono español de deuda soberana se incrementó muy levemente en el tercer trimestre (12 p.b.). Por su parte, las emisiones de renta fija de los emisores españoles en el exterior han crecido un 36 % en lo que va de año, en detrimento de las

---

2 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*).

emisiones registradas en la CNMV, que han caído un 29 %. Dentro de estas últimas se han observado retrocesos en las emisiones de todos los instrumentos salvo en los bonos simples, impulsados por el programa de compras del BCE.

- El patrimonio de los fondos de inversión nacionales creció un 6,6 % en el primer semestre del año, hasta situarse en 253 mil millones de euros. El 77 % del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones netas de los partícipes, cuyo número creció de forma extraordinaria (1.300.000 más en el semestre), y el resto se debió a la revalorización de la cartera. Como en trimestres anteriores y en el contexto de las estrategias que persiguen una rentabilidad más elevada, se observaron reembolsos en las categorías de fondos más conservadoras y fuertes inversiones en las de mayor riesgo. Tras varios años de fuerte expansión en la industria de IIC, las cifras de patrimonio se acercan a los niveles existentes antes de la crisis y el número de partícipes ya es superior. Las sociedades gestoras también reflejan esta expansión con un aumento del número de entidades (seis entre enero y junio) y un aumento de los beneficios cercano al 20 %.
- Los intermediarios financieros (ESI) registrados en la CNMV han experimentado un descenso de los beneficios agregados antes de impuestos del 6,7 %, hasta los 111,3 millones de euros en el primer semestre del año. Este descenso tuvo su origen en las sociedades de valores (-8,6 %), mientras que las agencias de valores mostraron un avance del 39 %. En general disminuyeron las comisiones derivadas de la contratación en los mercados y se incrementaron aquellas relacionadas con la comercialización de IIC y con la gestión de carteras. El número de entidades en pérdidas se situó en 24 a mediados de año, cinco más que en diciembre de 2016. Aun así, las condiciones de solvencia del sector son favorables, aunque se ha observado una ligera disminución del exceso de recursos propios.
- En el sector de capital-riesgo la expansión que se observó en 2016 parece haber continuado en 2017. Se ha producido un aumento tanto del número de entidades registrado en la CNMV (de los vehículos tradicionales y de los nuevos que se pueden crear al amparo de la Ley 22/2014) como de los volúmenes de inversión. Estos últimos se han visto impulsados por varias operaciones de gran tamaño cerradas por operadores internacionales.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
  - El primer recuadro describe la fuerte revalorización del euro frente a las principales divisas durante el año y sus posibles consecuencias en términos económicos y para las autoridades monetarias.
  - En el segundo recuadro se resumen los principales aspectos de la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre las comisiones de auditoría de las entidades de interés público aprobada el 27 de junio.
  - El tercer recuadro comenta los elementos más relevantes de la incorporación de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S) el pasado 18 de septiembre. Este hito culmina la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado español.
  - Finalmente, el cuarto recuadro aborda los retos que la ciberseguridad plantea en relación con los mercados de valores, sus participantes y sus supervisores, así como algunas de las iniciativas emprendidas.

## 2 Entorno macrofinanciero

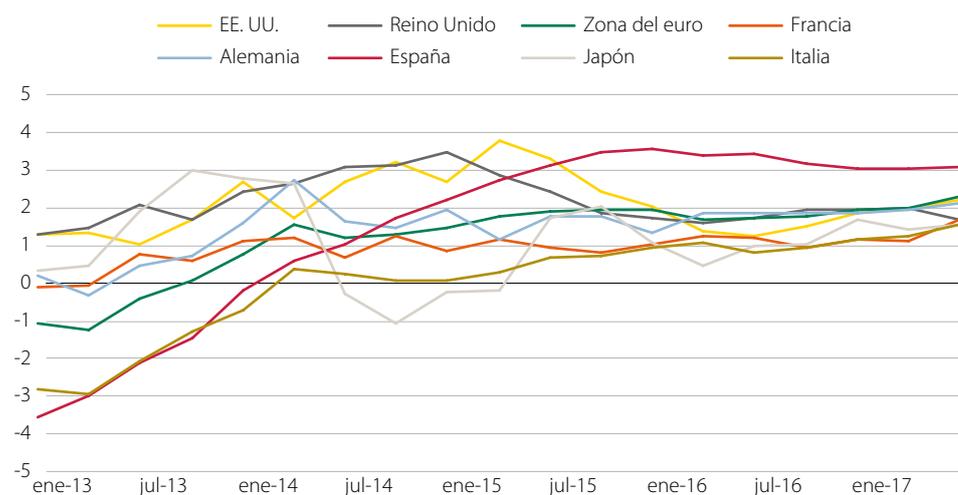
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*La economía mundial prosiguió su proceso de recuperación durante el primer semestre de este año, con un crecimiento más homogéneo entre las economías europeas.*

La economía mundial continuó su proceso de recuperación durante la primera mitad de 2017. Así, en Estados Unidos, tras el débil crecimiento mostrado en el primer trimestre (0,3 %), la actividad recuperó dinamismo en el segundo (0,8 %) debido a la demanda interna. Dentro de la zona del euro, el tono acomodaticio de la política monetaria favoreció el fortalecimiento de la expansión económica, que durante el primer semestre del año fue más homogénea entre sus regiones que en el pasado reciente. La variación del PIB en el segundo trimestre respecto del primero fue similar en Alemania (0,6 %), Francia (0,5 %) e Italia (0,4 %), mientras que destacó en España (0,9 %). Por el contrario, en el Reino Unido se produjo una ralentización del crecimiento económico (0,3 % en el segundo trimestre) como consecuencia del aumento de la inflación originado tras la depreciación de la libra, que tuvo un impacto negativo sobre el gasto de los hogares. En Asia destacó el avance de la actividad en Japón (0,6 % en el segundo trimestre) y en China, cuya variación anual del PIB se situó en el 6,9 % al final de la primera mitad del año.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

*En EE. UU. la Reserva Federal continuó el proceso de normalización del tono de la política monetaria con una nueva subida de tipos de interés en junio...*

El proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos siguió contrastando con su tono acomodaticio en el resto de las economías avanzadas, sobre las que no se prevé un giro significativo en el corto plazo. La Reserva Federal volvió a aumentar los tipos de interés en junio, hasta el rango de 1-1,25 %, basándose en el avance moderado de la actividad económica, el aumento del gasto de los hogares y los progresos observados en el mercado laboral, y a pesar de que la inflación continúa por debajo de su objetivo (2 %). En su reunión de julio, aunque mantuvo los tipos de interés, la institución estadounidense expresó su intención de comenzar a reducir el tamaño de su balance de forma gradual y con relativa celeridad.

*... mientras que el BCE decidió mantener el tono acomodaticio de la misma.*

En su reunión de septiembre, el BCE mantuvo sin variaciones el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito en

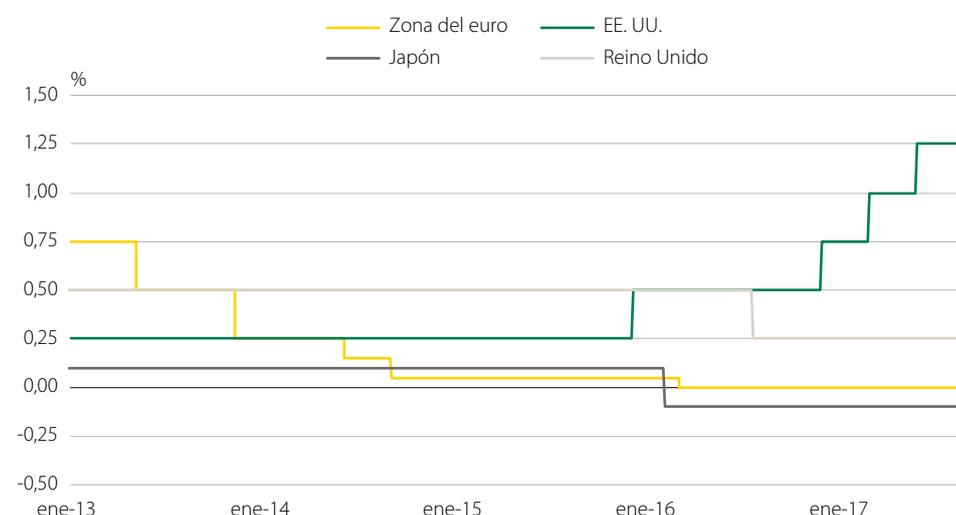
el 0 %, el -0,4 % y el 0,25 % respectivamente, y confirmó que mantendría su programa de compra de activos con un volumen de 60 mil millones de euros mensuales hasta diciembre de 2017, o más allá de ese plazo si fuese necesario. El BCE considera que el tono de la política monetaria en la zona del euro debe seguir siendo acomodaticio ya que, a pesar de que la expansión económica se ha fortalecido y la inflación subyacente ha aumentado ligeramente en los últimos meses, esta se mantiene en niveles reducidos y aún tiene que mostrar una tendencia ascendente más firme. Por otra parte, la fuerte apreciación de la cotización del euro respecto al dólar, que alcanzó máximos desde enero de 2015 al situarse en 1,20 dólares por euro en septiembre, ha introducido algo de incertidumbre respecto a las futuras decisiones de la autoridad monetaria europea (véase el recuadro 1).

Por otra parte, en los últimos meses la política monetaria ha permanecido sin cambios tanto en el Reino Unido como en Japón. En septiembre el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,25 % y decidió continuar su programa de compras de activos de renta fija pese a que la inflación se situó en el 2,9 % en agosto (por encima de su objetivo del 2 %) y a que, según sus previsiones, alcanzará el 3 % en octubre debido a la depreciación de la libra. Sin embargo, el banco central británico anunció que es posible que se produzca un endurecimiento de su política monetaria mayor del que espera el mercado y que podría resultar apropiada una retirada de estímulos en los próximos meses. El Banco de Japón, por su parte, mantuvo el tipo de interés oficial en el -0,1 % y continuará su programa de compra de activos con el objetivo de controlar la curva de tipos de interés.

*El Banco de Inglaterra, que no había llevado a cabo grandes cambios en los últimos meses, ha empezado a considerar probable un endurecimiento de su política monetaria a corto plazo, debido al repunte de la inflación.*

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante los meses centrales de 2017 reflejó las diferencias en las políticas monetarias aplicadas en las distintas regiones. En Estados Unidos los tipos de interés en el mercado interbancario para el plazo de tres meses aumentaron 33 p.b. desde el inicio de año y se situaron en el 1,32 % a mediados de septiembre, condicionados por los dos incrementos que se produjeron en el tipo de interés oficial durante ese periodo. La evolución de los tipos de interés a doce meses fue, por el contrario, más estable (permanecieron en torno al 1,70 %), debido en parte

*En la primera mitad del año los tipos de interés a corto plazo en EE. UU. mostraron repuntes que se corresponden con las subidas del tipo oficial, mientras que en la zona del euro se adentraron aún más en terreno negativo.*

a las dudas sobre la evolución futura de la inflación y el ritmo de la normalización de la política monetaria. En la zona del euro<sup>3</sup> los tipos a tres meses apenas mostraron variaciones durante el año y se situaron en el -0,33 % en septiembre (prácticamente el mismo registro que al cierre de 2016), mientras que los tipos a doce meses disminuyeron ligeramente, adentrándose un poco más en terreno negativo. A mediados de septiembre su nivel era del -0,17 %, nueve puntos básicos menos que a finales de 2016.

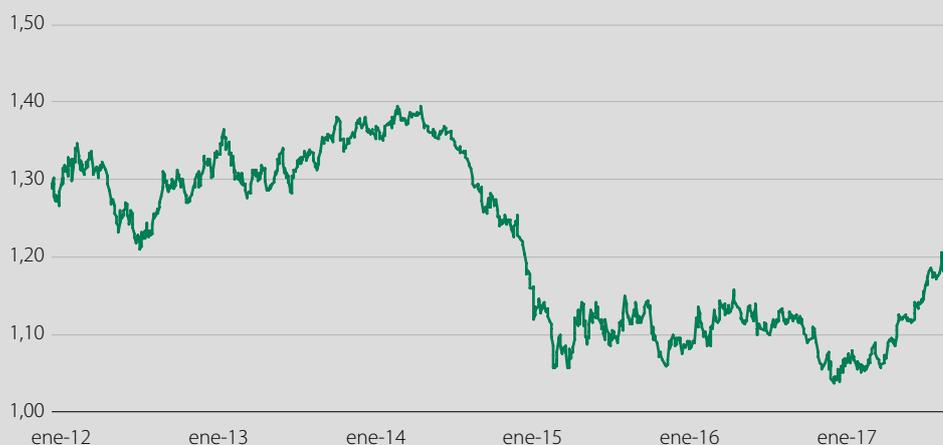
### La apreciación del euro y la política monetaria del BCE

RECUADRO 1

En 2017 el euro se ha revalorizado de forma significativa en relación con las principales divisas internacionales. El tipo de cambio respecto al dólar se situaba en 1,20 dólares a mediados de septiembre<sup>1</sup>, lo que supone una apreciación del 13,5 % en el año, y la cotización respecto al yen y a la libra esterlina quedaba en 133 yenes y 0,88 libras, que implica una revalorización del 7,7 % y el 2,8 %, respectivamente, en el mismo periodo. La ganancia de valor de la moneda europea es notable también en comparación con los registros de los últimos años: frente al dólar, esta tendencia contrasta con la depreciación de los últimos tres ejercicios (un 12 % en 2014, un 10,3 % en 2015 y un 3,2 % en 2016), y frente a la moneda británica, el valor del euro ha alcanzado sus máximos de los últimos cinco años.

### Tipo de cambio del euro frente al dólar

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

El contexto de política monetaria ultraexpansiva del BCE (cuyo tipo de interés oficial y tasa de depósito se sitúan en la actualidad en el 0 % y el -0,4 % respectivamente), que ha incluido un conjunto de paquetes de programas de compras de deuda<sup>2</sup>, ha facilitado la depreciación del euro frente al dólar en los últimos años. La implantación o las expectativas relacionadas con una política monetaria de carácter laxo suelen repercutir a la baja sobre el tipo de cambio (depreciación). De hecho, el balance del BCE se ha duplicado en los últimos tres años<sup>3</sup> debido a estas medidas no convencionales de política monetaria.

3 Tipos de interés Euribor.

Teniendo en cuenta que la política monetaria aplicada por el BCE no ha experimentado cambios relevantes en los últimos meses, ¿qué causas pueden explicar el comportamiento de la moneda europea? Se puede argumentar que las razones son de diversa índole (económica, política, etcétera) y que no todas tienen origen europeo. A continuación se explican las más relevantes:

- i) La reducción de la incertidumbre política en Europa tras varios procesos electorales, principalmente en Francia. En los meses previos a las elecciones francesas, la posibilidad de que las opciones políticas rupturistas con el proyecto europeo pudiesen resultar vencedoras generó incertidumbre en los mercados, pero el resultado de las mismas despejó las amenazas al proyecto europeo y el euro salió fortalecido.
- ii) La situación económica de la zona del euro, cuya evolución reciente y perspectivas son mejores de lo esperado. El BCE constató en septiembre que la expansión económica se había acelerado en la primera mitad del año y mejoró las previsiones de crecimiento para la zona del euro en 2017 hasta el 2,2 % (frente al 1,9 % anterior), a la vez que confirmó las de 2018 y 2019 en el 1,8 % y 1,9 % respectivamente.
- iii) Las expectativas de un cambio de sesgo en la política monetaria acomodaticia del BCE por parte de los mercados durante buena parte del año (retirada de estímulos).
- iv) En Estados Unidos la ralentización del crecimiento a mediados de año, que ha favorecido el aplazamiento del calendario de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal, y los retrasos en la implantación de diversas medidas fiscales y estímulos de gasto anunciados por la nueva Administración estadounidense.

El impacto en la economía europea de la revalorización del euro aún es limitado, pero podría tener los primeros efectos en el corto y medio plazo. Así, gran parte de la recuperación europea, que proviene de países como Alemania y de algunas economías periféricas que han basado su expansión en el sector exterior<sup>4</sup>, podría verse afectada. Una revalorización significativa del euro podría reducir las ganancias en competitividad de las principales empresas exportadoras debido al tipo de cambio y perjudicar sus cuentas de resultados<sup>5</sup>. Además, hay que tener en cuenta que una moneda fuerte introduce mayor presión deflacionista al abaratar las importaciones, lo cual podría afectar a medio plazo al objetivo del BCE de incrementar la inflación hasta que se sitúe ligeramente por debajo del umbral del 2 %.

La evolución de la divisa europea está jugando un papel importante en la toma de decisiones de la autoridad monetaria europea. En su última reunión de comienzos de septiembre, el BCE optó por retrasar cualquier decisión sobre su política monetaria hasta su próxima reunión de octubre, dejando la puerta abierta a una expansión, tanto en tiempo como en cuantía, de su programa de compras de deuda, lo que retrasaría las expectativas de los mercados sobre un cambio de sesgo hacia la normalización monetaria. El BCE ha advertido que la volatilidad del tipo de cambio representa una fuente de incertidumbre en la formulación de la política monetaria y requiere un seguimiento de sus posibles implicaciones para las

perspectivas a medio plazo de la estabilidad de precios. Así, en su reunión de octubre, podría desvelar algún detalle sobre la evolución de los programas de compras, pero se espera poco más mientras no haya datos adicionales sobre la evolución de la inflación. En principio, si las previsiones del BCE sobre esta se cumplen (1,5 % en 2017, 1,2 % —frente al 1,3 % anterior— para 2018 y 1,5 % —frente al 1,6 % anterior— para 2019), parece que la institución no tendría ninguna prisa por alterar su política monetaria.

A corto plazo, es posible que la cotización de la divisa europea frente al dólar se mantenga en los mismos niveles, o algo inferiores, pues no se esperan cambios relevantes en la mayoría de los factores que han originado su revalorización. En Europa las expectativas sobre la actividad son positivas y las incertidumbres de carácter político no tienen por qué empeorar, aunque la reciente victoria más ajustada del partido gobernante en Alemania y la crisis política en Cataluña han introducido algo de incertidumbre sobre la agenda de reformas en Europa. En Estados Unidos sigue pendiente la negociación del techo de gasto y la concreción de las medidas de la reforma fiscal del presidente Trump, por lo que no parece que vayan a producirse cambios relevantes desde el punto de vista fiscal a corto plazo, a la vista de los últimos datos macroeconómicos, tampoco resulta probable que el calendario de subidas de tipos de interés sea más rápido de lo previsto.

1 Datos a 15 de septiembre.

2 El BCE mantiene activos cuatro programas diferentes de compras de deuda: deuda pública (o PSPP, Public Sector Purchase Programme), deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme), cédulas hipotecarias (CBPP3, Third Covered Bonds Purchase Programme) y titulizaciones (ABSPP, Asset-Backed Securities Purchase Programme).

3 El tamaño del balance del BCE ha crecido desde 2 billones de euros en 2014 hasta 4,3 billones de euros en la actualidad.

4 Las exportaciones españolas crecieron a un tasa del 11,7 % interanual hasta julio (frente al 7,5 % del conjunto de la zona del euro).

5 A modo de ejemplo, las últimas cuentas publicadas por Inditex (septiembre de 2017) reflejaron el menor crecimiento de los beneficios esperados por la compañía debido a la revalorización del euro.

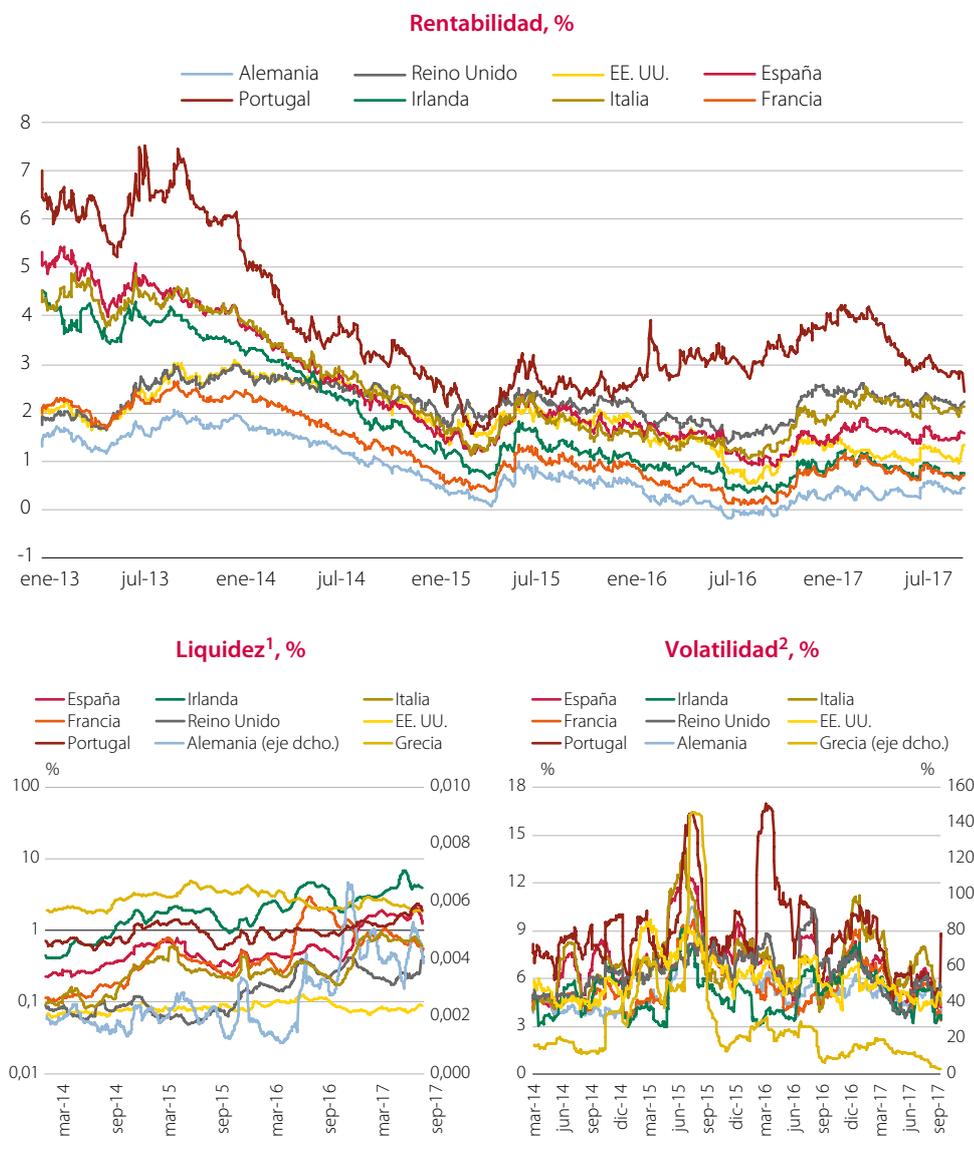
*La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo ha descendido en lo que va de año en EE. UU., mientras que en las economías de la zona del euro se han observado leves repuntes originados por varias fuentes de incertidumbre y por el aumento de la inflación.*

En los mercados internacionales de renta fija, las rentabilidades de la deuda pública a diez años siguieron en niveles más elevados en Estados Unidos en comparación con las economías más sólidas de la zona del euro, debido principalmente a la divergencia del tono de las políticas monetarias mencionada antes. Desde principios de año, el rendimiento de los bonos soberanos estadounidenses a este plazo ha mostrado una ligera disminución, situándose a mediados de septiembre en el 2,2 % (23 p.b. menos que al cierre de 2016). Esta caída se debió, en parte, a los bajos registros de la inflación y a la expectativa de que el paquete de estímulos fiscales propuesto por la Administración, aún sujeto a un alto grado de incertidumbre, tenga un alcance menor del anticipado. En cambio, las rentabilidades de la deuda pública en los países de la zona del euro mostraron en general aumentos moderados hasta septiembre a causa del repunte de la inflación y, en determinados países, por varias fuentes de incertidumbre, entre ellas algunas de carácter político. El mayor incremento se registró en Italia, donde existe una cierta preocupación en torno a la estabilidad política nacional y a la debilidad del sector bancario. Allí, el rendimiento de la deuda alcanzó el 2,15 % (32 p.b. más que a principios de año), mientras que en Alemania, Francia y España las rentabilidades se situaron en el 0,44 %, el 0,72 % y el 1,61 % respectivamente (23, 4 y 22 p.b. más

respectivamente que a principios de año). Por su parte, el rendimiento del bono soberano en Portugal cayó hasta el 2,8 % (96 p.b. menos que al cierre de 2016) ante la notable mejoría en la percepción de su riesgo de crédito.

### Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán se representa el promedio de un mes del diferencial de compra-venta 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 de 40 días.

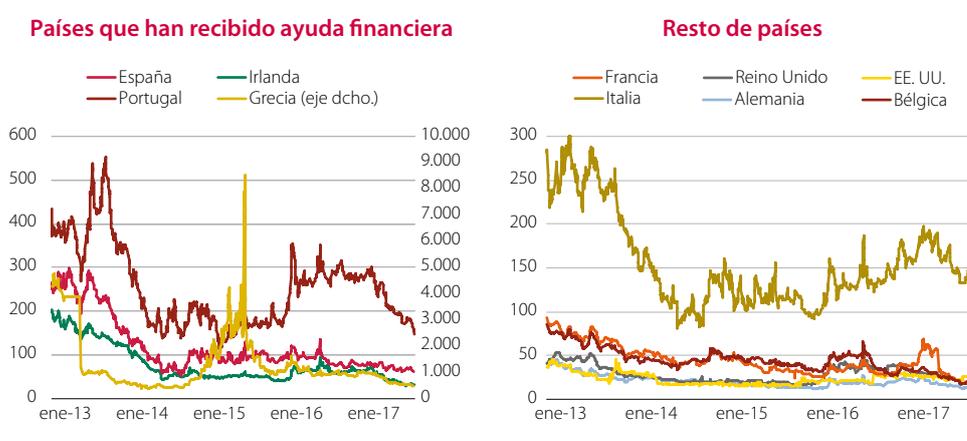
Las primas de riesgo de crédito soberano, evaluadas mediante los CDS a cinco años de los bonos soberanos, han mostrado descensos desde el comienzo de 2017 en la mayoría de las economías avanzadas (véase el gráfico 4). Estos descensos fueron más elevados en los países de la zona del euro, a causa de la mejora en las perspectivas de crecimiento, confirmadas por el dinamismo de la actividad en el primer semestre del año, y a la disminución del riesgo político en la región, ya que

*Durante 2017 las primas de riesgo de crédito han mostrado descensos en la mayoría de las economías avanzadas, que han sido más intensos en los países de la zona del euro.*

el desenlace de los diferentes eventos políticos se ha interpretado como favorable para la estabilidad de la UE. De este modo, a mediados de septiembre las primas de riesgo de crédito se situaban en 12 p.b. en Alemania, 20 p.b. en Francia (donde han caído más de 30 p.b. desde marzo), 59 p.b. en España y 136 p.b. en Italia. En todos estos países las reducciones con respecto a los registros de principios de año oscilaron entre los 10 p.b. y los 30 p.b. Destacó el drástico descenso de la prima de riesgo en Grecia, que cayó desde los 1.000 p.b. al cierre de 2016 hasta los 478 p.b. en septiembre, coincidiendo con la aprobación del desembolso de un tramo adicional de 8.500 millones de euros en la ayuda financiera que ofrece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Por su parte, el CDS de la deuda soberana en Estados Unidos se mantuvo estable durante ese mismo periodo, en torno a los 25 p.b., mientras que en el Reino Unido se redujo 8 p.b., hasta los 24 p.b.

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

GRÁFICO 4



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

*Las primas de riesgo de la deuda privada se estabilizaron en EE. UU., mientras que en la zona del euro registraron nuevos descensos.*

En los mercados de renta fija privada, la evolución de la prima de riesgo de crédito en Estados Unidos fue diferente respecto a la de la zona del euro. Así, mientras que en EE. UU. apenas se han registrado cambios durante el año (la prima de riesgo de los bonos con *rating* AAA aumentó 2 p.b. y la de los bonos con *rating* BBB disminuyó 6 p.b.), con la excepción de los instrumentos con peor calidad crediticia (cuya prima de riesgo cayó 20 p.b.), en la zona del euro se han observado disminuciones considerables. En particular, la prima de los instrumentos *high yield* descendió 84 p.b., hasta los 383 p.b., y la de los instrumentos con calificación crediticia BBB cayó 34 p.b. debido a las compras de los inversores que tienen incentivos para buscar activos de mayor rentabilidad. La de aquellos con *rating* AAA se redujo 19 p.b., hasta los 57 p.b., debido a la disminución del riesgo político percibido en la zona.

*El volumen de emisiones de deuda en los mercados internacionales ha caído un 35 % en lo que va de año debido al retroceso de las emisiones de deuda soberana...*

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija han alcanzado los 1,8 billones de dólares en lo que va de año<sup>4</sup>, un 35 % menos que en 2016. Esta disminución se ha producido por la caída de las emisiones soberanas (-70 %) y a pesar del ligero aumento de las emisiones netas del sector privado, que han crecido un 4 % con respecto al año anterior. Así, las

4 Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

emisiones netas del sector público acumuladas durante el año se han situado en 503 mil millones de dólares, mientras que las del sector privado han registrado un volumen de 1,36 billones de dólares.

### Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

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



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

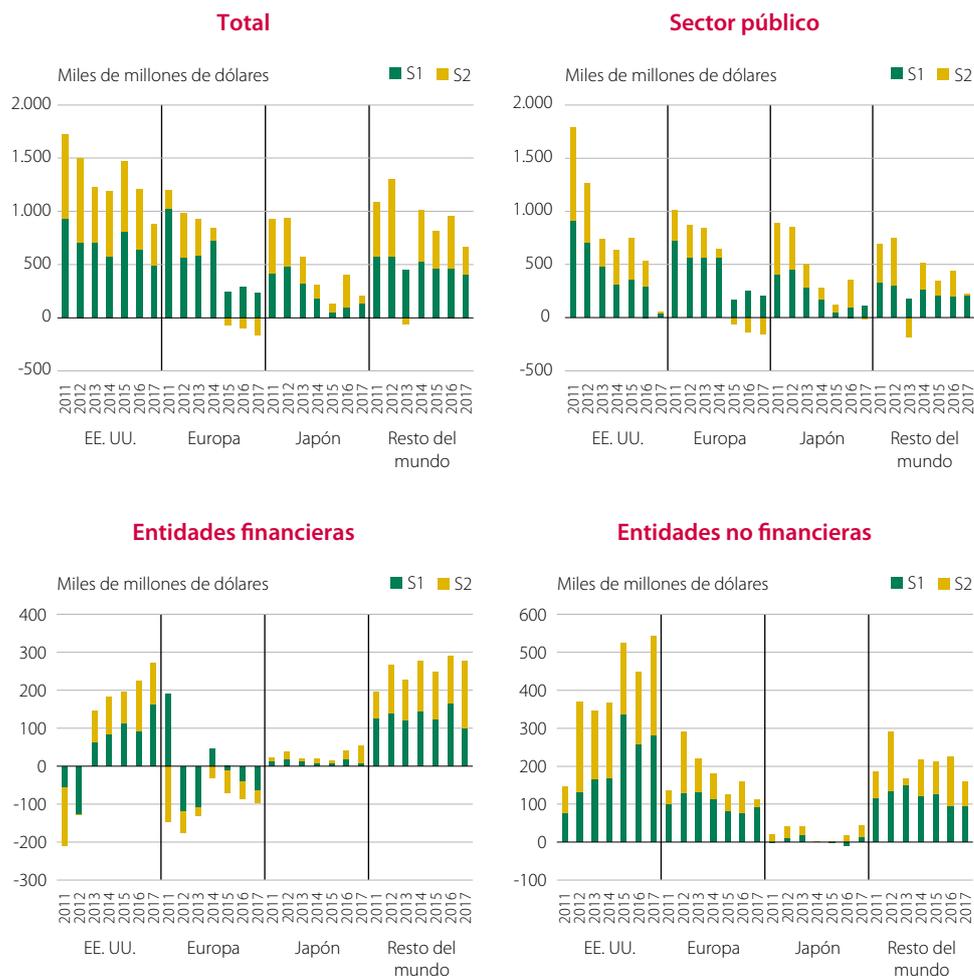
1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

Todas las regiones han mostrado reducciones en el importe de las emisiones netas del sector público a lo largo de 2017 debido, principalmente, a la disminución de las emisiones brutas (véase el panel superior derecho del gráfico 6). Destaca la caída en Estados Unidos, donde el volumen de emisiones netas se ha situado en 60 mil millones de dólares, 474 mil millones menos que en 2016. Sin embargo, tras el aumento del techo de deuda aprobado por el Congreso, es probable que dicho importe muestre una recuperación en el último cuatrimestre. En Europa y Japón los volúmenes de emisiones netas han continuado condicionados por los procesos de consolidación fiscal en marcha y la recuperación de la actividad económica, y han mostrado descensos anuales de 62 mil millones y 254 mil millones de dólares respectivamente.

... que ha sido generalizado en las economías avanzadas y responde a la disminución de las emisiones brutas.

Las emisiones netas del sector financiero han aumentado hasta los 503 mil millones de dólares a lo largo de 2017, 33 mil millones más que en el año previo. No obstante, el volumen de las emisiones en Europa ha continuado adentrándose en terreno negativo y se ha situado en -97 mil millones de dólares, frente a los -86 mil millones de 2016. Esta evolución negativa refleja el proceso de desapalancamiento en el que está inmersa la banca europea, cuya rentabilidad se ve afectada por un contexto de tipos de interés muy reducidos, un alto porcentaje de activos no productivos en algunos países, unos costes operativos elevados y una competencia creciente en la prestación de algunos servicios financieros. Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón los volúmenes de emisiones han crecido, situándose en 272 mil millones y 54 mil millones de dólares respectivamente, un 21 % y un 31 % más que en 2016.

Las emisiones de deuda de las entidades financieras han retrocedido en Europa y han avanzado en EE. UU. y Japón...



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 15 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

... y lo mismo ocurrió con las emisiones de deuda corporativa.

Por su parte, el volumen de deuda corporativa emitido durante el año, 861 mil millones de dólares en términos netos, fue superior al observado en el mismo periodo de 2016 (841 mil millones). Tanto en Estados Unidos como en Japón aumentaron las emisiones, favorecidas por el sesgo acomodaticio de las políticas monetarias aplicadas, que han mejorado sensiblemente las condiciones de financiación de las corporaciones, los programas de compras de deuda de los bancos centrales y el avance de la actividad económica, que permite reanudar los proyectos de inversión. En concreto, las emisiones netas alcanzaron los 542 mil millones de dólares en Estados Unidos y los 46 mil millones de dólares en Japón, 94 y 37 mil millones de dólares más, respectivamente, que en 2016. Sin embargo, en Europa el importe emitido fue de 113 mil millones de dólares, frente a los 160 mil millones del año anterior, debido al adelanto de las emisiones en el primer semestre ante la perspectiva de un giro en la política monetaria del BCE, que meses después se disipó.

Los principales índices de renta variable internacional han mostrado avances en lo que va de año...

En el conjunto del año, los principales índices de renta variable internacional han mostrado avances que han sido especialmente notables en el primer trimestre y que han permitido mantener el ritmo de las alzas registradas en 2016. Las ganancias más cuantiosas se han observado en los índices bursátiles estadounidenses y en algunos índices europeos.

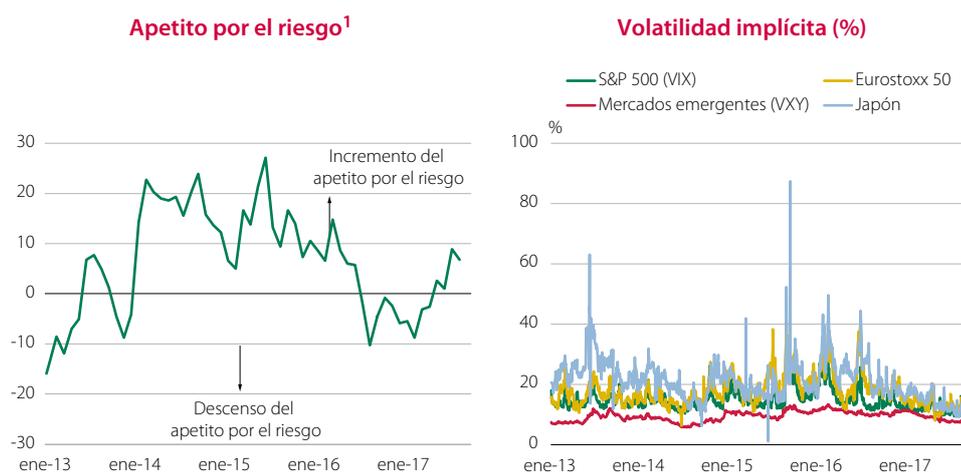
En Estados Unidos, el Dow Jones, el S&P 500 y el tecnológico Nasdaq han obtenido rentabilidades del 12,7 %, el 11,7 % y el 19,8 % respectivamente. En los países periféricos de la UE y en la mayoría de las economías de la zona del euro, la evolución de los precios en las bolsas se vio apoyada por una reducción notable del riesgo político y por el fortalecimiento del crecimiento económico en la región. Así, desde principios de año los avances han sido del 15,6 % para el índice italiano Mib 30, del 10,3 % para el Ibex 35, del 9 % para el alemán Dax 30 y del 7,2 % para el francés Cac 40. Las ganancias han sido menores en el caso del índice británico FTSE 100 (1 %), en lo que han influido la ralentización del crecimiento económico de los últimos trimestres y la incertidumbre relacionada con las elecciones celebradas en junio. El índice nipón Nikkei 225 ha mostrado un avance de menor cuantía en el año (4,2 %), debido al retroceso del tercer trimestre (-0,6 %).

Las revalorizaciones bursátiles han venido acompañadas de unos niveles de volatilidad implícita muy reducidos, que se mantuvieron entre el 10 % y el 20 % en el primer semestre y entre el 7 % y el 15 % en lo que va del segundo (véase el panel derecho del gráfico 7). El buen comportamiento de la renta variable a nivel global también refleja el incremento del apetito por el riesgo observado desde el inicio del año (véase el panel izquierdo del gráfico 7).

*... que se han visto acompañados por niveles de volatilidad implícita muy reducidos y reflejan un incremento del apetito por el riesgo.*

## Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Los mercados bursátiles emergentes también han mostrado, en general, importantes avances en el año. Así, en China, donde el crecimiento económico se ha mantenido estable y el sector financiero obtuvo buenos resultados en el primer semestre, el índice Shanghai Composite se ha revalorizado un 8,1 %. Las alzas en el sector tecnológico han apoyado también los avances de otros índices asiáticos, como el coreano KOSPI, que ha registrado una subida del 17,7 % a pesar de las tensiones políticas que existen en la región. En Latinoamérica, el índice brasileño Bovespa se ha revalorizado un 25,8 % después de que la economía saliera de la recesión y ante la expectativa de que se aplique una agenda de reformas que el mercado percibe de forma favorable, y el argentino Merval ha avanzado un 40,2 %. La bolsa rusa ha mostrado un comportamiento muy irregular, con fuertes descensos en el segundo trimestre (-10,1 %) por las dudas relativas a la evolución del precio del petróleo y por el efecto de las sanciones

*Los índices de renta variable emergente, en general, han mostrado importantes avances en lo que va de 2017.*

impuestas por varios países, y alzas significativas en el tercero (12,2 %). En el conjunto del año, el índice ruso presenta un retroceso del 2,5 %.

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

CUADRO 1

%	2013	2014	2015	2016	III16	IV16	I17	II17	III-17 (hasta el 15 de septiembre)		
									% s/trim. ant.	% s/dic.	
<b>Mundo</b>											
MSCI World	24,1	2,9	-2,7	5,3	4,4	1,5	5,9	3,4		3,7	13,5
<b>Zona del euro</b>											
Eurostoxx 50	17,9	1,2	3,8	0,7	4,8	9,6	6,4	-1,7		2,1	6,8
Euronext 100	19,0	3,6	8,0	3,0	4,1	5,9	5,6	0,0		3,0	8,8
Dax 30	25,5	2,7	9,6	6,9	8,6	9,2	7,2	0,1		1,6	9,0
Cac 40	18,0	-0,5	8,5	4,9	5,0	9,3	5,4	0,0		1,8	7,2
Mib 30	16,6	0,2	12,7	-10,2	1,3	17,3	6,5	0,4		8,0	15,6
Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	7,5	6,5	11,9	-0,2		-1,2	10,3
<b>Reino Unido</b>											
FTSE 100	14,4	-2,7	-4,9	14,4	6,1	3,5	2,5	-0,1		-1,3	1,0
<b>Estados Unidos</b>											
Dow Jones	26,5	7,5	-2,2	13,4	2,1	7,9	4,6	3,3		4,3	12,7
S&P 500	29,6	11,4	-0,7	9,5	3,3	3,3	5,5	2,6		3,2	11,7
Nasdaq-Composite	38,3	13,4	5,7	7,5	9,7	1,3	9,8	3,9		5,0	19,8
<b>Japón</b>											
Nikkei 225	56,7	7,1	9,1	0,4	5,6	16,2	-1,1	5,9		-0,6	4,2
Topix	51,5	8,1	9,9	-1,9	6,2	14,8	-0,4	6,6		1,7	7,9

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

*Las emisiones de renta variable han mostrado avances en 2017 en todas las regiones excepto en China.*

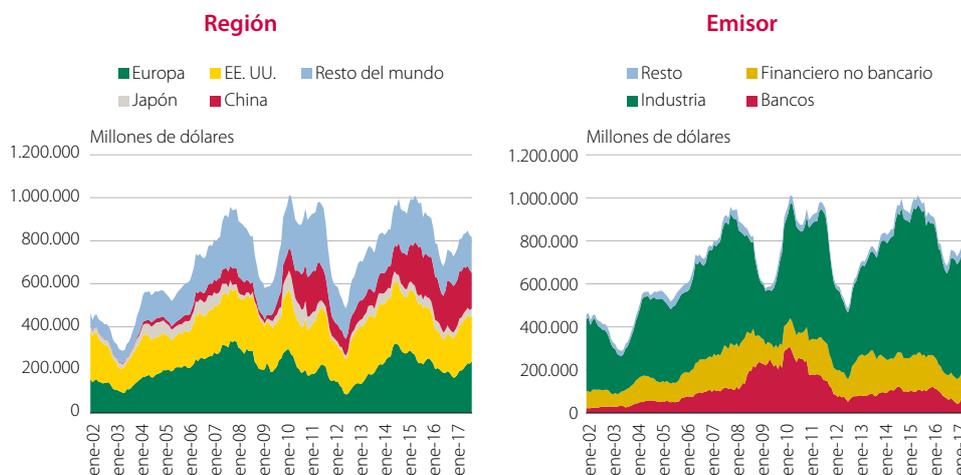
El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable acumulado en los tres primeros trimestres del año<sup>5</sup> alcanzó los 632 mil millones de dólares, lo que representa un incremento del 16,7 % con respecto al mismo periodo de 2016 (véase el gráfico 8). Por zonas geográficas, destacaron los aumentos de las emisiones en Estados Unidos, Europa y Japón, que han acumulado volúmenes de 174, 194 y 25 mil millones de dólares respectivamente, un 20 %, un 64 % y un 33 % más que en 2016. En estas regiones los avances notables de las bolsas han favorecido el dinamismo de los mercados primarios de renta variable. En China, por el contrario, el importe acumulado de las emisiones en lo que va de año se ha situado en 113 mil millones de dólares, un 31 % menos que en 2016. El hecho de que el crecimiento de esta economía asiática fuera algo inferior a lo esperado pudo incidir en este descenso. El desglose por sectores muestra incrementos generalizados en las emisiones a excepción de las empresas de *utilities*, cuyo volumen cayó un 26 %. En particular, las emisiones de las empresas industriales aumentaron un 7 % y las de las empresas financieras no bancarias un 18 %. En las emisiones del sector bancario se observó

<sup>5</sup> Los datos de septiembre de 2017 son hasta el día 15, pero se muestran en su equivalencia mensual con fines comparativos.

un aumento extraordinario (del 173 %) que se debe a la comparación con la débil actividad emisora de 2016.

## Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

En la primera mitad del año, la economía española mantuvo la fuerte expansión que viene mostrando desde finales de 2014, con una tasa de crecimiento del PIB muy superior a la registrada en la zona del euro. En el segundo trimestre del año, la variación trimestral del PIB fue del 0,9 % (3,1 % en tasa interanual), mientras que en la zona del euro esta variación fue del 0,6 % (2,3 % en tasa interanual).

*El PIB de la economía española sigue creciendo casi un punto porcentual más que el de la zona del euro.*

El crecimiento económico continuó mostrando una composición equilibrada y tanto la contribución de la demanda nacional como la del sector exterior fueron positivas. En particular, la aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se situó en 2,4 puntos porcentuales (p.p.) al final del primer semestre del año (2,2 p.p. al cierre de 2016) y la del sector exterior fue de 0,68 p.p., algo menos que en diciembre (0,78 p.p.). Dentro de los componentes de la demanda interna, el consumo privado registró una variación anual del 2,5 % en el segundo trimestre, lo que implica un descenso de 0,5 p.p. con respecto al dato de final de 2016, mientras que los avances del consumo público y de la formación bruta de capital fijo se situaron en el 1,4 % y el 3,4 % respectivamente, variaciones considerablemente superiores a las observadas al cierre de 2016 (0 % y 2,2 % respectivamente). En relación con los componentes del sector exterior, cabe señalar la estabilidad de las exportaciones (en torno al 4,5 %) y la aceleración de las importaciones (0,5 p.p., hasta el 2,8 %).

*El crecimiento fue equilibrado pues la contribución tanto de la demanda interna como del sector exterior fue positiva.*

Desde el punto de vista de la oferta, los avances de las ramas principales en el segundo trimestre fueron más intensos que en diciembre del ejercicio anterior, a excepción del sector servicios, que mostró una ligera desaceleración (desde el 3,1 % hasta el 2,8 %). Destacaron los avances del valor añadido de las ramas primarias y de la construcción, con unas variaciones anuales del 4,1 % y el 4,8 %, respectivamente, en

*Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores intensificaron sus avances en 2016 salvo el sector de los servicios, que mostró una ligera desaceleración.*

el segundo trimestre (por encima del 2,9 % y el 3 %, respectivamente, de finales de 2016). El avance del sector industrial fue del 2,6 % (2,2 % en diciembre de 2016).

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

CUADRO 2

	2013	2014	2015	2016	CE <sup>1</sup>	
					2017P	2018P
<b>PIB</b>	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,8	2,4
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,5	2,0
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	0,8	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-3,4	3,8	6,0	3,1	3,4	3,9
Construcción	-8,6	1,2	4,9	1,9	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,3	8,4	8,9	5,1	3,9	3,7
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	4,4	5,7	4,8
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	3,3	4,8	4,4
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,4	-0,5	-0,1	0,4	0,4	0,3
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	-3,4	1,1	3,0	2,9	2,3	2,1
<b>Tasa de paro</b>	26,1	24,4	22,1	19,6	17,6	15,9
<b>Índice de precios de consumo<sup>3</sup></b>	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	1,1	1,4
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	1,5	1,1	1,4	1,9	1,6	1,6
<b>Saldo de las AA. PP. (% PIB)<sup>4</sup></b>	-7,0	-6,0	-5,1	-4,5	-3,2	-2,6
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	95,5	100,4	99,8	99,4	99,2	98,5
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	-85,2	-90,1	-80,7	-70,9	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2017.

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 2013, 2014, 2015 y 2016 por una cuantía del 0,4 %, 0,1 %, 0,1 % y 0,2 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

*La inflación, que repuntó significativamente en los primeros meses de 2017 por el encarecimiento de los precios de la energía, ha caído por debajo del 2 % a mediados de año.*

La tasa de inflación, que volvió a niveles positivos en la segunda mitad de 2016 tras haber permanecido en terreno negativo más de un año, alcanzó el 3 % en enero y se mantuvo por encima del 2 % durante el primer cuatrimestre del año. Sin embargo, este repunte fue transitorio, pues en buena parte se debió al incremento de los precios de la energía. Así, en los meses posteriores la tasa de inflación se estabilizó en torno al 1,6 % (dato de agosto). Mientras tanto, la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles como la energía o los alimentos frescos, mostró una tendencia ligeramente ascendente durante los primeros meses del año y en agosto se situó en el 1,2 % (1 % en diciembre de 2016). El diferencial de inflación con la zona del euro, que llegó a los 1,2 p.p. en diciembre de 2016, se fue reduciendo durante el año hasta los 0,5 p.p. en agosto (véase el gráfico 9).

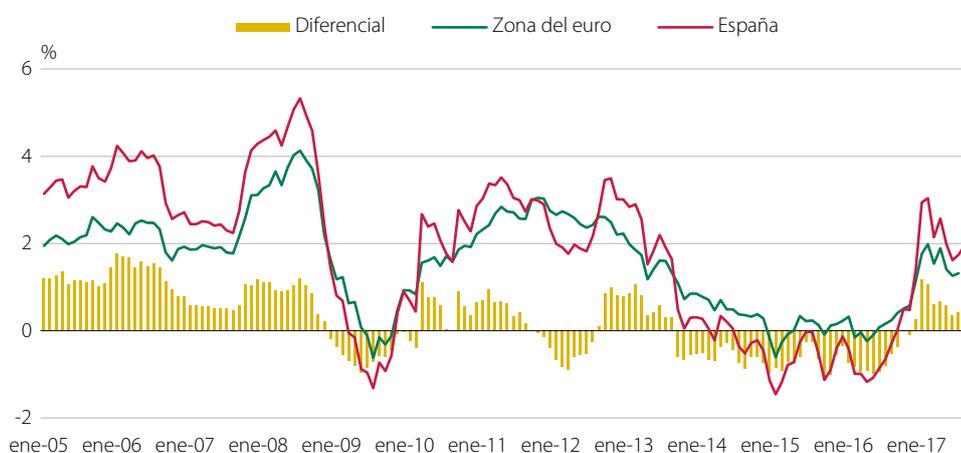
*El empleo continuó creciendo a tasas ligeramente inferiores al 3 % en la primera mitad de año y dio lugar a nuevos descensos en la tasa de desempleo...*

En el mercado laboral, el proceso de creación de empleo continuó a buen ritmo con una variación anual del 2,8 % en el segundo trimestre del año, un avance muy similar al observado en 2016 (2,7 %). La generación de 284.000 puestos de trabajo durante la primera mitad del año permitió que el número de ocupados aumentase hasta los 17,8 millones en junio y que la tasa de paro disminuyera hasta el 17,2 % (18,6 % a final de 2016). La creación de empleo vino acompañada de una reducción en los costes laborales unitarios, cuya variación anual fue negativa en junio, continuando con la

tendencia que se observa desde 2015. La caída de los costes laborales unitarios se explica por el mayor avance de la productividad aparente del trabajo (0,28 % en el segundo trimestre) respecto al crecimiento de la remuneración por asalariado (-0,1 %).

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El déficit de las administraciones públicas (AA. PP.)<sup>6</sup> acumulado en el primer semestre del año fue del 2,32 % del PIB, siete décimas por debajo del registrado en el mismo periodo de 2016 (3,01 %). El desglose por subsectores revela que el déficit de la Administración central se situó en el 1,06 % del PIB, mientras que el de las Comunidades Autónomas alcanzó el 0,7 %, una décima por encima del dato observado en el mismo periodo del año anterior. El déficit de los Fondos de la Seguridad Social fue del 0,54 % del PIB, 0,05 puntos menos que en 2016, debido a la evolución favorable de los ingresos por cotizaciones sociales. Por su parte, la deuda consolidada de las AA. PP. según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), tras haberse reducido hasta el 99,4 % del PIB a final de 2016 (99,8 % al cierre de 2015), aumentó hasta el 100,4 % en el primer trimestre del año<sup>7</sup>. De acuerdo con las proyecciones presupuestarias de la última actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2017-2020, el déficit se situará en el 3 % del PIB en 2017, en el 2,2 % en 2018, en el 1,3 % en 2019 y en el 0,5 % en 2020. Estas estimaciones son algo más optimistas que las publicadas por la Comisión Europea en el mes de mayo (3,2 % en 2017 y 2,6 % en 2018).

El desarrollo del negocio bancario en la zona del euro continúa condicionado por un entorno de tipos de interés muy reducidos y por la consolidación de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*) como actores determinantes. El alto porcentaje de activos improductivos y el lento proceso de recuperación económica también son factores relevantes en algunos países de la periferia. En el caso español, este entorno es más favorable porque el crecimiento se ha afianzado, con la consecuente disminución en la tasa de morosidad, pero el sector no está exento de riesgos. Asimismo, en un contexto en el que las entidades muestran dificultades para aumentar

*... al tiempo que favorece la disminución del déficit público vía ingresos por cotizaciones. A finales de este año el déficit quedará cerca del 3 % del PIB, dentro de los límites que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.*

*El negocio bancario continúa desarrollándose en un entorno complejo, algo más favorable en el caso español por la consolidación del crecimiento, aunque tampoco aquí exento de riesgos.*

6 Excluyendo las Corporaciones Locales y el saldo neto de las ayudas a las instituciones financieras.

7 Dato avanzado del Banco de España.

la partida de ingresos, el proceso de racionalización de costes del sistema bancario sigue siendo un reto clave para mejorar su eficiencia.

*Los beneficios del sector se redujeron en 2016 por diferentes causas, algunas de ellas de carácter regulatorio, pero se han incrementado en el primer trimestre de 2017...*

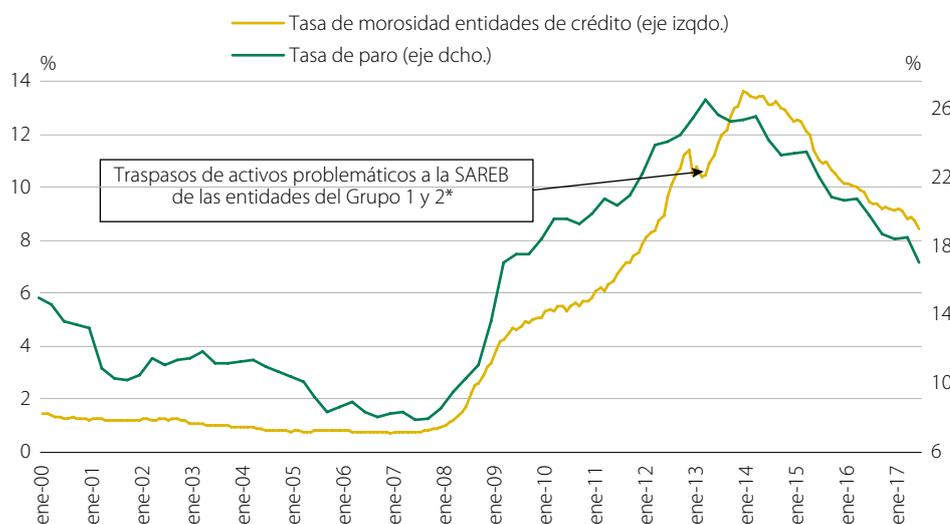
A pesar de este entorno más positivo, el beneficio neto de las entidades de crédito se redujo un 35 % en 2016, hasta los 6.078 millones de euros. Las causas que explican esta disminución son las siguientes: (i) la reducción del margen bruto, pues la caída de los costes financieros no llegó a compensar la de los ingresos; (ii) el impacto en el resultado de explotación del considerable aumento de las dotaciones realizadas por una entidad en el último trimestre del año<sup>8</sup>, y (iii) la repercusión sobre el beneficio antes de impuestos de los cambios ocasionados por la entrada en vigor de la Circular 4/2016 del Banco de España, que modifica la contabilidad bancaria española para adaptarla a la IFRS 9. En los primeros meses de 2017 se ha observado un cambio de tendencia en la cuenta de resultados del sector: hasta marzo, el beneficio fue de 3.514 millones, un 31 % superior al del mismo periodo de 2016. La disminución del resultado de la actividad de explotación quedó compensada por la sensible mejoría de las pérdidas que genera el deterioro de los activos no financieros.

*... al tiempo que ha seguido reduciéndose la tasa de morosidad.*

La tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes (hogares y empresas no financieras)<sup>9</sup> continuó la tendencia descendente que se observa desde hace tres años y se situó a finales de junio en el 8,4 %, su registro mínimo desde 2012. Esta caída se explica, en buena medida, por la solidez de la recuperación económica, el entorno actual de tipos de interés reducidos y el descenso de la tasa de paro (véase el gráfico 10).

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

GRÁFICO 10



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

1 Sobre la población activa.

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

8 Banco Popular.

9 Debido a la adaptación a los criterios de elaboración y formatos de los estados FINREP (Financial Reporting) de la normativa de la Unión Europea, los datos ofrecidos por el Banco de España a partir de abril de 2017 tienen carácter provisional.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) revirtió de forma temporal su tendencia decreciente en el primer trimestre del año, mostrando tasas de variación positivas entre marzo y junio, algo que no ocurría desde 2011. Sin embargo, la tasa interanual volvió a ser negativa en julio (-0,3 %). En el caso de las sociedades no financieras, la tasa interanual se situó en el 0,6 % en julio (-0,3 % en el mismo mes de 2016). El crecimiento de la financiación originada por valores distintos de acciones compensó la contribución negativa de los préstamos otorgados por las entidades de crédito residentes y de los préstamos del exterior. La financiación a los hogares, sin embargo, continuó retrocediendo y en julio su tasa de variación interanual fue del -1,4 % (-1,5 % en el mismo mes de 2016), debido a la reducción de los préstamos para la adquisición de vivienda, cuya contribución a la tasa fue de -2,4 p.p. En la zona del euro las tasas de crecimiento del crédito concedido a las corporaciones no financieras y a los hogares se situaron en el 1,6 y el 2,7 %, respectivamente, en el mes de mayo.

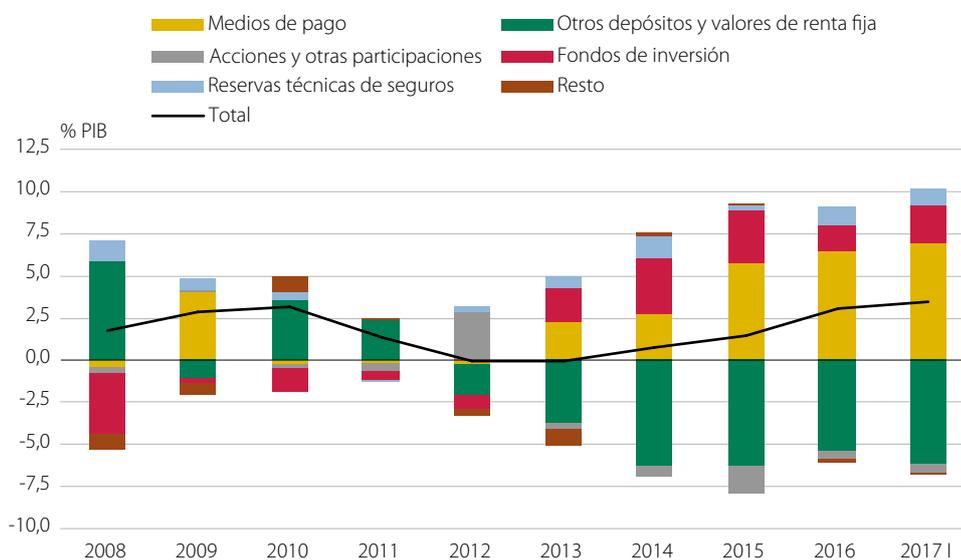
*La financiación bancaria al sector no financiero de la economía (hogares y empresas) revirtió su tendencia decreciente en el primer trimestre del año y creció por primera vez desde 2011.*

El tamaño del sector bancario se redujo durante el primer semestre de 2017, si bien a un ritmo menor al observado en años recientes. Así, en junio, el volumen total de activos se situaba en 2,63 billones de euros, 15 mil millones menos que al cierre de 2016. La evolución de las principales fuentes de financiación de los bancos fue desigual: el saldo de los depósitos y el volumen de financiación neto procedente del Eurosistema aumentaron (21 mil millones de euros, hasta los 1,89 billones, y 32 mil millones, hasta los 170 mil millones, respectivamente), mientras que el volumen de deuda emitida y el patrimonio presentaron descensos (de nueve hasta los 192 y 350 mil millones, respectivamente).

*Prosigue la disminución del tamaño del sector bancario, aunque a menor ritmo que en años anteriores.*

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

GRÁFICO 11



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

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro cayó hasta el 7 % de su renta bruta disponible (RBD) en el primer trimestre de 2017, 0,7 p.p. menos que a final de 2016. Por otra parte, la disminución del saldo de la deuda, así como el aumento de las rentas, contribuyó a que la ratio de endeudamiento mantuviese su tendencia descendente y en marzo cayese hasta el 101,2 % de la RBD, frente al 105,6 % observado en el mismo mes de 2016. La ratio de carga financiera se ha estabilizado en

*La situación patrimonial de los hogares ha continuado mejorando, con una disminución de la ratio de endeudamiento y una inversión del 3,4 % del PIB en activos financieros, por encima de los registros de los últimos años.*

torno al 11,7 % de la RBD. En este contexto, la adquisición neta de activos financieros por parte de las familias españolas alcanzó el 3,4 % del PIB en el primer trimestre<sup>10</sup>, favorecida por la consolidación de la recuperación económica y la creación de empleo. Por tipos de instrumento financiero, las adquisiciones netas mantienen el mismo patrón de los últimos años, mostrando fuertes desinversiones en depósitos a largo plazo y en valores de renta fija (-6,1 % del PIB), debido a la baja rentabilidad que ofrecen estos productos, e inversiones sustanciales en efectivo y en depósitos transferibles (7 % del PIB) y, en menor medida, en fondos de inversión y en seguros (2,2 % y 1 % del PIB respectivamente).

## 2.3 Perspectivas

*La economía mundial crecerá un 3,45 % en 2017, por encima del registro de 2016 (3,2 %).*

Según las previsiones publicadas en julio por el FMI, el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,5 % en 2017 y el 3,6 % en 2018. Estas tasas están por encima del registro de 2016 (3,2 %), pero no alcanzan la media histórica previa a la crisis financiera<sup>11</sup>. Para las economías avanzadas, en las que algunos factores como la evolución demográfica, las bajas tasas de inversión y los avances lentos en la productividad ralentizan el avance de la actividad económica, se espera un crecimiento del 2 % en 2017 y del 1,9 % en 2018 (1,7 % en 2016). Para las emergentes, el pronóstico de la variación del PIB se sitúa en el 4,6 % para 2017 y el 4,8 % para 2018 (4,3 % en 2016).

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

CUADRO 3

	2013	2014	2015	2016	FMI <sup>1</sup>	
					2017P	2018P
Mundial	3,3	3,4	3,4	3,2	3,5 (0,0)	3,6 (0,0)
EE. UU.	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1 (-0,2)	2,1 (-0,4)
Zona del euro	-0,3	1,1	2,0	1,8	1,9 (0,2)	1,7 (0,1)
Alemania	0,6	1,6	1,5	1,8	1,8 (0,2)	1,6 (0,1)
Francia	0,6	0,6	1,1	1,2	1,5 (0,1)	1,7 (0,1)
Italia	-1,7	-0,3	0,8	0,9	1,3 (0,5)	1,0 (0,2)
España	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,1 (0,5)	2,4 (0,3)
Reino Unido	1,9	3,1	2,2	1,8	1,7 (-0,3)	1,5 (0,0)
Japón <sup>2</sup>	2,0	0,3	1,1	1,0	1,3 (0,1)	0,6 (0,0)
Emergentes	5,0	4,6	4,3	4,3	4,6 (0,1)	4,8 (0,0)

Fuente: FMI.

- 1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2017 respecto a abril de 2017.
- 2 Las cuentas nacionales históricas de Japón fueron revisadas en diciembre de 2016 debido a un cambio en la metodología del cálculo del PIB.

En el contexto internacional, el alcance de la política fiscal expansiva anunciada por la Administración estadounidense es aún desconocido y es posible que algunas de las medidas propuestas no se aprueben o se apliquen de forma parcial y más tarde de lo previsto. Por otra parte, un giro hacia políticas de carácter proteccionista

10 Con datos de cuatro trimestres acumulados hasta el primero de 2017.

11 Entre 2000 y 2007 el PIB mundial creció en media un 4,5 %.

(en concreto, las restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración) podría tener un impacto negativo en el crecimiento mundial en el medio y largo plazo. En este escenario existe el riesgo de que se revisen a la baja las expectativas sobre los beneficios futuros de las corporaciones de algunos sectores y se produzcan descensos en sus cotizaciones. El riesgo de una normalización de la política monetaria de Estados Unidos más rápida de lo anticipado, menos probable que hace algunos meses, podría tener un impacto significativo en los mercados financieros, con fuertes caídas en los precios de los instrumentos de renta fija y aumentos en las primas de riesgo a nivel global.

Además de estos riesgos, cabe señalar la presencia de otras fuentes de incertidumbre como, por ejemplo, el aumento de las tensiones geopolíticas o la posibilidad de que se produzcan atentados terroristas a escala mundial. Todos estos elementos pueden tener un impacto significativo en los mercados financieros.

En Europa, el riesgo político ha disminuido en los últimos meses tras el desenlace de varios procesos electorales, cuyos resultados han sido percibidos como positivos para la continuidad del proyecto de la UE. Las negociaciones relacionadas con el *brexit* y la reciente apreciación del euro son otras fuentes de incertidumbre que pueden generar episodios de volatilidad en los mercados financieros. Por su parte, se mantienen los riesgos en torno al sector bancario, como ya se ha mencionado anteriormente.

En cuanto a la economía española, el FMI prevé una ligera moderación del crecimiento que, según sus pronósticos, se situará en el 3,1 % en 2017 y en el 2,4 % en 2018, lo que supone una revisión al alza de cinco y tres décimas, respectivamente, desde su última previsión. Aunque estas tasas están por encima de las esperadas para el conjunto de la zona del euro (1,9 % en 2017 y 1,7 % en 2018), persisten diversas fuentes de incertidumbre que amenazan la sostenibilidad de este crecimiento y la estabilidad de los mercados financieros. Algunos de los riesgos, como por ejemplo los relacionados con el negocio bancario o la creciente relevancia de algunos conflictos geopolíticos, son comunes a otras grandes economías. En el caso del sector bancario, cabe mencionar la mejor situación relativa de las entidades españolas en relación con las del resto de la UE debido al avance de su proceso de reestructuración, que se refleja en una ratio de eficiencia más favorable, y al vigor del crecimiento de la actividad nacional. Entre los riesgos de carácter doméstico, cabe señalar aquellos que se derivan de la elevada tasa de paro, del proceso de consolidación fiscal y, más recientemente, de la incertidumbre derivada de la crisis política en Cataluña. Por último, destacan los riesgos que afectan a las empresas españolas con una exposición elevada a algunos países emergentes y al Reino Unido, ya que podrían verse condicionadas por un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales y por el *brexit*.

*En el contexto internacional, la actividad económica y la estabilidad de los mercados financieros se pueden ver afectados por las incertidumbres sobre el alcance de las medidas de la Administración estadounidense...*

*... sobre la retirada de los estímulos monetarios y sobre la evolución de algunos conflictos geopolíticos.*

*En Europa, donde la incertidumbre política se ha reducido, las negociaciones relacionadas con el *brexit* y la debilidad del sector bancario son los riesgos más relevantes.*

*La economía española seguirá creciendo a tasas superiores a los registros de la zona del euro. Persisten los retos relacionados con la elevada tasa de paro y con el proceso de consolidación fiscal.*

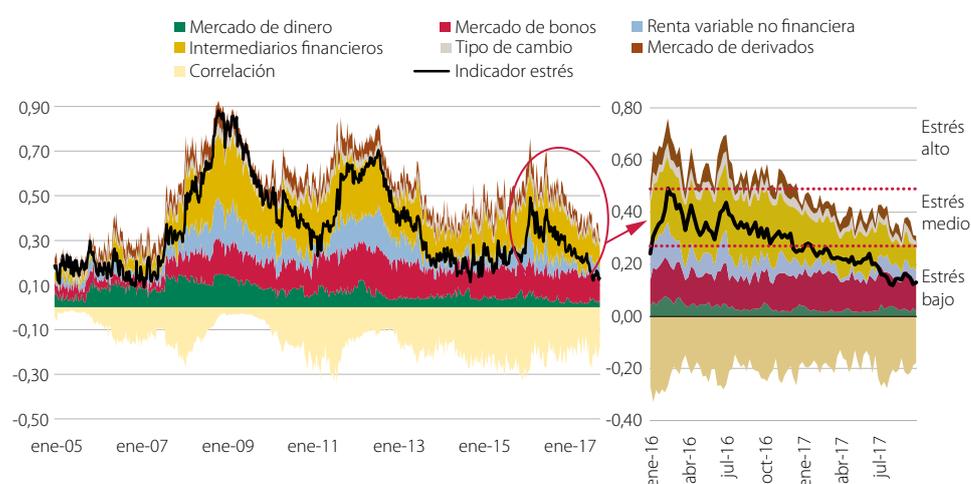
### 3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles se ha mantenido en niveles de estrés reducidos (por debajo de 0,27) durante todo el año.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha mostrado una tendencia descendente durante la mayor parte del año, con valores que se corresponden con niveles de estrés reducidos<sup>12</sup>. Este indicador alcanzó un mínimo anual en los primeros días de agosto (0,12) y después se ha incrementado levemente, hasta 0,16. Por segmentos, los niveles de estrés más elevados se observan en el mercado de bonos, donde se ha producido un incremento de la volatilidad y una disminución de la liquidez<sup>13</sup>. Acontecimientos relevantes como, por ejemplo, el proceso de resolución del Banco Popular o los atentados terroristas de Barcelona no han incidido significativamente en el nivel general de estrés del sistema financiero español.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado y el de liquidez son los más relevantes, sobre todo en los activos de deuda.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado y el de liquidez son los más relevantes. Estos riesgos se perciben con más intensidad en los activos de renta fija, cuyos precios (muchos de ellos en máximos históricos) se ven directamente afectados por el nivel tan reducido de tipos de interés. Además, las condiciones de

12 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, obteniéndose 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 [www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion](http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion). Para más información sobre la metodología de este indicador, véase M. I. Cambón y L. Estévez (2016), «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)», *Spanish Review of Financial Economics*, 14, enero (1), pp. 23-41, o Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias](http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias)).

13 Un análisis detallado de la evolución de la liquidez de los bonos españoles de deuda se presenta en un artículo independiente de este boletín, «Una medición de la liquidez de la renta fija española (2005-2016)», realizado en el Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

liquidez de estos activos se han visto afectadas durante los últimos años por algunos cambios regulatorios<sup>14</sup>, así como por los programas de compras de activos del BCE. En este contexto, es importante realizar un seguimiento continuo de todas las circunstancias que pueden dar lugar a un incremento de los tipos de interés o de las primas de riesgo y a ventas sustanciales de activos y espirales de contagio negativas entre diferentes países, mercados o clases de instrumentos financieros.

### 3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían experimentado revalorizaciones significativas en los primeros meses del año, detuvieron los ascensos en la parte central del mismo y mostraron ligeros descensos en el tercer trimestre, que situaron los índices bursátiles en su nivel más bajo desde el mes de abril. La caída de las cotizaciones tuvo origen en la ralentización del crecimiento de la economía estadounidense, las tensiones geopolíticas en Asia con Corea del Norte y la fortaleza del euro, que puede reducir la competitividad de la economía europea y retrasar la normalización de la política monetaria del BCE. En el plano nacional, las incertidumbres de carácter político también influyeron en la evolución de los índices. Así, el Ibex 35 retrocedió un 1,2 % en el tercer trimestre, registrando un comportamiento peor que el de los principales índices europeos de referencia<sup>15</sup>, en un entorno de volatilidad moderada y de caídas en los volúmenes de contratación. El comportamiento de las cotizaciones fue desigual entre sectores y valores, concentrándose las mayores caídas en las compañías del sector industrial y de consumo, turístico y textil, así como en las del sector eléctrico. En el lado positivo, destacó la evolución de las compañías petroleras, siderúrgicas, inmobiliarias y de autopistas.

*Los mercados de renta variable retrocedieron ligeramente en el tercer trimestre debido a diversas incertidumbres de carácter nacional e internacional.*

El Ibex 35, que en el primer trimestre del año había avanzado un 11,9 % y en el segundo apenas había variado, mostró suaves caídas en el tercer trimestre. En el conjunto del año<sup>16</sup> este índice acumula unas ganancias del 10,3 %. Los descensos del tercer trimestre fueron más intensos para las empresas de mediana capitalización (-3,5 %), más expuestas al sector exterior que las compañías de pequeña capitalización, que retrocedieron un 1,3 %. Los índices que recogen la evolución de valores latinoamericanos que cotizan en euros presentaron avances significativos en el tercer trimestre que compensaron los retrocesos observados en el segundo. En particular, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top presentan unas ganancias del 12,6 % y 14,5 %, respectivamente, en lo que va de año y se benefician del comportamiento positivo de las principales economías latinoamericanas —Brasil salió de la recesión en el segundo trimestre—<sup>17</sup>, así como de la apreciación de sus divisas respecto al euro<sup>18</sup>.

*El Ibex 35 retrocedió un 1,2 % en el tercer trimestre, mostrando un comportamiento relativo peor que otros índices europeos, aunque acumula unas ganancias del 10,3 % en el año.*

---

14 La regulación financiera que se originó en la crisis endureció los requisitos de capital de la actividad de *market making* de los bancos, desincentivando esta actividad que, en principio, es beneficiosa para la liquidez de los mercados.

15 Los principales índices europeos registraron ligeras alzas: Dax (1,6 %), Cac (1,8 %), Eurostoxx 50 (2,1 %), destacando los avances del Mib 30 (8 %).

16 Con datos hasta el 15 de septiembre.

17 La economía brasileña creció un 0,2 % en el segundo trimestre y encadena dos trimestres seguidos de crecimiento del PIB.

18 En lo que va de año, el real brasileño se ha apreciado respecto al euro un 8,4 %.

Índices	2014	2015	2016	IV-16 <sup>1</sup>	I-17 <sup>1</sup>	II-17 <sup>1</sup>	III-17 (hasta el 15 de septiembre)	
							% s/trim. ant.	% s/dic. 2016
%								
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	6,5	11,9	-0,2	-1,2	10,3
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	6,7	11,8	-0,2	-1,3	10,1
Ibex Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	3,5	4,3	3,3	-3,5	4,0
Ibex Small Cap	-11,6	6,4	8,9	6,3	15,1	2,2	-1,3	16,0
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	14,3	10,0	-9,7	12,6	11,8
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	17,0	12,4	-9,6	14,5	16,2
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>								
Banca	1,4	-24,2	-1,6	21,0	15,2	-0,5	-0,4	14,2
Seguros	1,6	-26,0	-1,8	22,5	16,0	-0,9	-0,5	14,3
Inmobiliarias y otros	-9,2	-5,0	15,5	16,8	9,7	-0,4	-5,7	3,0
<b>Petróleo y energía</b>	36,3	18,4	-2,3	0,9	8,0	8,1	3,2	20,5
Petróleo	11,8	0,6	0,8	1,7	7,2	-0,4	0,4	7,2
Electricidad y gas	-15,1	-34,9	32,6	11,1	7,9	-7,4	12,1	11,9
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	21,7	9,6	-4,3	-0,2	7,0	1,2	-2,5	5,6
Construcción	-1,8	2,1	2,0	-0,4	8,9	-0,9	-7,8	-0,5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	8,9	4,9	-7,9	-1,9	9,0	3,6	-3,8	8,6
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-18,3	49,0	7,8	-6,1	11,4	-7,7	-24,2	-22,1
Ingeniería y otros	4,5	-30,8	48,8	11,6	6,8	-5,4	3,1	4,2
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	-17,0	-39,6	9,9	6,5	-1,4	-6,5	-3,3	-10,8
Telecomunicaciones y otros	2,5	-5,2	-9,0	2,8	16,2	-6,1	1,5	10,8
Electrónica y <i>software</i>	2,6	-12,3	-14,2	-2,7	18,6	-12,3	0,6	4,7
<b>Bienes de consumo</b>	2,3	22,2	7,9	-3,0	10,7	9,3	3,2	24,8
Textil, vestido y calzado	-1,5	30,9	0,2	-0,9	4,4	3,0	-3,0	4,4
Alimentación y bebidas	-1,1	33,6	2,6	-1,5	1,9	1,6	-2,8	0,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	-5,2	26,4	-5,4	-2,2	0,4	4,9	-0,8	4,5
<b>Servicios de consumo</b>	-1,0	23,5	-6,4	1,3	15,5	4,4	-6,5	12,8
Autopistas y aparcamientos	10,0	10,4	-8,0	0,9	13,0	7,2	-3,4	17,0
Transporte y distribución	6,8	-7,9	-3,1	-4,1	13,6	7,4	4,9	28,0
	27,9	29,6	-15,7	4,3	16,3	13,2	-6,7	22,9

Fuentes: 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.

Con la excepción de las compañías del sector del petróleo y de las autopistas, favorecidas por la recuperación de los precios del crudo y la posible presentación de ofertas competidoras a la opa sobre la principal compañía española del sector de las concesiones de autopistas, la mayoría de los sectores presentó un comportamiento negativo en el tercer trimestre, aunque su evolución no fue totalmente homogénea. Las mayores caídas correspondieron al sector industrial y de la construcción, así como a los de bienes y servicios de consumo. Asimismo, los valores ligados al sector financiero y de seguros volvieron a retroceder puesto que, a pesar de las mejoras observadas en el sector, han persistido los problemas en algunas entidades. El proceso de resolución del Banco Popular determinado por el FROB y la Junta Única de Resolución a principios de junio, o la decisión de la CNMV de restringir las posiciones cortas en acciones de Liberbank, que se adoptó el 12 de junio y ha sido prorrogada dos veces, son algunos ejemplos de estas dificultades.

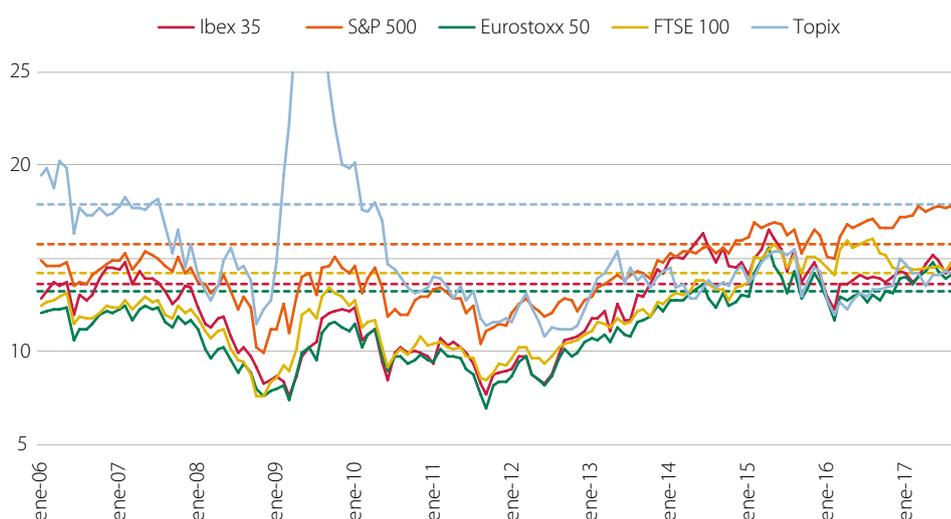
*La evolución de las cotizaciones no fue homogénea entre sectores. A pesar de las mejoras, siguen persistiendo elementos de incertidumbre en el sector financiero.*

La caída de las cotizaciones en el tercer trimestre y la mejora de los beneficios empresariales, junto con la perspectiva de que esta tendencia se mantenga en los próximos meses, permitieron que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 cayera desde 14,9 a mediados de junio a 13,9 a mediados de septiembre. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, situándose en la mayoría de los casos por encima de sus valores medios durante el periodo 2000-2017<sup>19</sup>. Así, la ratio PER del índice estadounidense S&P 500 apenas varió, puesto que la mejora de los beneficios empresariales estuvo acompañada de revalorizaciones similares del índice. En el europeo Eurostoxx y en el japonés Topix se observó una ligera caída de las ratios, pues en ambos casos la mejora de los beneficios por acción fue mayor que el incremento en las cotizaciones. Por otro lado, en el británico FTSE 100 la caída de esta ratio tuvo su origen en un retroceso de las cotizaciones.

*El retroceso de las cotizaciones durante el trimestre junto con el aumento de los beneficios empresariales dio lugar a una ligera disminución de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER).*

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

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

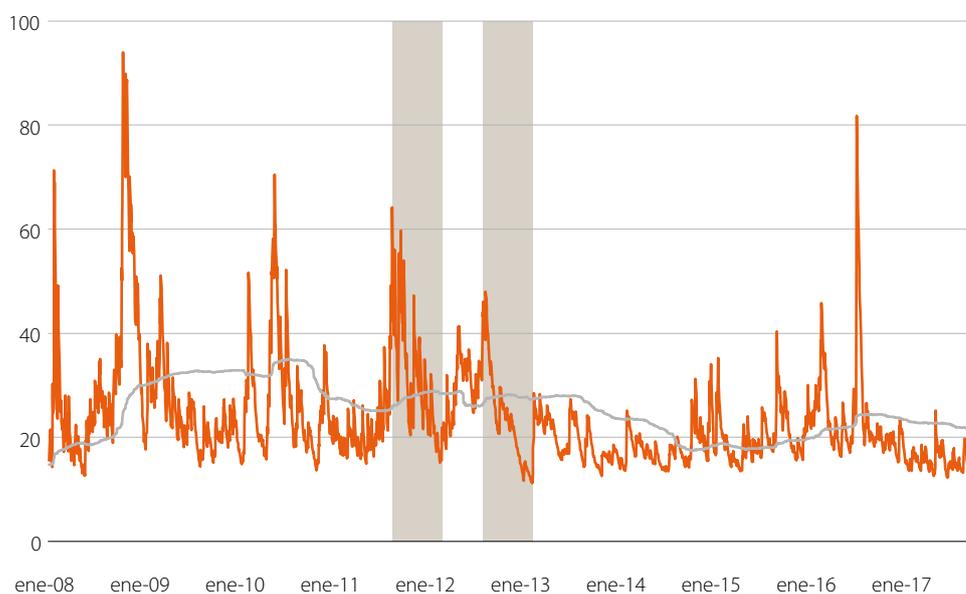
19 Excepto el índice japonés Topix.

La volatilidad apenas varió, manteniéndose en niveles reducidos en términos históricos (por debajo del 14 %).

La volatilidad del Ibex 35 se mantuvo estable en el tercer trimestre del año, sin apenas cambios respecto a los dos trimestres anteriores. Su comportamiento fue moderado durante todo el trimestre, situándose al final del mismo por debajo del 14 %. Este valor es ligeramente inferior a la media de los dos trimestres anteriores (15,4 % y 15,8 % respectivamente) y a la media en el conjunto del año (15,4 %), y refleja un descenso notable de la volatilidad respecto al ejercicio 2016, cuando se situó en torno al 24 %. La evolución de la volatilidad en el mercado español es similar a la de otras plazas internacionales en las que parece haberse producido una cierta disociación entre la incertidumbre (elevada en determinados momentos por tensiones o conflictos geopolíticos) y la volatilidad del mercado, que se sitúa en mínimos históricos. En el caso del Eurostoxx 50, este indicador finalizaba el trimestre por debajo del 10 %, y en el del estadounidense VIX quedaba en torno a este valor.

### Volatilidad histórica del Ibex 35

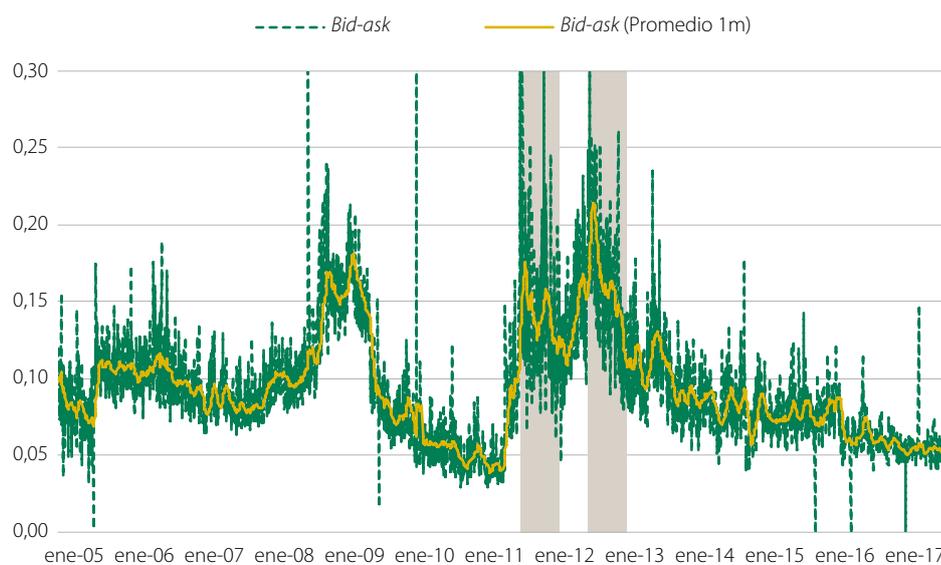
GRÁFICO 14



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En gris 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.

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

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), permanecieron estables en el tercer trimestre, siguiendo la tendencia observada en los dos anteriores. El *spread* se ha beneficiado de la caída de la volatilidad en el año, así como de la mejora de los volúmenes de contratación en relación con los registros de la segunda mitad de 2016. En particular, este diferencial se situaba en el 0,05 % a finales del tercer trimestre, unos niveles similares a los del segundo, pero por debajo de la media del conjunto de 2016 (0,064 %) y de la media histórica del indicador (0,096 %).



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico 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.

La contratación de renta variable española, que había presentado alzas en los últimos tres trimestres en relación con los datos de finales de 2016, cayó en el tercer trimestre acusando el retroceso habitual del periodo estival, a lo que se añadieron la creciente competencia de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y la propia negociación OTC, así como las incertidumbres por las tensiones geopolíticas en Asia. En el conjunto del año el volumen de contratación de renta variable en el mercado regulado español se situó en 460.000 millones de euros, un 3 % menos que en el mismo periodo de 2016<sup>20</sup>. Por otro lado, la contratación total de renta variable admitida en las bolsas españolas aumentó hasta superar los 668.000 millones de euros a mediados de septiembre, lo que supone un aumento interanual del 3 %. El mercado regulado español sigue concentrando la mayor parte de la negociación, pero su peso relativo en el total de la negociación de los valores admitidos en él sigue disminuyendo en favor de otros mercados regulados y SMN europeos, que ya representan más de un tercio del total. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 1.918 millones de euros en el tercer trimestre, por debajo de los 2.408 y 3.266 millones de los trimestres anteriores, así como de la media acumulada en lo que va de año (2.552 millones), tal y como se aprecia en el gráfico 16.

*A pesar de la leve recuperación de la contratación en los últimos meses, el acumulado del año muestra un retroceso del 3 %.*

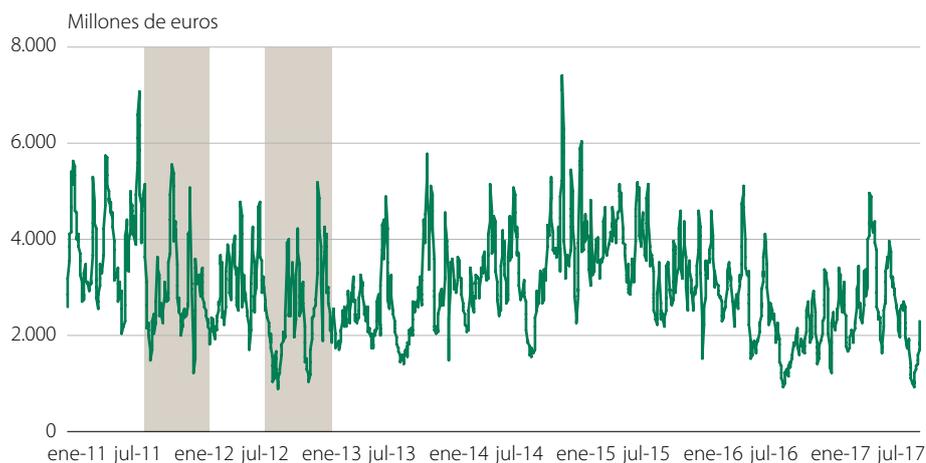
En cuanto a la contratación de valores españoles en el exterior, su cuota de mercado sigue ganando peso relativo y alcanza casi el 35 % de la negociación total, destacando la plataforma Chi-X, con más de 84.000 millones contratados en lo que va de año, lo que representa el 40 % de la negociación exterior. Entre el resto de los competidores, destaca el retroceso de Turquoise y el crecimiento de BATS y el resto de los operadores, que muestran avances significativos (51 % y 111 %, respectivamente, en términos interanuales) y son los más favorecidos por la expansión de la negociación en el exterior.

*La contratación de valores españoles en el exterior ya representa casi el 35 % de la contratación total de estos valores.*

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

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

GRÁFICO 16



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

<sup>1</sup> Media móvil de cinco sesiones hábiles.

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

CUADRO 5

Importes en millones de euros	2013	2014	2015	2016	I-17	II-17	III-17 <sup>2</sup>
<b>Total</b>	<b>764.986,6</b>	<b>1.002.189,0</b>	<b>1.161.482,8</b>	<b>877.413,3</b>	<b>224.055,9</b>	<b>284.277,4</b>	<b>160.226,8</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>764.933,4</b>	<b>1.002.095,9</b>	<b>1.161.222,9</b>	<b>877.402,7</b>	<b>224.051,1</b>	<b>284.276,1</b>	<b>160.226,4</b>
BME	687.527,6	849.934,6	925.978,7	631.107,2	154.769,9	200.614,7	104.433,6
Chi-X	53.396,7	95.973,0	150.139,9	117.419,4	28.193,9	33.434,1	22.860,7
Turquoise	11.707,9	28.497,5	35.680,5	51.051,8	11.945,3	12.293,0	8.005,6
BATS	10.632,1	18.671,0	35.857,6	44.839,8	13.446,4	19.511,0	15.733,0
Otros <sup>3</sup>	1.669,2	9.019,8	13.566,2	32.984,5	15.695,6	18.423,3	9.193,5
<b>Corros</b>	<b>51,4</b>	<b>92,4</b>	<b>246,1</b>	<b>7,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>
Madrid	7,3	32,7	19,4	3,2	1,6	0,1	0,1
Bilbao	0,1	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	44,1	45,2	219,1	4,1	3,1	0,7	0,4
Valencia	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>13,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	5.640,0	14.508,9	12.417,7	6.033,0	2.535,4	1.911,0	1.179,4
MAB	5.896,3	7.723,2	6.441,7	5.066,2	1.396,2	1.261,8	667,9
Latibex	367,3	373,1	258,7	156,7	71,2	31,3	10,0
ETF	4.283,9	9.849,4	12.633,8	6.045,2	1.095,7	1.196,3	537,7
Total contratación BME	703.768,7	882.482,3	957.990,5	648.418,9	159.873,2	205.016,3	106.829,1
% RV española en BME respecto al total RV española	89,9	84,8	80,1	71,9	68,4	68,4	65,4

Fuentes: Bloomberg y elaboración propia.

<sup>1</sup> 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 Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.

<sup>2</sup> Datos hasta el 15 de septiembre.

<sup>3</sup> 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.

	2014	2015	2016	IV-16	I-17	II-17	III-17
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
Ampliaciones de capital	47	45	45	18	15	13	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	0	1	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	0	2	3	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>143</b>	<b>111</b>	<b>81</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
Ampliaciones de capital	136	99	79	23	25	14	18
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	0	1	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) <sup>2</sup>	7	12	2	0	2	4	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Total</b>	<b>32.759,2</b>	<b>37.065,5</b>	<b>20.251,7</b>	<b>4.154,3</b>	<b>8.723,5</b>	<b>11.068</b>	<b>8.591</b>
Ampliaciones de capital	27.872,3	28.733,9	19.745,1	4.154,3	7.364,2	10.049,8	8.590,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	0,0	100,0	687,5	68,8
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.898,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.152,5
De las cuales dividendo elección <sup>3</sup>	12.573,8	9.627,8	5.898,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.152,5
Ampliaciones de capital por conversión	3.645,6	1.868,7	2.343,9	76,3	0,1	23,6	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	2.811,3	365,2	1.791,7	1.502,6	58,0	8.122,6	238,8
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	4,6	185,3	11,7	7.102,9
Otras ampliaciones	3.022,2	8.939,7	2.390,2	18,6	5.936,4	354,1	27,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	0,0	1.359,3	1.018,0	0,0
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	9	16	15	7	2	6	1
Número de emisiones	15	18	21	7	2	6	1
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	30,1	2,2	84,2	10,9
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	30,1	2,2	84,2	10,9
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	2,4	0,0	14,1	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 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.
- 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.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 8.591 millones en euros en el tercer trimestre<sup>21</sup>, por debajo de los valores alcanzados en los dos primeros del año, pero casi cinco veces más que lo emitido en el mismo periodo de 2016. Entre todas las operaciones, destacó la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente del primer banco nacional, que superó los 7.100 millones de euros de valor y constituye la mayor ampliación de este tipo por parte de una compañía española en los últimos años. Por otro lado, tuvo lugar la salida a bolsa de un banco de tamaño pequeño mediante una oferta pública de suscripción de valores (OPS), que se unió a las tres compañías listadas en el primer semestre mediante ofertas públicas de venta de acciones (OPV). El mercado espera

*El volumen de emisión de acciones en el trimestre creció de modo significativo en términos interanuales gracias al tamaño de la ampliación de capital realizada por el primer banco español.*

21 Datos hasta el 15 de septiembre.

que en los próximos meses se produzcan operaciones similares de nuevas compañías que pasen a cotizar en el mercado. Asimismo, destacó el importe de las ampliaciones de capital bajo la modalidad de dividendo elección, que alcanzó valores similares a los del mismo periodo de 2016, coincidiendo con el pago habitual de dividendos al comienzo del verano por varias compañías de gran tamaño.

### Breve nota sobre la Guía Técnica 3/2017 de la CNMV sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público

RECUADRO 2

El 27 de junio de 2017 el Consejo de la CNMV aprobó esta guía técnica con el fin de difundir determinadas buenas prácticas sobre el funcionamiento, alcance de funciones y responsabilidades que deben asumir las comisiones de auditoría en su desempeño.

La importancia de las comisiones de auditoría dentro de la estructura de gobierno corporativo de las entidades quedó plasmada por primera vez en España en el Código Olivencia, una de cuyas principales y más novedosas recomendaciones fue que las sociedades cotizadas crearan, en el seno del consejo de administración, una comisión de auditoría integrada exclusivamente por consejeros externos, encargada de la información y control contable y de las relaciones con el auditor externo, y donde ya se recomendaba la presencia de independientes en proporción al *free float*. A partir de ese momento, las comisiones de auditoría han adquirido una importancia creciente y, así, en 2002, con la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, la recomendación del Código Olivencia se convirtió en obligación legal para las entidades con valores cotizados.

Posteriormente, ya en 2015, la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, extendió esta obligación, con algunas excepciones, a las denominadas entidades de interés público (EIP), cuya definición incluye, además de las sociedades cotizadas, a determinadas entidades financieras sujetas a supervisión y a las empresas que excedan de cierto tamaño<sup>1</sup>.

Hay dos aspectos importantes que deben tenerse en cuenta para entender esta guía. El primero es que, como ella misma establece a la vista de la diversidad del colectivo de entidades al que se dirige, no todos sus principios o recomendaciones serán aplicables a todas las entidades con la misma extensión. En consecuencia, cada EIP deberá adaptar dichos principios y recomendaciones a sus circunstancias y características particulares. El segundo es que la guía no está concebida para aplicarse bajo el principio de «cumplir o explicar», a diferencia del Código de Buen Gobierno, dado que se refiere a buenas prácticas basadas, en última instancia, en el sentido común y la experiencia supervisora; pero aun así, si una entidad decide no aplicarla en toda su extensión debería estar preparada para dar una explicación de las razones por las que considera que la comisión de auditoría consigue sus fines y desarrolla adecuadamente las funciones que tiene encomendadas por ley pese a no aplicar en su integridad esos principios o recomendaciones.

La Guía se estructura en dos grandes capítulos. El primero recoge unos principios básicos que sirven de orientación a las comisiones de auditoría en el desempeño de sus funciones. El segundo desarrolla una serie de criterios y buenas prácticas para el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a estas comisiones.

Los principios básicos recogen las ideas que actúan como inspiradoras del resto de criterios y buenas prácticas, que se concretan en la segunda parte de la guía. Estos principios son los siguientes:

**Responsabilidad.** La comisión de auditoría es responsable de asesorar al consejo de administración y de supervisar y controlar los procesos de elaboración y presentación de la información financiera, así como de velar por la independencia del auditor de cuentas y de la eficacia de los sistemas internos de control y gestión de riesgos.

**Escepticismo.** Los miembros de la comisión deben actuar con una actitud crítica, cuestionando los datos y juicios que se les suministren hasta formarse una opinión propia.

**Diálogo constructivo que promueva la libre expresión de sus miembros.** En el seno de la comisión se debe fomentar el diálogo constructivo, promoviendo la participación y libre expresión de todos sus miembros y una actitud crítica.

**Diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección.** Para un adecuado funcionamiento, la comisión debe establecer canales de comunicación efectivos con sus interlocutores habituales. Sin embargo, este diálogo continuo no debería amenazar la independencia de funcionamiento de la comisión ni la de los auditores de cuentas, por lo que la presencia de directivos, consejeros no miembros y otros agentes debería limitarse a aquellos puntos del orden del día en que esta sea imprescindible y para los que hayan sido previamente convocados.

**Capacidad de análisis suficiente (utilización de expertos).** La comisión debe tener la potestad de solicitar y obtener el asesoramiento o dictámenes de expertos, además del apoyo y asesoramiento interno cuando lo estime oportuno.

Como ya se ha mencionado, la segunda parte de la guía toma como base estos principios y desarrolla una serie de criterios y buenas prácticas para el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a las comisiones de auditoría.

Dada la naturaleza de este recuadro, cuyo propósito fundamental es informar acerca de la reciente publicación de la guía, destacando alguno de sus aspectos más relevantes, se remite para su conocimiento y lectura detallada al siguiente enlace: <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx>.

No obstante, es oportuno resaltar la importancia que tiene para los accionistas y otras partes interesadas conocer y comprender las actividades realizadas por la comisión de auditoría durante cada ejercicio, por lo que es fundamental que la comisión elabore un informe anual con el contenido mínimo sugerido en el apartado noveno de la guía y que este se haga público a través de la página web de la sociedad y se ponga a disposición de los accionistas con motivo de la convocatoria de su junta general ordinaria, fomentando de esta manera la transparencia de sus actuaciones y la mayor involucración de sus accionistas e inversores.

---

<sup>1</sup> Ver la definición completa en el artículo 3.5 de la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas, y en el artículo 15 del Real Decreto 1517/2011 que lo desarrolla.

## 3.2 Los mercados de renta fija

*A pesar de las expectativas iniciales de repuntes de tipos, las perspectivas de que las políticas monetarias se mantendrán relativamente estables en el corto plazo, tanto en EE. UU. como en la zona del euro, han permitido que las rentabilidades de la deuda se mantengan sin apenas cambios en la mayor parte de los plazos de la curva.*

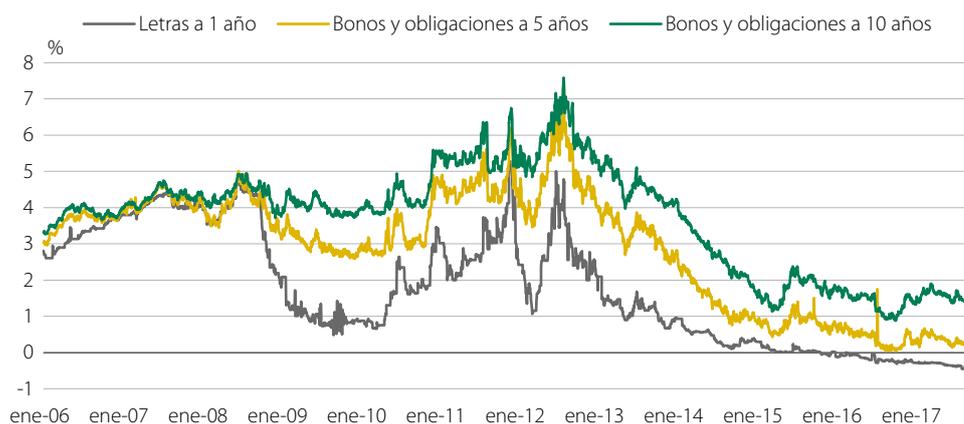
*La prima de riesgo de crédito soberano se incrementó ligeramente en el tercer trimestre.*

Los mercados de renta fija, tanto nacionales como internacionales, han tenido presente durante la mayor parte del año que las subidas de tipos de la Reserva Federal (la última, en junio), así como la mejora de la economía y la inflación en la zona del euro, obligaría al BCE a adoptar las primeras medidas de retirada de estímulos monetarios. Esta circunstancia permitió repuntes transitorios en los tipos a medio y largo plazo de la deuda pública y privada en la primera mitad del año, por encima de los mínimos históricos alcanzados durante el tercer trimestre de 2016. A pesar de esto, las recientes señales de ralentización de la economía estadounidense, unidas al fortalecimiento del tipo de cambio del euro y la moderación de la inflación en Europa, han alejado la perspectiva de una nueva subida de tipos por parte de la Reserva Federal antes de final de año. Asimismo, el BCE ha retrasado un posible endurecimiento de su política monetaria hasta el otoño, dejando abierta la puerta a una expansión del tamaño y de la duración de su programa de compra de activos. Las citadas dudas sobre la evolución de la política monetaria de ambas regiones han incidido sobre los tipos de la renta fija, tanto pública como privada, que han presentado un comportamiento relajado y apenas han variado para la mayor parte de los plazos de la curva durante el tercer trimestre.

En el caso de España, la prima de riesgo de crédito soberano ha repuntado suavemente (en torno a 12 p.b.) debido a las incertidumbres políticas nacionales, alejándose así de la tendencia en otros países similares de la eurozona que alcanzaron mínimos anuales en julio. En cuanto a las emisiones de deuda, continúa el proceso de sustitución de activos registrados en la CNMV (-29 % en 2017) por deuda emitida en el exterior (36 %), que ya representa el 45 % del total. Se han observado retrocesos en las emisiones de la mayoría de activos de renta fija, menos en los bonos simples, que se siguen beneficiando del programa de compras de deuda del BCE.

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



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

*El rendimiento de la deuda pública a corto plazo lleva cerca de un año en mínimos históricos.*

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo se mantuvo sin cambios relevantes en el tercer trimestre, tanto en el mercado primario como en el secundario, de modo que cumple cerca de un año en una zona de mínimos históricos. Al contrario que los tipos de los plazos más largos, que han estado sujetos a mayor volatilidad, los movimientos del tramo corto de la curva de deuda continúan condicionados por

la política monetaria acomodaticia del BCE, que mantiene los tipos de interés oficiales en mínimos históricos, así como por su programa de compras de deuda pública (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés)<sup>22</sup>. A mediados de septiembre el rendimiento en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses alcanzaba el -0,42 %, el -0,39 % y el -0,37 % respectivamente, similar al del trimestre anterior y a la rentabilidad mínima anual del -0,4 % fijada por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas de letras del Tesoro han seguido resolviéndose a tipos negativos, siendo las últimas realizadas en septiembre a tipos similares a los de las subastas precedentes. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo el comportamiento fue menos homogéneo, registrándose un incremento de 19 p.b. en el plazo de tres meses y descensos en los plazos más largos (de entre 11 y 32 p.b.), que colocaron por primera vez los tipos de los pagarés a doce meses en valores negativos. De este modo, el rendimiento de estos activos en el momento de su emisión se situaba en el 0,37 %, el 0,10 % y el -0,01 % a tres, seis y doce meses respectivamente (véase el cuadro 7).

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

CUADRO 7

%	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17	jun-17	sep-17 <sup>2</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	0,12	-0,15	-0,47	-0,42	-0,41	-0,42
6 meses	0,25	-0,01	-0,34	-0,35	-0,39	-0,39
12 meses	0,34	-0,02	-0,25	-0,28	-0,36	-0,37
<b>Pagarés de empresa<sup>3</sup></b>						
3 meses	0,55	0,31	0,18	0,36	0,18	0,37
6 meses	0,91	0,42	0,20	0,20	0,42	0,10
12 meses	0,91	0,53	0,15	0,14	0,10	-0,01

Fuentes: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

3 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo aumentó ligeramente a lo largo del tercer trimestre ante la perspectiva de que se produjesen nuevas alzas de tipos en Estados Unidos y un endurecimiento de la política monetaria en Europa. Sin embargo, estas perspectivas se atenuaron después reduciendo las alzas al rango de 5-7 p.b. y permitiendo, incluso, que los tipos de la deuda a tres años se mantuvieran en valores negativos. Así, en la fecha de cierre del informe (15 de septiembre), el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el -0,08 %, el 0,27 % y el 1,53 % respectivamente (véase el cuadro 8). La referencia a tres años acumula tres trimestres consecutivos de valores negativos, mientras que las referencias a cinco y diez años presentan suaves alzas en su rendimiento, que se mantiene próximo a sus mínimos históricos.

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria, aunque después los mercados le han restado probabilidad a este escenario.*

22 A principios de septiembre el BCE había adquirido deuda pública por importe de 1.720.024 millones de euros, de los cuales 206.189 millones de euros correspondían a títulos españoles.

*En el caso de la deuda corporativa, su rendimiento disminuyó en los plazos medios por las expectativas de que el BCE pueda extender en volumen y en plazo su programa de compras de deuda de este tipo.*

En el caso de la deuda corporativa, el rendimiento medio de los bonos a diez años registró un incremento similar al del bono soberano, mientras que el comportamiento de las rentabilidades en los plazos medios (tres y cinco años) fue ligeramente diferente al de la deuda pública. En general, estos activos se han visto favorecidos por la perspectiva de que el BCE pudiese ampliar el programa de compras de deuda de este tipo tanto en cuantía como en duración, cuando los mercados habían previsto nuevos recortes del mismo<sup>23</sup>. Además, los inversores siguen apostando por este tipo de deuda en sus estrategias de búsqueda de rentabilidad, a pesar del riesgo de importantes caídas en sus precios ante un hipotético repunte de los tipos de interés. La caída de las rentabilidades en el medio y largo plazo fue de entre 7 y 14 p.b., pues estos tramos son los más sensibles a un posible cambio en el escenario de tipos. Así, a mediados de septiembre las rentabilidades de la deuda privada eran del 0,55 %, el 0,91 % y el 1,92 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente.

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

CUADRO 8

%	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17	jun-17	sep-17 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	0,65	0,24	0,04	-0,02	-0,15	-0,08
5 años	0,96	0,72	0,35	0,51	0,22	0,27
10 años	1,77	1,72	1,44	1,76	1,46	1,53
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	0,84	0,66	0,69	0,45	0,62	0,55
5 años	1,88	1,95	1,43	1,50	1,05	0,91
10 años	2,32	2,40	2,14	1,96	1,82	1,92

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

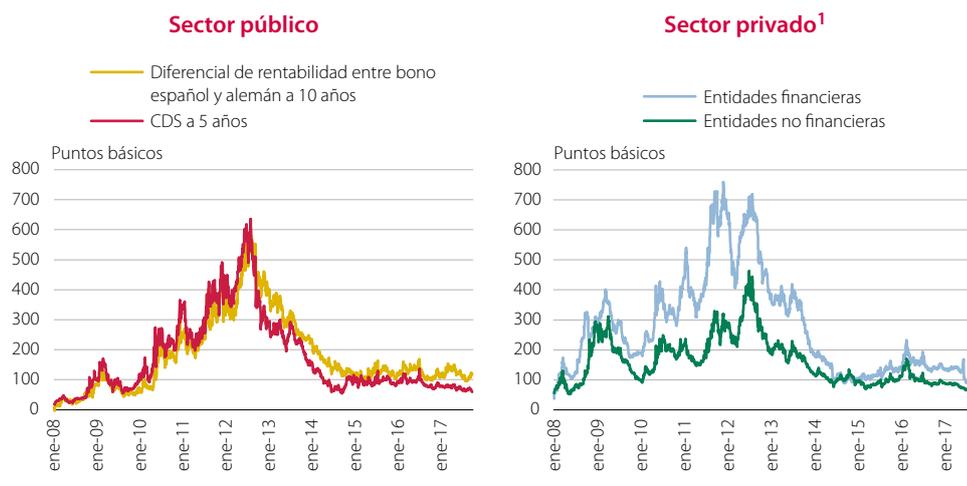
1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

*La prima de riesgo soberano aumentó ligeramente en los últimos meses (12 p.b., hasta los 118 p.b.), situándose en niveles similares a los de principios de año.*

Las primas de riesgo de los diferentes sectores privados de la economía siguieron una tendencia inversa a la de la deuda pública durante el tercer trimestre: mientras que las primeras presentaban ligeros descensos, continuando con la tendencia observada en todo el año, la segunda aumentaba 12 p.b. y se situaba prácticamente al mismo nivel en que comenzó en 2017. Así, el efecto positivo de los programas de compras de deuda soberana del BCE cada vez es más limitado, a la vez que ganan peso el importante nivel de endeudamiento del sector público y las incertidumbres de carácter político. De este modo, la prima de riesgo, medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a diez años y el alemán al mismo plazo, se situó en 118 p.b. Por el contrario, la prima de riesgo medida a través del CDS del bono español siguió una tendencia contraria y su valor al cierre del trimestre es incluso ligeramente inferior al del comienzo del mismo (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

23 El presidente del BCE señaló en la reunión del 7 de septiembre que la institución está lista para ajustar en otoño su programa de compras de activos tanto en volumen como en duración.



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

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

Asimismo, las primas de riesgo de los sectores privados de la economía siguieron beneficiándose del impacto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE. De hecho, los principales emisores españoles de deuda corporativa se encuentran en la lista de emisores y activos elegibles de este programa. Por otro lado, aunque no ha existido un programa de compras específico para la deuda emitida por las entidades financieras, sus primas de riesgo se ven favorecidas por el fortalecimiento de sus balances y por las expectativas relacionadas con un escenario de tipos al alza. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de septiembre en 79 p.b., por debajo de los 91 p.b. del cierre del trimestre anterior y lejos de los 136 p.b. de comienzos del año. Además, en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 61 p.b. en la misma fecha, frente a los 68 y 89 p.b. del trimestre anterior y del inicio del año respectivamente.

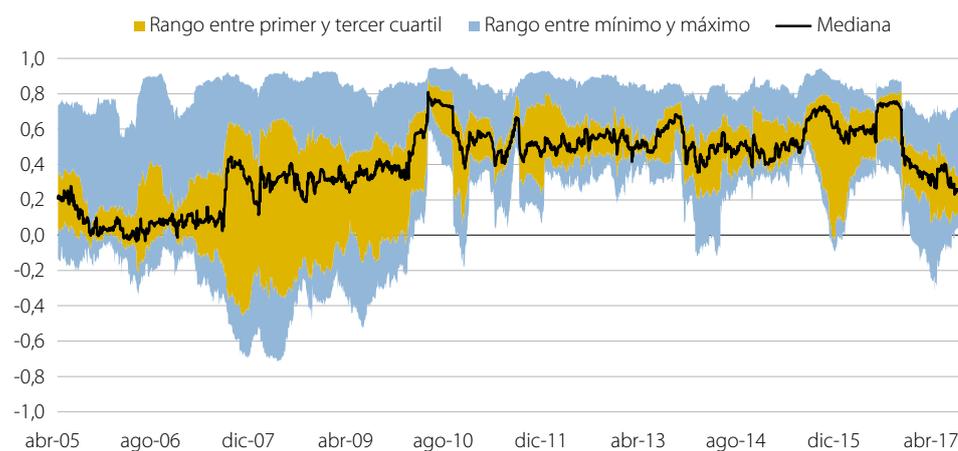
*Las primas de riesgo del sector privado siguieron disminuyendo al beneficiarse de la mejora de la situación patrimonial y del programa de compras de deuda del BCE.*

El grado de correlación entre los precios de diversos activos financieros españoles de renta fija y variable ha seguido cayendo (véase el gráfico 19), hasta situarse en el tercer trimestre en su nivel más bajo desde 2009. La mediana de las correlaciones entre estos activos ha caído durante la mayor parte del año, reflejando un menor riesgo de contagio entre las diferentes clases de instrumentos financieros. Asimismo, el rango de las correlaciones se ha mantenido relativamente estable.

*La correlación entre los precios de los activos financieros españoles siguió disminuyendo y su mediana alcanzó el nivel más bajo desde el año 2009.*

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre (hasta el 15 de septiembre) alcanzaron los 9.682 millones de euros, un 18,7 % menos que las registradas en el mismo periodo de 2016. A pesar del contexto de la época estival, este volumen es el más bajo de los últimos dos años y ha seguido condicionado por la mejora de las condiciones en la financiación bancaria tradicional, tanto en volúmenes como en precios, por el hecho de que los principales emisores españoles ya han cubierto gran parte de sus necesidades de financiación para este año y por la sustitución de emisiones de deuda en el exterior. En términos absolutos, los mayores retrocesos correspondieron a las cédulas territoriales, pues no se produjo ninguna emisión en el trimestre, así como a los pagarés de empresa y a los bonos de titulización. Por el contrario, las emisiones de cédulas hipotecarias aumentaron casi 3.000 millones de euros en el trimestre.

*El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV cayó en el tercer trimestre y también en el conjunto del año...*



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

- 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 comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en 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 del Banco Popular.

... con retrocesos en las emisiones de la mayoría de los instrumentos, salvo en los bonos simples, que se benefician del programa de compras del BCE.

En el conjunto del año las emisiones de renta fija se han situado en 58.161 millones de euros, un 29 % menos que en 2016. Se observan retrocesos en todas las categorías de activos salvo en los bonos simples, cuyas emisiones se han incrementado un 26,7 %, hasta los 17.356 millones de euros. Estos activos se siguen beneficiando del programa de compras de deuda corporativa del BCE (el denominado CSPP). También destaca una emisión por un importe cercano a 1.000 millones de euros de obligaciones perpetuas contingentemente amortizables que ha sido registrada por la primera entidad financiera española para ofrecérsela a antiguos accionistas y tenedores de deuda del Banco Popular. Los descensos más acusados se observaron en los bonos de titulización, con 12.000 millones menos emitidos este año, en las cédulas (casi 11.000 millones menos entre hipotecarias y territoriales) y en los pagarés, con 5.000 millones menos. Las cédulas también se benefician en sus costes de emisión tanto de su calidad crediticia como del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3)<sup>24</sup>, pero su volumen de emisión está limitado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, que sigue retrocediendo.

24 Hasta el 31 de agosto, este programa acumulaba compras por un importe cercano a 230 mil millones de euros, de las que el 33,27 % fueron en el mercado primario.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 9

	2013	2014	2015	2016	2017		
					I	II	III <sup>1</sup>
<b>Registradas en la CNMV</b>							
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>138.839</b>	<b>130.258</b>	<b>136.607</b>	<b>139.028</b>	<b>25.429</b>	<b>23.050</b>	<b>9.682</b>
Cédulas hipotecarias	24.800	23.838	31.375	31.643	2.250	9.050	2.925
Cédulas territoriales	8.115	1.853	10.400	7.250	0	350	0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.537	41.155	39.100	40.170	13.486	2.763	1.108
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803	750	53	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.593	29.008	28.370	35.505	6.525	3.594	2.969
Tramo nacional	24.980	26.972	25.147	32.229	5.463	1.899	2.969
Tramo internacional	3.613	2.036	3.222	3.276	1.062	1.695	0
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	43.991	33.654	27.310	22.960	3.168	6.293	1.700
De titulización	1.410	620	2.420	1.880	0	1.000	0
Resto de pagarés	42.581	33.034	24.890	21.080	3.168	5.293	1.700
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	1.500	0	0	981
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	1.000	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	4.776	7.999	5.452	4.279	1.520	1.956	1.370
Emisiones aseguradas	193	196	0	421	0	0	0
					2017		
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>3</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>47.852</b>	<b>56.736</b>	<b>66.347</b>	<b>58.587</b>	<b>22.064</b>	<b>21.617</b>	<b>4.665</b>
A largo plazo	34.452	35.281	33.362	31.655	17.723	16.996	3.802
Participaciones preferentes	1.653	5.602	2.250	1.200	0	2.000	750
Obligaciones subordinadas	750	3.000	2.918	2.333	3.381	968	1.000
Bonos y obligaciones	32.049	26.679	28.194	28.122	14.342	14.028	2.052
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	13.400	21.455	32.984	26.932	4.341	4.621	863
Pagarés de empresa	13.400	21.455	32.984	26.932	4.341	4.621	863
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					2017		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>3</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>48.490</b>	<b>42.170</b>	<b>55.286</b>	<b>56.674</b>	<b>15.572</b>	<b>15.412</b>	<b>5.149</b>
Instituciones financieras	7.951	10.201	14.875	11.427	3.785	4.036	1.450
Sociedades no financieras	40.539	31.969	40.411	45.247	11.788	11.376	3.699

Fuentes: CNMV y Banco de España.

1 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

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

3 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

*Por el contrario, siguieron incrementándose las emisiones de renta fija en el exterior, que ya representan el 45 % de las emisiones totales.*

Como viene sucediendo desde hace varios años, las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior continuaron avanzando y representan ya el 45 % de las emisiones totales (30 % en 2016). En lo que va de año hasta julio, estas emisiones se situaron en 48.345 millones de euros, un 36,3 % más que en el mismo periodo de 2016. El incremento se debió exclusivamente al fuerte avance de las emisiones de bonos a largo plazo, que ascendieron a 38.521 millones de euros, más del doble de lo emitido en 2016. Por el contrario, las emisiones de pagarés no llegaron a los 10.000 millones de euros (16.480 millones en 2016). Como en el caso de las emisiones registradas en la CNMV, el avance en el segmento de bonos a largo plazo está relacionado con su condición de activos elegibles dentro del programa de compras de deuda corporativa del BCE (el denominado CSPP). Las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior también presentan avances en el año (del 8 %, hasta los 36.133 millones de euros), que se explican por el repunte de las emisiones de las entidades financieras.

### **Integración de Iberclear en TARGET2-Securities**

RECUADRO 3

El pasado 18 de septiembre Iberclear se incorporó a TARGET2-Securities (T2S). Este hito culmina la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado español.

#### **Qué es T2S<sup>1</sup>**

T2S es la plataforma del Eurosistema para la liquidación centralizada de valores en dinero de banco central. T2S ofrece a los depositarios centrales de valores (DCV) un servicio de liquidación integrado, neutral y con funcionalidades avanzadas. Mediante este modelo de liquidación integrado, los DCV europeos utilizarán T2S como soporte técnico para la prestación de los servicios de liquidación de valores.

La plataforma permite la liquidación de operaciones de valores en euros y en otras monedas emitidas por bancos centrales que se conecten a la misma. T2S armoniza los procesos de liquidación en Europa y equipara la liquidación transfronteriza a la nacional, facilitando una gestión más económica y eficiente de las operaciones de valores transfronterizas en la Unión Europea.

La plataforma comenzó a funcionar en junio de 2015 y desde entonces veinte DCV de toda Europa se han incorporado a T2S.

#### **Proceso de migración de Iberclear a T2S**

En su sesión del 20 de marzo de 2013, el Consejo de la CNMV aprobó el acuerdo marco entre Iberclear y el Eurosistema, un documento en el que se establecen los derechos y obligaciones de ambas partes en relación con el desarrollo y funcionamiento de T2S.

Con la suscripción de este acuerdo por Iberclear se impulsó el desarrollo de los trabajos destinados a su integración en la plataforma. Migración que, como se ha señalado, ha tenido lugar en septiembre de este año, junto con la del DCV de los países bálticos.

De forma paralela, el mercado español, para armonizar su sistema de compensación, liquidación y registro de valores con sus homólogos europeos y facilitar la integración en T2S, puso en marcha un proceso de reforma que se dividió en dos etapas:

- Fase I, implementada en abril de 2016, que conllevó cambios significativos para las operaciones de renta variable. En esta fase se dispuso la intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central en la contratación multilateral; se eliminaron las referencias de registro para introducir un sistema de liquidación basado en saldos, y se estableció la irrevocabilidad de las órdenes de transferencia cuando dichas órdenes quedasen casadas frente al aseguramiento de la entrega en el momento de la contratación del sistema anterior. Además, en octubre de 2016 se redujo el plazo de liquidación, que pasó de D+3 a D+2.
- Fase II, finalizada en septiembre de 2017, que supuso la incorporación de los valores de renta fija al sistema de liquidación ARCO (en el que, hasta el momento, se liquidaban los valores de renta variable) y la conexión de este sistema a T2S.

Con el cierre de la Fase II ha concluido el proceso de reforma y se ha realizado la migración de Iberclear a T2S en las fechas comprometidas.

Esta migración forma parte de la última oleada de migraciones acordadas entre el Eurosistema y los DCV que se comprometieron a adherirse a T2S. El Banco Central Europeo espera que, tras esta última oleada, la plataforma alcance un promedio de 550.000 transacciones diarias.

### **Avances hacia el sistema integrado de poscontratación en la UE y principales retos**

Por su contribución a la unificación de los mercados de valores europeos, T2S constituye una pieza clave en la integración financiera en Europa y en la consecución del mercado único de capitales. La plataforma de liquidación T2S fomenta la apertura del mercado interior de liquidación de valores con el objetivo de potenciar la liquidación transfronteriza.

Este es también uno de los objetivos que se persigue a través del Reglamento de DCV<sup>2</sup>, que establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la UE, así como normas de organización y conducta de los DCV, con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura en la UE.

En este sentido, el Reglamento de DCV y T2S son iniciativas complementarias: por un lado, el Reglamento de DCV armoniza a nivel europeo los aspectos jurídicos de la liquidación de valores y las normas para los DCV y, por otro lado, T2S armoniza los aspectos operativos de la liquidación de valores. Con ello se permite a cualquier inversor de la UE invertir en todos los valores europeos con la misma facilidad y utilizando los mismos procedimientos que para los valores nacionales.

Los avances hacia el sistema integrado de poscontratación de la UE han sido reconocidos en el informe del Foro Europeo de poscontratación<sup>3</sup> (publicado por la Comisión Europea el 23 de agosto de 2017). En él se señala que varias de las barreras identificadas por el grupo Giovannini<sup>4</sup> fueron eliminadas con la introducción de T2S y del Reglamento de DCV (cuestiones tales como la firmeza intradía, las diferencias en los ciclos de liquidación o la armonización de los horarios de liquidación).

Pese a ello, el informe identifica elementos aún pendientes para la eliminación de las barreras. En consecuencia, son varios los aspectos sobre los que habrá que seguir trabajando, entre los que se puede destacar, por su impacto en el mercado español, la divergencia entre las legislaciones nacionales en materia de propiedad, insolvencia y tenencia de valores. Estas cuestiones están siendo objeto de análisis por la Comisión Europea, tal y como se recoge en el Mid-Term Review del Plan de acción para la creación de un mercado de capital único publicado en junio de 2017<sup>5</sup>.

- 1 Véase para mayor detalle el anexo del comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre la finalización del proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, de fecha 18 de septiembre de 2017: <http://10.10.1.33/portal/verDoc.axd?t={ff472ea8-8ab1-46bd-89e5-7e66b87df233}>
- 2 Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012.
- 3 «European Post Trade Forum Report». Informe disponible en la página web de la Comisión Europea: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-post-trade\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-post-trade_en)
- 4 Informes del grupo Giovannini disponibles en la página web de la Comisión Europea: [https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en)
- 5 Informe disponible en la página web de la Comisión Europea: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf)

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>25</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 6,6 % en el primer semestre del 2017, hasta situarse en 253 mil millones de euros...*

El patrimonio de los fondos de inversión nacionales se incrementó un 6,6 % en el primer semestre del año, hasta los 253 mil millones de euros, consolidando la expansión del sector que comenzó en 2013. Esta industria continúa beneficiándose del comportamiento de los inversores, cada vez más numerosos, que buscan inversiones financieras con una rentabilidad superior a la de activos tradicionales como los depósitos o la deuda pública, poco atractivos en el actual entorno de tipos de interés. Así, el 77 % del incremento del patrimonio de los fondos de inversión tuvo su origen en las inversiones netas de los partícipes, que superaron los doce mil millones entre enero y junio (véase el cuadro 10), y el resto se debió a la revalorización de la cartera de los fondos.

25 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.

El desglose de las suscripciones en función de la vocación de los fondos revela que las categorías más conservadoras como, por ejemplo, los fondos de renta fija, los garantizados de renta fija o, en menor medida, los de gestión pasiva experimentaron desinversiones notables en el primer semestre del año (más de siete mil millones en conjunto). Por el contrario, otras categorías que implican una asunción de riesgos mayor recibieron la mayor parte de las inversiones. Entre estas últimas destacan los fondos globales, cuyas suscripciones netas superaron los 7.700 millones de euros (más del 60 % de las suscripciones totales) y las diferentes categorías de fondos de renta variable: los de renta variable mixta recibieron 3.200 millones, los de renta variable internacional 2.365 millones y los de renta variable euro 1.355 millones. Los fondos de retorno absoluto también fueron objeto de inversiones cuantiosas (cerca de 2.800 millones en el semestre).

... como consecuencia de las elevadas inversiones de los partícipes, que superaron los doce mil millones entre enero y junio.

## Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>35.972,7</b>	<b>23.466,6</b>	<b>13.782,4</b>	<b>5.898,7</b>	<b>6.361,9</b>	<b>6.266,4</b>	<b>5.968,3</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	13.492,7	-5.351,4	7.613,8	2.400,8	1.298,4	-1.952,6	-1.181,5
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	15.712,0	21.167,5	-3.177,6	-1.200,0	189,1	1.151,3	395,1
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	6.567,7	8.153,8	-3.030,2	-2.312,2	377,8	1.529,4	1.679,7
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	2.184,9	468,9	-542,9	-172,6	291,4	397,9	957,7
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	531,8	4.060,5	346,6	237,2	533,4	1.961,7	403,2
Gar. rta. fija	-10.453,6	-6.807,4	-3.202,7	-813,1	-156,5	-832,0	-778,5
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-909,5	-2.599,8	5.478,4	770,1	1.434,9	844,6	-439,5
Fondos globales	2.182,3	5.805,3	3.579,9	3.537,5	403,6	3.350,4	4.353,3
De gestión pasiva <sup>7</sup>	4.970,9	-6.264,2	5.790,0	2.983,2	1.631,1	-1.181,4	-1.215,0
Retorno absoluto <sup>7</sup>	1.693,9	4.811,4	946,4	467,8	358,7	997,0	1.793,8

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.

La rentabilidad acumulada de los fondos entre enero y junio fue del 1,5 %, superando los registros anuales de 2015 y 2016, que no llegaron al 1 %. La mejora del rendimiento de los fondos en este ejercicio está relacionada con la revalorización de la cartera de los fondos de renta variable, que es superior al 10 % en el caso de la renta variable euro y al 5 % en el de la renta variable internacional. Además, las rentabilidades más elevadas se produjeron en el primer trimestre del año, mientras que los registros del segundo fueron mucho más reducidos, en sintonía con el escaso dinamismo de los mercados durante estos meses (véase el cuadro 11).

La rentabilidad acumulada de los fondos (1,5 %) ya supera la de 2015 y 2016 por la revalorización de las acciones de la cartera.

Número	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.951</b>	<b>1.804</b>	<b>1.805</b>	<b>1.810</b>	<b>1.805</b>	<b>1.815</b>	<b>1.804</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	359	319	306	308	306	296	299
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	123	132	148	146	148	154	154
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	131	142	168	166	168	172	173
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	103	109	112	112	112	114	112
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	191	200	201	201	201	209	212
Gar. rta. fija	280	186	122	135	122	111	100
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	273	205	198	196	198	201	197
Fondos globales	162	178	203	200	203	208	217
De gestión pasiva <sup>7</sup>	227	213	220	221	220	218	212
Retorno absoluto <sup>7</sup>	102	97	106	104	106	111	107
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>198.718,8</b>	<b>222.144,6</b>	<b>237.862,2</b>	<b>229.117,4</b>	<b>237.862,2</b>	<b>247.279,3</b>	<b>253.581,1</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	70.330,9	65.583,8	74.226,4	73.001,3	74.226,4	72.038,9	71.124,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	24.314,3	44.791,8	40.065,6	39.644,2	40.065,6	41.468,7	41.777,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	13.570,4	21.502,9	16.310,6	15.601,3	16.310,6	18.159,5	19.831,4
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	8.401,5	9.092,9	8.665,9	7.795,7	8.665,9	9.874,5	10.996,5
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.274,4	17.678,8	20.687,1	20.994,3
Gar. rta. fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	9.066,1	8.679,8	7.694,5	6.858,1
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	12.196,4	9.966,6	15.475,7	14.064,6	15.475,7	16.418,9	16.183,3
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	20.067,8	20.916,8	24.735,0	29.044,8
De gestión pasiva <sup>7</sup>	23.837,5	17.731,1	23.601,6	21.872,0	23.601,6	22.701,7	21.601,5
Retorno absoluto <sup>7</sup>	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.704,0	12.215,2	13.474,6	15.142,6
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>6.409.806</b>	<b>7.682.947</b>	<b>8.253.611</b>	<b>8.022.685</b>	<b>8.253.611</b>	<b>9.332.934</b>	<b>9.569.922</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.315.533	2.347.984	2.554.194	2.656.675
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	603.099	1.130.190	1.043.798	1.033.454	1.043.798	1.169.480	1.114.668
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	377.265	612.276	448.491	451.040	448.491	485.795	533.200
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	381.822	422.469	395.697	387.786	395.697	429.147	515.999
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	705.055	1.041.517	1.172.287	1.138.697	1.172.287	1.505.724	1.547.970
Gar. rta. fija	669.448	423.409	307.771	325.955	307.771	273.188	239.787
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	557.030	417.843	552.445	515.563	552.445	576.664	560.146
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	625.931	658.722	857.135	903.273
De gestión pasiva <sup>7</sup>	686.526	554.698	746.233	681.545	746.233	723.472	697.071
Retorno absoluto <sup>7</sup>	264.324	479.182	565.325	532.151	565.325	743.411	786.472
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>3,67</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>	<b>1,34</b>	<b>1,05</b>	<b>1,35</b>	<b>0,16</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2,41	0,10	0,52	0,34	-0,21	-0,07	-0,03
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	3,67	0,16	0,27	0,69	0,56	0,58	0,02
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	4,70	0,15	1,19	1,75	2,35	1,95	-0,12
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	2,09	3,44	2,61	7,89	7,06	8,57	2,06
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	6,61	7,84	4,15	4,00	5,46	5,67	-0,46
Gar. rta. fija	2,54	0,27	-0,03	0,27	-0,58	-0,35	0,48
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	2,64	1,07	0,19	0,97	-0,27	0,41	0,68
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	2,10	2,13	2,08	0,07
De gestión pasiva <sup>7</sup>	7,74	0,53	1,16	1,63	0,71	1,30	0,52
Retorno absoluto <sup>7</sup>	1,98	0,12	0,38	0,65	0,12	0,50	0,27

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 2014, 2015 y 2016. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

El número de fondos de inversión permaneció durante el primer semestre prácticamente estable, con 1.804, solo uno menos que en diciembre de 2016. Las bajas en las categorías más conservadoras —fondos garantizados de renta fija (-22), de gestión pasiva (-8) y de renta fija (-7)— fueron compensadas por las altas en las categorías de mayor riesgo: los fondos globales (14) y los de renta variable (16).

*El número de fondos permaneció casi invariable, pero se produjo una recomposición hacia las categorías de mayor riesgo.*

El número de partícipes en fondos de inversión se ha incrementado de forma significativa entre enero y junio de este año, con una variación del 16 %, hasta situarse en 9.570.000<sup>26</sup>. El aumento del número de partícipes (más de 1.300.000 en seis meses) fue superior al observado en el conjunto de 2015 (1.273.000) y de 2016 (570.000). Por categorías, los incrementos más relevantes se produjeron en aquellas vocaciones que también mostraron un crecimiento significativo en su patrimonio. Así, el 29 % de los nuevos inversores eligió fondos de renta variable internacional, el 19 % fondos globales y el 17 % fondos de retorno absoluto. Solo contrasta el incremento de los partícipes en fondos de renta fija con el descenso de su patrimonio (por los fuertes reembolsos), que puede explicarse por la existencia de ahorradores que invierten en estos productos pequeñas cantidades de dinero, algunas de ellas originadas por el vencimiento de depósitos bancarios.

*El significativo incremento del número de partícipes, más de 1.300.000 inversores en seis meses, dejó el número total de inversores en niveles superiores a los existentes antes de la crisis.*

Los datos provisionales correspondientes al mes de julio revelan que la mayoría de estas tendencias se ha mantenido. Así, el patrimonio de los fondos volvió a crecer (más de 2.200 millones), por el dinamismo de las categorías de mayor riesgo percibido (fondos globales, retorno absoluto y renta variable) y también lo hizo el número de partícipes (227.000 más en ese mes).

*Los datos provisionales de julio indican que la expansión de la industria de fondos de inversión continuó, sobre todo por el dinamismo de las categorías de mayor riesgo.*

## 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		
	dic-16	mar-17	jun-17	dic-16	mar-17	jun-17
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	43	39	39	4%	4%	5%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.174	1.406	1.644	5%	6%	6%
Renta fija no financiera	760	833	898	6%	6%	6%
Titulizaciones	984	949	963	73%	81%	71%
Titulización AAA	116	124	120	100%	100%	100%
Resto de titulizaciones	869	825	843	71%	78%	92%
<b>Total</b>	<b>2.960</b>	<b>3.227</b>	<b>3.544</b>	<b>7,7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>			

Fuente: CNMV.

El volumen de activos poco líquidos de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión creció cerca de 600 millones de euros entre diciembre de 2016 y junio de 2017, hasta situarse en 3.544 millones. Como se observa en el cuadro 12, estos activos representan apenas el 1,4 % del patrimonio total de los

*El volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión, que registró un leve repunte en el primer semestre del año, concentra el 1,4 % de su patrimonio total.*

26 Desde marzo de este año el número total de partícipes en fondos de inversión supera los niveles máximos observados antes de la crisis (algo más de nueve millones de partícipes en 2006).

fondos, dos décimas más que en diciembre, y están concentrados en los instrumentos de deuda emitidos por entidades financieras con *rating* inferior a AA (el 46 % del total de los activos poco líquidos) y, en menor medida, en las titulaciones (27 %) y en la renta fija no financiera (25 %). El 80 % del incremento de estos activos de escasa liquidez se produjo en la deuda financiera de menor calidad crediticia.

## IIC inmobiliarias

*En conjunto, las IIC inmobiliarias han experimentado ligeros avances en lo que va de año, aunque se observan diferencias notables entre los FII...*

Durante el primer semestre las IIC inmobiliarias en conjunto han experimentado ligeros avances, de acuerdo con la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015. No obstante, la situación es muy dispar entre los distintos tipos de instituciones (fondos y sociedades).

*... que han ido reduciendo su cartera durante los últimos años y previsiblemente se darán de baja en los próximos meses, y...*

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), de los cuales llegó a haber un máximo de diez en 2007, fueron las instituciones que más sufrieron durante la crisis. Su número disminuyó hasta los tres que hay actualmente registrados en la CNMV. Estos tres fondos fueron reduciendo su cartera inmobiliaria progresivamente y finalizaron este proceso durante los primeros meses del año. A finales de julio su patrimonio ascendía a 360,4 millones de euros, un 2,6 % por debajo de la cifra de diciembre de 2016. La causa de esta contracción fue la rentabilidad negativa que han experimentado los FII durante los siete primeros meses, que en términos acumulados ha sido del -2,5 %. El número de partícipes, por su parte, se mantuvo prácticamente constante hasta julio, ligeramente por encima de los 3.900.

*... las SII, cuyo patrimonio se incrementó un 2,4 % en el primer semestre del año.*

En cuanto a las sociedades de inversión, permanecen siete activas, una más que a finales de 2016. Su patrimonio total creció un 2,4 %, hasta situarse en 724,3 millones de euros a finales de julio, mientras que el número de accionistas experimentó una contracción importante: pasó de 674 a 490. Este hecho tiene su origen en dos sociedades de inversión pertenecientes a la misma SGIIC, que durante el primer trimestre experimentaron una reducción del 65 % en el número de sus partícipes.

## IIC de inversión libre

*Tras varios años de duro ajuste, el segmento de IIC de IIC de inversión libre ha empezado a expandirse de nuevo...*

La evolución de las principales magnitudes de las IIC de inversión libre durante el primer semestre del año muestra que el segmento de IIC puras de inversión libre siguió en expansión y que el segmento de IIC de IIC de inversión libre, que sufrió un duro ajuste durante la crisis, ha cambiado de tendencia y ha empezado a expandirse. Así, el número de estas últimas instituciones a mediados de año era de nueve, dos más que en diciembre de 2016, el número de partícipes se situaba en 2.426 (1.189 más) y el patrimonio ascendía a 328 millones de euros (34,3 millones más).

*... una tendencia que se mantiene en las IIC de inversión libre puras, cuyo patrimonio supera ya los 2.000 millones de euros.*

Por su parte, las IIC puras de inversión libre mantuvieron los avances observados en años anteriores. En junio el número de estas instituciones era de 45, cuatro más que en diciembre del año pasado, el número de partícipes era de 3.254 (324 más) y el patrimonio quedaba cerca de los 2.100 millones de euros (202 millones más). Se observa un elemento diferencial entre la evolución de las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre, que está relacionado con la rentabilidad de estas instituciones. Como se puede apreciar en el cuadro 13, esta es mucho más elevada en las

IIC de inversión libre, con rendimientos del 4,1 % y el 3 % en el primer y segundo trimestre, mientras que en las IIC de IIC estos rendimientos fueron muy pequeños o negativos.

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

CUADRO 13

	2014	2015	2016	2016		2017	
				III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	18	11	7	10	7	8	9
Participes	2.734	1.265	1.237	1.244	1.237	1.231	2.426
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	293,7	286,7	293,7	293,2	328,1
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,90	0,48	2,83	0,16	-1,16
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	37	37	41	40	41	41	45
Participes	2.819	3.089	2.930	2.916	2.930	3.080	3.254
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.889,2	1.793,0	1.889,2	1.972,0	2.091,3
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	4,32	3,62	2,51	4,08	3,00

Fuente: CNMV.

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

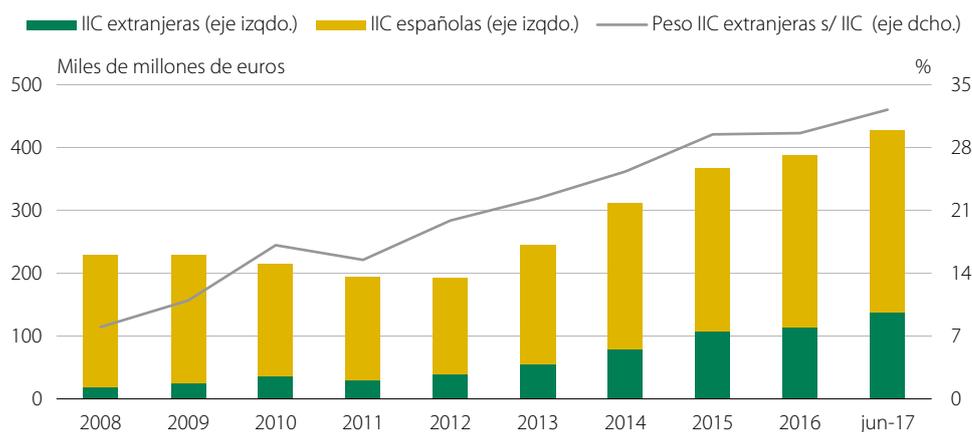
### IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó con fuerza en 2012 (el volumen de inversión de ese año se había triplicado para 2015) y que pareció detenerse en 2016, ha continuado durante el primer semestre de 2017. Así, el patrimonio de estas instituciones creció un 19,4 % durante los seis primeros meses, hasta los 137.342 millones de euros. Como puede observarse en el gráfico 20, este volumen representa el 32,2 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, un porcentaje que no ha dejado de crecer desde 2011.

*La expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España continuó en el primer semestre. Sus inversiones (137 mil millones de euros) suponen ya más del 32 % del patrimonio total de este sector.*

Este incremento de la inversión de las IIC extranjeras se produjo tanto en los fondos como en las sociedades de inversión. El patrimonio de los primeros aumentó un 25,9 % durante el primer semestre de 2017, hasta situarse en 26.864 millones de euros. Las sociedades, por su parte, registraron un incremento patrimonial del 18 %, hasta los 110.477 millones. De forma similar a la evolución de la inversión, el número de inversores creció un 4 % en los fondos y un 8,5 % en sociedades. El número total de inversores se situó en 2,1 millones, un 7,5 % más que en diciembre de 2016. En cambio, el número de instituciones disminuyó en el caso de los fondos, concretamente en siete, hasta los 430. Pero esta cifra se vio más que compensada por el incremento del número de sociedades, que alcanzaron las 527, siendo 37 más que al cierre de 2016. De esta forma, a finales de junio había un total de 957 IIC extranjeras registradas en la CNMV. La mayoría de estas altas procedían de Luxemburgo e Irlanda, al igual que en años anteriores.

*Se observaron avances tanto en el patrimonio de los fondos (25,9 %) como en el de las sociedades (18 %).*



Fuente: CNMV.

### Perspectivas

*Los inversores tienen más recursos para invertir y, además, desean hacerlo en activos algo más arriesgados para obtener mayor rentabilidad, como los fondos de inversión, pero deben ser conscientes de sus características.*

Las perspectivas relacionadas con la inversión colectiva son positivas pues, por una parte, los inversores disponen de una renta mayor para invertir como consecuencia del actual contexto de recuperación económica y, por otra, una parte sustancial de inversores está buscando alternativas más rentables a productos tradicionales como los depósitos bancarios, cuyos rendimientos son escasos en el entorno de tipos de interés tan reducidos. El mundo de la inversión colectiva ofrece una variedad tan amplia de productos en función del riesgo que se desea tomar que se ha convertido en una de las opciones preferidas por los inversores durante los últimos años. El hecho de que los fondos de renta variable, los fondos globales o los de retorno absoluto sean los que reciben mayores suscripciones confirma esta búsqueda de activos más rentables por parte de los inversores. En este contexto, es importante que los partícipes en fondos de inversión tengan la oportunidad de conocer suficientemente las características de los fondos en los que invierten. Estas tienen que ver no solo con las comisiones que deben desembolsarse, la rentabilidad y el riesgo esperado del producto sino también con las condiciones de liquidez del mismo. Conviene tener presente que un cambio de escenario en los mercados en el que se produzcan incrementos notables de los tipos de interés puede dar lugar a ventas de determinados activos, reduciendo la liquidez de algunas carteras más expuestas a determinados activos de renta fija y, en general, a activos financieros más complejos.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

### Sociedades y agencias de valores

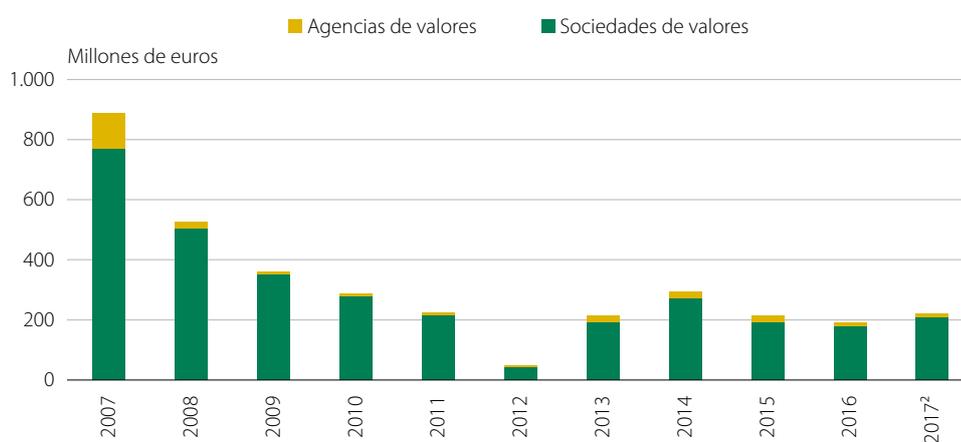
*Los beneficios de las ESI disminuyeron un 6,7 % en 2017 (en términos anualizados) por el comportamiento más desfavorable de las sociedades de valores.*

Como ha venido sucediendo en los dos últimos años, durante la primera mitad de 2017 las empresas de servicios de inversión (ESI) han desarrollado su actividad en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros. Así, entre enero y junio los beneficios agregados antes de impuestos ascendieron a 111,3 millones de euros, lo que supone una contracción interanual del 6,7 %. En términos anualizados, los beneficios muestran un leve incremento en comparación con la cifra de 2016,

debido a los débiles resultados de estos intermediarios durante la segunda mitad de ese año (véase el gráfico 21). El retroceso de los resultados en el primer semestre de 2017 estuvo causado por la evolución de las sociedades de valores (SV), las entidades de mayor peso dentro del sector, cuyos beneficios se redujeron un 8,6 %. Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores (AV) aumentó un 39 %. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 88<sup>27</sup>, frente a las 83 de finales de 2016, ya que se produjeron seis altas, todas ellas de agencias de valores. Del total de entidades, cinco poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física (sucursal), la misma cifra que el año pasado, y 44 lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, cinco más que seis meses antes.

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

- 1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera. Los resultados de 2017 son hasta junio, representados en su equivalencia anual para facilitar la comparación con años anteriores.
- 2 Datos anualizados.

Las sociedades de valores experimentaron una contracción de su actividad durante el primer semestre de 2017, que se plasmó en una reducción del beneficio agregado antes de impuestos del 8,6 %, hasta situarse en 104,8 millones de euros. Este importe representa más del 90 % de los beneficios totales del sector (véase el cuadro 14). La contracción tuvo su origen en el descenso de los ingresos procedentes de las inversiones financieras, que se han ido reduciendo de forma significativa los últimos años, y, en menor medida, de las comisiones percibidas. Los primeros se redujeron un 77,8 % con relación a las cifras del mismo periodo del año anterior, hasta los 20,2 millones de euros, mientras que las comisiones bajaron solo un 0,7 %, hasta situarse en 276,2 millones de euros. Las comisiones que más descendieron en términos absolutos fueron aquellas obtenidas por la tramitación y ejecución de órdenes, que se situaron en 120,1 millones de euros, un 6,8 % por debajo de las obtenidas en el mismo periodo de 2016. Estas comisiones, a pesar de seguir siendo las más relevantes para las SV con bastante distancia respecto a las demás, han ido reduciendo su peso relativo durante los últimos años hasta alrededor del 45 % (habían llegado a

*Los resultados antes de impuestos de las SV cayeron un 8,6 % por el descenso de los ingresos de las inversiones financieras y de las comisiones percibidas.*

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

alcanzar un 70 % del total en 2010). Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las originadas por la comercialización de IIC, crecieron un 9,4 %, hasta los 40,1 millones, mientras que las derivadas de la gestión de carteras alcanzaron los 25,5 millones de euros, más del doble que en el periodo enero-junio de 2016.

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-17)

CUADRO 14

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-16	jun-17	% var.	jun-16	jun-17	% var.
1. Margen de intereses	38.447	49.527	28,8	392	818	108,7
2. Comisiones netas	191.507	199.702	4,3	51.128	55.773	9,1
2.1. Comisiones percibidas	278.225	276.224	-0,7	61.487	66.788	8,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	128.808	120.062	-6,8	13.647	10.759	-21,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	3.346	10.789	222,4	520	1.804	246,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	23.559	19.632	-16,7	296	355	19,9
2.1.4. Gestión de carteras	10.674	25.648	140,3	5.258	5.797	10,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	1.266	1.670	31,9	3.371	4.483	33,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.385	947	-31,6	40	0	-100,0
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	36.698	40.148	9,4	24.561	26.491	7,9
2.1.9. Otras	72.488	57.328	-20,9	13.795	17.099	24,0
2.2. Comisiones satisfechas	86.718	76.522	-11,8	10.359	11.015	6,3
3. Resultado de inversiones financieras	90.667	20.153	-77,8	-133	157	-
4. Diferencias de cambio netas	-40.353	4.109	-	-131	-358	-173,3
5. Otros productos y cargas de explotación	7.964	11.660	46,4	-618	-748	-21,0
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>288.232</b>	<b>285.151</b>	<b>-1,1</b>	<b>50.638</b>	<b>55.642</b>	<b>9,9</b>
6. Gastos de explotación	180.188	179.369	-0,5	45.058	48.100	6,8
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.926	6.776	14,3	1.022	892	-12,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	164	377	129,9	0	-3	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>101.954</b>	<b>98.629</b>	<b>-3,3</b>	<b>4.558</b>	<b>6.653</b>	<b>46,0</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	12.696	6.168	-51,4	154	-102	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>114.650</b>	<b>104.797</b>	<b>-8,6</b>	<b>4.712</b>	<b>6.551</b>	<b>39,0</b>
10. Impuesto sobre beneficios	13.175	14.878	12,9	1.037	909	-12,3
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>101.475</b>	<b>89.919</b>	<b>-11,4</b>	<b>3.675</b>	<b>5.642</b>	<b>53,5</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>101.475</b>	<b>89.919</b>	<b>-11,4</b>	<b>3.675</b>	<b>5.642</b>	<b>53,5</b>

Fuente: CNMV.

*Las diferencias de cambio netas y las comisiones satisfechas repercutieron positivamente en la cuenta de resultados de las SV.*

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, los efectos positivos derivados tanto de la reducción de las comisiones satisfechas (en un 11,8 %) como del cambio de signo de las diferencias de cambio netas (de ser negativas por valor de 40 millones pasaron a ser de 4 millones) hicieron que el margen bruto se situara a finales de junio en 285,1 millones de euros, un 1,1 % inferior al de junio de 2016. Por último, el resultado de explotación, tras mantenerse los gastos de explotación prácticamente constantes, experimentó una reducción del 3,3 %, hasta los 98,6 millones de euros, por el incremento de las amortizaciones.

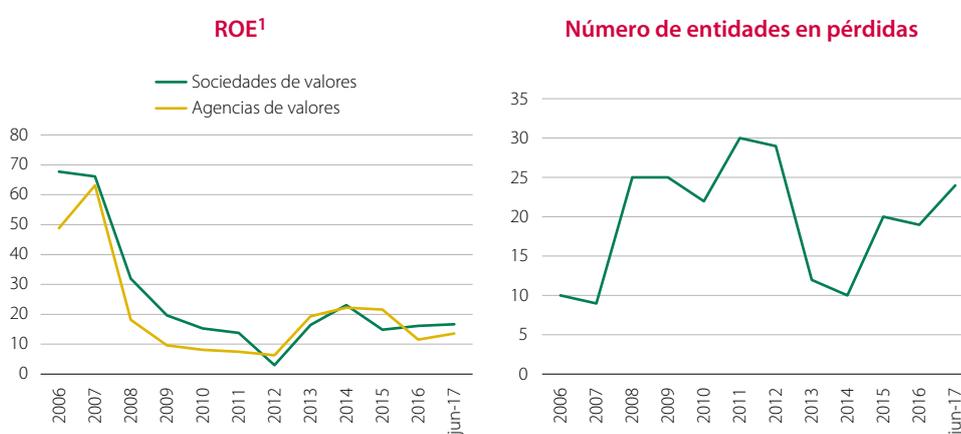
Las agencias de valores (AV), al contrario que las SV y tras dos años de retrocesos, mostraron una mejora de los beneficios agregados antes de impuestos del 39 % durante el primer semestre, hasta los 6,6 millones de euros. La causa principal de estos buenos resultados se encuentra en el aumento de los ingresos procedentes de las comisiones, especialmente de aquellas relacionadas con la comercialización de IIC, las más cuantiosas en el caso de las AV, con un avance del 7,9 %, hasta los 26,5 millones de euros. En cambio, las comisiones derivadas de la tramitación y ejecución de órdenes, igual que sucedía en el caso de las SV, fueron las que más se redujeron, situándose al cierre del primer semestre en 10,8 millones de euros, un 21,2 % menos que en el mismo periodo de 2016. Cabe mencionar que las comisiones por gestión de carteras, que han pasado a ser las terceras en importancia, experimentaron un avance del 10,3 %, hasta los 5,8 millones. Como consecuencia de todo ello, el margen bruto agregado del primer semestre se incrementó un 9,9 %, hasta los 55,6 millones de euros, que, unido a un aumento menor de los gastos de explotación (6,8 %, hasta los 48,1 millones de euros), hizo que el resultado de explotación experimentara un avance del 46 %, hasta los 6,7 millones de euros.

*En cambio, los beneficios antes de impuestos de las AV se incrementaron un 39 % en el primer semestre por el buen comportamiento de las comisiones. Se interrumpe así la tendencia negativa de los dos últimos años.*

A pesar del comportamiento desfavorable de los resultados, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de ESI experimentó un ligero incremento entre finales de 2016 y mediados de 2017, al pasar del 16 % al 16,4 %. El mayor avance se produjo en las agencias de valores, cuya rentabilidad pasó del 11,5 % al 13,6 %, mientras que en el caso de las sociedades de valores el aumento fue más moderado, pasando de un 16,2 % a un 16,6 % (véase el panel izquierdo del gráfico 22).

*A pesar de la disminución de los beneficios, la rentabilidad del conjunto de las ESI aumentó ligeramente entre diciembre de 2016 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.

A la par que el retroceso de los beneficios experimentado por el sector, el número de entidades en pérdidas se incrementó durante el primer semestre hasta 24, cinco más que a finales del año pasado. En concreto, había nueve sociedades de valores en pérdidas, dos más que en diciembre, y 15 agencias de valores, tres más que en esa misma fecha (véase el panel derecho del gráfico 22). El valor total de las pérdidas acumulado durante los dos primeros trimestres ascendió a 26 millones de euros, frente a los 16,2 millones en el mismo periodo del ejercicio anterior.

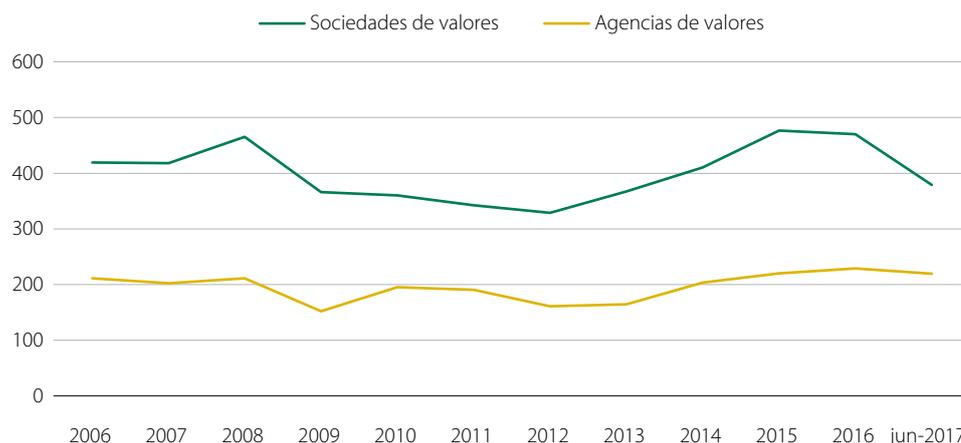
*El número de entidades en pérdidas era de 24 a mediados de año, cinco más que a finales de 2016.*

Las condiciones de solvencia del sector en términos agregados continuaron siendo satisfactorias a pesar de la disminución del exceso de recursos propios durante el primer semestre del año.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en términos relativos durante el primer semestre de 2017, a pesar de que el margen de solvencia (definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles) de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia<sup>28</sup> se redujo tanto para las sociedades como para las agencias de valores. Así, entre diciembre de 2016 y junio de 2017, esta ratio pasó de 4,7 a 3,8 para las SV y de 2,3 a 2,2 para las AV (véase el gráfico 23).

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

### Empresas de asesoramiento financiero

Con la información de todas las EAFI registradas en la CNMV, podemos confirmar la expansión del sector en 2016 con un incremento del patrimonio asesorado del 12,6 %.

En el número anterior de este informe (correspondiente al mes de abril), se proporcionó un avance de la evolución del sector con información del 94 % de las EAFI registradas en la CNMV. En este número se ofrece una actualización de estas cifras una vez incorporada toda la información, que muestra pocos cambios en relación con dicho avance. Así, la expansión del sector de EAFI fue notable en 2016, con seis entidades más (hasta 160) y un incremento del patrimonio asesorado del 12,6 %, hasta los 28,6 mil millones de euros (casi el doble de la cifra de 2012). La distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes fue muy parecida a la del año anterior: los clientes minoristas representaban un 26,6 %, los profesionales un 19,8 % y las contrapartes elegibles<sup>29</sup> (epígrafe «Otros») un 53,6 %. Finalmente, y a pesar del incremento del patrimonio gestionado, los ingresos por comisiones se contrajeron un 7,9 % por la disminución de aquellas que se obtienen directamente de los clientes (-10,1 %).

28 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. En concreto, 12 de las 83 empresas de servicios de inversión estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

29 «Contraparte elegible» es la clasificación que la MIFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y Gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

Importes en miles de euros	2014	2015	2016	% var. 16/15
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>143</b>	<b>154</b>	<b>160</b>	<b>3,9</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>21.379.858</b>	<b>25.366.198</b>	<b>28.555.839</b>	<b>12,57</b>
Clientes minoristas	5.707.640	6.777.181	7.592.441	12,03
Clientes profesionales	4.828.459	5.109.979	5.657.508	10,71
Otros	10.843.759	13.479.037	15.305.890	13,55
<b>NÚMERO DE CLIENTES<sup>1,2</sup></b>	<b>4.635</b>	<b>5.544</b>	<b>5.899</b>	<b>6,40</b>
Clientes minoristas	4.319	5.156	5.480	6,28
Clientes profesionales	276	319	326	2,19
Otros	40	69	93	34,78
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>	<b>47.616</b>	<b>56.726</b>	<b>52.244</b>	<b>-7,90</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>47.037</b>	<b>55.781</b>	<b>51.508</b>	<b>-7,66</b>
De clientes	37.940	45.180	40.640	-10,05
De otras entidades	9.098	10.602	10.868	2,51
<b>Otros ingresos</b>	<b>579</b>	<b>945</b>	<b>736</b>	<b>-22,12</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>26.454</b>	<b>25.107</b>	<b>24.402</b>	<b>-2,81</b>
Capital social	5.576	5.881	6.834	16,20
Reservas y remanentes	8.993	7.585	11.697	54,21
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	11.885	11.531	7.965	-30,93
Resto de fondos propios	-	110	-2.094	-

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Antes de 2015 el dato correspondía a número de contratos.

3 Datos acumulados del periodo.

## Perspectivas

Los menores volúmenes de contratación en los mercados regulados españoles y la creciente competencia de las entidades de crédito nacionales en las actividades que tradicionalmente llevan a cabo las empresas de servicios de inversión han afectado de forma importante a las principales líneas de negocio de estas entidades durante los dos últimos ejercicios, después de algunos años de crecimiento. Especialmente se han visto afectados los ingresos derivados de la contratación en los mercados de renta variable y de la tramitación y ejecución de órdenes. El primero de los factores puede tener un cierto carácter transitorio, de manera que los volúmenes de negociación pueden volver a aumentar a medida que se vayan disipando los diferentes tipos de incertidumbres presentes en los mercados. El segundo factor tiene un carácter más estructural y puede continuar lastrando la actividad de las ESI. Los incrementos observados en los ingresos por comercialización de IIC y por la gestión de carteras parecen indicar que las ESI estarían en la línea de reorientar su modelo de negocio modificando su estructura de ingresos por comisiones.

*El negocio de las ESI se ve afectado tanto por factores de carácter temporal (el descenso de la negociación) como por otros de carácter más permanente (la competencia de las entidades de crédito). Por tanto, no descartamos que una parte del sector tenga que reorientar sus principales líneas de negocio a medio plazo.*

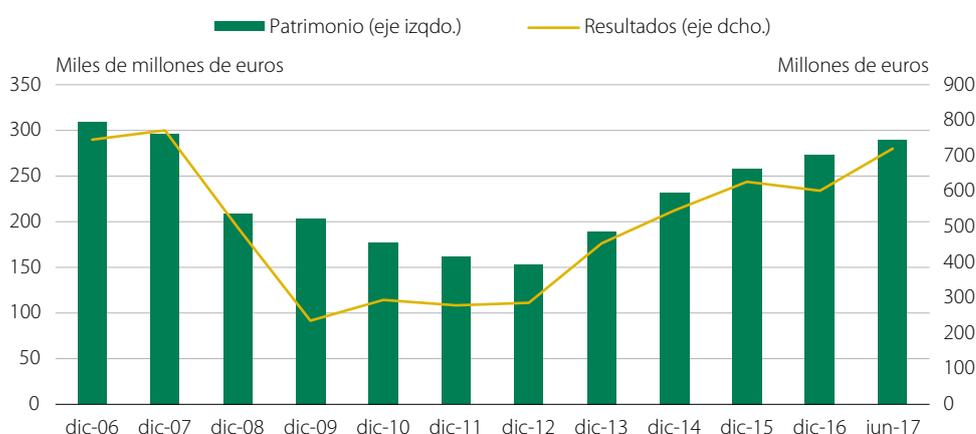
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*Las sociedades gestoras de IIC se han vuelto a beneficiar del incremento del patrimonio de las IIC (un 5,7 % entre enero y junio)...*

Las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se han vuelto a beneficiar de una expansión del patrimonio gestionado, una tendencia que se mantiene desde 2013. Este patrimonio se situaba a mediados de 2017 en 288 mil millones de euros, un 5,7 % más que en diciembre de 2016 (véase el gráfico 24), un nivel muy superior a los mínimos alcanzados durante la crisis (153 mil millones) y cercano a los registros máximos anteriores a la misma (308 mil millones). Cabe destacar que el avance del patrimonio tuvo su origen exclusivamente en el incremento del patrimonio de los fondos de inversión, pues el de las sociedades de inversión disminuyó un 0,7 % en el primer semestre.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

*... que ha permitido un aumento de los beneficios antes de impuestos cercano al 20 %.*

El incremento del patrimonio gestionado permitió que los beneficios agregados de las SGIIC antes de impuestos crecieran casi un 20 % entre enero y junio, hasta situarse en 720 millones de euros (en términos anualizados), y que la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) pasara del 55 % en diciembre de 2016 al 69,2 % en junio de 2017. Los ingresos por comisiones de gestión experimentaron un crecimiento del 6,7 %, hasta los 2.500 millones de euros, favorecidos por el leve incremento de la comisión media de gestión, que pasó del 0,86 % a finales de 2016 al 0,87 % en junio de este año. Este pequeño aumento se explica por la recomposición del patrimonio de los fondos hacia categorías que implican un riesgo mayor y que, en general, llevan asociadas comisiones más altas. 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 dos entre enero y junio, hasta un total de 15. Sin embargo, el volumen de las pérdidas fue menor (3,16 millones de euros frente a 7,37 en diciembre de 2016).

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	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
jun-17 <sup>2</sup>	288.552	2.504	0,87	59,64

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.

Los datos del registro de la CNMV indican que la disminución del número de gestoras que comenzó a raíz del proceso reorganizativo del sistema financiero español durante la crisis ha finalizado. La fuerte expansión de la industria de la inversión colectiva durante los últimos años ha propiciado la creación de nuevas gestoras. Así, entre enero y agosto de este año, el número de estas entidades aumentó en seis como consecuencia de siete altas y una baja, hasta un total de 107 SGIIC. Todas las nuevas gestoras eran independientes excepto una, que pertenecía a un banco.

*El número de SGIIC ha vuelto a aumentar en 2017, consolidándose la recuperación del año pasado.*

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abrió la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital-riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 42 vehículos de nueva tipología, nueve de ellos durante los primeros seis meses de 2017 (véase el cuadro 17). Así, a finales de junio de este año, había doce fondos de capital-riesgo pyme, dos fondos de capital-riesgo europeos, catorce sociedades de capital-riesgo pyme y catorce entidades de inversión colectiva cerrada (dos fondos y doce sociedades).

*En el primer semestre de 2017 continuó el crecimiento del número de entidades de capital-riesgo, tanto de los nuevos vehículos que se pueden crear al amparo de la Ley 22/2014 (nueve más)...*

En relación con los vehículos tradicionales, en el primer semestre de 2017 se produjeron once altas y tres bajas de fondos de capital-riesgo (FCR), por lo que a finales de junio había 174, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital-riesgo fue de ocho y tres, respectivamente, hasta las 104. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital-riesgo (ECR) a 30 de junio (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 306, frente a las 291 de finales de 2016. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 14 vehículos de tipo cerrado y 86 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido ocho altas y tres bajas entre enero y junio.

*... como de los tradicionales (ocho fondos de capital-riesgo más y cinco sociedades). El número de gestoras también aumentó en cinco durante el primer semestre del año.*

	Situación a 31/12/2016	Altas	Bajas	Situación a 30/06/2017
<b>Entidades</b>				
Fondos de capital-riesgo	166	11	3	174
Fondos de capital-riesgo pyme	11	1	0	12
Fondos de capital-riesgo europeos	2	0	0	2
Sociedades de capital-riesgo	99	8	3	104
Sociedades de capital-riesgo pyme	13	1	0	14
<b>Total entidades de capital-riesgo</b>	<b>291</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>306</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	1	1	0	2
Sociedades de inversión colectiva cerradas	6	6	0	12
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>14</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)<sup>1</sup></b>				
	<b>81</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>86</b>

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.

*El patrimonio de las ECR creció un 2,5 % en 2016...*

A lo largo de 2016 el patrimonio de las ECR se incrementó un 2,5 %, hasta situarse en 7.949 millones de euros. Este avance se debió exclusivamente a los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 11,3 %, hasta los 4.835 millones de euros, en parte por el elevado número de altas producido. En cambio, las sociedades experimentaron una contracción patrimonial del 8,6 %, hasta alcanzar los 3.114 millones.

*...por el incremento del patrimonio de los fondos (11,3 %), en los que las entidades extranjeras pasaron a ser el inversor principal.*

En cuanto a los fondos de capital-riesgo (se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, en este caso los fondos pymes y los europeos), se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2016. Por un lado, se incrementó de forma importante la inversión realizada por las IIC, que pasó de ser prácticamente residual en 2015 (65 millones de euros) a situarse en 358 millones de euros. También destacó el aumento de la inversión realizada por las entidades extranjeras, que creció un 41,2 %, hasta los 880 millones de euros, lo que las convierte en el inversor principal en la cartera de los fondos de capital-riesgo (véase el cuadro 18). En el lado opuesto, destacó la reducción de la inversión de las ECR extranjeras, que fue del 33,1 %, hasta los 242 millones de euros y, en menor medida, la de las administraciones públicas, que lo hizo un 6,3 % y se situó en 663 millones de euros.

*El patrimonio de las SCR disminuyó un 8,6 % en 2016. La inversión de los bancos en estas entidades disminuyó de forma significativa (un 55 %), repitiendo el patrón del año anterior.*

En las sociedades de capital-riesgo (como el caso de los fondos, están incluidas también las sociedades de capital-riesgo pymes), los dos tipos de inversores más relevantes, las empresas no financieras y otras empresas financieras, aumentaron ligeramente su inversión un 2,4 % y un 1,8 %, hasta alcanzar los 880 y 998 millones de euros, respectivamente. Por su parte, los bancos, como ya sucedió el año anterior, redujeron su inversión en este tipo de entidades de forma sustancial en 2016, concretamente un 55,6 %, hasta los 225 millones (su inversión había llegado a superar los 1.600 millones en 2013). Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, la presencia de las personas físicas se situó en el 8,3 % del patrimonio total en los fondos, mientras que en el caso de las SCR fue de un 8 %, cifras ligeramente superiores a las de 2015.

Importes en millones de euros	Fondos		Sociedades	
	2015	2016	2015	2016
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	317,73	390,59	99,72	100,82
No residentes	6,78	13,19	153,31	148,56
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	291,86	207,90	506,93	225,34
Cajas de ahorros	49,98	42,05	21,98	12,82
Fondos de pensiones	541,92	594,81	26,20	28,10
Compañías de seguros	208,17	264,54	43,75	51,31
Sociedades y agencias de valores	1,34	2,02	0,22	0,34
Instituciones de inversión colectiva	65,43	358,24	3,96	6,41
Entidades de capital-riesgo nacionales	166,44	196,59	45,31	112,81
Entidades de capital-riesgo extranjeras	362,37	242,30	0,00	0,00
Administraciones públicas	707,28	663,06	407,61	409,73
Fondos soberanos	31,74	4,63	0,00	0,00
Otras empresas financieras	306,25	378,21	980,31	998,24
Empresas no financieras	463,59	459,55	859,57	880,05
Entidades extranjeras	623,07	879,82	114,67	92,86
Otros	201,91	137,84	142,96	46,13
<b>TOTAL</b>	<b>4.345,86</b>	<b>4.835,34</b>	<b>3.406,50</b>	<b>3.113,52</b>

Fuente: CNMV.

Los datos preliminares del primer semestre de 2017 facilitados por ASCRI indican que el sector mantuvo la tendencia expansiva iniciada a mediados de 2016, después de un primer semestre y últimos meses de 2015 marcados por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. Precisamente estas últimas, conocidas como *megadeals* y caracterizadas por tener un importe superior a los cien millones de euros, han evolucionado de forma muy positiva en el semestre, con un total de ocho operaciones, todas ellas cerradas por operadores internacionales. Solo ellas concentraron el 66,5 % del volumen total invertido, que alcanzó los 3.046 millones de euros, cifra muy similar a la del segundo semestre de 2016, pero que multiplica por tres el dato del primer semestre de ese mismo año. Por otro lado, las operaciones de tamaño mediano (o *middle market*, de entre diez y cien millones de euros) también experimentaron un avance importante, con un incremento de la inversión entre enero y junio del 61 % respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que las operaciones más reducidas (hasta cinco millones) siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 84 %.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases de semilla y arranque) concentraron la mayoría de las operaciones, con un total de 205, aunque lejos de las 436 de la segunda mitad de 2016. En términos de volumen, la inversión en *buy-outs* destacó por encima del resto, con un 62 % del total invertido. Por otra parte, la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) siguió mostrando resultados muy positivos, con más de mil millones captados por parte de los operadores nacionales privados en el primer semestre.

*Los datos preliminares del primer semestre de 2017 facilitados por ASCRI revelan una fuerte expansión del sector de capital-riesgo por el buen comportamiento de las operaciones de gran tamaño.*

*Las inversiones en venture capital (fases de semilla y arranque) concentraron la mayoría de las operaciones.*

*Las perspectivas para el sector son favorables pues se espera cerrar con éxito varias operaciones importantes antes de que finalice el año.*

Las perspectivas para el sector, al menos para lo que resta de año, son muy positivas, con varias operaciones importantes todavía abiertas que previsiblemente se cerrarán a lo largo de este año. Además, FOND-ICO Global ha lanzado en julio la novena convocatoria para impulsar el *fundraising* y se prevé una décima en 2018.

### Ciberseguridad en los mercados de valores

RECUADRO 4

La ciberseguridad se ha convertido ya en una de las principales preocupaciones de las autoridades y las empresas en todo el mundo. El sector financiero no es una excepción; al contrario, se ha convertido en un sector clave para la adopción de medidas de protección puesto que en él las amenazas cibernéticas pueden tener un impacto fuerte.

El sector financiero cuenta ya con algunas experiencias, afortunadamente limitadas en sus efectos, que acreditan el daño de los ataques cibernéticos y la necesidad de prevenirlos. Así, por ejemplo, en octubre de 2017 la Securities and Exchange Commission (SEC) reconoció que en 2016 se produjo en Estados Unidos una brecha de seguridad en su sistema de reporte de información financiera de empresas cotizadas (denominado EDGAR), que podría haber conllevado la utilización de información confidencial y del que la SEC no tuvo constancia hasta septiembre de 2017. Otro ejemplo reciente es el de la empresa de análisis de crédito Equifax, que opera en 23 países, entre ellos España, donde gestiona la lista de titulares de créditos impagados de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (ASNEF), y posee información crediticia sobre 200 millones de clientes. El pasado 7 de septiembre, debido a una deficiencia grave de su página web, fue objeto de un ataque que permitió el acceso a datos confidenciales. La entidad fue extorsionada con la amenaza de difundir la información confidencial de sus clientes si no hacía frente a un rescate. Desde que se conoció la noticia la compañía ha perdido el 30 % de su valor bursátil, debido entre otros factores al coste reputacional del ataque. Su presidente dimitió el 26 de septiembre.

Así pues, resulta esencial que la ciberseguridad figure entre las prioridades de los supervisores financieros, puesto que los ciberataques pueden perturbar el correcto funcionamiento de los mercados, afectar a la estabilidad financiera y sustraer información confidencial de los inversores y de las entidades financieras. Las infraestructuras de los mercados (plataformas de negociación, cámaras de contrapartida central, sistemas de liquidación y registro) cuentan desde hace tiempo con planes de ciberseguridad avanzados y específicos, realizados bajo la coordinación de diversos organismos nacionales e internacionales. Pero esta es una tarea en continua evaluación y evolución, a la que van a ir incorporándose en otra escala las empresas de servicios de inversión y gestoras de fondos.

Las infraestructuras de los mercados (negociación y poscontratación) se consideran críticas a efectos de ciberseguridad tanto en España como en el resto de países. En particular, un ciberataque a las infraestructuras de poscontratación (registro, pagos y contraparte central) puede generar eventos de importancia sistémica y efectos prolongados que presentarían una reversibilidad y recuperación más lentas que aquellos producidos en los sistemas de contratación.

Sin adoptar las medidas adecuadas, la tecnología asociada y la interoperabilidad de las infraestructuras de los mercados con otras plataformas y con sus participantes podrían facilitar la vía de entrada para la materialización de esas amenazas cibernéticas, así como la propagación y ampliación de sus efectos.

La ciberseguridad de las infraestructuras críticas es un asunto de seguridad nacional en la mayoría de los países avanzados, incluida España. En el ámbito de los mercados de valores, los foros internacionales de regulación como IOSCO y las asociaciones de la industria financiera como SIFMA han puesto ya de manifiesto que la ciberseguridad se encuentra entre sus máximas prioridades. Para hacer frente a este reto es necesaria una urgente y adecuada dotación de capital humano con marcado perfil tecnológico en las entidades supervisoras. Tal necesidad se ve reforzada además por el desarrollo creciente de las actividades del denominado *fintech* en el sector financiero.

La naturaleza de las amenazas cibernéticas está en continua evolución, por lo que su aproximación reguladora y supervisora debe revisarse también de forma continua. La cooperación internacional y el intercambio de información y experiencias (*cyber intelligence*) son elementos clave de la estrategia para lograr una mayor seguridad.

El Comité sobre Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) del BIS e IOSCO han abordado a lo largo de los últimos años, con la ayuda de grupos de trabajo específicos, la importancia de la ciberseguridad para las infraestructuras de los mercados financieros. Especialmente relevante es el esfuerzo conjunto de ambas organizaciones plasmado en el documento hecho público en junio de 2016 «Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures», cuyo objetivo es mejorar la resiliencia cibernética de las infraestructuras de los mercados. El documento deja claro que no busca establecer nuevos principios para las infraestructuras sino proporcionar una mejor guía y concreción a los principios ya existentes sobre gobierno (principio 2), marco de gestión de riesgos (principio 3), finalidad (principio 8), riesgo operacional (principio 17) e interconexiones (principio 20).

El documento de CPMI-IOSCO complementa otro previo de IOSCO publicado en abril de 2016, «Cyber Security in securities markets. An international perspective», que ofrece una visión de las diferentes aproximaciones reguladoras que los miembros de IOSCO han puesto en práctica hasta la fecha. Recientemente se ha creado un grupo de trabajo específico en IOSCO del que la CNMV formará parte, que incluye diversos ámbitos de actuación y cooperación con la industria y que realizará ejercicios y pruebas de resiliencia. El marco de actuación de IOSCO en materia de ciberseguridad se basa en cinco puntos:

1. **Gobernanza.** Se refiere a todos los acuerdos y procedimientos que la infraestructura ha puesto en práctica para gestionar los ciberriesgos. Las medidas no deben limitarse a aspectos técnicos sino que deben incluir a las personas; en concreto, la dirección y el consejo de la entidad serán los responsables últimos de establecer y hacer cumplir el plan de ciberseguridad.
2. **Identificación.** El objetivo es detectar aquellos procesos y operaciones críticos de la infraestructura que deben protegerse de manera prioritaria frente a los

ciberataques. Esta identificación permite priorizar la utilización de los recursos y deberá incluir los sistemas de gestión y ejecución de órdenes, los sistemas de gestión de riesgos, de supervisión y de difusión de información.

De nuevo se destaca la necesidad de involucrar en las tareas de ciberseguridad al mayor número posible de personas de la organización e incluso de crear un comité con representantes de sistemas de información, líneas de negocio, jurídicos, recursos humanos, comunicación y gestión de riesgos. La mayoría de las plataformas de negociación incluidas en el documento citado cuentan con la figura de un director de seguridad de la información (Chief Information Security Officer).

3. **Protección.** Las infraestructuras deben implantar mecanismos de control de acuerdo con los estándares más exigentes en materia de ciberseguridad. Las medidas pueden ser organizativas, como la creación de centros de seguridad de las operaciones, o técnicas, como antivirus y sistemas de prevención de intrusos.
4. **Detección.** Capacidad para reconocer potenciales incidentes o detectar que se ha cometido una ruptura de seguridad en los sistemas.
5. **Respuesta y recuperación.** Capacidad de la infraestructura para continuar con sus funciones, restaurar los sistemas críticos tras un ataque y reducir el riesgo sistémico que generaría una interrupción en su actividad.

## II Informes y análisis



# Una medición de la liquidez de la renta fija española (2005-2016)

María Isabel Cambón Murcia (\*)

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



# 1 Introducción

El concepto de liquidez es intuitivamente sencillo: tiene que ver con la posibilidad de comprar y vender rápidamente un activo sin incurrir en unas pérdidas demasiado altas. Pero este concepto puede tener diferentes interpretaciones dependiendo del contexto. En los mercados financieros, por ejemplo, proporcionar medidas exactas de liquidez para cada tipo de activo es una tarea compleja. Sin embargo, sí es posible establecer un orden de activos en función de su liquidez en el que el efectivo se puede considerar como el más líquido mientras que otros activos tienen una liquidez muy reducida, como es el caso de los estructurados, de los derivados y de todos aquellos que no tienen un mercado secundario. Entre estos extremos estarían las acciones, que en general son productos muy líquidos, y la renta fija, cuya casuística es más compleja porque, aunque la mayoría de productos tiene mercado secundario (factor positivo para la liquidez), la heterogeneidad de los activos es muy elevada e incluye una alta proporción de bonos que no se negocia durante un tiempo prolongado (factor negativo para la liquidez).

Valorar las condiciones de liquidez en los mercados de renta fija se ha convertido en una tarea muy importante, tanto para los supervisores de los mercados como para los participantes en ellos, a raíz de tres grandes cambios que se han producido en estos mercados durante los últimos años: (i) la regulación tras la crisis financiera internacional, (ii) el contexto de tipos de interés extremadamente reducidos, especialmente en Europa, y (iii) las políticas no convencionales de los bancos centrales orientadas a la compra de bonos. La sensación de algunos participantes es que los mercados de renta fija son mucho menos líquidos que antes de la crisis debido a las transformaciones mencionadas y a pesar de que la innovación tecnológica ha favorecido el uso de una contratación electrónica más rápida, que probablemente ha tenido unos efectos beneficiosos sobre la liquidez.

Algunos estudios empíricos publicados durante los últimos años analizan las condiciones de liquidez en diversos mercados de bonos, en su mayoría europeos<sup>1</sup>. Dada la dificultad de esa medición en este contexto, estos estudios suelen calcular diversos indicadores que representan alguna dimensión de la liquidez, como, por ejemplo, la profundidad, los costes de transacción, la amplitud o la resistencia del mercado, y después agregan esta información en un único indicador sintético. Los primeros

---

1 Véanse AMF (2015); FCA (2016), disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/research/new-evidence-liquidity-uk-corporate-bond-markets>; ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 2 de 2016, y ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1 de 2017. Además, en la ESMA se ha creado un grupo de trabajo para evaluar la liquidez en el mercado de deuda corporativa en Europa que utiliza, entre otras fuentes, la información del Transaction Reporting Exchange Mechanism (TREM) de cada Estado. Aunque sus resultados aún no están disponibles, en el epígrafe 4 se proporciona una idea general de su metodología y de las principales diferencias respecto a la empleada en el presente artículo.

estudios de este estilo no registraban un deterioro significativo en la liquidez del mercado de bonos durante los últimos años; sin embargo, algunas críticas sobre su enfoque y la metodología empleada han hecho aparecer actualizaciones que sí parecen apuntar a una pérdida de liquidez en el periodo más reciente.

En este artículo se presenta el resumen de un trabajo más extenso de próxima aparición que trata de evaluar las condiciones de liquidez de la renta fija correspondiente a los emisores españoles entre los años 2005 y 2016<sup>2</sup>. Se trata del primer trabajo que evalúa la liquidez de este mercado en un periodo tan amplio (incluye al menos dos crisis) y que contempla tanto las emisiones del sector público como del privado (financiero y no financiero). Siguiendo la metodología que propusieron Broto y Lamas (2016) para el mercado estadounidense, se ha calculado un indicador sintético de liquidez de los bonos españoles que agrega la información de seis indicadores individuales y que permite extraer conclusiones no solo sobre la evolución de la liquidez en el mercado nacional, sino también sobre la dimensión de esta (por ejemplo, los costes de transacción) y sobre el sector que contribuye a sus variaciones.

En el epígrafe dos de este artículo se describen los seis indicadores individuales de liquidez propuestos y su resultado para los diferentes sectores. En el epígrafe tres se resume la metodología del indicador sintético y se presentan los resultados más relevantes que se han obtenido. En el cuarto epígrafe se evalúa el indicador y, finalmente, en el quinto epígrafe se presentan las conclusiones.

## 2 Selección de indicadores individuales de liquidez

### Datos

El universo de activos objetivo del análisis de liquidez es el de los instrumentos de renta fija correspondiente a los emisores españoles. Por tanto, no se está evaluando la liquidez del mercado de renta fija en España sino la liquidez de las emisiones de deuda españolas con independencia de dónde se negocien. La definición del ámbito de estudio se realiza así, en parte, por el fuerte incremento de las emisiones de deuda de emisores nacionales que se llevan a cabo en mercados exteriores, sobre todo por parte de las compañías no financieras. En cuanto a la tipología de instrumentos, se han considerado bonos, cédulas y titulizaciones. En el gráfico 1 se representa el importe de las emisiones consideradas, con su desglose por sectores, tipos de instrumento y mercados de emisión.

Para calcular el indicador de liquidez de la renta fija se han utilizado indicadores de liquidez individuales basados en precios y en cantidades (transacciones). La información sobre los precios de los bonos procede de Bloomberg. En relación con los precios de cierre, se dispone de información sobre 1.096 bonos de deuda pública y 1.990 bonos de deuda privada. En el caso de los precios *bid* y *ask*, hay información sobre 494 y

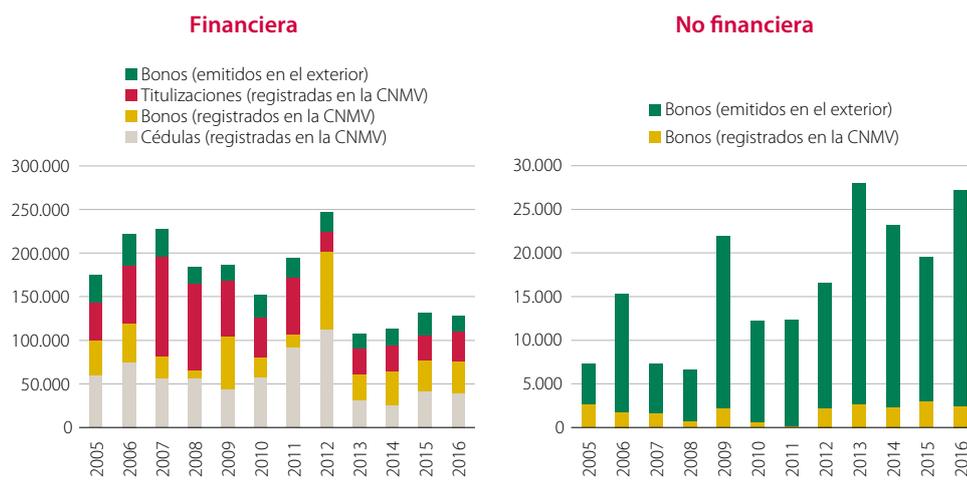
---

2 Véase Cambón, Cano y González (2017), «Measuring liquidity of Spanish debt», documento de trabajo de la CNMV de próxima publicación.

865 respectivamente. La información sobre las transacciones de compraventa<sup>3</sup> se ha obtenido de AIAF, el mercado español de renta fija, desde 2005, y del TREM (Transaction Reporting Exchange Mechanism), desde 2011 para aquellas operaciones realizadas en mercados exteriores y OTC. El número de bonos corporativos de referencia para estas operaciones es de 7.678, de los cuales 6.950 han sido emitidos por entidades financieras y el resto por compañías no financieras. Además, 1.887 emisiones se han realizado en el exterior. En total, se han considerado casi 2.830.000 operaciones realizadas en AIAF y 766.000 comunicadas a través del TREM<sup>4</sup>.

## Emisiones de deuda de emisores españoles (millones de euros)

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

## Indicadores individuales de liquidez

Se han seleccionado seis indicadores que representan alguna característica de la liquidez, aunque no todos ellos se pueden calcular para los sectores de referencia: financiero, no financiero y soberano. Mientras que los indicadores basados en precios son útiles para todos los sectores, los que se basan en transacciones solo lo son para la deuda corporativa. De modo que los indicadores que se presentan a continuación tratan de representar alguna de estas características del mercado: estrechez (costes de transacción), profundidad, amplitud y resistencia (véase el cuadro 1).

- **Diferencial de precios *bid-ask*.** Se calcula como la diferencia entre el precio cotizado para la venta de un bono y el precio cotizado para una compra inmediata del mismo activo (dividido por el promedio de ambos). Este indicador es uno de los más comunes para analizar la liquidez en los mercados financieros y se puede interpretar como una medida del coste de ejecución de una orden. En este sentido, se incluye como uno de los representantes de la estrechez del mercado o de los costes de transacción. Si el diferencial es reducido, las

3 Se han considerado operaciones de compraventa simples.

4 En las operaciones del TREM se han aplicado diversos filtros para reducir algunos problemas en la calidad de la información disponible. En total, se han eliminado el 5,5 % de las operaciones comunicadas.

condiciones de liquidez son buenas, pues los precios de compra y venta tienden a ser parecidos. La fuente de datos de estos precios es Bloomberg.

- **Volumen.** Se calcula agregando los volúmenes contratados cada día (en euros). La información de las transacciones procede de AIAF y del TREM, y está disponible para la deuda corporativa. El volumen es uno de los tres indicadores de este estudio para representar la profundidad del mercado de deuda, que supone la existencia de activos que cubran diversas eventualidades. Mercados con mayores volúmenes de negociación se asocian normalmente con mercados líquidos.
- **Rotación.** Se define para cada activo como el cociente entre su volumen negociado y el importe total emitido de este activo. Este indicador representa la proporción del mercado que tiene alguna negociación y también se considera una buena medida de la profundidad del mercado. Una ratio más elevada de rotación implica una mayor proporción de saldo vivo de renta fija negociado y, por tanto, una mayor liquidez.
- **Proporción de bonos negociados.** Se calcula (diariamente) como el porcentaje de bonos que ha tenido alguna operación de compraventa sobre el total de bonos vivos. Como en los mercados de renta fija existe un número elevado de bonos para los que no hay negociación durante periodos largos, la negociación tiende a concentrarse en unos pocos bonos de cada emisor (normalmente los *benchmarks*), que son los activos más líquidos del mercado. Este es el tercer indicador que representa la profundidad del mercado.
- **Ratio de Amihud.** La ratio de Amihud trata de medir el efecto del volumen de negociación sobre el rendimiento de un activo<sup>5</sup>. En este trabajo se presenta una versión más simple del indicador, debido a que muchos bonos no se negocian cada día. Por ello, se calcula como el valor absoluto del rendimiento diario de cada bono sobre el volumen total negociado. Este indicador, muy utilizado en los mercados de renta variable, es una medida de la amplitud del mercado. Un mercado líquido se debería caracterizar por una ratio de Amihud de un valor pequeño. La idea que subyace a este indicador está en la capacidad del mercado de absorber grandes volúmenes de negociación (u órdenes de gran tamaño) sin que se produzca un impacto significativo sobre los precios.
- **Coefficiente de Eficiencia del Mercado (MEC, por sus siglas en inglés).** Se calcula el MEC propuesto por Hasbrouck y Schwartz (Sarr y Lybek, 2002). Este indicador se define como el cociente entre la varianza de los rendimientos de un activo en un periodo largo y en otro más breve. En este caso, el primero es de una semana y el segundo, de un día. Este indicador se toma como una aproximación a la resistencia del mercado. La intuición que subyace es que en un

---

5 La ratio de Amihud se define como:

$$Amihud_{i,t} = \frac{1}{N_{i,t}} \frac{\sum_{j=1}^{N_{i,t}} |R_{i,t,d}|}{V_{i,t,d}}$$

donde  $V_{i,t,d}$  es el valor negociado del activo  $i$  el día  $t$ ,  $R_{i,t,d}$  es el rendimiento entre la operación  $i$  y la  $i+1$ , y  $N_{i,t}$  es el número total de rendimientos del día  $t$ . Para más detalles, véase Amihud (2002).

mercado resistente las volatilidades de los rendimientos de largo y corto plazo tienden a ser similares, pues los precios de los activos se mueven rápidamente a los nuevos precios de equilibrio. Por esta razón, valores elevados de este indicador (una varianza de largo plazo superior a la de corto plazo) se asocian con mercados menos resistentes.

## Indicadores individuales de liquidez

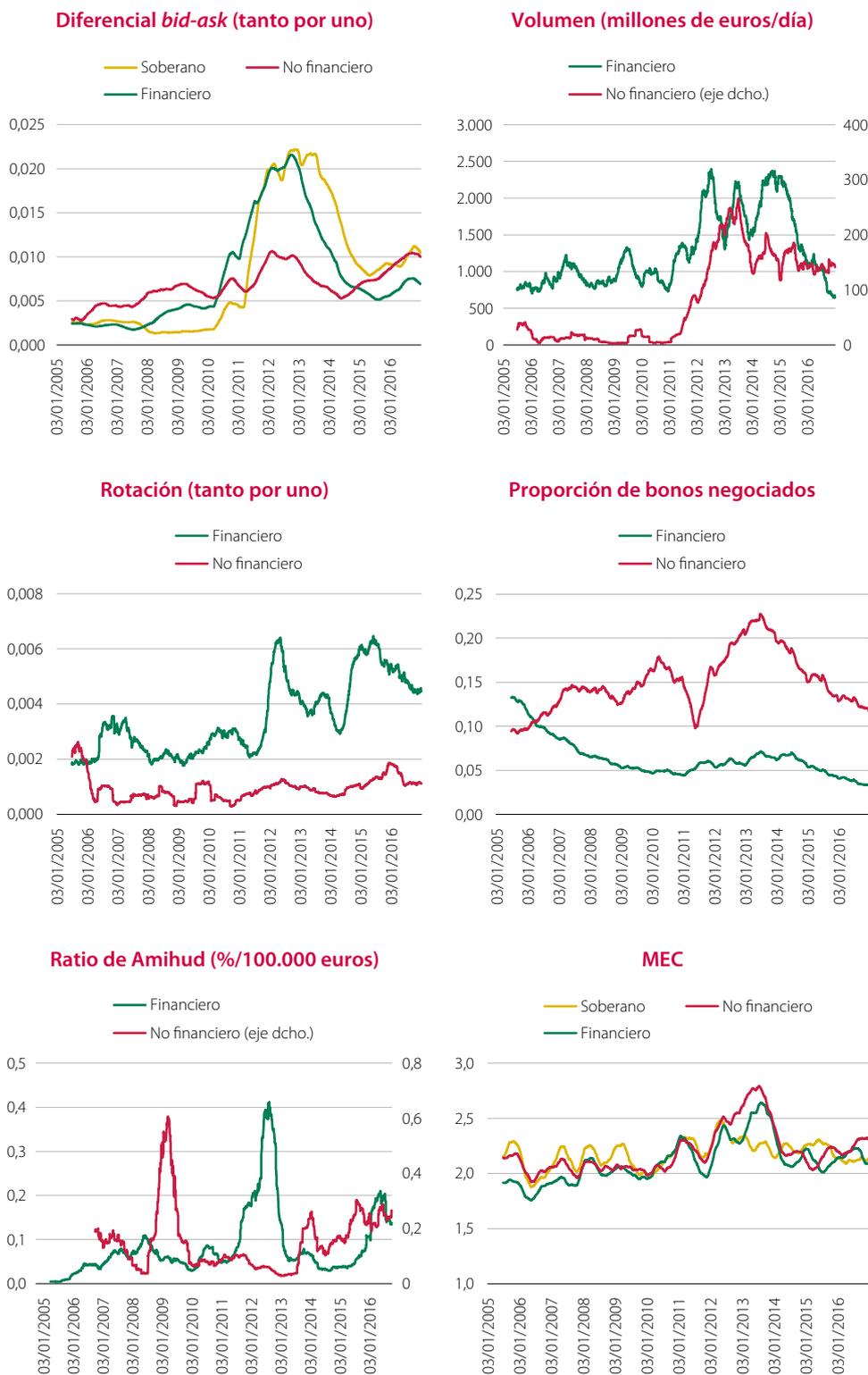
CUADRO 1

Indicador	Definición	Dimensión de liquidez	Fuente de datos	Sector
<i>Spread bid-ask</i>	Diferencia entre los precios <i>bid</i> y <i>ask</i> dividida por el promedio de ambos	Costes de transacción	Bloomberg	Sob Fin No-Fin
Volumen	Transacciones diarias, en euros	Profundidad	CNMV	Fin No-Fin
Rotación	Volumen diario negociado sobre valor de emisión	Profundidad	CNMV	Fin No-Fin
% de bonos negociados	Número de bonos negociados cada día dividido por el número total de bonos vivos	Profundidad	CNMV	Fin No-Fin
Ratio de Amihud	Rendimiento diario (valor absoluto) sobre importe negociado	Amplitud	CNMV / Bloomberg	Fin No-Fin
Coefficiente de Eficiencia del Mercado (MEC)	Varianza de rendimientos semanales sobre varianza de rendimientos diarios (ventanas de tres meses)	Resistencia	Bloomberg	Sob Fin No-Fin

Fuente: CNMV.

En los paneles del gráfico 2 se exponen los seis indicadores individuales de liquidez calculados para los sectores del estudio. En general, los indicadores basados en precios presentan una correlación negativa con los indicadores basados en transacciones. En el primer gráfico, en el que se representan los diferenciales *bid-ask*, se puede observar un repunte en 2010 asociado al primer episodio de incertidumbre relacionado con la crisis griega en el contexto de la crisis de la deuda soberana europea. Este indicador alcanzó un máximo en el caso del sector soberano y del financiero en 2012, después de que el Gobierno español solicitara asistencia financiera para el sector bancario. Luego los diferenciales se redujeron significativamente y aunque se han incrementado ligeramente en los últimos meses de la muestra, sus niveles siguen estando muy alejados de los máximos anteriores.

Los volúmenes de negociación de la deuda del sector financiero pasaron de 920 millones de euros de media diaria entre 2005 y 2011 a 1.700 millones (cuando se incorporan las transacciones del TREM). Los volúmenes máximos de contratación tuvieron lugar entre 2012 y 2014, descendiendo después con mucha intensidad hasta niveles inferiores a los de los primeros años de la muestra. La contratación de valores financieros presenta unos niveles muy inferiores a la de los no financieros, si bien se observa un repunte considerable cuando se incorporan los datos del TREM, que se explica por la elevada proporción de bonos de estas entidades que se negocian en el exterior. La negociación de estos valores de renta fija también ha descendido en los últimos meses, pero de forma más leve que la de los valores del sector financiero.



Fuente: AIAF, Bloomberg, CNMV y cálculos propios. Medias móviles de seis meses.

La evolución del indicador de rotación, el segundo relacionado con la profundidad del mercado, muestra un aumento significativo en el caso de la deuda financiera, hasta alcanzar máximos en 2012 y 2015, y después, un descenso compatible con la caída de los volúmenes de negociación. En la deuda no financiera, la evolución de la rotación

ha sido mucho más estable, con una tendencia ligeramente ascendente entre 2011 y 2016, y una moderación en los últimos meses de 2016.

Por lo que hace a la proporción de valores negociados, último indicador representativo de la profundidad, se observan tendencias diferentes entre el sector financiero y el no financiero. En el primer caso, la proporción de valores negociados cada día ha sido descendente durante la mayor parte del periodo contemplado en el estudio, pasando del 13 % en 2005 al 3,3 % en 2016. En el caso de la deuda no financiera se observa un incremento irregular del porcentaje de valores negociados desde 2005 (10 %) hasta mediados de 2013 (más del 20 %), y después, una caída prolongada hasta el 12 % en 2016.

La ratio de Amihud (amplitud del mercado) muestra diferencias interesantes entre el sector financiero y el no financiero durante los periodos de crisis más importantes del estudio: en los momentos de mayor incertidumbre de la crisis financiera global, a finales de 2008, esta ratio repuntó con más intensidad en la deuda del sector no financiero, mientras que en 2012 lo hizo en la deuda financiera, debido al protagonismo de los bancos en la crisis.

Finalmente, el coeficiente de eficiencia del mercado (MEC) muestra diversos máximos relacionados con la crisis de la deuda soberana en Europa, aunque estos no son coincidentes entre sectores: en el sector público el máximo se alcanzó en 2012, mientras que en el sector privado el máximo se produjo en 2013.

### 3 El indicador sintético de liquidez del mercado de renta fija

#### Metodología

Con el fin de representar las condiciones de liquidez del mercado de renta fija de forma agregada, se ha calculado un indicador sintético de liquidez basado en la información de los indicadores individuales expuestos en el epígrafe anterior. La metodología aplicada consiste en:

1. Transformar las series originales
2. Agregar la información en un único indicador

La transformación de las series originales es doble. Por una parte, se hace que un incremento en el valor del indicador individual pueda asociarse a una pérdida de liquidez. Esto se consigue básicamente calculando la inversa de los indicadores relacionados con la profundidad del mercado. Por otra parte, se transforman las series de manera que sus valores oscilen en el rango  $(0,1]$ . Para ello, se aplica la función de distribución acumulada (FDA), que presenta algunas ventajas respecto a la estandarización habitual, que asume que las variables se distribuyen normalmente. Para ello, se ordenan los valores de los catorce indicadores individuales de liquidez de manera que cada indicador  $x=(x_1, x_2, \dots, x_T)$ , donde  $T=601^6$  es transformado en una

---

6 En este estudio se dispone de datos semanales desde el 01/01/2005 hasta el 30/12/2016 (601 semanas).

muestra ordenada ( $x[1], x[2], \dots, x[T]$ ). El valor más bajo del indicador corresponde a  $x[1]$  y el más alto a  $x[T]$ . Si se denota  $r$  al *ranking* asignado a cada valor de  $x_t$ , las variables transformadas  $z_t$  son calculadas a partir de las variables originales mediante la FDA  $F_n(x_t)$ , que toma la siguiente forma:

$$z_t = F_n(x_t) = \begin{cases} \frac{r}{n}, & x_{[r]} \leq x_t \leq x_{[r+1]}, \quad r = 1, 2, \dots, n-1 \\ 1, & x_{[1]} \geq x_{[n]} \end{cases}$$

desde  $t=1, 2, \dots, n$ . Esta función mide el número total de observaciones  $x_t$  que no exceden de un valor específico dividido por el número total de observaciones de la muestra. La intuición subyacente a esta función es relativamente sencilla: el valor asignado es igual a su posición (*ranking*) respecto al total de observaciones: así, por ejemplo, el valor mínimo del indicador recibiría el valor de  $1/n$ , el máximo un  $1$  y la mediana un  $0,5$ <sup>7</sup>.

Para agregar la información de los indicadores individuales de liquidez se ha empleado el Análisis de Componentes Principales (ACP), que presenta una ventaja importante: con un número limitado de componentes principales (que son una combinación lineal de las series originales) se puede capturar una gran parte de la variabilidad de la muestra original. Esta técnica, sin embargo, tiene también algunos inconvenientes cuando se aplica a materias como las finanzas, pues puede asignar unas ponderaciones a los indicadores originales difíciles de justificar en términos económicos. En este estudio se ha aplicado esta técnica para computar un indicador de liquidez para el conjunto de bonos, uno para el sector financiero y otro para el sector no financiero<sup>8</sup>. En el primer indicador, el ACP sobreestimaba los pesos asignados a los indicadores del sector no financiero, por lo que han sido reajustados en función de la relevancia de sus emisiones y saldos vivos.

## Resultados

Los paneles del gráfico 3 muestran el resultado del indicador sintético de liquidez para el conjunto de bonos, distinguiendo la contribución de las diferentes dimensiones de la liquidez (panel superior) y la de los diferentes sectores (panel inferior). Según los cálculos del estudio, el indicador muestra tres momentos en los que la liquidez de la renta fija presentó un deterioro significativo y que se corresponden con la incertidumbre provocada por la quiebra de Lehman Brothers a finales de 2008, cuando el indicador alcanzó un valor de  $0,84$ , y con las dudas producidas por la crisis de la deuda soberana en Europa en 2010 y 2012. Entre 2012 y 2014 el indicador de liquidez presentó una mejoría considerable, pero esta tendencia se invirtió nuevamente desde 2015, año a partir del cual se observa un deterioro gradual en las condiciones de liquidez de la renta fija española. Las causas del deterioro más reciente de la

7 En realidad, esta función se emplea de forma recursiva, es decir, se aplica primero sobre los cuatro primeros años de la muestra y después se va añadiendo una nueva observación cada semana para calcular un nuevo valor de la función. Para más detalle, véase Hollo, Kremer y Lo Duca (2012).

8 Se ha seguido la metodología de la OCDE (2008) y de Broto y Lamas (2016) para capturar la información de los cuatro primeros componentes principales y obtener un vector único de ponderaciones.

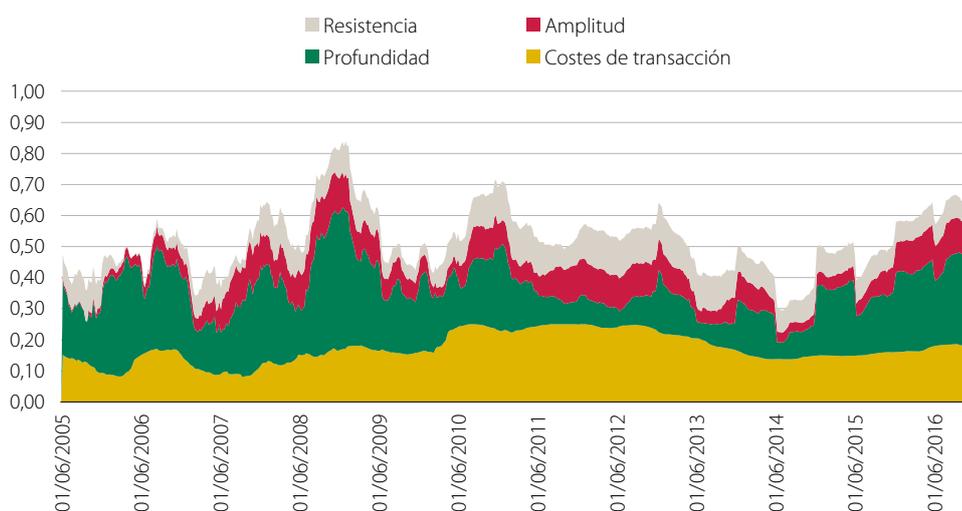
liquidez del mercado pueden estar relacionadas con varios elementos: (i) el cambio de la regulación financiera, que desincentiva la actividad de *market making* de los bancos, (ii) el contexto de tipos de interés reducidos, que hace menos atractiva la contratación de los productos de deuda, y (iii) el programa de compras de activos del BCE, que está retirando del mercado una proporción no desdeñable de bonos.

Las contribuciones de las diferentes dimensiones de la liquidez, así como de los sectores, han cambiado a lo largo del tiempo, especialmente en los momentos de mayor estrés en el mercado. Así, por ejemplo, se observa que en la crisis financiera global la pérdida de liquidez de la renta fija estuvo más relacionada con el deterioro de la profundidad del mercado y de su resistencia, sobre todo en el sector financiero. Sin embargo, en los periodos de pérdida de liquidez vinculados a la crisis de la deuda soberana europea el papel de los costes de transacción fue mucho más relevante y en ellos se observa, además, un deterioro de la liquidez tanto en la renta fija financiera como en la deuda pública.

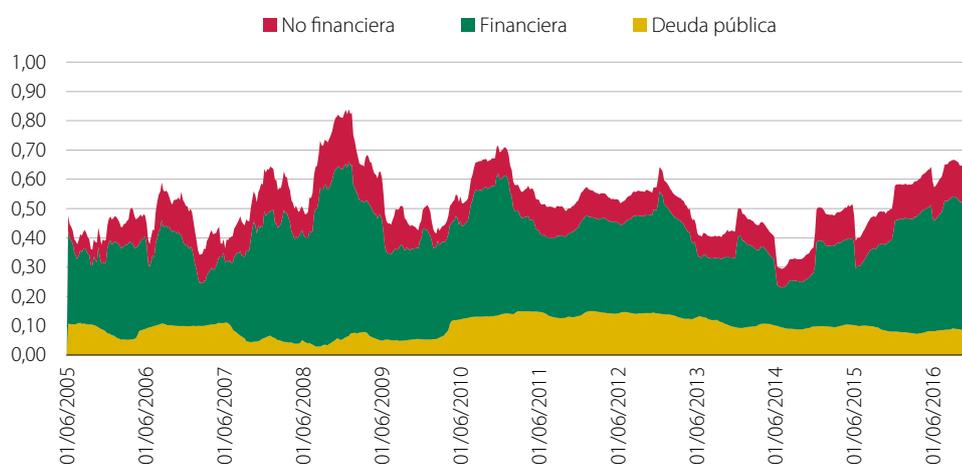
### El indicador sintético de liquidez

GRÁFICO 3

#### Con desglose de dimensión de liquidez



#### Con desglose del sector



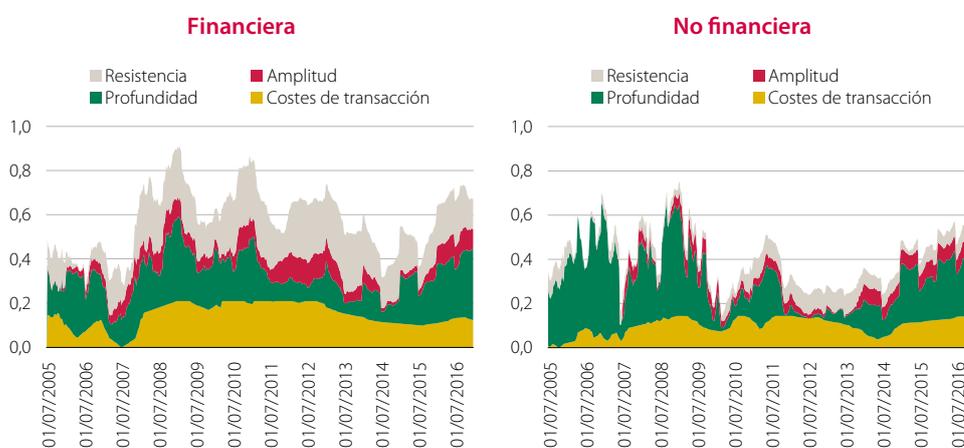
Fuente: CNMV.

Los indicadores de liquidez independientes para el conjunto de la deuda financiera y no financiera se presentan en los paneles del gráfico 4. Lo primero que destaca en la comparación de ambos indicadores tiene que ver con el nivel de iliquidez de estos sectores, que es bastante más elevado en el caso de la deuda financiera. Una de las razones que cabe considerar en relación con la mayor iliquidez de la deuda de estas entidades puede estar relacionada con el mayor número de emisiones y su menor tamaño, muchas de ellas de productos estructurados, en relación con el número de emisores. Por una parte, los bonos estructurados tienen una naturaleza mucho más ilíquida que otros instrumentos de renta fija debido, entre otras cosas, a la complejidad que conlleva su valoración y a las dificultades para compararlos con otras emisiones similares (en definitiva, su falta de estandarización). Además, la contratación de la renta fija tiende a concentrarse en un grupo relativamente reducido de activos de cada emisor (habitualmente, los *benchmarks*), que suelen ser productos muy líquidos, de tal forma que si el número de emisiones es muy elevado, es más probable que el mercado sea, de media, menos líquido.

La evolución temporal de los indicadores revela que el momento de mayor iliquidez en ambos sectores se produjo a finales de 2008: el valor del indicador de liquidez de la deuda financiera se situó en 0,91 y el de la deuda no financiera en 0,76. Después se observan varios rebrotes de iliquidez durante la crisis de la deuda soberana, que fueron más intensos en el caso de la deuda financiera. Tras una mejora en ambos indicadores entre 2012 y 2014, se detecta un nuevo periodo de mayor iliquidez que está siendo más agudo en el caso del sector financiero.

#### El indicador sintético de liquidez de la deuda corporativa

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

De acuerdo con la información de los paneles del gráfico 4, las contribuciones de las diferentes dimensiones a la evolución de la liquidez son mucho más equilibradas en el caso de la deuda financiera que en el de la no financiera, donde los costes de transacción y la profundidad del mercado explican casi la totalidad del indicador. En el caso del sector financiero, no obstante, en los momentos de mayor iliquidez, el incremento del indicador se puede deber casi en su totalidad al deterioro de la profundidad del mercado y al incremento de los costes de transacción, mientras que la pérdida de resistencia también juega un papel, pero su relevancia es menor.

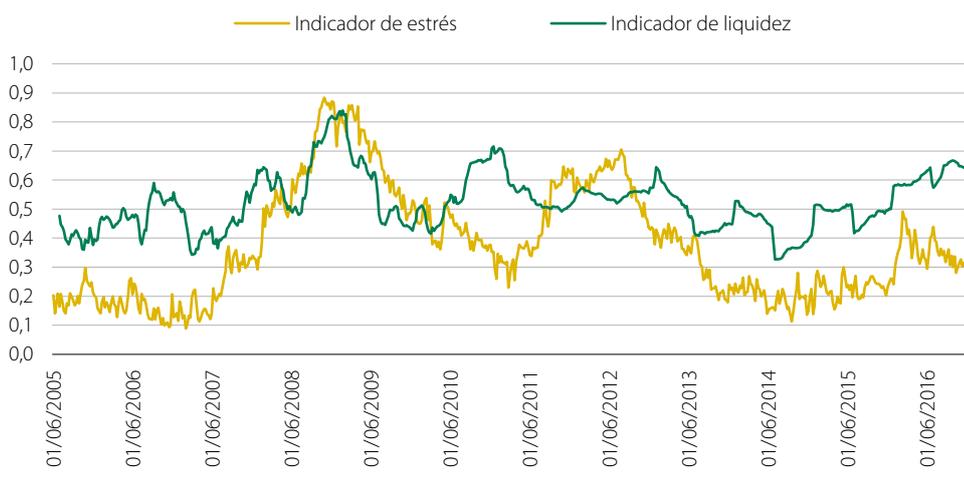
## 4 Evaluación del indicador de liquidez

La evaluación de este indicador, que trata de ver su utilidad y su valor añadido en el contexto de otros trabajos, tiene cuatro vertientes: por una parte, se compara su evolución con la del indicador de estrés de los mercados financieros españoles; por otra parte, se contrasta si los criterios para determinar que un bono es líquido, de acuerdo con los estándares originales de la ESMA en el contexto de la regulación MiFIR, dan un resultado para el mercado español coherente con este indicador de liquidez; en tercer lugar, se relacionan los análisis de la CNMV sobre la liquidez de la cartera de los fondos de inversión con el indicador sintético de liquidez, y finalmente se presenta un pseudoanálisis de robustez en el que, aplicando la metodología que (probablemente) la ESMA está utilizando para evaluar la liquidez de la deuda corporativa en Europa, se pueda confirmar hasta qué punto se mantienen estas conclusiones.

### El indicador de liquidez versus el indicador de estrés de los mercados financieros

La comparación entre el indicador de liquidez de la deuda y el indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>9</sup> es útil, pues permite contrastar si los momentos de repunte del estrés en los mercados vienen siempre acompañados de incrementos de la iliquidez (o viceversa). Conviene tener presente que el indicador de estrés se basa en cuatro tipos de series que representan el estrés en los mercados: primas de riesgo, volatilidad, liquidez y caídas de precios. Como se observa en el gráfico 5, que ilustra la evolución de ambos indicadores desde 2005, la correlación entre ambas series es elevada (cerca del 60 % para todo el periodo y del 70 % desde 2013).

El indicador sintético de liquidez y el indicador de estrés de los mercados GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

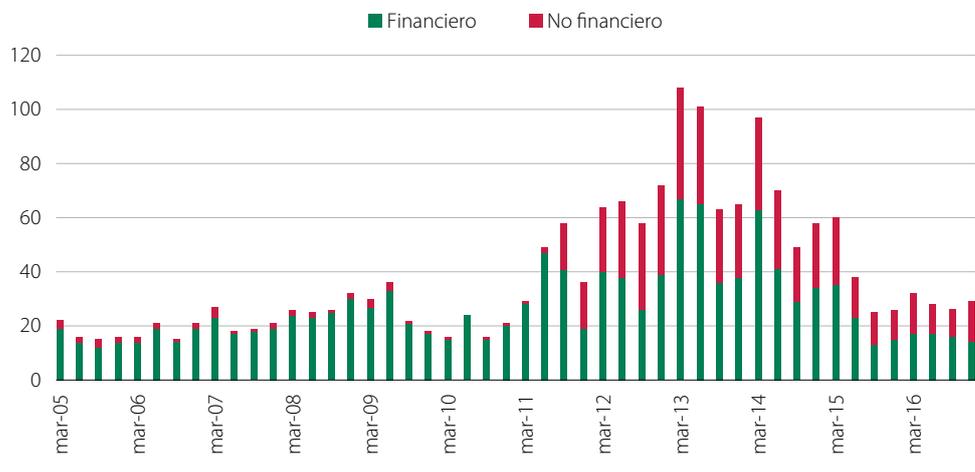
9 Véase Cambón y Estévez (2016). Las series del indicador están disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>.

Existe un grado de coincidencia muy alto a finales de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, cuando ambas series marcan sus máximos históricos. En 2012 ambos indicadores también muestran repuntes durante la crisis de la deuda soberana europea, aunque la coincidencia temporal no es exacta. La diferencia más relevante tiene lugar en 2010, cuando el indicador de liquidez repunta (coincidiendo con el primer periodo de dudas asociado a Grecia), pero el nivel de riesgo sistémico es reducido. En general, se puede concluir que los rebotes de incertidumbre en el mercado vienen acompañados de pérdidas de liquidez pero no a la inversa: se observan episodios de repuntes de iliquidez sin que se incremente el estrés general en el mercado. Esto último parece haber ocurrido no solo en 2010 sino en los últimos meses, en los que la liquidez en el mercado de deuda se está deteriorando progresivamente pero no se observan incrementos similares en los indicadores de estrés.

### El indicador de liquidez y los criterios de la ESMA para la consideración de activo líquido

La regulación europea MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*) introduce requisitos de pre- y postransparencia a determinados instrumentos financieros sujetos a determinadas condiciones. En el caso de la renta fija, la Comisión Europea ha habilitado a la ESMA para establecer los estándares técnicos que permitan clasificar un bono como líquido y, por tanto, someterlos a esos requisitos de transparencia. La propuesta original de la ESMA incluía tres criterios: (i) una negociación media diaria superior a 100.000 euros, (ii) dos o más transacciones al día, y (iii) registro de una negociación más del 80 % de los días del periodo (en este caso, el trimestre).

Número de bonos líquidos según los requisitos propuestos por la ESMA GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Aunque no se ha alcanzado un acuerdo definitivo en relación con estos requisitos, parece probable que se introduzcan de forma gradual en los próximos años. A modo ilustrativo, se ha considerado interesante aplicar los requisitos originales de la ESMA a los datos de este estudio, calcular cuántos bonos serían considerados líquidos cada trimestre y ver si este resultado es coherente con el indicador de liquidez. De acuerdo con los cálculos realizados, el número de bonos líquidos se incrementaría desde 20 en los primeros años de la muestra hasta más de 100 en el primer trimestre de 2013

(el 60 %, deuda financiera). Desde 2014 se observa un descenso del número de bonos líquidos, hasta quedar cerca de 30 a finales de 2016. Esta evolución es similar a la del indicador de liquidez de la deuda privada.

## **El análisis de la liquidez de la cartera de renta fija de los fondos de inversión**

Desde 2007 la CNMV evalúa trimestralmente las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mediante la información de los precios disponibles que obtiene en Bloomberg. De acuerdo con este análisis, la proporción de activos ilíquidos en esta cartera alcanzó un máximo a finales de 2008, con un 37 % (9 % de los activos totales de los fondos de inversión), pero desde entonces ha descendido progresivamente hasta quedar cerca del 8 % a finales de 2016 (1,2 % de los totales). La evolución de esta proporción es relativamente similar a la del indicador de liquidez de la deuda privada hasta 2014. Desde entonces, este se incrementa mientras que la proporción de activos ilíquidos de la cartera de los fondos sigue reduciéndose. Esto podría indicar que los gestores de fondos de inversión españoles estarían invirtiendo en deuda más líquida que la media para un bono español. Además, de acuerdo con el desglose geográfico de la cartera de los fondos, una parte relevante de estas inversiones se estaría produciendo en activos emitidos en el exterior.

## **Un análisis de robustez: la metodología de la ESMA**

En la actualidad existe un grupo de trabajo en la ESMA que trata de evaluar la liquidez de la deuda corporativa en Europa a partir del cálculo de diversos indicadores individuales de liquidez. Estos deben ser calculados por los reguladores de valores de una mayoría de países de la UE para después estimarse un indicador agregado a nivel europeo. Aunque la metodología que va a usar este grupo no está completamente decidida, sí que merece la pena comentar qué similitudes y diferencias podría haber con respecto a la de este análisis de la CNMV y su repercusión en los resultados. Las similitudes son muchas, pues la esencia es básicamente la misma: se trata de computar indicadores individuales de liquidez que representen alguna de las dimensiones de la misma y agregarlos en una única cifra.

Sin embargo, existen algunas diferencias que pueden ser relevantes en el resultado final. Aquí solo se van a comentar las más importantes, que tienen que ver principalmente con el conjunto de bonos que se ha tomado en consideración, con la fuente de la información y con la selección de indicadores. En relación con el universo de bonos de referencia, el trabajo a nivel europeo no va a tomar en consideración los bonos estructurados, que sí se han incluido en este estudio. En principio, no se encuentra ninguna razón de peso para excluir del análisis estos activos (cuya naturaleza es mucho más ilíquida), teniendo en cuenta, además, su fuerte crecimiento tras la crisis. Respecto a la fuente de información, el estudio que realizará la ESMA va a utilizar los datos del TREM que tiene disponible cada autoridad nacional supervisora entre 2012 y 2016, lo que supone un gran esfuerzo para emplear esta fuente común que, por otra parte, presenta aún algunos problemas en la calidad de la información. Finalmente, en cuanto a la selección de indicadores de liquidez, se observa una coincidencia elevada entre ambos planteamientos (en cuatro de seis indicadores), pero cabe señalar que en el

estudio europeo no se incluirá el indicador que evalúa la negociación total en el mercado ni la proporción de bonos sin negociación, que tienen un impacto elevado en nuestro indicador de liquidez. Todos estos elementos hacen pensar que los resultados del análisis efectuado para la deuda europea, que se realiza sobre un periodo más reducido (2012-2016) por falta de información, puede dar lugar a un resultado en el que se observe, como en este caso, un deterioro de la liquidez durante los últimos años, pero que este sea menos intenso.

## 5 Conclusiones

Los mercados financieros se han visto afectados durante los últimos años por varios cambios estructurales que pueden haber incidido en la liquidez de los mercados de renta fija. Por una parte, la regulación financiera que se originó en la crisis endureció los requisitos de capital de la actividad de *market making* de los bancos, lo cual ha desincentivado esta actividad que, en principio, beneficia la liquidez de los mercados. Sin embargo, otros elementos como los relacionados con la innovación financiera y el impulso de la negociación electrónica juegan a favor de la liquidez. En Europa, además, el contexto de tipos de interés reducidos durante un periodo largo y el programa de compras de deuda que lleva a cabo el BCE pueden estar disminuyendo la liquidez en algunos segmentos del mercado.

En este contexto, disponer de una herramienta para evaluar las condiciones de liquidez en los mercados de renta fija es extremadamente importante, teniendo en cuenta las características especiales de este mercado, en el que la heterogeneidad de los activos es muy alta y la negociación tiende a concentrarse en un número reducido de bonos, normalmente los *benchmarks*. La contribución de este estudio consiste en proporcionar esta herramienta, que se convierte en un indicador sintético de liquidez de los bonos españoles calculado entre 2005 y 2016. Para ello, se ha tomado como referencia el trabajo propuesto por Broto y Lamas (2016), que sintetiza la información de seis indicadores individuales de liquidez en un valor único. Estos indicadores representan alguna de las cuatro dimensiones de la liquidez que se consideran habitualmente: costes de transacción, profundidad, amplitud y resistencia.

Los resultados del análisis revelan periodos de iliquidez significativos a finales de 2008, en 2010 y en 2012, todos ellos momentos de incertidumbre en los mercados financieros. Asimismo, se observa un deterioro de la liquidez más gradual durante los últimos dos años que no parece tener el carácter asociado a un estrés puntual sino a los cambios estructurales mencionados antes. Esta pérdida de liquidez se explica en su mayor parte por el deterioro de la profundidad del mercado, que es más intenso en la deuda financiera.

La evaluación de este indicador ha permitido, por ejemplo, determinar que periodos de estrés en los mercados suelen venir acompañados de pérdidas de liquidez, pero no a la inversa. También se han podido contrastar los resultados del análisis que realiza periódicamente la CNMV sobre la liquidez de la cartera de renta fija de los fondos de inversión con la evolución del indicador. De ello parece deducirse que los gestores de fondos están invirtiendo en activos más líquidos que la media y emitidos, en una parte muy importante, en mercados exteriores. Finalmente, se ha

señalado que las conclusiones sobre la liquidez en los mercados de deuda dependen en gran medida de la metodología aplicada, por lo que conviene tener claras las diferencias entre los distintos métodos propuestos en los análisis, sobre todo en relación con las bases de datos, el universo de bonos de referencia y los indicadores de liquidez individuales evaluados.

## Bibliografía

AMIHUD, Y. (2002), «Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects», *Journal of Financial Markets*, vol. 5, pp. 31-56.

Autorité des Marchés Financiers (AMF) (2015), *Study of liquidity in French bond markets*.

BROTO, C. y M. LAMAS (2016), «Measuring market liquidity in US fixed income markets: A new synthetic indicator», *The Spanish Review of Financial Economics*, vol. 14, pp. 15-22.

CAMBÓN, M. I. y L. ESTÉVEZ (2016), «A Spanish financial markets stress index», *The Spanish Review of Financial Economics*, vol. 14, pp. 23-41.

ESMA, «EU corporate bond market liquidity», *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 2(2016), septiembre de 2016.

ESMA, «EU sovereign bond market liquidity», *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1(2017), marzo de 2017.

Financial Conduct Authority (FCA) (2016), «Liquidity in UK corporate bond markets: Evidence from trade data», *Occasional Paper*, 14.

HOLLO, D., M. KREMER y M. LO DUCA (2012), «A composite indicator of systemic stress in the financial system», en European Central Bank, *Working Paper Series*, 1426.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2008), *Handbook on constructing composite indicators*.

SARR, A. y T. LYBEK (2002), «Measuring liquidity in financial markets», IMF working paper, 02/232.



# Tendencias internacionales en el mercado de fondos de inversión

Anna Isperto Maté (\*)

(\*) Anna Isperto Maté pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

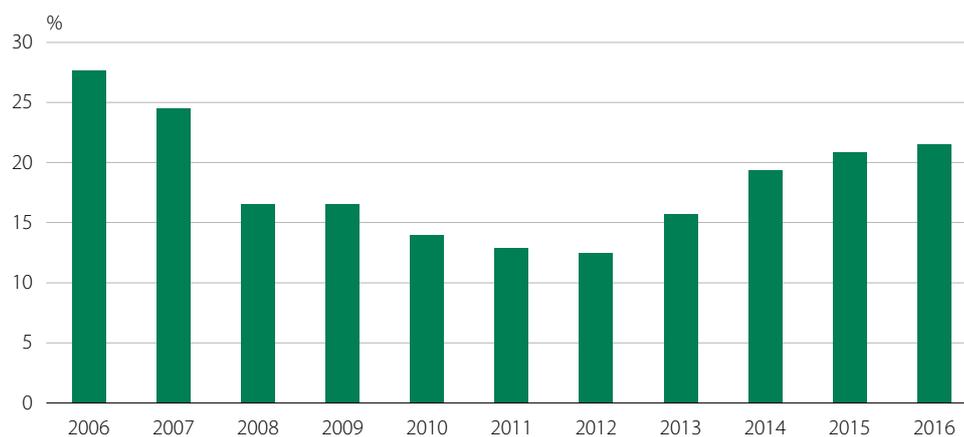


# 1 Introducción

La industria de la inversión colectiva, y en particular la de los fondos de inversión, es un área de especial interés para la CNMV, tanto por el volumen de activos que gestiona como por el número de inversores minoristas que participan en ella. A finales de 2016, según datos extraídos de las Cuentas Financieras de la Economía Española, los fondos de inversión representaban el 12,7 % del total de activos financieros de los hogares, mientras que el patrimonio de estas instituciones, con datos de la CNMV, era de 239.926 millones de euros, un 21 % del PIB nacional (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. El número de inversores en esa misma fecha era de 8,26 millones.

**Patrimonio de los fondos de inversión españoles (% PIB)**

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En el marco de la inversión colectiva se engloban distintas tipologías de fondos, lo que hace que exista un amplio abanico de posibilidades para distintos perfiles de inversores. Así, los fondos de inversión se clasifican en una escala del 1 al 7 según su nivel de riesgo; en términos generales, los niveles más bajos de riesgo se corresponden con los fondos monetarios, de renta fija o garantizados, y los niveles más altos, con los fondos de renta variable o retorno absoluto.

En España se ha considerado tradicionalmente que el inversor minorista tiene un perfil conservador que se refleja en la preferencia de fondos con niveles de riesgo bajo. Así, el peso relativo de los fondos más conservadores (fondos garantizados, renta fija y renta fija mixta) era del 82,1 % en 2009. Este porcentaje se mantuvo más o menos estable, con ligeros descensos, hasta 2013; después, como consecuencia de un entorno

<sup>1</sup> Durante los años previos a la crisis, este porcentaje fue prácticamente del 30 %.

de tipos de interés extremadamente bajos, fue descendiendo de forma significativa hasta situarse en el 39,6 % en 2015. Este cambio reflejaba una mayor predisposición de los inversores a tomar posiciones en fondos con un mayor nivel de riesgo para obtener rentabilidades más altas. En 2016, esta tendencia se vio interrumpida con un pequeño avance patrimonial de este tipo de fondos de menor riesgo, hasta el 41,4 %.

Con este artículo se pretende poner en perspectiva los movimientos patrimoniales de los fondos de inversión españoles acaecidos a lo largo de la última década (este periodo 2006-2016 incluye los últimos años de una prolongada expansión económica iniciada a finales del siglo pasado, los años de la crisis y los primeros de la recuperación actual). Para ello, se muestra una visión general de este periodo y se realiza una comparativa de dichos movimientos con los ocurridos en los fondos de inversión en Estados Unidos y en Europa.

El artículo se estructura de la siguiente manera: la segunda sección presenta las principales diferencias entre el perfil del inversor español en fondos de inversión y el de otros países; la tercera analiza la evolución de las distintas tipologías de fondos entre 2006 y 2016 en España en relación con Estados Unidos y Europa, y el último apartado ofrece las principales conclusiones.

## 2 Situación patrimonial de los fondos de inversión

Los partícipes en fondos de inversión en España son en su mayor parte inversores minoristas<sup>2</sup> y en términos generales se han caracterizado por un nivel elevado de aversión al riesgo. Esto se refleja en el hecho de que en nuestro país los fondos de inversión de renta variable representaban a finales de 2016 solo un 20,8 %<sup>3</sup> (véase cuadro 1), frente al 27,3 % en el conjunto de Europa y el 52,5 % en Estados Unidos. Pero también los fondos monetarios, que podrían considerarse los menos arriesgados, dada su política de inversión<sup>4</sup>, tienen en España una importancia relativa muy inferior a la del resto de Europa y Estados Unidos, cifrada en el 4,1 % al cierre de 2016, frente al 9 % y 16,7 % respectivamente<sup>5</sup>. Esta diferencia se explica, en gran

---

2 Según Cambón y Losada (2012), «Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España. El papel de las entidades de crédito» (Documento de Trabajo de la CNMV), aproximadamente un 70 % del patrimonio correspondía a «fondos minoristas». Y en la segunda mitad de la década de los 90, que fueron los años de mayor expansión de los fondos de inversión, representaban alrededor del 90 %.

3 En 2009 llegaron incluso a suponer algo menos del 10 %, recuperándose progresivamente desde entonces.

4 La Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV establece que los fondos monetarios no pueden tener ningún tipo de exposición a renta variable, riesgo divisa o materias primas. Además, la duración media de la cartera debe ser inferior a seis meses, y en ningún caso, ni de forma residual, puede incluir instrumentos con vencimiento superior a cinco años.

5 En Estados Unidos el patrimonio de los fondos monetarios llegó a alcanzar casi el 40 % del total en 2008. Con el estallido de la crisis, algunos de ellos tuvieron problemas a causa de un exceso de inversión en activos emitidos por vehículos de inversión que registraron caídas muy importantes de sus precios. A partir de entonces la inversión en fondos monetarios bajó de forma notoria, incluso en aquellos que no habían experimentado ningún tipo de problema durante los meses más duros del inicio de la crisis en ese país.

parte, por la figura de los fondos garantizados<sup>6</sup>, que en cierta medida han ocupado el espacio de los fondos monetarios en nuestro país. Así, los garantizados, que pertenecen al epígrafe «otros», representaban un 10 % del total<sup>7</sup> a finales de 2016 e incluso habían llegado a cifras que rondaban el 40 % en 2012. En Europa, en cambio, no llegan a representar ni el 0,5 % del total y en Estados Unidos no existe esta figura.

A pesar de que tanto los monetarios como los garantizados se consideran fondos con niveles de riesgo bajo, existe una diferencia clave entre ellos: el grado de liquidez. Los fondos monetarios son productos financieros que invierten en activos a corto plazo, y además sus participaciones pueden ser reembolsadas en cualquier momento, por lo que su grado de liquidez es elevado<sup>8</sup>. En cambio, los fondos garantizados tienen una fecha de vencimiento de su garantía antes de la cual, si se reembolsa total o parcialmente la inversión realizada, este importe no queda garantizado y se aplica el valor liquidativo en ese momento más una comisión de reembolso. Ese periodo de garantía, que se computa entre la fecha en la que se establece el valor liquidativo de referencia (valor sobre el que se realizan todos los cálculos referentes al porcentaje garantizado a los partícipes y los rendimientos que les corresponden) y la fecha del vencimiento, suele oscilar entre los cinco y siete años.

### Distribución del patrimonio de los fondos de inversión en 2016 según tipo de fondo

CUADRO 1

%	España <sup>1</sup>	Europa	Estados Unidos
Fondos de renta variable	20,8	27,3	52,5
Fondos de renta fija	35,5	23,8	22,3
Fondos híbridos/mixtos	23,5	20,3	8,5
Fondos monetarios	4,1	9,0	16,7
Otros	16,0	19,7	

Fuente: CNMV.

1 Se excluyen los fondos de inversión inmobiliaria.

Por su parte, los fondos de renta fija y las fórmulas llamadas mixtas o híbridas, que son aquellas que invierten tanto en productos financieros de renta fija como de renta variable, tienen un peso mayor en España que en Europa y Estados Unidos. Así, el

6 Los fondos garantizados son aquellos para los que existe una garantía de un tercero que asegura, en la mayoría de casos, la inversión inicial más una cantidad segura o no, dependiendo del tipo de fondo. Dentro de estos, existen fondos de rendimiento fijo, que son los que aseguran el 100 % de la inversión inicial más un rendimiento fijo preestablecido; fondos de rendimiento variable, que aseguran el 100 % de la inversión más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa u otro activo, y fondos de garantía parcial, que tienen un objetivo concreto de rentabilidad y garantizan un porcentaje inferior al 100 % de la inversión inicial. Es importante mencionar que la garantía tan solo se hace efectiva si se mantiene la inversión hasta su vencimiento.

7 El restante 6 % corresponde a fondos de retorno absoluto, de inversión libre y ETF (Exchange Traded Funds).

8 En Estados Unidos incluso los inversores de fondos monetarios tienen acceso en muchos casos a ciertos servicios ofertados por los comercializadores que son similares a los ofrecidos por los bancos con sus depósitos, como la emisión de cheques contra las cuentas en fondos monetarios.

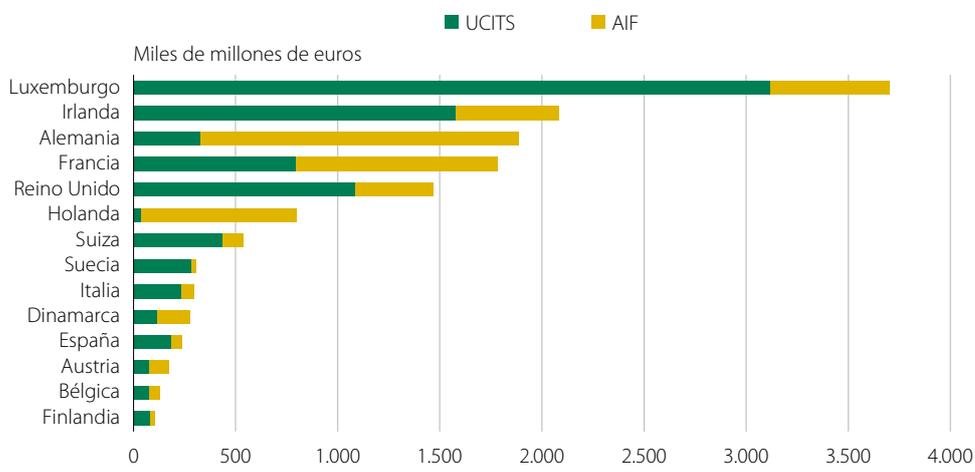
patrimonio invertido en fondos de renta fija en España es más de diez puntos porcentuales superior que en las otras dos economías analizadas. Destaca también que en Europa las fórmulas mixtas tienen más popularidad que en Estados Unidos, ya que el patrimonio europeo supera el 20 % del total<sup>9</sup>, mientras que el americano no alcanza ni el 10 %.

Estas diferencias sustanciales entre España y otros países pueden estar influenciadas, además de por el perfil del inversor, por los métodos y los canales de distribución. En España, más del 80 % del patrimonio de los fondos de inversión está en manos de gestoras pertenecientes a entidades de crédito<sup>10</sup>, cuyo modelo para el cliente minorista se ha caracterizado por ofertar, a través de sus oficinas físicas, todo el abanico disponible de operaciones financieras (desde productos crediticios hasta los más sofisticados). Este modelo de distribución minorista contrasta con el de Estados Unidos, donde los asesores financieros, no siempre asociados a una entidad bancaria, tienen una presencia importante, igual que la compra directa por parte de los inversores.

Dentro del ámbito europeo, España se sitúa en torno al puesto número diez entre los países con un mayor patrimonio gestionado, dependiendo del año. En Luxemburgo estaban domiciliados un 30 % de los fondos de inversión al cierre de 2016, lo que representa alrededor del 25 % del patrimonio total, y entre los cuatro primeros países se concentraba más del 60 % del mercado (véase el gráfico 2). El patrimonio de los fondos de inversión españoles se sitúa en niveles similares a los de Italia o Dinamarca.

**Patrimonio de los fondos de inversión europeos en 2016  
(principales jurisdicciones)**

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

En cuanto a sus características, las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea se clasifican en armonizadas, más conocidas como UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), y no armonizadas o AIF

9 En España, las fórmulas mixtas de renta fija representan más del doble que las fórmulas mixtas de renta variable.

10 Este porcentaje ha llegado a situarse alrededor del 95 %.

(Alternative Investment Funds). Las primeras se rigen por la directiva europea conocida como UCITS IV<sup>11</sup>, que tiene como objetivos principales la homogeneización de los fondos de inversión a nivel europeo y el aumento de la protección al inversor mediante una información más simplificada y estandarizada. Para ello establece una serie de requisitos que deben cumplir tanto los propios fondos como sus gestoras y depositarios<sup>12</sup>. Solo entonces un fondo puede ser comercializado en cualquier Estado de la Unión Europea sin que sea necesario que se registre de nuevo.

En España, un 67 % del total de los fondos de inversión eran UCITS al cierre del año pasado y, en términos de patrimonio, suponía el 78 %. En el conjunto de Europa, ambos porcentajes eran notablemente inferiores: un 53 y un 61 % respectivamente. No obstante, si se observan estos datos a nivel nacional, las cifras son muy dispares. Por un lado, el país con un mayor peso de las UCITS es Suecia, con más del 90 %, seguido por Luxemburgo, con un 84 %<sup>13</sup>. En el extremo opuesto se sitúan Holanda o Alemania, cuyos fondos de inversión son, en general, no armonizados, con tan solo un 5 % y un 17 % respectivamente.

## 3 Evolución internacional de los fondos de inversión

### 3.1 La evolución del patrimonio

En la evolución del patrimonio de los fondos de inversión durante los últimos diez años se observan los efectos de la crisis financiera iniciada a mediados de 2007 y de la posterior recuperación en este ámbito patrimonial. En términos generales, en los primeros años de la crisis el volumen de recursos invertido en fondos de inversión se redujo de forma importante, como sucedía con la mayoría de activos financieros, después de unos años de fuerte expansión. Así, en 2008 la contracción patrimonial en Europa y en Estados Unidos fue muy similar, estimadas en un 20 %, mientras que en España el empeoramiento fue más acusado, hasta alcanzar el 31 % (véase el gráfico 3).

---

11 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

12 Entre las principales novedades de esta directiva cabe destacar las siguientes: por un lado, a las sociedades gestoras se les exige el cumplimiento de una serie de obligaciones en el ámbito organizativo, los conflictos de interés, las normas de conducta y la gestión de riesgos para obtener un pasaporte comunitario gracias al cual pueden gestionar un fondo domiciliado en cualquier Estado miembro; por otro lado, se elimina el folleto simplificado de los fondos y se crea un nuevo documento (KID, por sus siglas en inglés), que ofrece una información más estandarizada, clara y concisa. En relación con la política de inversión de los fondos, se establecen límites a las inversiones procedentes de un mismo emisor. Para una información más detallada sobre los contenidos de esta directiva, véase Martínez-Blasco y Racanati (2010), «La Directiva UCITS IV», Boletín de la CNMV, trimestre II.

13 El caso de Luxemburgo es algo distinto del resto. Gracias a la flexibilidad y estabilidad regulatoria que ofrece ese país, además de a una normativa algo más laxa que la de la mayoría de jurisdicciones y una elevada agilidad en los trámites burocráticos, muchos de los fondos domiciliados allí proceden de gestoras de otros Estados miembros de la Unión Europea. Estos fondos se suelen constituir de forma que cumplan con la normativa UCITS para poderse comercializar después en el país de origen de la gestora o en otro país europeo. En España, más de un 70 % del volumen de inversión de IIC extranjeras proviene de Luxemburgo.

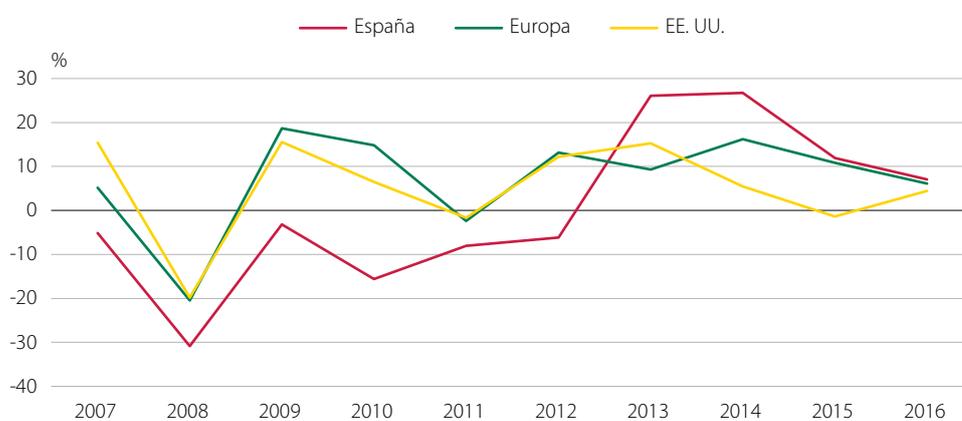
Durante los dos años posteriores, además, mientras la industria de la inversión colectiva recuperaba el terreno perdido en Estados Unidos y en el conjunto de Europa, con crecimientos que superaron el 15 % en 2009 y que rondaron el 10 % en 2010, en España se continuaba con crecimientos negativos (-3 % en 2009 y -16 % en 2010). A lo largo de 2011 y 2012 continuó en nuestro país el descenso patrimonial, y aunque no fue tan acusado, provocó que el acumulado durante el periodo 2008-2012 fuera prácticamente del 30 %, hasta los 154 mil millones de euros. En cambio, en las otras dos áreas analizadas, si bien se produjo un ligero descenso en 2011, durante 2012 esta reducción se compensó con creces con avances por encima del 10 % en cada una de ellas.

No fue hasta 2013 cuando España dejó atrás los números rojos y experimentó un avance patrimonial del 26 %, muy por encima de los que experimentaron los fondos de inversión europeos y estadounidenses, con un crecimiento del 9 % y del 15 %, respectivamente. Tanto en 2014 como en 2015 la tendencia fue similar: en España el volumen de activos de los fondos de inversión se incrementó a tasas superiores a las de Estados Unidos y Europa en su conjunto. Y en 2016 el avance ha sido similar, entre el 4 % y el 7 % en las tres economías analizadas.

Se podría concluir, entonces, y como se aprecia en el gráfico 3, que las consecuencias del ciclo económico en los inversores españoles de fondos han sido de mayor magnitud que en los del resto de Europa y de Estados Unidos. Si bien durante la crisis los efectos negativos en los fondos de inversión de nuestro país fueron mucho peores en términos de evolución patrimonial, en los últimos años, caracterizados por una progresiva recuperación económica, se ha crecido por encima del resto.

**Tasa de crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión**

GRÁFICO 3



Fuentes: CNMV, EFAMA y Thomson Datastream.

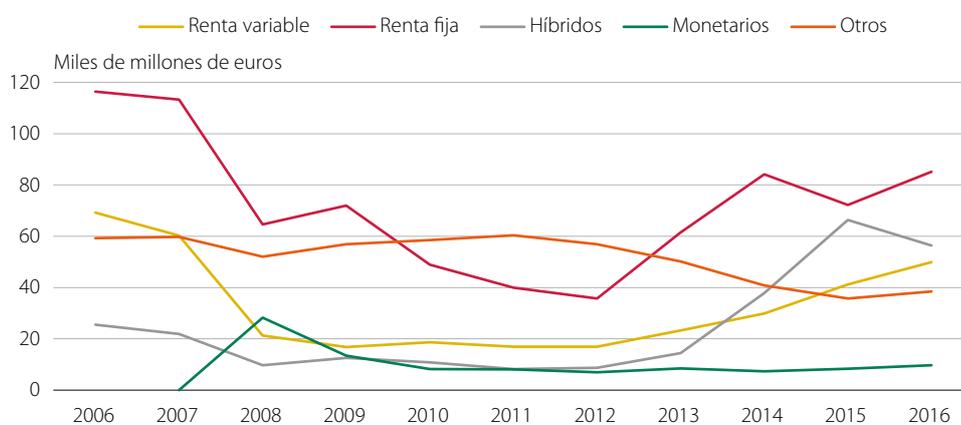
Si se analizan los movimientos patrimoniales en los distintos tipos de fondos de inversión, se observan diferencias sustanciales entre las economías consideradas. En relación con los fondos garantizados, los más conservadores, en España experimentaron un desarrollo importante durante los años previos a la crisis financiera, tanto a nivel patrimonial como de oferta de vehículos<sup>14</sup>, mientras que a partir de 2007

14 A lo largo del periodo 2003-2007 el patrimonio de los fondos garantizados creció un 63 %, mientras que el número de vehículos lo hizo un 39 %.

empezaron a contraerse de forma ligera, para después descender con fuerza en el periodo 2012-2015 (véase el gráfico 4, tipología «Otros»). Cabe mencionar que, dentro de estos fondos, el comportamiento de los garantizados de renta fija y de renta variable ha sido muy dispar. Los primeros vieron cómo su patrimonio aumentaba de forma ininterrumpida hasta 2012, cuando alcanzaron más de 36 mil millones de euros, y luego cómo retrocedía hasta los 8,6 mil millones en 2016. Por su parte, los de renta variable fueron descendiendo desde los máximos de 2005 hasta 2015 (en este periodo perdieron más del 80 % de su patrimonio, hasta los nueve mil millones de euros) para crecer en 2016 un 50 % aproximadamente. Esta situación no es comparable con las de otras economías, ya que esta tipología de fondos, como se ha mencionado con anterioridad, no existe en Estados Unidos y es muy residual en el resto de Europa.

### Evolución del patrimonio de los fondos de inversión españoles

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

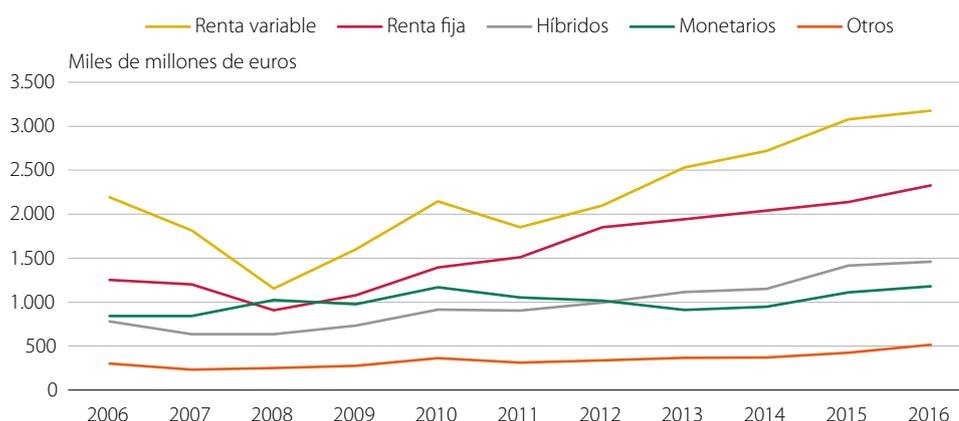
Por otra parte, los fondos monetarios, que habían estado creciendo con fuerza hasta 2008 en Estados Unidos, donde ya tenían un mayor peso que en Europa, se contrajeron de forma importante durante 2009 y 2010 a causa, en gran parte, de los problemas que algunos de ellos sufrieron tras el estallido de la crisis (véase el gráfico 6), y luego se estabilizaron entre el 15 % y el 20 % del patrimonio total gestionado por los fondos de inversión estadounidenses. En Europa, con datos exclusivos de los que cumplen con la directiva UCITS, estos fondos alcanzaron una importancia relativa máxima en 2009, con un peso en el patrimonio total del 26 %, descendieron hasta 2013 y desde entonces se han estabilizado en torno al 13 %. En España, los fondos monetarios fueron reduciendo su patrimonio hasta 2012<sup>15</sup>, con descensos anuales importantes, más acusados en 2008 y 2009 (-52 % y -40 % respectivamente). Entre 2012 y 2016 el volumen de sus activos aumentó un 39 %.

El comportamiento patrimonial de los fondos más arriesgados (renta variable e híbridos), a pesar de sus diferencias según las jurisdicciones, no ha sido tan dispar como el de los fondos conservadores. Así, el patrimonio de estos fondos se contrajo

15 En los años 2006 y 2007 no existen datos de estos fondos, ya que pasaron a pertenecer a la categoría de renta fija. Durante los meses previos a la entrada en vigor de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, fueron volviendo a su denominación original.

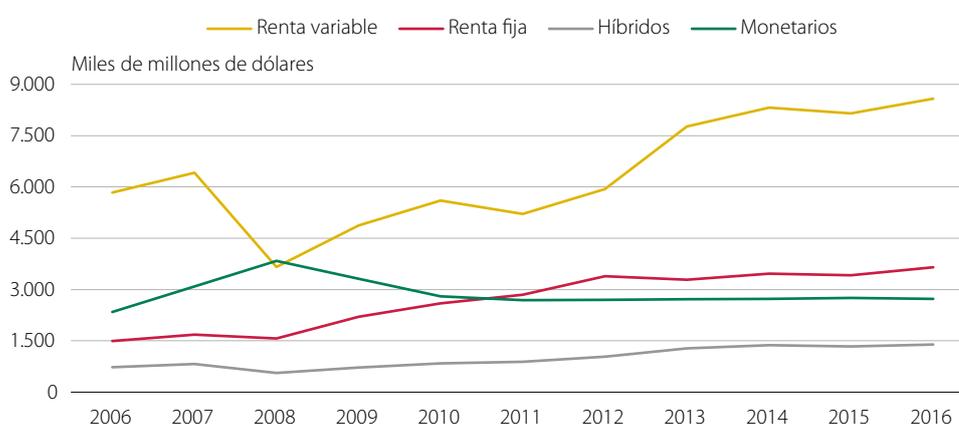
mucho hasta 2008, especialmente en el último año, debido sobre todo a la importante devaluación que experimentó su cartera por el mal comportamiento de la renta variable a nivel global<sup>16</sup>. A partir de 2009 el patrimonio comenzó a recuperarse con fuerza y de forma sostenida en Europa y en Estados Unidos, con la única excepción de 2011, cuando las bolsas volvieron a experimentar notables retrocesos (aunque no tan acusados como en 2008). De esta forma, entre 2008 y 2016 el patrimonio total de los fondos de renta variable e híbridos prácticamente se dobló en Europa y aumentó un 78 % en Estados Unidos (véanse los gráficos 5 y 6).

**Distribución del patrimonio de los fondos de inversión europeos (UCITS)** GRÁFICO 5



Fuente: Efama.

**Distribución del patrimonio de los fondos de inversión en Estados Unidos** GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

A partir de 2009, en España los fondos de renta variable y los fondos híbridos tuvieron un comportamiento algo diferente al del resto de economías. Entre 2009 y 2012 el patrimonio de ambos se mantuvo prácticamente constante, con un ligero retroceso en los fondos híbridos (véase el gráfico 4). Fue a partir de 2013 cuando empezaron a crecer de forma notoria, especialmente los híbridos, que pasaron de ser una

16 En 2008 el Ibex 35 cayó un 39,4 %, el Eurostoxx 50 un 44,4 % y el Dow Jones un 33,8 %.

categoría bastante residual a ser los segundos en importancia por detrás de los fondos de renta fija<sup>17</sup>. Y en 2016, mientras los fondos de renta variable continuaron incrementando su patrimonio, los fondos híbridos se contrajeron un 15 %. En conjunto, el volumen de recursos gestionado por estos fondos de inversión se triplicó entre 2013 y 2016.

Los fondos de renta fija, que como ya se ha mencionado son aquellos a los que tradicionalmente los inversores destinaban un mayor volumen de recursos, tuvieron en 2006 un peso relativo del 43 %. A partir de ese año su patrimonio comenzó a descender de forma progresiva hasta 2012 y se situaron en un segundo puesto, por detrás de los fondos garantizados. Dentro de este periodo, tan solo en 2009 presentaron un incremento patrimonial, estimado en el 11 %. El peor año de este ciclo negativo fue 2008, en el que su patrimonio descendió en más de 48 mil millones de euros, un 43 % respecto al año anterior.

A partir de 2012 estos fondos volvieron a crecer con fuerza y durante 2013 y 2014 recuperaron parte del patrimonio que habían perdido, con un crecimiento acumulado en esos dos años del 135 %, aunque en ningún momento llegaron a recuperar el volumen de 2006<sup>18</sup>. De este modo, han vuelto a ser los fondos en los que más confían los inversores españoles, con un peso relativo en 2016 del 36 %.

### 3.2 La evolución de las suscripciones y reembolsos

Los movimientos patrimoniales descritos en la sección anterior pueden venir originados tanto por las suscripciones o reembolsos de los partícipes en los fondos de inversión como por la revalorización de la cartera de inversión<sup>19</sup>. Dado que este artículo pretende analizar el comportamiento de los inversores a lo largo de la última década, esta sección se va a dedicar a las entradas y salidas de recursos de los fondos por parte de los inversores y a compararlas en las tres economías de referencia.

En España, las suscripciones de los inversores durante los cuatro o cinco años previos a la crisis se concentraron en los fondos más conservadores: los garantizados, tanto de renta fija como variable, y los de renta fija. De esta forma, los primeros, que fueron los que más crecieron, pasaron de suponer alrededor de un 1 % en 2002 a un 22 % en 2006. Los segundos aumentaron su peso relativo durante el mismo periodo desde un 23 % hasta un 43 %, como ya se ha mencionado. Así, en 2006, al inicio de la década analizada en este artículo, estos fondos representaban un 65 % sobre el total.

---

17 Estos fondos pasaron de representar un 6,9 % del total en 2012 a un 29,6 % en 2015. Fue precisamente en 2015 cuando experimentaron su mayor crecimiento, con un volumen de activos gestionados que pasó de 38 mil millones de euros al cierre de 2014 a superar los 66 mil millones.

18 El patrimonio en el año 2006 ascendía a unos 116 mil millones de euros, mientras que al cierre de 2016 este valor era de 85 mil millones.

19 De hecho, la variación del patrimonio para un periodo se calcula con la siguiente fórmula: Variación patrimonial = Suscripciones netas – Beneficios brutos distribuidos + Rendimientos netos. En los fondos de inversión, los beneficios brutos distribuidos son cero en la mayor parte de los periodos, y cuando no es así, el valor de los mismos es bastante reducido, por lo que se puede obviar a la hora de explicar los movimientos patrimoniales.

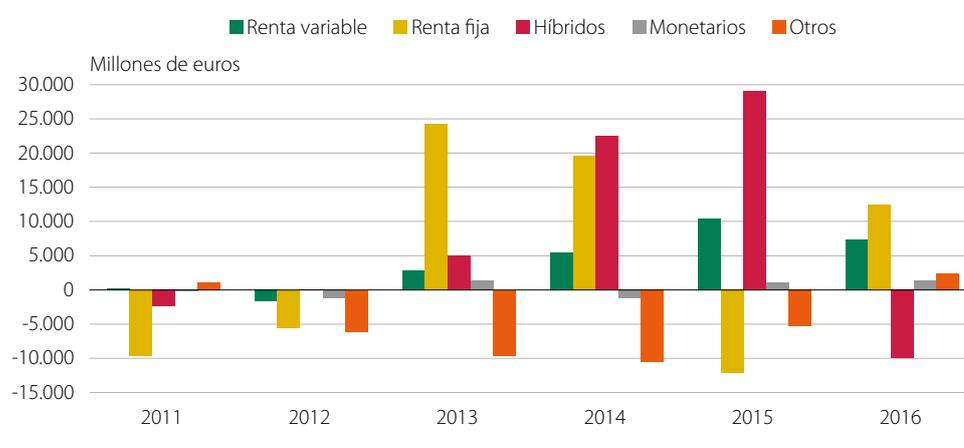
A partir de ese año los inversores comenzaron a realizar reembolsos importantes, que se prolongaron hasta 2009 en el caso de los fondos garantizados y hasta 2012 para los de renta fija. Una de las principales razones de este comportamiento durante los primeros dos o tres años fue el atractivo de los productos alternativos, especialmente de los depósitos bancarios, en un contexto de competencia entre las entidades de crédito por la captación de pasivos. Aunque esta rivalidad afectó a todos los tipos de fondos, incidió sobre todo en los más conservadores, ya que compiten de forma más directa con los depósitos.

Hasta 2009 también se produjeron salidas de recursos de los fondos de renta variable y variable mixta<sup>20</sup> como consecuencia de la mencionada competencia bancaria, pero sobre todo a causa del mal comportamiento y de la inestabilidad de los mercados de renta variable durante el periodo, especialmente en el año 2008.

En el resto de países, el comportamiento inversor fue distinto al español, aunque también se notaron los efectos de la inestabilidad en los mercados y en la economía en general. Aunque en Europa las retiradas generalizadas de dinero por parte de los partícipes en fondos no se produjeron hasta 2008, el año anterior ya se observaron suscripciones netas negativas en los fondos de renta variable y renta fija. En 2009 y 2010, a excepción de los fondos monetarios, que experimentaron unos reembolsos netos acumulados en estos dos años de 178 mil millones de euros, todas las categorías volvieron a observar entradas netas de recursos.

### Suscripciones netas de los fondos de inversión en España

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

En Estados Unidos, se produjeron entradas netas de recursos todos los años entre 2006 y 2010 en los fondos de renta variable, renta fija e híbridos, con la única excepción de los primeros en 2008. Fue destacable la inversión en fondos de renta fija, cuyas suscripciones resultaron especialmente elevadas en 2009 y 2010, con casi 700 mil millones de dólares entre los dos años. Parte de estos recursos provenían de los inversores que estaban retirando su dinero de forma masiva de los fondos monetarios, después de los problemas experimentados por estos durante la segunda mitad

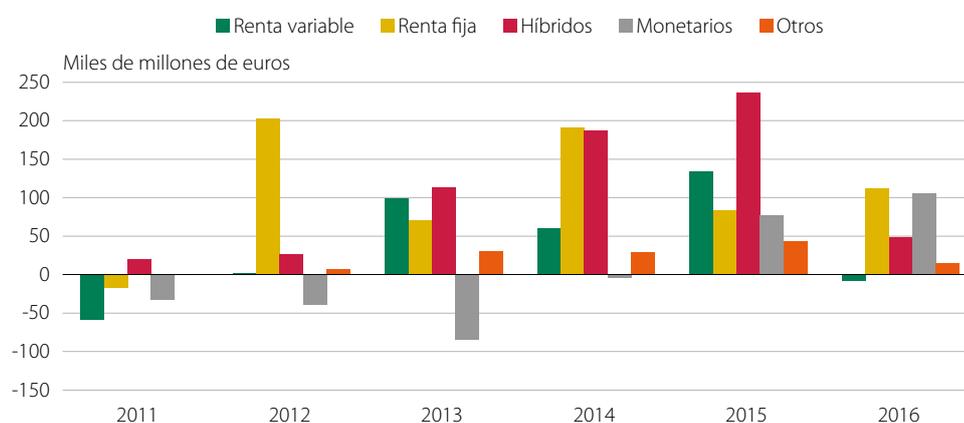
20 En el caso de la renta fija mixta, los reembolsos netos se produjeron solo en 2006 y 2007, mientras que en los de renta variable se prolongaron hasta 2009.

de 2008. Así, en 2009 y 2010 los partícipes retiraron más de un billón de dólares en términos netos, después de que entre 2006 y 2008 se hubiera producido una inversión neta de 1,6 billones.

En 2011, año en el que después de un periodo relativamente tranquilo, las turbulencias volvieron a los mercados y se produjo la llamada «crisis de la deuda soberana», con aumentos muy significativos en las primas de riesgo de los países europeos, especialmente los periféricos, los inversores volvieron a retirar recursos de los fondos de inversión en Europa después de dos años positivos (véase el gráfico 8). En España, en cambio, aunque también se produjeron importantes reembolsos, no fueron ni la mitad de los de un año antes, cuando ya solamente los fondos de renta fija experimentaron unos reembolsos netos de 23 mil millones de euros. Las salidas de recursos en esta categoría estuvieron influenciadas, en parte, por el aumento de la oferta de depósitos a plazo con rentabilidades elevadas por parte de las entidades financieras.

### Suscripciones netas de los fondos de inversión en Europa (UCITS)

GRÁFICO 8

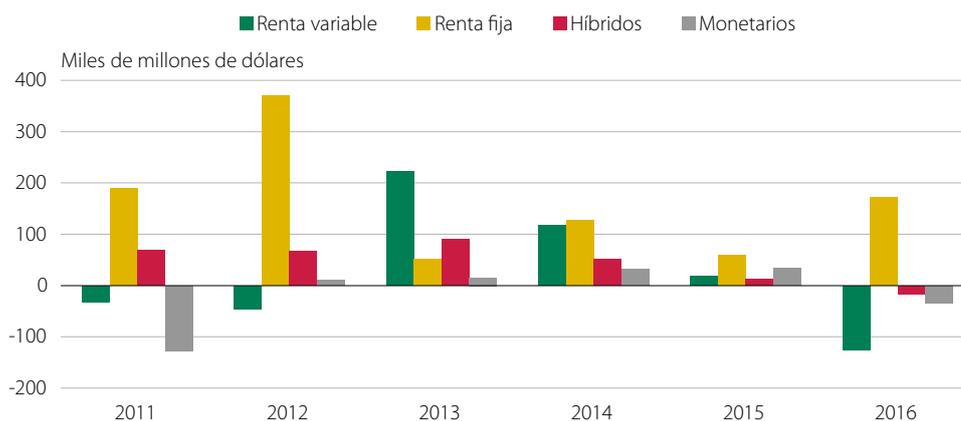


Fuente: EFAMA.

En Estados Unidos, en 2011 solo se vieron afectados ligeramente los fondos de renta variable por la inestabilidad que la mencionada crisis generó en los mercados internacionales, y, sobre todo, en los fondos monetarios, en los que continuaban los reembolsos iniciados en 2008 (véase el gráfico 9).

A partir de 2012 los fondos de inversión europeos volvieron a recuperar suscriptores, aunque los inversores se comportaron con una cierta cautela. Como se puede observar en el gráfico 8, mientras que en los fondos de renta variable las suscripciones netas eran prácticamente nulas, en los de renta fija se registraron importantes entradas de recursos. El comportamiento inversor en Estados Unidos fue muy similar: las mayores suscripciones se produjeron, con diferencia, en los fondos de renta fija, mientras que los de renta variable experimentaron ligeros reembolsos netos.

En España, en cambio, no fue hasta 2013 cuando los partícipes en fondos de inversión volvieron a suscribirlos de forma masiva. Todavía en 2012, como se puede ver en el gráfico 7, todas las categorías de fondos, sin excepción, sufrieron salidas de recursos.



Fuente: Thomson Datastream.

Entre 2013 y 2015, con el inicio de la recuperación económica a nivel mundial, los diferentes tipos de fondos de inversión experimentaron importantes entradas generalizadas de recursos. En España y en el resto de Europa las suscripciones más cuantiosas se produjeron en los fondos de renta fija y en los híbridos, y, en menor medida, en los de renta variable. En Estados Unidos, en cambio, los inversores prefirieron estos últimos.

A pesar de ser unos años muy positivos para la industria, hubo algunas excepciones a esta tendencia general. En 2013 y 2014 todavía hubo en Europa salidas de recursos de los fondos monetarios, mientras que en España los inversores continuaban realizando reembolsos en los fondos garantizados, una vez vencía la garantía, para suscribir fondos con un nivel de riesgo mayor: renta fija y mixtos (híbridos). Y en 2015 también se produjeron salidas en los fondos de renta fija, cuyas rentabilidades eran muy bajas debido al entorno de tipos de interés extremadamente reducidos que se mantiene todavía. En el lado opuesto, las suscripciones en fondos híbridos fueron muy elevadas, especialmente en los fondos de renta fija mixta, que observaron unas entradas netas de recursos de casi 21 mil millones de euros.

En 2016 se produjeron cambios importantes en relación con los movimientos de los tres años anteriores. En España parece que los inversores revirtieron en parte la tendencia a aumentar el nivel de riesgo de sus inversiones en fondos. De esta forma, los fondos de renta fija aumentaron su patrimonio como consecuencia de nuevas entradas de recursos en detrimento de los fondos mixtos, que experimentaron reembolsos netos positivos. En Europa sucedió algo similar, con reembolsos, aunque no muy elevados, en los tipos más arriesgados y suscripciones en los más conservadores: los fondos de renta variable, después de tres años muy positivos, experimentaron reembolsos netos, mientras que los inversores se decantaron por los de renta fija y los monetarios a causa de un aumento de la incertidumbre en los mercados y a pesar de las bajas rentabilidades existentes. Y en Estados Unidos tan solo los fondos de renta fija vieron cómo su patrimonio crecía a consecuencia de unas entradas netas de recursos, debidas, en parte, al repunte de los tipos de interés en ese país, especialmente en las referencias a más corto plazo.

## 4 Conclusiones

El perfil del inversor español en fondos de inversión ha sido, tradicionalmente, conservador si lo comparamos con el del resto de países europeos y con el de Estados Unidos. Lo demuestra el hecho de que, a finales de 2016, en nuestro país tan solo el 21 % del patrimonio estuviera invertido en fondos de renta variable, mientras que en Estados Unidos este porcentaje se elevaba hasta el 53 %. Los fondos garantizados, considerados muy conservadores y cuya figura no existe en muchos otros países europeos ni en Estados Unidos, llegaron a representar el 40 % del total en 2012, porcentaje que fue disminuyendo paulatinamente. En otros Estados la inversión menos arriesgada se realiza en fondos monetarios, figura que en España es bastante minoritaria. En cambio, en Estados Unidos llegaron a ser muy populares antes de la crisis, gracias en parte a su elevado grado de liquidez.

Asimismo es importante destacar que, entre los países europeos, España es uno de los que más fondos posee al amparo de la directiva UCITS, por lo que pueden comercializarse en el resto de la Unión Europea. En términos patrimoniales, estos fondos representan cerca del 80 % del total, mientras que en el conjunto de Europa ronda el 60 %, con importantes diferencias entre países.

Durante los momentos más duros de la crisis, los fondos de inversión de las tres economías contempladas en este artículo experimentaron serias dificultades, tanto por las retiradas de recursos por parte de los inversores como por la devaluación de sus carteras. No obstante, la industria de los fondos de inversión se reactivó a partir de 2009 en Europa (no en todos los países) y en Estados Unidos, mientras que en España los reembolsos por parte de los partícipes continuaron de forma generalizada durante dos o tres años, con la única excepción de los fondos garantizados.

A partir de 2013, cuando la crisis comenzaba a superarse, fue en España donde la expansión de los fondos de inversión resultó más evidente, con crecimientos patrimoniales anuales que superaron el 25 % en 2013 y 2014. Además, debido en parte al entorno de tipos de interés extremadamente bajos, tanto en España como en el resto de Europa los inversores realizaron suscripciones en los fondos considerados de riesgo medio-alto en detrimento de los más seguros.



### **III Anexo legislativo**



Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al periodo de marzo a mayo de 2017 se han producido las siguientes novedades legislativas:

## Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio**, de medidas urgentes en materia financiera.

Este real decreto-ley regula una serie de medidas de carácter urgente en relación con el sector financiero, con la finalidad de permitir que determinadas entidades de crédito adopten políticas y estrategias para mejorar su resistencia a los riesgos que pueden surgir en el ejercicio de su actividad, así como facilitar el cumplimiento de los requisitos establecidos por la nueva regulación financiera y adecuarla a los estándares internacionales y europeos.

Se incorpora expresamente al régimen jurídico de las cooperativas de crédito la posibilidad de integrarse en sistemas institucionales de protección previstos en la normativa europea, adoptando una serie de medidas destinadas a facilitar su constitución y a potenciar su eficaz funcionamiento y se introduce, siguiendo los estándares internacionales, una especialidad en el régimen concursal de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, como es la distinción entre créditos preferentes y no preferentes dentro de la categoría de los créditos ordinarios.

A tal fin, esta norma modifica la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito, el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión y el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Se modifica el artículo 217.3, apartado c), del TRLMV, de modo que no se considerarán productos no complejos los instrumentos financieros de deuda emitidos por entidades de crédito o entidades de servicios de inversión que a su vez sean admisibles para la recapitalización interna en un contexto de resolución. De este modo, se está otorgando una mayor protección al inversor en consonancia con el nuevo marco normativo de resolución creado a nivel europeo.

Este real decreto-ley entró en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

- **Orden HFP/633/2017, de 28 de junio**, por la que se aprueban los modelos de poderes inscribibles en el Registro Electrónico de Apoderamientos de la Administración General del Estado y en el registro electrónico de apoderamientos de las Entidades Locales y se establecen los sistemas de firma válidos para realizar los apoderamientos *apud acta* a través de medios electrónicos.

De conformidad con el artículo 6.4 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, esos

modelos de poderes se distinguen de acuerdo con las categorías legalmente establecidas:

- a) Un poder general para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante en cualquier actuación administrativa y ante cualquier administración. Modelo 1, que se incluye en el anexo I a la Orden.
- b) Un poder para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante en cualquier actuación administrativa ante una administración, entidad u organismo concreto. Modelo 2, que se incluye en el anexo II a la Orden.
- c) Un poder para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante únicamente para la realización de determinados trámites especificados en el poder. Modelo 3, que se incluye en el anexo III de la Orden.
- d) Un modelo 4, que se incluye en el anexo IV de la Orden, para revocar los poderes otorgados.

Esta Orden entrará en vigor el 2 de enero de 2018. Se derogan expresamente los anexos I, II y III de la Orden HAP/1637/2012, de 5 de julio, por la que se regula el Registro Electrónico de Apoderamientos.

- **Real Decreto 683/2017, de 30 de junio**, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, en relación con la cobertura del riesgo de crédito en entidades financieras.

Entre las disposiciones transitorias añadidas en esta norma, destaca la séptima, que establece para los fondos de titulización a los que se refiere el título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, la aplicación transitoria del artículo 9 del Reglamento en la redacción del mismo que existía hasta este momento, ya que la normativa contable de este tipo de entidades no ha sido objeto de ninguna modificación similar a la que se ha producido en el caso de la Circular 4/2004 del Banco de España sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

«Disposición transitoria séptima. Deterioro de instrumentos de deuda de los fondos de titulización.

»En tanto se mantenga la redacción original de la Circular 2/2016, de 20 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, en lo referente a las correcciones por deterioro de valor de los instrumentos de deuda valorados por su coste amortizado de los fondos de titulización a que se refiere el título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, la deducibilidad de las dotaciones correspondientes a las mismas se determinará aplicando los criterios establecidos en el artículo 9 de este Reglamento en su redacción vigente a 31 de diciembre de 2015».

- **Reglamento de Régimen Interior de la CNMV**, del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV el 10 de julio de 2003 (BOE 18/07/2003) y posteriores modificaciones aprobadas por las siguientes Resoluciones del Consejo de la CNMV: de 14 de diciembre de 2004 (BOE 29/12/2004), 16 de mayo de 2007 (BOE 31/05/2007), 5 de noviembre de 2008 (BOE 20/11/2008), 21 de enero de 2009 (BOE 27/01/2009), 7 de julio de 2010 (BOE 15/07/2010), 2 de octubre de 2013 (BOE 2/11/2013), 26 de mayo de 2015 (BOE 06/06/2015), 20 de abril de 2016 (BOE 6/05/2016), 7 de febrero de 2017 (BOE 10/02/2017) y 25 de julio de 2017 (BOE 31/07/2017).

El objeto principal de la modificación del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV consiste en hacer que el Departamento de Sistemas de Información dependa directamente del vicepresidente de la CNMV en lugar de del presidente.

La motivación de este cambio viene dada por la especial atención que la CNMV desea prestar al Departamento de Sistemas de Información (artículos 27 y 32).

Se ha aprovechado para introducir algunos cambios mínimos en la relación de funciones de las Direcciones Generales (entre los que destacan la posibilidad de que el director general de Entidades pueda practicar en el registro administrativo inscripciones de alcance menor, como aquellas que deriven de meras comprobaciones documentales, y relativas a entidades supervisadas) y para hacer algunas correcciones de erratas en la parte del Reglamento de Régimen Interior relativa a la organización de la CNMV.

## Normativa europea

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/953 de la Comisión, de 6 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato y el calendario de los informes de posición por parte de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores del mercado de los centros de negociación, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/954 de la Comisión, de 6 de junio de 2017**, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El Reglamento de Ejecución (UE) 2017/954 establece que los periodos de quince meses mencionados en el artículo 497.2 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, en relación con los requisitos de fondos propios por exposiciones a entidades de contrapartida central, y en el artículo 89.5 bis párrafo segundo del Reglamento (UE) n.º 648/2012, en relación con las disposiciones transitorias, se prorrogarán por otros seis meses.

Este Reglamento de Ejecución fue publicado el 7 de junio de 2017 y entró en vigor a los tres días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento Delegado (UE) 2017/979 de la Comisión, de 2 de marzo de 2017**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones en lo que respecta a la lista de entidades exentas.

Se determina que los bancos centrales y los organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública, o que intervengan en ella, en Australia, Canadá, Hong Kong, México, Singapur y Suiza deben quedar exentos de los requisitos en materia de compensación e información establecidos en el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/980 de la Comisión, de 7 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación en las actividades de supervisión, las verificaciones *in situ* y las investigaciones, y para el intercambio de información entre las autoridades competentes de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/981 de la Comisión, de 7 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la consulta a otras autoridades competentes antes de la concesión de una autorización de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/988 de la Comisión, de 6 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para las disposiciones de cooperación relativas a un centro de negociación cuyas operaciones sean de importancia sustancial en un Estado miembro de acogida.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1005 de la Comisión, de 15 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto al formato y el calendario de las comunicaciones y la publicación de la suspensión y exclusión de instrumentos financieros de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.
- **Reglamento Delegado (UE) 2017/1018 de la Comisión, de 29 de junio de 2016**, que completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que deben notificar las empresas de servicios de inversión, los organismos rectores del mercado y las entidades de crédito.

El citado Reglamento, se aplicará a: (i) las empresas de servicios de inversión (ESI); (ii) los organismos rectores del mercado que gestionen sistemas multilaterales de negociación (SMN) o sistemas organizados de contratación (SOC), y (iii) las entidades de crédito autorizadas que presten uno o varios servicios de inversión o realicen una o varias actividades de inversión, y que deseen utilizar

agentes vinculados en virtud de: (a) el derecho a la libre prestación de servicios y actividades de inversión, y (b) el derecho de establecimiento. El Reglamento Delegado establece la información que deberá notificarse: (i) a efectos de la notificación de pasaporte de servicios y actividades de inversión; (ii) en caso de modificación de los datos relativos a los servicios y actividades de inversión; (iii) en relación con los mecanismos para facilitar el acceso a un SMN o SOC, y (iv) en caso de modificación de los datos relativos a una sucursal o agente vinculado. Asimismo, prevé la información que deberá incluirse en la notificación de pasaporte de una sucursal o de un agente vinculado.

Este Reglamento Delegado fue publicado el pasado 17 de junio de 2017 en el Diario Oficial de la Unión Europea estableciendo una *vacatio legis* de 20 días desde su publicación. Empezará a aplicarse a partir del 3 de enero de 2018.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1093 de la Comisión, de 20 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de los informes de posiciones de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores del mercado.

El Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1093 establece los formatos (mediante anexos) que deben ser utilizados en los informes semanales y diarios de las posiciones en derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados de estos negociados en centros de negociación por parte de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores de mercado que gestionen un centro de negociación.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1105 de la Comisión, de 12 de junio de 2017**, por el que se establecen los formularios mencionados en el Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre procedimientos de insolvencia.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión, de 22 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los proveedores de servicios de suministro de datos y las notificaciones conexas, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1111 de la Comisión, de 22 de junio de 2017**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para la transmisión de información en materia de sanciones y medidas, conforme a la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017**, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

El Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron el 5 de abril y el 16 de mayo de 2017, respectivamente, el Reglamento sobre el folleto que debe publicarse en

caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Entre las principales novedades del Reglamento de Folletos destacan:

- (a) Las excepciones a la obligación de publicación de folleto informativo:
  - i. Se reduce de 5 a 1 millón de euros el importe a partir del cual resulta obligatorio (ampliable a 8 millones por los Estados miembros en función del tamaño de sus mercados).
  - ii. Amplía el alcance a admisiones a cotización de valores fungibles con valores ya admitidos a cotización en el mismo mercado regulado y aumenta el límite a aquellos que representen menos del 20 % (antes 10 %).
  - iii. En determinados casos, estará exenta de la obligación de publicación del folleto la admisión a cotización resultante de la conversión o canje de otros valores o del ejercicio de los derechos conferidos por otros valores siempre que sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a negociación en el mismo mercado regulado y que representen menos del 20 % del volumen de acciones ya admitidas (anteriormente no existía límite alguno).
  - iv. Se incluye como excepción en el supuesto de admisión a cotización en un mercado regulado de valores resultantes de la conversión o canje de otros valores, fondos propios o pasivos admisibles por parte de una autoridad de resolución en el ejercicio de sus competencias conforme a lo previsto en la Directiva 2014/59/UE.
  - v. No será obligatoria la publicación de un folleto en el caso de valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito cuando el importe agregado total de la oferta en la Unión Europea sea inferior a 75 millones de euros (en un periodo de doce meses), siempre que los valores reúnan dos condiciones.
- (b) La previsión de que el emisor, oferente o persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado pueda voluntariamente elaborar, cuando se den alguna de las excepciones previstas, un folleto de conformidad con lo previsto en el Reglamento.
- (c) En relación con la nota de síntesis:
  - i. Se excluye la obligación de publicación de una nota de síntesis cuando el folleto se refiera a la admisión a cotización en un mercado regulado de valores no participativos, o bien cuando los valores vayan a cotizarse únicamente en un mercado regulado, o en un segmento específico de este, al que solo pueden tener acceso inversores cualificados, o cuando los valores posean un valor unitario mínimo de 100.000 euros.

- ii. La nota de síntesis tendrá una extensión máxima de 7 páginas a tamaño A4 una vez impresa, y el número máximo de factores de riesgo que deben incluirse en la nota de síntesis se limita a 15.
  - iii. En los casos en los que el Reglamento (UE) 1286/2014 exige la publicación de un documento de datos fundamentales, el emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a cotización podrá sustituir el contenido de la nota de síntesis por la información definida en el citado Reglamento (UE) 1286/2014. Por su parte, los Estados miembros podrán exigir que se sustituya el contenido de la nota de síntesis por la información definida en el citado Reglamento.
- (d) La regulación explícita por primera vez de los factores de riesgo, que deberán presentarse por categorías atendiendo a su naturaleza y ordenarse según su materialidad. Así, se dispone que:
- i. Los factores de riesgo deben limitarse a aquellos que el emisor considere de mayor relevancia para el inversor y sus valores a la hora de tomar una decisión de inversión. El folleto no incluirá riesgos de tipo genérico o que solo sirvan para limitar la responsabilidad.
  - ii. Los factores de riesgo que se incluyan deberán evaluar su importancia en función de la probabilidad de que estos ocurran y de la magnitud de su impacto negativo (en una escala cualitativa de bajo, medio y alto).
  - iii. En cada categoría de factores de riesgo que se establezca, se mencionarán primero los factores de riesgo más importantes atendiendo a la evaluación a que se refiere el párrafo anterior.
  - iv. Los factores de riesgo también comprenderán aquellos que se deban al nivel de subordinación de un valor y al impacto sobre el tamaño o el plazo previstos para los pagos a los titulares de los valores en caso de quiebra, o cualquier otro procedimiento similar, incluidos, si procede, la insolvencia de una entidad de crédito o su resolución o reestructuración de conformidad con la Directiva 2014/59/UE.
- (e) La introducción de la figura del documento de registro universal, que, una vez aprobado por la autoridad nacional competente durante dos ejercicios consecutivos, permitirá al emisor presentar los sucesivos sin necesidad de aprobación previa.
- (f) Añade un régimen simplificado de divulgación de información en emisiones secundarias.
- (g) Incluye el EU GROWTH PROSPECTUS para facilitar el acceso a financiación y reducir los costes de elaboración del folleto para aquellas entidades que no tengan valores admitidos a cotización (i. e., pymes, emisores que no sean pymes pero cuyos valores coticen en un mercado pyme en expansión, emisores cuya OPV no exceda de 20 millones).

Este Reglamento entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Salvo determinadas excepciones, los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para dar cumplimiento con carácter general al Reglamento a más tardar el 21 de julio de 2019.

- **Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017**, sobre fondos del mercado monetario (FMM).

Este Reglamento incorpora medidas para regular, de modo uniforme en la UE, el funcionamiento de los FMM, la composición de sus carteras y las medidas de gestión para hacer frente a crisis como la que puede derivar de una retirada masiva y repentina de fondos.

La entrada en vigor de este Reglamento se produjo a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea, siendo aplicable, salvo determinadas excepciones, a partir del 21 de julio de 2018.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1421 de la Comisión, de 2 de agosto de 2017**, 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 y el 29 de septiembre de 2017, 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) 2017/1469 de la Comisión, de 11 de agosto de 2017**, por el que se establece un formato de presentación normalizado para el documento de información sobre productos de seguro.
- **Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017**, por la 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.
- **Corrección de errores de la Directiva Delegada (UE) 2017/593 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.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1443 de la Comisión, de 29 de junio de 2017**, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014, por

el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1486 de la Comisión, de 10 de julio de 2017**, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/2070 en lo que respecta a las carteras de referencia y las instrucciones de notificación.

## Otros

- **Resolución de 7 de junio de 2017, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**, por la que se acuerda adoptar las medidas necesarias para ejecutar la decisión de la Junta Única de Resolución, en su sesión ejecutiva ampliada de fecha 7 de junio de 2017, por la que se ha adoptado el dispositivo de resolución sobre la entidad Banco Popular Español, S. A., en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 29 del Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución, y se modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

El FROB procede así a implementar las medidas acordadas por la Junta Única de Resolución (JUR) en el dispositivo de resolución adoptado por esta. La JUR ha establecido que concurren en Banco Popular los requisitos normativamente exigidos para la declaración en resolución de la entidad por considerar que el ente está en graves dificultades, sin que existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado puedan impedir su inviabilidad en un plazo de tiempo razonable y por ser dicha medida necesaria para el interés público.

- **Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora.**

El artículo 193 del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que es transposición del artículo 13.2 de la Directiva 2004/39 (MiFID1), relativo a los requisitos de organización interna, establece que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone.

Por su parte, la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, desarrolla y concreta la estructura organizativa

y los requisitos de control interno de las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización responda a la gama de servicios que prestan. En la guía de procedimientos sobre las funciones de control interno elaborada por la CNMV como consecuencia de la publicación de dicha circular, se señala que las entidades sujetas deben contar con procedimientos de formación y evaluación continuada del personal que garanticen que este actúa de forma honesta, imparcial y profesional en interés de los clientes. La guía también señala que los procedimientos deberán contemplar evaluaciones periódicas a los empleados de forma que no presten servicios de inversión sin la capacitación y experiencia exigidas.

Asimismo, la Directiva UE 2014/65 (MiFID2), en la misma línea que la MiFID1 pero precisando más, establece en sus artículos 24.2 y 25 que las empresas de servicios de inversión deben comprender las características de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan a los clientes y que, para ello, los Estados miembros han de exigir a dichas empresas que aseguren y demuestren a las autoridades competentes que las personas que dan información o asesoran a clientes disponen de los conocimientos y competencias necesarios para cumplir sus obligaciones. A tal efecto, los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar dichos conocimientos y competencias. En definitiva, la MiFID2 establece expresamente la obligación de que el personal que preste asesoramiento o información disponga de los conocimientos y competencias necesarios y prevé que los Estados miembros publiquen los criterios utilizados para evaluarlos.

De acuerdo con lo anterior, la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) publicó el 22 de marzo de 2016 unas «Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora» que serán de aplicación a partir del próximo 1 de enero de 2018.

Esta guía técnica, teniendo en cuenta estas directrices de ESMA, concreta los criterios que la CNMV considera adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o asesora sobre servicios de inversión posee los conocimientos y competencias necesarios.

El objetivo es que los inversores comprendan los riesgos de los productos en los que invierten, para lo cual es preciso que quien se los ofrezca disponga de los conocimientos pertinentes que le permitan entenderlos y saber explicarlos, así como valorar si son adecuados o idóneos para cada cliente, lo que debe ser garantizado por las entidades que prestan servicios de inversión. Si bien disponer de conocimientos adecuados por parte de quien informa o asesora no es garantía de una adecuada prestación del servicio, sí constituye un requisito imprescindible.

El Consejo de la CNMV aprobó con fecha 27 de junio de 2017, previo informe de su Comité Consultivo, dicha guía técnica, al amparo de lo previsto en el artículo 21.3 y 21.4 del TRLMV, cuyas medidas y criterios se aplicarán a efectos de supervisión a partir de enero de 2018.

– **Guía Técnica 3/2017 sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público.**

Una de las principales y más novedosas recomendaciones del Código Olivencia, el primero de los códigos españoles de buen gobierno corporativo, publicado hace ya casi dos décadas, fue que las sociedades cotizadas crearan, en el seno del consejo de administración, una comisión de auditoría, integrada exclusivamente por consejeros externos, encargada de la información y control contable y de las relaciones con el auditor externo. Desde entonces, y al igual que en otros países, las comisiones de auditoría han adquirido una importancia creciente en el gobierno corporativo de las sociedades mercantiles y entidades que conforman el tejido empresarial español.

En 2002 la recomendación de contar con una comisión de auditoría se convirtió en obligación legal para las entidades con valores cotizados, y en 2015 la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC), que atribuyó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) facultades supervisoras en este ámbito, extendió dicha obligación, con algunas excepciones, a las entidades de interés público (EIP), concepto que principalmente incluye, además de a las sociedades cotizadas, a determinadas entidades financieras sujetas a supervisión y a las empresas que excedan de cierta dimensión.

Tanto la LAC como la Ley de Sociedades de Capital contienen reglas sobre la composición, funcionamiento y responsabilidades de las comisiones de auditoría, y esas reglas se ven complementadas, en lo que respecta a sociedades cotizadas, por una serie de recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015. Todas estas reglas y recomendaciones conforman un conjunto relativamente detallado, pero la experiencia acumulada sobre el funcionamiento en la práctica de las comisiones de auditoría y el constante diálogo por parte de la CNMV con empresas y entidades financieras, sociedades de auditoría, profesionales y otros supervisores nacionales y extranjeros han puesto de manifiesto algunas dudas sobre el alcance de sus funciones y responsabilidades, y han permitido identificar ciertas buenas prácticas que es aconsejable difundir, lo que justifica reunir en una guía técnica algunos criterios adicionales, que, además, pueden ser especialmente útiles para las EIP que hasta la entrada en vigor de la LAC no estaban obligadas a constituir una comisión de auditoría.

En todo caso, de acuerdo con la diversidad del colectivo de entidades a que se dirige esta guía, conviene destacar, en primer lugar, la necesidad de que las EIP adapten los principios y recomendaciones a sus particulares circunstancias y características, en función de su tamaño, complejidad y sectores en los que operen. Adicionalmente, algunas de estas entidades, en particular las financieras, están sujetas a requisitos sectoriales específicos que podrían afectar al contenido o alcance de alguno de los criterios o recomendaciones.

El Consejo de la CNMV ha aprobado con fecha 27 de junio de 2017, previo informe de su Comité Consultivo, dicha guía técnica, al amparo de lo previsto en el artículo 21.3 y 21.4 del TRLMV, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

En su desarrollo, la Guía Técnica 3/2017 establece los principios básicos que las comisiones de auditoría deben tener en cuenta en el desempeño de sus funciones. Dichos principios son de responsabilidad, escepticismo, diálogo constructivo entre sus miembros y diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección, y capacidad de análisis suficiente con potestad de utilización de expertos.

Asimismo, expone un conjunto de criterios y buenas prácticas que las comisiones de auditoría deben observar cuando realizan sus funciones de supervisión y asesoramiento al consejo de administración, y que reproducen, con carácter general, las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. La aplicación de estos criterios y buenas prácticas puede modularse en virtud del principio de proporcionalidad, atendiendo a la escala y complejidad de la entidad así como a su negocio y sectores en los que opere.

- Preguntas y respuestas en relación con las comisiones de auditoría en entidades de interés público.
- Guía Operativa de Comunicación de Operaciones bajo la MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).
- Directrices sobre la calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación en virtud de la MiFID II.
- Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre la migración de IBERCLEAR a la plataforma TARGET2-SECURITIES (T2S).
- Las directrices relativas a normas y procedimientos en caso de impago de un participante y acceso por parte de un DCV a la información de las operaciones de ECC y centros de negociación.
- Actualización de las directrices de ESMA sobre comunicación de operaciones, mantenimiento del registro de órdenes y sincronización de relojes en la MiFID II.

## **IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	49	50	45	13	18	16	16	15
Ampliaciones de capital	47	45	45	13	18	15	13	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	0	0	1	1	1
Ampliaciones de capital liberadas	19	17	18	6	8	4	2	6
De las cuales dividendo elección	12	12	12	4	5	4	2	4
Ampliaciones de capital por conversión	9	6	8	2	5	1	1	0
De contrapartida no monetaria	3	3	3	1	1	3	2	2
Con derecho de suscripción preferente	5	12	11	2	1	2	1	2
Sin negociación de derechos de suscripción	18	16	11	2	4	5	6	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	0	0	2	3	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	143	111	81	14	23	27	18	16
Ampliaciones de capital	136	99	79	14	23	25	14	16
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	0	0	1	1	1
Ampliaciones de capital liberadas	37	28	25	6	8	4	2	6
De las cuales dividendo elección	28	22	19	4	5	4	2	4
Ampliaciones de capital por conversión	29	23	17	2	7	1	1	0
De contrapartida no monetaria	5	3	4	2	1	3	3	2
Con derecho de suscripción preferente	5	15	11	2	1	2	1	2
Sin negociación de derechos de suscripción	52	30	18	2	6	14	6	5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	12	2	0	0	2	4	0
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	32.759,2	37.065,5	20.251,7	1.953,7	4.154,3	8.723,5	11.067,7	8.587,6
Ampliaciones de capital	27.872,3	28.733,9	19.745,1	1.953,7	4.154,3	7.364,2	10.049,8	8.587,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	0,0	0,0	100,0	687,5	68,8
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.898,3	1.146,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.149,6
De las cuales dividendo elección	12.573,8	9.627,8	5.898,3	1.146,3	2.552,1	1.084,4	850,3	1.149,6
Ampliaciones de capital por conversión	3.645,6	1.868,7	2.343,9	386,7	76,3	0,1	23,6	0,0
De contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	2.811,3	365,2	1.791,7	238,2	1.502,6	58,0	8.122,6	238,8
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	174,8	4,6	185,3	11,7	7.102,9
Sin negociación de derechos de suscripción	3.022,2	8.939,7	2.390,2	7,7	18,6	5.936,4	354,1	27,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	0,0	0,0	1.359,3	1.018,0	0,0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	4.768,5	4.253,4	4.206,1	338,5	522,6	731,5	970,2	1.039,4
Ampliaciones de capital	4.472,6	3.153,3	4.189,8	338,5	522,6	353,8	851,0	1.039,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	626,7	0,0	28,2	0,0	0,0	60,8	625,0	62,5
Ampliaciones de capital liberadas	1.258,2	946,6	877,8	122,7	351,8	106,1	51,0	109,3
De las cuales dividendo elección	1.110,0	785,8	708,0	119,7	326,5	106,1	51,0	91,8
Ampliaciones de capital por conversión	784,3	89,6	648,0	46,0	21,5	0,0	0,0	17,5
De contrapartida no monetaria	311,0	146,6	248,9	94,8	146,7	17,6	70,8	80,7
Con derecho de suscripción preferente	1.185,7	1.190,7	1.403,0	72,6	0,9	54,5	11,7	759,6
Sin negociación de derechos de suscripción	306,7	779,8	983,9	2,4	1,7	114,8	92,5	9,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	295,9	1.100,2	16,3	0,0	0,0	377,7	119,2	0,0
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>4</sup></b>								
Número de emisores	9	16	15	8	7	2	6	1
Número de emisiones	15	18	21	8	7	2	6	1
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	178,2	30,1	2,2	84,2	10,9
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	178,2	30,1	2,2	84,2	10,9
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	7,3	2,4	0,0	14,1	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 2017.

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

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

## Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.2

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	129	129	130	132	130	131	131	133
Sin Nuevo mercado	129	129	130	132	130	131	131	133
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	8	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	5	5	5	5	5	5	4
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	1
Barcelona	4	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 ex SICAV	20	18	14	15	14	14	14	13
Madrid	9	8	5	6	5	5	5	5
Barcelona	12	10	8	9	8	8	8	7
Bilbao	7	6	5	5	5	5	5	5
Valencia	4	3	3	3	3	3	3	3
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.269	3.429	3.336	3.397	3.336	3.235	3.130	3.060
Latibex	26	21	20	20	20	20	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2017.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	735.317,8	766.335,7	779.123,8	727.943,2	779.123,8	869.728,4	885.440,4	877.795,6
Sin Nuevo mercado	735.317,8	766.335,7	779.123,8	727.943,2	779.123,8	869.728,4	885.440,4	877.795,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	132.861,1	141.695,3	151.043,2	134.605,9	151.043,2	168.755,6	169.579,3	168.073,5
Ibex 35	479.378,5	477.521,1	484.059,2	451.319,1	484.059,2	542.678,3	545.738,5	546.005,6
Segundo mercado	30,2	20,6	114,1	114,8	114,1	106,7	99,9	46,2
Madrid	15,8	20,6	72,0	72,5	72,0	74,1	62,3	8,7
Barcelona	14,4	0,0	42,1	42,3	42,1	32,6	37,6	37,6
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 ex SICAV	2.466,6	1.040,3	1.291,6	1.418,3	1.291,6	1.371,4	1.269,4	1.357,7
Madrid	376,5	296,9	289,9	340,6	289,9	270,2	248,2	290,2
Barcelona	2.356,5	887,7	1.136,6	1.263,6	1.136,6	1.215,1	1.113,3	1.201,5
Bilbao	162,5	943,3	54,0	58,0	54,0	319,0	289,7	324,4
Valencia	326,4	150,0	349,2	325,3	349,2	55,4	53,6	53,6
Corros SICAV <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB <sup>5</sup>	34.306,0	37.258,5	38.580,8	38.154,1	38.580,8	39.711,8	39.625,5	41.061,1
Latibex	286.229,2	116.573,4	198.529,6	172.399,6	198.529,6	212.625,4	194.968,9	212.561,6

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2017.

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 comunican el capital social únicamente a final de año.

**Contratación efectiva**

CUADRO 1.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	864.443,5	938.396,7	635.797,8	117.753,5	136.322,8	155.700,1	202.525,7	84.869,1
Sin Nuevo mercado	864.443,5	938.396,7	635.797,8	117.753,5	136.322,8	155.700,1	202.525,7	84.869,1
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	14.508,9	12.417,7	6.018,0	1.539,1	1.632,3	2.535,0	1.911,0	977,8
Segundo mercado	0,7	13,8	3,1	2,4	0,3	0,1	0,4	0,0
Madrid	0,5	13,7	2,7	2,4	0,3	0,1	0,3	0,0
Barcelona	0,2	0,1	0,4	0,0	0,0	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 ex SICAV	92,5	246,1	7,4	0,5	1,4	4,7	0,8	0,4
Madrid	32,6	19,4	3,2	0,1	0,5	1,6	0,7	0,1
Barcelona	45,2	219,1	4,2	0,4	0,8	3,1	0,6	0,3
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	7.723,3	6.441,7	5.055,1	1.021,7	1.845,9	1.396,0	1.261,8	538,1
Latibex	373,1	258,7	156,4	26,5	58,9	71,2	31,3	7,7

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

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

**Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>**

CUADRO 1.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
En sesión	831.962,6	903.397,2	619.351,6	109.836,1	129.322,9	150.670,1	196.224,5	82.603,5
Órdenes	453.294,9	475.210,0	346.980,8	66.942,5	82.994,9	86.616,7	95.087,3	49.932,2
Aplicaciones	73.056,9	96.187,7	68.990,5	11.354,0	13.517,3	12.962,0	14.615,0	7.516,9
Bloques	305.610,8	331.999,5	203.380,2	31.539,5	32.810,8	51.091,4	86.522,2	25.154,4
Fuera de hora	7.568,8	3.137,9	1.996,2	260,6	995,9	500,8	500,7	229,9
Autorizadas	7.808,9	14.885,5	12.667,0	6.382,6	3.237,3	2.795,2	2.803,5	1.243,3
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	175,3	4.360,1	788,4	788,4	0,0	56,1	184,9	146,6
OPV	6.143,4	4.266,8	777,5	0,0	0,0	0,0	1.000,7	0,0
Toma de razón	410,9	203,6	37,3	37,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	6.954,1	5.964,2	5.408,3	82,4	2.104,6	943,5	1.088,4	231,3
Operaciones de cobertura	3.419,5	2.181,4	1.833,8	366,0	662,1	734,4	723,0	310,4

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

2 Datos disponibles: agosto de 2017.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	46	49	51	16	24	19	17	13
Cédulas hipotecarias	13	13	13	0	8	3	5	4
Cédulas territoriales	3	3	3	1	1	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	5	10	9	8	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	13	16	20	5	8	6	4	2
Pagarés de empresa	18	16	14	4	3	4	1	5
De titulación	1	1	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	17	15	13	4	3	3	1	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	1	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	662	415	399	68	124	115	91	54
Cédulas hipotecarias	27	34	41	0	11	3	8	4
Cédulas territoriales	3	6	4	1	1	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	578	318	277	51	81	93	73	41
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	35	40	61	11	28	15	7	4
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	18	16	15	4	3	4	1	5
De titulación	1	1	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	17	15	14	4	3	3	1	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	1	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	130.258,4	136.607,3	139.028,2	13.528,8	55.523,5	25.428,9	23.049,9	8.345,6
Cédulas hipotecarias	23.838,0	31.375,0	31.642,5	0,0	11.500,0	2.250,0	9.050,0	2.925,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	2.500,0	2.000,0	0,0	350,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.154,7	39.099,9	40.170,4	1.411,5	26.358,3	13.485,7	2.763,1	1.095,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750,0	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	29.008,0	28.369,6	35.504,9	4.186,2	9.625,0	6.525,0	3.594,0	2.968,8
Tramo nacional	26.972,1	25.147,2	32.228,7	3.865,2	8.541,0	5.463,4	1.899,1	2.968,8
Tramo internacional	2.035,9	3.222,4	3.276,2	321,0	1.084,0	1.061,6	1.694,9	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	33.654,4	27.309,6	22.960,4	3.931,2	6.040,2	3.168,2	6.292,9	1.355,9
De titulación	620,0	2.420,0	1.880,0	0,0	740,0	0,0	1.000,0	0,0
Resto de pagarés	33.034,4	24.889,6	21.080,4	3.931,2	5.300,2	3.168,2	5.292,9	1.355,9
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	7.999,3	5.452,2	4.278,7	733,4	1.435,3	1.519,5	1.956,0	389,2
Emisiones aseguradas	195,8	0,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF<sup>1</sup>

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total	114.956,3	145.890,9	130.141,0	14.006,8	31.703,7	46.071,9	24.669,4	9.746,4
Pagarés	33.493,1	27.455,3	22.770,6	3.904,6	5.949,2	3.053,3	6.429,4	1.853,4
Bonos y obligaciones	25.712,5	47.616,4	31.723,0	1.307,8	2.153,3	36.668,6	2.485,1	1.085,2
Cédulas hipotecarias	24.438,0	31.375,0	31.392,5	0,0	11.250,0	2.500,0	9.050,0	2.925,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	2.500,0	2.000,0	0,0	350,0	0,0
Bonos de titulización	29.459,5	29.044,2	35.504,9	4.794,4	10.351,2	3.850,0	5.355,0	3.882,8
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0	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	0,0	1.500,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: agosto de 2017.

## AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.8

	2014	2015	2016	2016			2017	
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	465	388	375	375	375	366	364	360
Renta fija privada	464	387	374	374	374	365	365	361
Pagarés	19	16	14	14	14	14	14	15
Bonos y obligaciones	79	64	52	53	52	50	49	50
Cédulas hipotecarias	49	44	43	43	43	43	43	42
Cédulas territoriales	9	9	9	9	9	6	7	7
Bonos de titulización	329	278	276	275	276	277	277	274
Participaciones preferentes	23	13	9	9	9	7	5	5
Bonos matador	9	7	6	7	6	6	6	6
Deuda Pública	1	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	3.345	2.723	2.637	2.649	2.637	2.523	2.488	2.431
Renta fija privada	3.192	2.531	2.433	2.441	2.433	2.319	2.283	2.227
Pagarés	1.130	392	351	342	351	278	273	238
Bonos y obligaciones	495	882	856	879	856	836	801	791
Cédulas hipotecarias	283	238	231	232	231	221	223	222
Cédulas territoriales	39	32	29	29	29	25	26	24
Bonos de titulización	1.188	966	948	940	948	948	949	941
Participaciones preferentes	47	16	12	12	12	5	5	5
Bonos matador	10	7	6	7	6	6	6	6
Deuda Pública	153	193	204	208	204	204	205	204
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	141	181	192	196	192	192	193	192
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.374.947,5	1.386.289,8	1.408.556,6	1.420.731,1	1.408.556,6	1.422.127,2	1.432.584,5	1.428.668,2
Renta fija privada	581.825,3	534.088,9	531.056,9	533.307,9	531.056,9	511.128,8	511.257,9	508.416,8
Pagarés	20.361,6	15.172,9	16.637,4	16.585,7	16.637,4	13.874,9	14.512,2	14.350,0
Bonos y obligaciones	74.076,5	74.082,2	85.477,8	86.706,2	85.477,8	83.394,1	82.059,7	80.587,5
Cédulas hipotecarias	208.314,2	194.072,7	180.677,5	183.627,5	180.677,5	173.111,7	178.061,7	178.836,7
Cédulas territoriales	24.671,3	27.586,3	29.387,3	27.887,3	29.387,3	25.612,3	25.962,3	23.862,3
Bonos de titulización	253.045,1	222.100,4	217.992,1	217.556,3	217.992,1	214.309,9	208.866,1	208.984,4
Participaciones preferentes	782,1	627,4	497,8	497,8	497,8	439,0	1.409,0	1.409,0
Bonos matador	574,4	447,1	386,9	447,1	386,9	386,9	386,9	386,9
Deuda Pública	793.122,3	852.200,9	877.499,6	887.423,2	877.499,6	910.998,4	921.326,6	920.251,5
Letras del Tesoro	77.926,1	82.435,4	81.037,1	79.032,7	81.037,1	80.187,7	77.061,8	74.942,7
Bonos y Obligaciones del Estado	715.196,2	769.765,5	796.462,5	808.390,6	796.462,5	830.810,8	844.264,8	845.308,7

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 Importes nominales.

## AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,2	33.320,6	39.147,1	31.697,1	27.276,5	9.172,3
Renta fija privada	1.118.719,6	521.590,4	169.534,0	33.301,2	39.107,5	31.668,4	27.243,2	9.149,9
Pagarés	48.817,3	31.346,2	20.684,3	5.578,0	4.859,7	3.805,9	1.721,1	1.617,3
Bonos y obligaciones	269.659,8	78.120,5	27.795,6	7.236,7	6.096,3	8.546,0	5.015,9	2.041,9
Cédulas hipotecarias	376.273,3	187.201,7	79.115,6	12.431,2	17.450,1	10.836,0	10.513,5	3.586,8
Cédulas territoriales	82.023,2	46.711,4	5.329,3	775,0	2.000,0	367,0	14,7	0,0
Bonos de titulización	341.827,8	177.844,1	36.554,9	7.276,0	8.668,8	8.095,4	8.632,8	1.774,2
Participaciones preferentes	97,7	295,5	43,1	4,3	24,4	7,5	1.345,2	129,7
Bonos matador	20,5	71,1	11,1	0,0	8,1	10,7	0,0	0,0
Deuda Pública	244,1	263,3	124,2	19,4	39,7	28,6	33,2	22,4
Letras del Tesoro	30,7	30,2	8,5	0,1	7,4	0,2	3,7	0,1
Bonos y Obligaciones del Estado	213,4	233,1	115,8	19,3	32,3	28,4	29,5	22,3
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,3	33.320,6	39.147,2	31.697,1	27.276,5	9.172,3
Simple	396.341,0	239.086,8	127.643,7	20.950,8	31.866,5	25.722,2	24.784,8	6.940,7
Repo	29.800,4	7.144,5	4.143,7	512,1	300,3	485,2	140,3	46,1
Simultánea	692.822,2	267.875,7	37.870,9	11.857,7	6.980,4	5.489,7	2.351,4	2.185,5

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

## AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	262.527,8	193.694,8	117.373,0	19.621,9	29.512,0	21.523,7	21.360,4	6.073,6
Sociedades no financieras	30.843,4	22.747,1	7.119,3	1.276,7	684,5	732,3	408,9	351,4
Instituciones financieras	132.114,5	95.467,1	63.048,2	11.936,0	17.548,6	10.506,3	9.375,4	3.248,3
Entidades de crédito	87.475,6	74.196,0	46.583,9	8.279,3	14.222,1	7.618,2	5.592,3	1.920,9
IIC, seguros y fondos de pensiones	34.205,9	8.835,4	8.525,2	1.642,9	1.674,9	2.079,5	1.605,2	653,1
Otras entidades financieras	10.433,1	12.435,7	7.939,1	2.013,9	1.651,6	808,6	2.178,0	674,2
Administraciones públicas	5.067,3	10.414,4	4.969,7	1.062,7	911,8	1.488,3	1.405,8	302,1
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	2.861,8	1.575,2	1.076,0	206,4	237,6	182,4	55,6	18,5
Resto del mundo	91.640,7	63.491,1	41.159,9	5.140,1	10.129,6	8.614,3	10.114,7	2.153,3

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

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

**Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos**

CUADRO 1.11

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	28	20	17	19	17	17	17	17
Emisores privados	17	10	7	9	7	7	7	7
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	17	10	7	9	7	7	7	7
Administraciones públicas <sup>2</sup>	11	10	10	10	10	10	10	10
Comunidades autónomas	3	2	2	2	2	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	165	103	75	86	75	72	69	68
Emisores privados	65	43	26	35	26	25	24	24
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	65	43	26	35	26	25	24	24
Administraciones públicas <sup>2</sup>	100	60	49	51	49	47	45	44
Comunidades autónomas	56	25	23	24	23	23	24	23
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	16.800,4	11.702,2	10.203,4	11.268,5	10.203,4	11.572,7	10.361,7	9.182,6
Emisores privados	3.401,2	1.383,3	899,4	1.099,2	899,4	2.257,4	831,2	807,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	3.401,2	1.383,3	899,4	1.099,2	899,4	885,1	831,2	807,9
Administraciones públicas <sup>2</sup>	13.399,2	10.319,0	9.304,0	10.169,3	9.304,0	9.315,3	9.530,5	9.182,6
Comunidades autónomas	12.227,2	9.320,2	8.347,6	9.211,7	8.347,6	8.347,6	8.572,6	8.333,1

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

**Bolsa de valores. Contratación por mercado**

CUADRO 1.12

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Importes nominales en millones de euros</b>								
Mercado electrónico	861,2	19,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	5.534,0	2.050,2	1.673,0	693,6	578,3	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	5.527,0	2.050,2	1.673,0	693,6	578,3	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	42.677,2	22.169,0	3.103,5	897,3	454,7	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

**Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.  
Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.13

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Importes nominales en millones de euros</b>								
Total	103.044,0	101.555,0	165.472,0	38.752,0	42.450,0	46.843,0	30.714,0	15.111,0
Simples	103.044,0	101.555,0	165.472,0	38.752,0	42.450,0	46.843,0	30.714,0	15.111,0
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 2017.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.14

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Número de contratos								
Sobre deuda	5.347	8.012	360	43	0	0	0	0
Futuro sobre bono nomenclal <sup>2</sup>	5.347	8.012	360	43	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	7.984.894	8.279.939	7.468.299	1.664.402	1.763.750	1.649.245	613.384	991.962
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.924.068	7.384.896	6.836.500	1.548.315	1.601.511	1.522.880	504.996	925.701
Futuro mini sobre Ibex 35	304.891	318.129	249.897	51.562	46.679	37.201	15.370	24.096
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	23.939	32.499	58.044	5.448	25.661	8.780	6.377	6.575
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	-	-	1.619	120	1.499	855	450	850
Opción call mini	483.471	325.479	169.871	31.200	48.763	35.945	42.028	17.539
Opción put mini	248.526	218.937	152.368	27.757	39.637	43.585	44.164	17.201
Sobre acciones <sup>5</sup>	38.611.291	31.768.355	32.736.458	6.048.948	10.385.728	8.162.264	7.490.441	3.465.866
Futuros	12.740.105	10.054.830	9.467.294	1.446.623	2.038.002	2.841.669	2.444.395	819.286
Futuros sobre dividendos de acciones	236.151	291.688	367.785	8.596	109.396	62.500	0	2.300
Futuros sobre dividendos de acciones plus	-	1.152	760	180	560	0	320	0
Opción call	11.719.370	8.572.088	11.239.662	2.578.138	4.075.065	2.545.493	2.467.250	1.093.757
Opción put	13.915.665	12.848.597	11.660.957	2.015.411	4.162.705	2.717.852	2.578.476	1.550.523

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 Nominal del contrato: 100 mil 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 1.15

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Importe de las primas (millones de euros)	3.644,2	3.479,1	2.688,6	615,9	722,2	461,0	332,3	317,1
Sobre acciones	1.770,9	1.807,3	1.438,2	272,0	361,2	280,7	193,2	85,2
Sobre índices	1.697,3	1.486,1	1.153,1	329,2	336,2	166,2	123,3	231,6
Otros <sup>2</sup>	176,0	185,6	97,2	14,6	24,7	14,1	15,8	0,2
Número de emisiones	8.574	9.059	7.809	1.667	2.053	1.435	1.192	560
Número de emisores	6	8	5	5	5	6	4	2
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	5,0	650,0	100,0	500,0	305,0	608,5	300,0
Sobre acciones	0,0	5,0	650,0	100,0	500,0	300,0	600,0	300,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	8,5	0,0
Otros <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	1	4	1	1	3	5	2
Número de emisores	0	1	1	1	2	2	2	1

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

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

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	817,7	1.095,9	460,8	161,4	139,6	139,6	103,9	60,8
Sobre acciones nacionales	379,8	303,6	155,4	52,4	57,0	57,0	41,2	18,8
Sobre acciones extranjeras	51,2	66,7	24,3	8,1	8,6	8,6	6,6	3,7
Sobre índices	364,3	692,0	273,2	97,8	71,6	71,6	54,3	37,1
Otros <sup>2</sup>	22,4	33,6	8,0	3,2	2,4	2,4	1,7	1,2
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.612	7.530	6.296	2.257	2.457	1.817	1.580	951
Número de emisores <sup>3</sup>	8	9	8	8	8	6	7	7
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,7	1,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	2	2	2	1	2	1
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	9.849,5	12.633,8	3.771,8	1.014,3	1.288,9	1.095,7	1.196,3	438,0
Número de fondos	70	58	33	32	33	21	9	9
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	436,1	436,1	349,3	336,0	349,3	393,4	367,6	-

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

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

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	38	39	40	42	40	40	40	40
Sucursales	21	25	27	27	27	27	27	23
Representantes	6.116	5.819	5.761	5.740	5.761	5.751	5.773	5.784
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	37	39	41	40	41	46	47	47
Sucursales	19	21	22	22	22	22	22	23
Representantes	466	468	492	482	492	454	472	0
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	5	3	2	2	2	2	1	1
Sucursales	5	9	8	8	8	0	0	0
Representantes	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	143	154	160	163	160	161	166	168
Sucursales	11	12	15	14	15	15	16	18
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	137	134	126	131	126	125	125	125

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	3.100	3.176	3.310	3.289	3.310	3.345	3.368	3.372
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.637	2.713	2.840	2.822	2.840	2.877	2.902	2.902
Con sucursal	39	42	46	46	46	49	50	51
En libre prestación de servicios	2.598	2.671	2.794	2.776	2.794	2.828	2.852	2.851
Extracomunitarias	2	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>2</sup>								
Comunitarias	452	451	460	457	460	459	457	461
Con sucursal	54	53	55	53	55	55	56	55
En libre prestación de servicios	398	398	405	404	405	404	401	406
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	9	7	7	7	6	6	6
Con sucursal	6	6	5	5	5	4	4	4
En libre prestación de servicios	3	3	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	9.264.859,8	5.365.817,5	4.625.411,6	1.273.116,1	1.124.102,8	993.743,7	1.135.283,7	921.329,6
Sociedades de valores	4.989.059,9	3.774.816,4	3.171.599,2	892.819,1	762.082,2	711.054,6	728.709,2	559.969,9
Mercados organizados nacionales	2.372.515,0	1.909.130,4	1.350.483,4	374.752,4	336.786,1	269.298,8	305.662,1	208.103,1
Otros mercados nacionales	2.388.868,8	1.689.702,4	1.570.540,0	451.729,7	375.674,4	378.973,4	340.438,6	292.400,3
Mercados extranjeros	227.676,1	175.983,6	250.575,8	66.337,0	49.621,7	62.782,4	82.608,5	59.466,5
Agencias de valores	4.275.799,9	1.591.001,1	1.453.812,4	380.297,0	362.020,6	282.689,1	406.574,5	361.359,7
Mercados organizados nacionales	89.472,6	14.160,0	25.247,8	6.844,3	3.039,3	1.026,1	1.611,4	2.114,7
Otros mercados nacionales	3.955.091,6	1.402.106,3	1.222.925,7	308.895,1	320.816,5	239.503,4	343.082,9	306.549,5
Mercados extranjeros	231.235,7	174.734,8	205.638,9	64.557,6	38.164,8	42.159,6	61.880,2	52.695,5
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	940.623,2	1.020.289,5	798.564,7	205.836,0	167.119,5	215.189,9	179.859,0	220.663,8
Sociedades de valores	875.037,7	914.649,2	636.727,0	174.181,3	117.048,1	150.644,4	166.798,5	191.970,0
Mercados organizados nacionales	814.349,4	855.883,2	583.283,9	159.663,1	105.234,4	137.582,1	153.257,5	178.408,9
Otros mercados nacionales	2.828,5	3.327,8	2.313,1	585,6	373,5	716,8	755,3	1.317,1
Mercados extranjeros	57.859,8	55.438,2	51.130,0	13.932,6	11.440,2	12.345,5	12.785,7	12.244,0
Agencias de valores	65.585,5	105.640,3	161.837,7	31.654,7	50.071,4	64.545,5	13.060,5	28.693,8
Mercados organizados nacionales	16.726,7	14.207,3	11.090,1	2.227,3	3.778,5	2.083,0	1.615,2	1.782,9
Otros mercados nacionales	14.009,1	13.769,0	8.902,9	1.632,6	2.431,0	3.992,4	1.085,8	2.710,7
Mercados extranjeros	34.849,7	77.664,0	141.844,7	27.794,8	43.861,9	58.470,1	10.359,5	24.200,2

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
Total	10.095.572,3	12.104.474,3	10.985.305,6	2.849.764,2	2.347.754,9	2.700.454,0	2.662.706,3	2.598.171,3
Sociedades de valores	9.918.555,0	11.958.716,2	10.698.379,2	2.756.706,2	2.271.808,1	2.644.744,7	2.617.322,1	2.553.651,3
Mercados organizados nacionales	4.625.999,8	6.215.223,3	4.842.990,7	1.244.231,7	1.026.111,9	1.097.787,4	1.114.489,2	1.262.127,4
Mercados organizados extranjeros	4.913.770,3	5.386.722,4	5.204.785,7	1.342.718,7	1.109.120,9	1.392.656,8	1.358.134,8	1.192.378,6
Mercados no organizados	378.784,9	356.770,5	650.602,8	169.755,8	136.575,3	154.300,5	144.698,1	99.145,3
Agencias de valores	177.017,3	145.758,1	286.926,4	93.058,0	75.946,8	55.709,3	45.384,2	44.520,0
Mercados organizados nacionales	6.881,8	7.510,9	20.935,4	6.112,1	5.370,4	4.301,9	3.859,8	3.595,4
Mercados organizados extranjeros	37.016,8	27.846,8	59.427,1	14.621,2	15.957,8	15.990,8	9.697,5	8.813,9
Mercados no organizados	133.118,7	110.400,4	206.563,9	72.324,7	54.618,6	35.416,6	31.826,9	32.110,7

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total <sup>2</sup>	13.483	13.713	15.818	11.779	12.202	15.818	12.774	13.340
Sociedades de valores. Total	4.741	5.711	5.743	5.752	5.939	5.743	5.518	5.356
IIC <sup>3</sup>	63	60	26	37	33	26	20	17
Otras <sup>4</sup>	4.678	5.651	5.717	5.715	5.906	5.717	5.498	5.339
Agencias de valores. Total	4.484	5.681	6.512	6.027	6.263	6.512	7.256	7.984
IIC <sup>3</sup>	63	95	98	95	96	98	95	94
Otras <sup>4</sup>	4.421	5.586	6.414	5.932	6.167	6.414	7.161	7.890
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	4.258	2.321	3.563	-	-	3.563	-	-
IIC <sup>3</sup>	5	1	1	-	-	1	-	-
Otras <sup>4</sup>	4.253	2.320	3.562	-	-	3.562	-	-
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total <sup>2</sup>	11.661.203	9.201.678	13.298.318	7.593.204	7.866.400	13.298.318	37.109.106	38.275.173
Sociedades de valores. Total	4.905.630	5.406.804	5.534.052	5.301.602	5.513.589	5.534.052	34.351.526	35.491.677
IIC <sup>3</sup>	1.371.924	1.546.293	818.442	1.078.702	1.070.345	818.442	803.264	800.218
Otras <sup>4</sup>	3.533.706	3.860.511	4.715.610	4.222.900	4.443.244	4.715.610	33.548.262	34.691.459
Agencias de valores. Total	1.935.646	2.565.132	2.557.207	2.291.602	2.352.811	2.557.207	2.757.580	2.783.496
IIC <sup>3</sup>	846.244	1.448.260	1.424.582	1.221.232	1.283.213	1.424.582	1.524.139	1.560.193
Otras <sup>4</sup>	1.089.403	1.116.872	1.132.625	1.070.370	1.069.598	1.132.625	1.233.441	1.223.303
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	4.819.927	1.229.742	5.207.059	-	-	5.207.059	-	-
IIC <sup>3</sup>	118.847	15.729	15.916	-	-	15.916	-	-
Otras <sup>4</sup>	4.701.080	1.214.013	5.191.143	-	-	5.191.143	-	-

1 Datos a final de periodo.

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.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como 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 RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

**Asesoramiento financiero. Número de contratos<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.6

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total ESI (excepto EAFI) <sup>3</sup>	12.761	14.569	17.856	13.587	14.319	17.856	16.929	18.253
Sociedades de valores. Total <sup>4</sup>	3.437	1.183	1.193	1.160	1.198	1.193	1.289	1.357
Clientes minoristas	3.409	1.159	1.182	1.130	1.161	1.182	1.281	1.344
Clientes profesionales	11	11	3	15	22	3	1	6
Agencias de valores. Total <sup>4</sup>	7.511	11.456	14.358	12.427	13.121	14.358	15.640	16.896
Clientes minoristas	7.322	11.247	14.170	12.269	12.946	14.170	15.461	16.714
Clientes profesionales	169	176	154	124	147	154	144	145
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup> . Total <sup>4</sup>	1.813	1.930	2.305	-	-	2.305	-	-
Clientes minoristas	1.805	1.928	2.303	-	-	2.303	-	-
Clientes profesionales	8	2	2	-	-	2	-	-
<b>Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero<sup>5</sup> (miles de euros)</b>								
Total ESI (excepto EAFI) <sup>3</sup>	18.747	10.937	11.515	4.637	7.772	11.515	2.935	6.153
Sociedades de valores	10.638	2.930	2.547	1.266	1.909	2.547	645	1.670
Agencias de valores	7.260	7.636	8.614	3.371	5.863	8.614	2.290	4.483
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup>	849	371	354	-	-	354	-	-

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.

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.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	74.177	55.570	53.930	49.275	53.930	37.612	49.527	50.499
II. Comisiones netas	445.317	422.542	373.552	280.710	373.552	98.284	199.702	231.664
Comisiones percibidas	633.263	614.705	538.586	407.854	538.586	136.196	276.224	320.710
Tramitación y ejecución de órdenes	342.462	322.857	245.700	184.438	245.700	60.936	120.062	138.390
Colocación y aseguramiento de emisiones	21.414	11.556	5.955	5.198	5.955	2.787	10.789	12.558
Depósito y anotación de valores	22.347	24.358	47.843	34.873	47.843	9.847	19.632	21.233
Gestión de carteras	21.046	22.541	23.738	16.933	23.738	12.726	25.648	29.935
Diseño y asesoramiento	19.502	13.575	14.648	10.554	14.648	2.727	6.447	7.967
Búsqueda y colocación de paquetes	4.367	1.497	2.155	1.641	2.155	322	947	1.000
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	62.948	73.889	75.505	55.758	75.505	19.625	40.148	47.155
Otras	139.177	144.432	123.042	98.459	123.042	27.226	52.551	62.472
Comisiones satisfechas	187.946	192.163	165.034	127.144	165.034	37.912	76.522	89.046
III. Resultado de inversiones financieras	222.077	215.861	104.292	84.290	104.292	11.961	20.155	22.182
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-96.425	-128.200	-1.177	-19.553	-1.177	10.654	15.769	18.358
V. Margen bruto	645.146	565.773	530.597	394.722	530.597	158.511	285.153	322.703
VI. Resultado de explotación	265.509	186.771	169.499	120.083	169.499	67.505	98.631	107.254
VII. Resultado de actividades continuadas	192.467	141.291	140.521	117.959	140.521	62.058	89.921	96.554
VIII. Resultado neto del ejercicio	192.467	141.291	140.521	117.959	140.521	62.058	89.921	96.554

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 2017.

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL</b>								
Total	200.010	137.327	152.893	93.809	108.543	152.893	60.430	81.930
Activos monetarios y deuda pública	12.342	9.327	8.332	4.802	6.422	8.332	1.072	1.973
Otros valores de renta fija	31.631	24.795	35.415	18.170	25.572	35.415	9.484	17.792
Cartera interior	23.038	8.990	19.863	8.977	13.764	19.863	6.004	11.298
Cartera exterior	8.593	15.805	15.552	9.193	11.808	15.552	3.480	6.494
Renta variable	800.035	112.943	135.587	4.852	133.877	135.587	21.940	27.445
Cartera interior	112.635	18.141	14.010	8.781	10.238	14.010	5.131	7.094
Cartera exterior	687.400	94.802	121.577	-3.929	123.639	121.577	16.809	20.351
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	72.260	-56.862	-52.325	-19.817	-23.118
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-244	-361	-471	-140	-256
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	7
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	-1.660	-1.824	-1.030	171	417
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-40.352	-29.944	-29.730	3.562	4.109
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	7.964	10.390	28.555	7.091	11.660
Otras operaciones	16.675	7.438	28.560	28.017	21.273	28.560	37.067	41.901
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	74.177	55.570	53.930	38.446	49.273	53.930	37.613	49.529
Activos monetarios y deuda pública	2.123	2.156	1.708	817	1.276	1.708	289	756
Otros valores de renta fija	3.371	2.731	1.742	974	1.271	1.742	337	664
Cartera interior	2.147	1.534	809	509	550	809	137	265
Cartera exterior	1.224	1.197	933	465	721	933	200	399
Renta variable	63.460	43.826	24.619	13.998	23.146	24.619	454	3.299
Cartera interior	28.679	3.622	3.298	1.756	2.397	3.298	39	1.409
Cartera exterior	34.781	40.204	21.321	12.242	20.749	21.321	415	1.890
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-244	-361	-471	-140	-256
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	7
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	-1.660	-1.824	-1.030	171	417
Otras operaciones	3.673	5.500	27.362	24.561	25.765	27.362	36.502	44.642
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	222.077	215.861	104.291	90.668	84.287	104.291	11.961	20.152
Activos monetarios y deuda pública	10.219	7.171	6.624	3.985	5.146	6.624	783	1.217
Otros valores de renta fija	28.260	22.064	33.673	17.196	24.301	33.673	9.147	17.128
Cartera interior	20.891	7.456	19.054	8.468	13.214	19.054	5.867	11.033
Cartera exterior	7.369	14.608	14.619	8.728	11.087	14.619	3.280	6.095
Renta variable	736.575	69.117	110.968	-9.146	110.731	110.968	21.486	24.146
Cartera interior	83.956	14.519	10.712	7.025	7.841	10.712	5.092	5.685
Cartera exterior	652.619	54.598	100.256	-16.171	102.890	100.256	16.394	18.461
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	72.260	-56.862	-52.325	-19.817	-23.118
Otras operaciones	12.823	7.841	5.351	6.373	971	5.351	362	779
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	-96.244	-134.104	-5.328	-35.305	-25.017	-5.328	10.856	12.249
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-40.352	-29.944	-29.730	3.562	4.109
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	7.964	10.390	28.555	7.091	11.660
Otras operaciones	179	-5.903	-4.153	-2.917	-5.463	-4.153	203	-3.520

<sup>1</sup> 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 <sup>1</sup>	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.119	884	903	614	903	157	818	852
II. Comisiones netas	120.634	113.904	108.111	78.389	108.111	27.149	55.773	64.578
Comisiones percibidas	147.137	135.320	129.682	94.142	129.682	32.971	66.788	77.434
Tramitación y ejecución de órdenes	41.745	31.845	24.181	18.617	24.181	5.666	10.759	12.178
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.129	3.829	3.193	1.692	3.193	1.510	1.804	1.846
Depósito y anotación de valores	567	521	603	449	603	111	355	453
Gestión de carteras	15.062	10.711	11.054	8.188	11.054	2.991	5.797	6.666
Diseño y asesoramiento	7.576	7.856	8.980	6.140	8.980	2.347	4.664	5.555
Búsqueda y colocación de paquetes	0	216	40	40	40	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	46.565	53.169	50.504	37.047	50.504	12.424	26.491	31.215
Otras	27.493	27.173	31.128	21.970	31.128	7.921	16.918	19.522
Comisiones satisfechas	26.503	21.416	21.571	15.753	21.571	5.822	11.015	12.856
III. Resultado de inversiones financieras	775	592	245	176	245	258	157	270
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.102	1.197	-1.030	-1.067	-1.030	-267	-1.107	-1.271
V. Margen bruto	123.626	116.577	108.229	78.112	108.229	27.297	55.641	64.429
VI. Resultado de explotación	24.366	22.148	10.140	9.582	10.140	4.475	6.652	7.041
VII. Resultado de actividades continuadas	19.922	17.266	6.982	8.178	6.982	3.820	5.640	5.805
VIII. Resultado neto del ejercicio	19.922	17.266	6.982	8.178	6.982	3.820	5.640	5.805

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 2017.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 2.10

Miles de euros	2012	2013	2014	2015	2016
I. Margen de intereses	733	667	574	399	83
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	8.526	6.617
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	13.064	6.617
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	11.150	4.228
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	371	354
Otras	0	0	990	1.544	2.035
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	4.538	0
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	-28	-1
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	-234	-126
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	8.663	6.573
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	3.331	3.172
VII. Resultado de actividades continuadas	1.411	3.563	5.860	3.331	3.172
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	2.335	2.222

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.

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL<sup>3</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	40,27	44,36	43,87	40,12	47,15	43,87	32,68	37,27
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.056.285	1.109.837	956.055	1.124.389	1.156.546	956.055	958.553	1.016.645
% exceso <sup>5</sup>	403,43	454,50	448,43	401,44	489,33	448,43	308,53	365,93
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	16	14	15	12	13	15	16	15
> 100-≤ 300 %	24	22	26	25	24	26	26	26
> 300-≤ 500 %	12	13	11	15	14	11	11	14
> 500 %	21	21	19	16	20	19	18	17
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	40,84	46,13	45,71	41,28	49,25	45,71	33,20	38,32
Exceso de recursos propios (miles de euros)	981.613	1.055.636	902.562	1.077.548	1.110.524	902.562	908.889	966.889
% exceso <sup>5</sup>	410,56	476,59	471,38	415,94	515,62	471,38	314,95	378,94
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	5	4	8	5	6	8	8	6
> 100-≤ 300 %	14	12	12	12	11	12	14	12
> 300-≤ 500 %	6	8	6	11	10	6	6	9
> 500 %	14	14	14	12	15	14	12	13
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	24,30	25,58	26,24	25,82	25,55	26,24	25,98	25,56
Exceso de recursos propios (miles de euros)	42.106	48.197	47.527	46.841	46.021	47.527	49.664	49.756
% exceso <sup>5</sup>	203,80	219,78	228,04	222,79	219,39	228,04	224,71	219,49
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	11	10	7	7	7	7	8	9
> 100-≤ 300 %	8	9	13	13	13	13	12	14
> 300-≤ 500 %	6	5	5	4	4	5	5	5
> 500 %	4	6	4	4	5	4	6	4
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>3</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	133,69	71,26	61,64	-	-	61,64	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	32.566	6.004	5.965	-	-	5.965	-	-
% exceso <sup>5</sup>	1.571,12	791,04	670,22	-	-	670,22	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 100-≤ 300 %	2	1	1	-	-	1	-	-
> 300-≤ 500 %	0	0	1	-	-	1	-	-
> 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.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 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 CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 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.
- 4 El 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. Dicho ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 5 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 a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media (%) <sup>3</sup>	22,83	15,34	15,97	15,84	12,96	15,97	21,78	16,40
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	21	20	22	29	20	23	25
0-≤ 15 %	30	23	31	31	24	31	20	22
> 15-≤ 45 %	23	22	17	10	14	17	25	25
> 45-≤ 75 %	11	5	6	4	5	6	6	7
> 75 %	8	9	9	10	10	9	12	8
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	23,04	14,85	16,16	16,27	12,90	16,16	22,10	16,62
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	4	9	8	11	15	8	11	10
0-≤ 15 %	18	14	20	16	14	20	8	12
> 15-≤ 45 %	11	10	6	6	7	6	13	11
> 45-≤ 75 %	5	4	2	3	3	2	4	5
> 75 %	2	2	4	4	3	4	4	2
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	22,18	21,52	11,53	9,60	13,86	11,53	17,84	13,57
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	12	12	11	14	12	12	15
0-≤ 15 %	11	8	10	15	10	10	12	10
> 15-≤ 45 %	8	11	11	4	7	11	12	14
> 45-≤ 75 %	6	1	3	1	2	3	2	2
> 75 %	6	7	5	6	7	5	8	6
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media (%) <sup>3</sup>	16,95	24,49	46,29	-	-	46,29	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	-	-	0	-	-
0-≤ 15 %	1	1	1	-	-	1	-	-
> 15-≤ 45 %	4	1	0	-	-	0	-	-
> 45-≤ 75 %	0	0	1	-	-	1	-	-
> 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.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes<sup>1</sup>

CUADRO 2.13

Miles de euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>2</sup></b>					
Total	14.776.498	17.630.081	21.379.858	25.366.198	28.555.839
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.707.640	6.777.181	7.592.441
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	5.109.979	5.657.508
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	15.305.890
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>					
Total	26.177	33.272	47.616	56.726	52.244
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.037	55.781	51.508
Otros ingresos	112	206	579	945	736
<b>PATRIMONIO NETO</b>					
Total	13.402	21.498	26.454	25.107	24.402
Capital social	4.365	5.156	5.576	5.881	6.834
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.585	11.697
Resultado del ejercicio <sup>3</sup>	4.239	6.890	11.885	11.531	7.965

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 CNMV.

2 Datos a final de período.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.232	5.180	5.035	5.108	5.035	4.844	4.765	4.704
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.750	1.748	1.741	1.721	1.713
Sociedades de inversión	3.228	3.372	3.239	3.308	3.239	3.054	2.990	2.937
IIC de IIC de inversión libre	18	11	7	10	7	8	9	9
IIC de inversión libre	37	37	41	40	41	41	45	45
Total IIC inmobiliarias	11	9	9	9	9	10	10	10
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	7	7	7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	805	880	941	927	941	959	957	984
Fondos extranjeros comercializados en España	405	425	441	437	441	440	430	449
Sociedades extranjeras comercializadas en España	400	455	500	490	500	519	527	535
SGIIC	96	96	101	101	101	105	106	107
Depositarias IIC	70	65	56	59	56	56	55	55

1 Datos disponibles: agosto de 2017.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva<sup>1</sup>

CUADRO 3.2

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	6.859.555	8.164.054	8.704.329	8.498.932	8.704.329	9.774.214	9.999.138	10.224.350
Fondos de inversión	6.409.344	7.680.124	8.248.249	8.017.629	8.248.249	9.326.259	9.562.652	9.789.889
Sociedades de inversión	450.211	483.930	456.080	481.303	456.080	447.955	436.486	434.461
Total IIC inmobiliarias	4.866	4.501	4.601	4.617	4.601	4.463	4.450	4.450
Fondos de inversión inmobiliaria	4.021	3.918	3.927	3.935	3.927	3.946	3.960	3.960
Sociedades de inversión inmobiliaria	845	583	674	682	674	517	490	490
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.725.099	1.748.604	1.984.474	2.134.143	-
Fondos extranjeros comercializados en España	230.104	298.733	372.872	354.032	372.872	431.295	448.554	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.371.067	1.375.732	1.553.179	1.685.589	-

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 2017.

3 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	230.205,7	255.677,0	269.953,8	261.437,0	269.953,8	279.923,4	285.434,0	287.500,7
Fondos de inversión <sup>2</sup>	198.718,8	222.144,6	237.862,2	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1	255.809,9
Sociedades de inversión	31.486,9	33.532,4	32.091,6	32.319,6	32.091,6	32.644,1	31.852,9	31.690,8
Total IIC inmobiliarias	1.226,3	1.093,1	1.077,4	1.091,2	1.077,4	1.084,0	1.082,8	1.084,7
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	376,9	370,1	369,7	360,5	360,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	714,3	707,3	714,3	722,3	724,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	78.904,3	108.091,6	114.990,2	112.523,8	114.990,2	127.534,6	137.341,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	11.166,0	15.305,1	21.337,5	19.495,4	21.337,5	25.306,4	26.864,2	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	67.738,3	92.786,5	93.652,8	93.028,4	93.652,8	102.228,1	110.477,4	-

1 Datos disponibles: julio de 2017.

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 2017, del orden de 6.149 millones de euros.

3 No se incluyen datos de los ETF.

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.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	198.718,8	222.144,6	237.862,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1
Cartera de inversiones financieras	187.693,9	204.797,4	219.141,1	201.128,1	210.750,0	219.141,1	227.574,3	234.855,5
Cartera interior	114.644,5	93.833,6	95.799,1	89.770,7	93.163,0	95.799,1	93.627,1	88.257,1
Valores representativos de deuda	79.694,4	58.451,3	63.471,1	57.062,9	60.689,9	63.471,1	63.454,6	60.082,3
Instrumentos de patrimonio	8.448,0	8.757,5	8.529,9	7.436,6	7.834,3	8.529,9	9.687,4	10.248,0
Instituciones de inversión colectiva	6.065,3	5.698,5	6.249,5	5.508,7	5.641,4	6.249,5	6.567,0	6.811,8
Depósitos en EE. CC.	19.927,4	20.482,9	17.134,3	19.505,5	18.712,9	17.134,3	13.356,1	10.562,0
Derivados	495,4	433,7	405,7	245,9	275,8	405,7	554,4	545,4
Otros	14,0	9,7	8,5	11,2	8,7	8,5	7,7	7,7
Cartera exterior	73.048,3	110.957,0	123.336,0	111.351,6	117.579,5	123.336,0	133.927,6	146.588,9
Valores representativos de deuda	38.582,2	48.542,8	56.307,9	51.101,6	54.092,7	56.307,9	59.346,7	64.848,2
Instrumentos de patrimonio	13.042,9	18.654,1	20.035,3	17.874,2	18.500,2	20.035,3	23.257,2	24.241,5
Instituciones de inversión colectiva	20.863,9	43.365,7	46.435,1	41.991,6	44.540,0	46.435,1	50.626,4	56.832,3
Depósitos en EE. CC.	243,3	104,1	81,2	171,6	95,7	81,2	127,5	101,8
Derivados	310,6	285,6	474,3	208,8	347,6	474,3	567,7	563,3
Otros	5,4	4,8	2,3	3,8	3,3	2,3	2,1	1,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,2	6,8	6,1	5,9	7,5	6,1	19,5	9,5
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	10.895,0	16.594,5	18.392,6	18.117,7	17.559,1	18.392,6	19.493,7	19.077,4
Neto deudores/acreedores	129,9	752,7	328,5	1.050,1	808,3	328,5	211,3	-351,8

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	31.486,9	33.532,4	32.091,6	31.869,5	32.319,6	32.091,6	32.644,1	31.852,9
Cartera de inversiones financieras	29.080,6	30.035,2	28.127,7	27.852,8	28.450,5	28.127,7	29.463,9	28.708,5
Cartera interior	11.063,7	9.424,4	7.707,1	8.046,9	7.954,8	7.707,1	7.898,8	7.305,1
Valores representativos de deuda	5.115,9	3.663,3	2.395,4	2.765,4	2.508,5	2.395,4	2.266,2	2.231,0
Instrumentos de patrimonio	3.324,4	3.090,3	2.871,9	2.670,7	2.788,1	2.871,9	3.151,4	2.923,2
Instituciones de inversión colectiva	1.433,0	1.418,4	1.485,3	1.411,1	1.522,6	1.485,3	1.660,4	1.636,6
Depósitos en EE. CC.	1.169,3	1.226,3	925,3	1.171,4	1.105,2	925,3	789,6	477,5
Derivados	-10,8	-7,4	-5,2	-4,6	-2,7	-5,2	-4,7	-3,2
Otros	31,9	33,7	34,4	32,9	33,0	34,4	36,0	39,9
Cartera exterior	18.015,2	20.608,1	20.412,7	19.800,4	20.490,2	20.412,7	21.556,7	21.396,7
Valores representativos de deuda	3.897,1	4.472,0	4.263,3	4.600,7	4.456,5	4.263,3	4.347,3	4.395,1
Instrumentos de patrimonio	6.227,7	7.025,9	6.465,5	6.317,8	6.440,9	6.465,5	6.766,6	6.512,0
Instituciones de inversión colectiva	7.784,2	9.090,2	9.653,0	8.861,7	9.572,2	9.653,0	10.423,0	10.456,9
Depósitos en EE. CC.	2,3	6,2	6,7	6,5	6,9	6,7	6,8	4,5
Derivados	94,4	8,3	15,7	7,3	6,4	15,7	5,5	20,3
Otros	9,5	5,5	8,4	6,5	7,3	8,4	7,6	7,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,7	2,7	7,9	5,5	5,6	7,9	8,4	6,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Tesorería	2.197,7	3.211,3	3.791,7	3.684,3	3.596,5	3.791,7	2.961,6	2.942,8
Neto deudores/acreedores	208,5	285,8	172,2	332,3	272,6	172,2	218,5	201,0

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.810	1.805	1.815	1.804	1.813
Renta fija <sup>4</sup>	359	319	306	308	306	296	299	299
Renta fija mixta <sup>5</sup>	123	132	148	146	148	154	154	156
Renta variable mixta <sup>6</sup>	131	142	168	166	168	172	173	179
Renta variable euro	103	109	112	112	112	114	112	112
Renta variable internacional	191	200	201	201	201	209	212	209
Garantizado renta fija	280	186	122	135	122	111	100	99
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	273	205	198	196	198	201	197	198
Fondos globales	162	178	203	200	203	208	217	218
De gestión pasiva	227	213	220	221	220	218	212	216
Retorno absoluto	102	97	106	104	106	111	107	106
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	8.022.685	8.253.611	9.332.934	9.569.922	9.797.246
Renta fija <sup>4</sup>	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.315.533	2.347.984	2.554.194	2.656.675	2.683.418
Renta fija mixta <sup>5</sup>	603.099	1.130.190	1.043.798	1.033.454	1.043.798	1.169.480	1.114.668	1.123.766
Renta variable mixta <sup>6</sup>	377.265	612.276	448.491	451.040	448.491	485.795	533.200	543.123
Renta variable euro	381.822	422.469	395.697	387.786	395.697	429.147	515.999	533.208
Renta variable internacional	705.055	1.041.517	1.172.287	1.138.697	1.172.287	1.505.724	1.547.970	1.686.300
Garantizado renta fija	669.448	423.409	307.771	325.955	307.771	273.188	239.787	236.292
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	557.030	417.843	552.445	515.563	552.445	576.664	560.146	557.964
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	625.931	658.722	857.135	903.273	929.006
De gestión pasiva	686.526	554.698	746.233	681.545	746.233	723.472	697.071	689.112
Retorno absoluto	264.324	479.182	565.325	532.151	565.325	743.411	786.472	800.421
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1	255.810,1
Renta fija <sup>4</sup>	70.330,9	65.583,8	74.226,4	73.001,3	74.226,4	72.038,9	71.124,9	71.283,8
Renta fija mixta <sup>5</sup>	24.314,3	44.791,8	40.065,6	39.644,2	40.065,6	41.468,7	41.777,8	41.780,0
Renta variable mixta <sup>6</sup>	13.570,4	21.502,9	16.310,6	15.601,3	16.310,6	18.159,5	19.831,4	20.253,6
Renta variable euro	8.401,5	9.092,9	8.665,9	7.795,7	8.665,9	9.874,5	10.996,5	11.216,3
Renta variable internacional	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.274,4	17.678,8	20.687,1	20.994,3	21.452,4
Garantizado renta fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	9.066,1	8.679,8	7.694,5	6.858,1	6.770,6
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	12.196,4	9.966,6	15.475,7	14.064,6	15.475,7	16.418,9	16.183,3	16.130,3
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	20.067,8	20.916,8	24.735,0	29.044,8	29.813,5
De gestión pasiva	23.837,5	17.731,1	23.601,6	21.872,0	23.601,6	22.701,7	21.601,5	21.297,2
Retorno absoluto	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.704,0	12.215,2	13.474,6	15.142,6	15.786,5

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 la misma.

3 Datos disponibles: julio de 2017.

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

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	8.022.685	8.253.611	9.332.934	9.569.922	9.797.246
Personas físicas	6.235.148	7.494.162	8.059.916	7.832.380	8.059.916	9.129.242	9.364.720	9.590.296
Residentes	6.170.201	7.422.330	7.985.404	7.758.911	7.985.404	9.049.798	9.283.417	9.507.699
No residentes	64.947	71.832	74.512	73.469	74.512	79.444	81.303	82.597
Personas jurídicas	174.658	188.785	193.695	190.305	193.695	203.692	205.202	206.950
Entidades de crédito	493	532	497	508	497	522	632	786
Otros agentes residentes	173.351	187.395	192.381	188.995	192.381	202.317	203.662	205.255
Entidades no residentes	814	858	817	802	817	853	908	909
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1	255.810,1
Personas físicas	159.423,5	181.868,0	195.567,5	188.220,8	195.567,5	203.626,4	209.000,6	210.522,7
Residentes	157.135,2	179.232,4	192.743,0	185.467,5	192.743,0	200.701,5	206.029,8	207.538,8
No residentes	2.288,3	2.635,6	2.824,5	2.753,2	2.824,5	2.924,9	2.970,9	2.983,9
Personas jurídicas	39.295,4	40.276,6	42.294,8	40.896,6	42.294,8	43.652,9	44.580,5	45.287,4
Entidades de crédito	459,8	483,0	374,3	440,9	374,3	433,5	455,1	549,1
Otros agentes residentes	38.245,2	39.071,0	41.212,4	39.806,0	41.212,4	42.381,9	43.178,4	43.789,2
Entidades no residentes	590,4	722,6	708,1	649,7	708,1	837,4	947,0	949,1

<sup>1</sup> Datos disponibles: julio de 2017.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	136.161,2	159.036,2	113.274,7	27.272,4	27.729,7	31.500,5	39.646,1	39.562,9
Renta fija	65.698,5	66.789,7	53.163,3	13.923,7	10.893,9	13.930,4	15.239,2	14.448,6
Renta fija mixta	21.675,7	36.441,2	11.065,3	2.695,9	2.417,0	3.522,6	6.295,0	5.690,0
Renta variable mixta	8.991,2	13.771,0	4.250,6	816,9	807,5	1.588,1	2.812,7	3.037,3
Renta variable euro	6.702,0	6.719,9	3.716,3	931,1	583,2	1.202,5	1.572,3	2.275,5
Renta variable internacional	5.843,2	11.236,2	7.167,6	1.584,4	1.636,1	2.386,7	3.746,8	3.213,5
Garantizado renta fija	847,8	562,4	2.005,3	688,7	460,8	724,7	482,0	230,3
Garantizado renta variable	3.684,6	1.993,2	7.942,5	2.187,2	1.389,6	1.994,9	1.488,7	375,8
Fondos globales	3.752,9	9.636,1	8.914,5	1.159,9	4.778,0	1.673,4	5.074,2	6.824,7
De gestión pasiva	15.081,3	3.350,5	10.195,7	2.417,1	3.647,4	3.162,0	889,5	504,0
Retorno absoluto	3.884,4	8.363,0	4.853,2	867,4	1.116,2	1.315,2	2.045,6	2.963,2
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	100.188,5	135.569,6	99.492,3	25.258,2	21.831,0	25.138,6	33.379,7	33.594,6
Renta fija	52.205,8	72.141,1	45.549,5	12.087,6	8.493,1	12.632,0	17.191,8	15.630,1
Renta fija mixta	5.963,7	15.273,7	14.242,9	3.258,2	3.617,0	3.333,5	5.143,7	5.294,9
Renta variable mixta	2.423,5	5.617,2	7.280,8	1.199,9	3.119,7	1.210,3	1.283,3	1.357,6
Renta variable euro	4.517,1	6.251,0	4.259,2	1.341,2	755,8	911,1	1.174,4	1.317,8
Renta variable internacional	5.311,4	7.175,7	6.821,0	1.684,0	1.398,9	1.853,3	1.785,1	2.810,3
Garantizado renta fija	11.301,4	7.369,8	5.208,0	1.653,6	1.273,9	881,2	1.314,0	1.008,8
Garantizado renta variable	4.594,1	4.593,0	2.464,1	666,7	619,5	560,0	644,1	815,3
Fondos globales	1.570,6	3.830,8	5.334,6	1.443,1	1.240,5	1.269,8	1.723,8	2.471,4
De gestión pasiva	10.110,4	9.614,7	4.405,7	1.089,0	664,2	1.530,9	2.070,9	1.719,0
Retorno absoluto	2.190,5	3.551,6	3.906,8	824,9	648,4	956,5	1.048,6	1.169,4

<sup>1</sup> Datos estimados.

<sup>2</sup> 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 la misma.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:  
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	35.794,5	22.763,6	13.823,2	2.007,5	5.995,8	6.328,7	6.271,8	5.967,1
Renta fija	13.821,0	-4.816,1	8.243,5	2.387,0	2.456,3	1.307,1	-2.130,1	-892,2
Renta fija mixta	15.689,2	20.903,0	-4.750,8	-2.165,9	-1.165,1	198,8	1.167,0	305,8
Renta variable mixta	6.842,3	8.227,3	-5.194,5	-2.573,6	-2.261,0	338,7	1.515,0	1.706,0
Renta variable euro	-338,3	467,2	-538,0	-394,1	-176,7	306,9	447,5	916,0
Renta variable internacional	2.715,6	4.110,2	-32,5	-664,4	246,2	518,5	1.965,5	428,4
Garantizado renta fija	-11.761,5	-8.093,5	-3.699,6	-987,0	-813,1	-333,0	-956,6	-869,7
Garantizado renta variable	-651,7	-2.396,4	5.465,9	1.360,5	655,6	1.465,3	886,2	-348,3
Fondos globales	2.110,3	5.787,9	7.801,3	3.884,7	3.574,9	417,4	3.361,5	4.306,1
De gestión pasiva	5.632,0	-6.274,9	5.603,4	1.122,6	2.981,4	1.612,9	-1.181,4	-1.215,1
Retorno absoluto	1.735,6	4.802,6	943,5	47,6	497,3	496,0	1.197,3	1.630,1
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	6.260,3	680,1	1.909,9	-50,4	2.834,7	2.416,2	3.150,8	336,0
Renta fija	1.451,7	69,3	399,3	156,2	236,5	-81,8	-57,3	-21,8
Renta fija mixta	487,2	-425,2	25,1	121,6	268,2	222,4	236,4	4,1
Renta variable mixta	415,5	-294,8	2,2	-1,5	267,2	370,6	333,9	-34,0
Renta variable euro	107,0	224,2	110,8	-355,7	562,1	563,2	761,1	206,0
Renta variable internacional	701,7	766,6	568,4	-73,9	603,9	886,0	1.042,9	-121,0
Garantizado renta fija	697,3	52,1	3,9	22,7	24,7	-53,2	-28,8	33,3
Garantizado renta variable	344,5	166,6	43,1	54,5	131,7	-54,3	57,0	112,7
Fondos globales	248,0	9,3	432,1	4,9	302,5	431,6	456,7	3,7
De gestión pasiva	1.704,8	185,5	281,5	8,0	365,2	116,6	286,6	114,9
Retorno absoluto	102,7	-72,7	43,7	12,8	72,6	15,2	62,2	37,9

<sup>1</sup> 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 la misma.

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1,2</sup>

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	4,60	1,41	1,91	0,24	1,54	1,29	1,57	0,39
Renta fija	3,12	0,85	1,24	0,39	0,50	0,05	0,08	0,13
Renta fija mixta	4,43	0,14	1,26	0,60	0,98	0,85	0,87	0,30
Renta variable mixta	5,84	-0,12	1,45	0,35	2,07	2,71	2,32	0,17
Renta variable euro	3,36	4,41	3,38	-3,89	7,81	7,48	8,92	2,43
Renta variable internacional	8,02	6,80	5,55	0,02	4,27	5,87	6,00	-0,10
Garantizado renta fija	3,78	1,25	0,79	0,42	0,45	-0,46	-0,22	0,62
Garantizado renta variable	4,09	2,75	1,09	0,63	1,17	-0,22	0,52	0,86
Fondos globales	5,73	1,25	3,95	0,32	2,08	2,43	2,36	0,31
De gestión pasiva	8,22	1,65	2,11	0,23	1,92	0,66	1,41	0,68
Retorno absoluto	2,99	0,29	1,41	0,37	0,89	0,38	0,74	0,50
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,98	1,00	0,95	0,23	0,25	0,23	0,23	0,23
Renta fija	0,70	0,66	0,58	0,14	0,15	0,14	0,13	0,14
Renta fija mixta	1,19	1,15	1,12	0,28	0,28	0,27	0,27	0,26
Renta variable mixta	1,41	1,41	1,40	0,35	0,35	0,36	0,35	0,33
Renta variable euro	1,78	1,76	1,75	0,43	0,44	0,44	0,45	0,43
Renta variable internacional	1,77	1,71	1,71	0,41	0,43	0,45	0,44	0,41
Garantizado renta fija	0,88	0,84	0,68	0,17	0,16	0,15	0,13	0,13
Garantizado renta variable	1,20	1,05	0,70	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15
Fondos globales	1,19	1,06	1,26	0,26	0,44	0,28	0,28	0,26
De gestión pasiva	0,64	0,64	0,56	0,15	0,13	0,13	0,13	0,13
Retorno absoluto	1,07	0,99	0,96	0,24	0,25	0,24	0,24	0,22
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	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	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04
Renta variable internacional	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,10	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03
De gestión pasiva	0,07	0,07	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	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 la misma.

2 Datos anuales revisados desde 2014.

## Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

En %	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	3,67	0,89	0,98	-0,03	1,34	1,05	1,35	0,16
Renta fija	2,41	0,10	0,52	0,23	0,34	-0,21	-0,07	-0,03
Renta fija mixta	3,67	0,16	0,27	0,30	0,69	0,56	0,58	0,02
Renta variable mixta	4,70	0,15	1,19	0,00	1,75	2,35	1,95	-0,12
Renta variable euro	2,09	3,44	2,61	-4,49	7,89	7,06	8,57	2,06
Renta variable intern acional	6,61	7,84	4,15	-0,44	4,00	5,46	5,67	-0,46
Garantizado renta fija	2,54	0,27	-0,03	0,19	0,26	-0,58	-0,35	0,48
Garantizado renta variable	2,64	1,07	0,19	0,37	0,97	-0,27	0,41	0,68
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	0,02	2,09	2,13	2,08	0,07
De gestión pasiva	7,74	0,53	1,16	-0,03	1,63	0,71	1,30	0,52
Retorno absoluto	1,98	0,12	0,38	0,12	0,65	0,12	0,50	0,27

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 la misma.

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2013	2014	2015	2016			2017	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.819	3.089	2.930	2.928	2.916	2.930	3.080	3.254
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.889,2	1.690,2	1.793,0	1.889,2	1.972,0	2.091,3
Suscripciones (millones de euros)	574,6	596,6	425,5	123,5	87,4	170,4	163,0	113,0
Reembolsos (millones de euros)	293,8	260,5	376,6	76,1	43,3	126,8	161,2	41,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	280,8	336,1	48,9	47,5	44,0	43,6	1,8	71,8
Rendimientos netos (millones de euros)	52,0	56,3	75,5	-9,4	58,8	52,5	81,0	47,5
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	4,32	-0,50	3,62	2,51	4,08	3,00
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	7,39	6,17	4,68	-0,34	4,25	3,68	4,95	2,86
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	2,21	2,34	2,25	0,37	0,61	0,60	0,99	0,51
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,32	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.734	1.265	1.237	1.255	1.244	1.237	1.231	2.426
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	293,7	290,7	286,7	293,7	293,2	328,1
Suscripciones (millones de euros)	7,1	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-
Reembolsos (millones de euros)	40,8	54,9	28,1	17,2	5,4	1,1	1,3	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-33,7	-46,6	-28,1	-17,2	-5,4	-1,1	-0,9	-
Rendimientos netos (millones de euros)	28,9	21,0	2,1	1,7	1,4	8,1	0,5	-
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,90	0,56	0,48	2,83	0,16	-1,16
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	9,72	6,61	-0,95	0,80	0,71	3,03	0,39	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,07	0,48	0,82	0,19	-0,21	-0,21	0,21	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,04	0,06	0,01	-0,01	-0,01	0,01	-

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 3.13

	2014	2015	2016	2016			2017	
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>3</sup></b>								
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.750	1.748	1.741	1.721	1.713
Sociedades de inversión	3.164	3.333	3.231	3.297	3.231	3.045	2.981	2.934
IIC de IIC de inversión libre	18	11	7	10	7	8	9	9
IIC de inversión libre	35	37	41	40	41	41	45	45
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	7	7	7
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	229.117,4	237.862,2	247.279,3	253.581,1	255.809,9
Sociedades de inversión	30.613,8	32.879,4	31.783,2	31.914,4	31.783,2	32.259,7	31.469,0	31.330,1
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	345,4	319,8	293,7	286,7	293,7	295,4	328,1	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	1.328,0	1.764,8	1.889,2	1.793,0	1.889,2	1.912,9	2.091,3	-
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	376,9	370,1	369,7	360,5	360,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	714,3	707,3	714,3	722,3	724,3

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 2017.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2017: mayo de 2017.

IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	78.904,3	108.091,6	114.990,2	107.989,0	112.523,8	114.990,2	127.534,6	137.341,6
Fondos	11.166,0	15.305,1	21.337,5	17.489,5	19.495,4	21.337,5	25.306,4	26.864,2
Sociedades	67.738,3	92.786,5	93.652,8	90.499,5	93.028,4	93.652,8	102.228,1	110.477,4
<b>N.º DE INVERSORES</b>								
Total	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.670.136	1.725.099	1.748.604	1.984.474	2.134.143
Fondos	230.104	298.733	372.872	339.328	354.032	372.872	431.295	448.554
Sociedades	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.330.808	1.371.067	1.375.732	1.553.179	1.685.589
<b>N.º DE INSTITUCIONES</b>								
Total	805	880	941	909	927	941	959	957
Fondos	405	425	441	433	437	441	440	430
Sociedades	400	455	500	476	490	500	519	527
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	333	362	391	372	385	391	405	411
Francia	264	282	286	282	283	286	284	270
Irlanda	117	143	160	152	156	160	165	167
Alemania	33	32	32	32	32	32	32	33
Reino Unido	26	31	32	32	32	32	32	32
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	25	23	23	22	22	23	23	23
Bélgica	4	4	4	4	4	4	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	0	4	4	4	4	4	7
Liechtenstein	0	0	6	6	6	6	6	6

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 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 inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2014	2015	2016	2016		2017		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	3	3	3	3	3	3	3	3
Participes	4.021	3.918	3.927	3.935	3.927	3.946	3.960	3.960
Patrimonio (millones de euros)	419,8	391	370,1	376,9	370,1	369,7	360,5	360,4
Rentabilidad (%)	-5,87	-6,66	-5,35	-1,82	-1,81	-0,10	-2,37	-0,04
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	7	6	6	6	6	7	7	7
Accionistas	845	583	674	682	674	517	490	490
Patrimonio (millones de euros)	806,5	702,1	707,3	714,3	707,3	714,3	722,3	724,3

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

2 Datos disponibles: julio de 2017.





