

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	33
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	36
3.2	Los mercados de renta fija	46
4	Los agentes de los mercados	56
4.1	Vehículos de inversión	56
4.2	Empresas de servicios de inversión	64
4.3	Sociedades gestoras de IIC	70
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	73

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Las elecciones presidenciales en EE. UU.: una primera evaluación de su repercusión en los mercados financieros	24
Recuadro 2:	El referéndum de salida del Reino Unido de la Unión Europea (<i>Brexit</i>) y su impacto en los mercados financieros	38
Recuadro 3:	La nueva regulación europea sobre índices de referencia y sus implicaciones para los supervisores	53
Recuadro 4:	Circular de Depositarios. Consejeros independientes	62
Recuadro 5:	Modificación de la forma de cálculo de las comisiones por traspaso de valores en los folletos de tarifas	68
Recuadro 6:	II edición del Día de la Educación Financiera	72

1 Resumen ejecutivo

- En el entorno macroeconómico y financiero internacional, seguimos observando un crecimiento de la actividad más dinámico en EE. UU. y China y más débil en Europa, una región en la que la solidez del negocio bancario sigue en duda, como consecuencia del contexto de unos tipos de interés tan reducidos y de otras fuerzas competitivas. Las políticas monetarias han experimentado poca variación respecto al informe anterior, excepto en el Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra ha adoptado un tono más expansivo para contrarrestar, en la medida de lo posible, las consecuencias negativas del *Brexit* sobre la economía. En EE. UU., la Reserva Federal está a la espera de recibir más información que permita nuevas subidas de los tipos de interés (más probables con el nuevo gobierno) y en la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) tampoco ha modificado los tipos de interés de referencia y continúa con los programas de compra de deuda soberana y deuda privada, que sostienen los tipos de interés en mínimos históricos.
- Pocos días antes de la fecha de cierre de este informe¹ se conoció el resultado de las elecciones presidenciales en EE. UU., que han introducido un cierto aumento de la incertidumbre entre los participantes del mercado. Aunque el alcance de las medidas anunciadas (la mayoría de corte nacionalista) no se conoce aún, los mercados financieros descuentan ya un escenario caracterizado por más déficit, más inflación y tipos de interés más elevados. En este contexto, los mercados financieros, que se habían recuperado de las turbulencias asociadas al *Brexit* durante buena parte de la segunda mitad del año, sufrieron las repercusiones del cambio de Gobierno en EE. UU., aunque sus efectos, mayores en los mercados de deuda, fueron heterogéneos entre regiones y sectores. Así, en los mercados de deuda, las rentabilidades se incrementaron con más intensidad en EE. UU. y en varias economías de la periferia de Europa, con ascensos de entre 30 y 48 puntos básicos (p.b.) en pocos días. En los mercados de renta variable, la situación fue más desigual y estuvo marcada por la tendencia alcista de los índices estadounidenses, que acumulan avances de entre un 5,4 % y un 8,6 % en el año, favorecidos por la buena situación de su economía. En Europa y en Japón, las bolsas presentan pérdidas en el conjunto del año, que son más intensas en los índices asiáticos y en el índice italiano, afectado por las dudas sobre su sector bancario.
- El entorno macroeconómico español continúa siendo favorable, con tasas de crecimiento del PIB superiores al 3 %, muy por encima de los registros de la zona del euro, y avances significativos en la creación de empleo (458.000 empleos más en el último año). La inflación, que llevaba en terreno negativo todo el año, se tornó positiva en septiembre, incrementándose aún más en octubre (0,7 %) como conse-

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de noviembre.

cuencia de la normalización de la tasa energética. La inflación subyacente ha mostrado mucha más estabilidad, con valores ligeramente inferiores al 1 % durante 2016. La reciente formación de Gobierno ha eliminado una de las fuentes de incertidumbre más relevantes, aunque persisten otros riesgos como, por ejemplo, aquellos relacionados con la consolidación de las cuentas públicas o la erosión del negocio bancario, riesgos que comparten otras economías europeas.

- Las buenas condiciones del entorno económico y el reducido nivel de los tipos de interés están permitiendo una disminución gradual de la morosidad del sector bancario español, que en agosto se situaba en el 9,4 %, muy por debajo del máximo alcanzado en 2013 (13,6 %). Sin embargo, el contexto de tipos de interés y el afianzamiento de otras fuerzas competitivas (*shadow banking*, *fin-tech...*) está complicando el desarrollo del negocio del sector, cuyas rentabilidades han caído por debajo de los registros medios históricos, por lo que la mayoría de las entidades están inmersas en procesos de ganancia de eficiencia y de búsqueda de líneas de negocio más rentables.
- El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió hasta los 8.298 millones de euros entre enero y junio de 2016, un 37,6 % menos que en 2015, debido principalmente al empeoramiento en el resultado de las operaciones interrumpidas de las empresas del sector del comercio y los servicios. El nivel agregado de las deudas se situó en junio en 267.000 millones de euros, un 2,9 % más que al cierre de 2015, lo que ha propiciado un leve incremento de la ratio de apalancamiento (de 1,18 a 1,22).
- En los mercados financieros españoles, el indicador de estrés, que repuntó hasta valores de 0,44 tras el *Brexit* para descender después a cerca de 0,30, apenas se ha visto afectado por la victoria de Trump. Así pues, el indicador se sitúa en niveles de riesgo intermedio, cercanos a niveles de riesgo bajo. Los segmentos que muestran un nivel de estrés mayor son el de intermediarios financieros, por la fuerte caída de sus cotizaciones, y recientemente el de deuda, por el leve aumento de la prima de riesgo.
- Los índices españoles de renta variable más importantes, que se habían recuperado de las pérdidas asociadas al *Brexit*² durante la mayor parte del segundo semestre, volvieron a caer tras conocer los resultados de las elecciones en EE. UU. En el acumulado del año, el Ibex 35 registra una caída del 9 %, situándose en un rango intermedio respecto a otros índices europeos de referencia. El resto de los índices españoles muestran descensos del mismo calibre, excepto el de empresas de menor capitalización (-0,8 %), ya que las compañías más pequeñas no se han visto tan afectadas por las fuentes de incertidumbre de carácter internacional. La contratación de acciones españolas continuó descendiendo (un 25 % en el año), al tiempo que prosiguió el aumento de la importancia relativa de la contratación de estos valores en mercados foráneos y OTC.
- Los mercados de renta fija nacionales iniciaron el tercer trimestre con importantes alzas de precios, debido al predominio de las estrategias basadas en la compra de

2 El *Brexit* provocó el descenso diario más pronunciado del Ibex 35 en toda su historia (-12,4 %)

activos más seguros originadas por la inestabilidad de las bolsas tras el *Brexit* y sostenidas, también, por la política de compras del BCE. Estos factores hicieron que los tipos de interés marcaran nuevos mínimos históricos en septiembre: en el caso del bono de deuda soberana a diez años, este mínimo fue del 0,95 %. Más recientemente, las rentabilidades han aumentado levemente por la repercusión de las elecciones en EE. UU. pero, en general, el rendimiento de los activos de deuda se mantiene por debajo de los valores de finales de año. El volumen de emisiones de deuda desciende tanto por la caída de aquellas registradas en la CNMV (un 9 %, hasta los 92.600 millones de euros) como por las efectuadas en el exterior.

- El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 3,1 % durante los nueve primeros meses de 2016, hasta los 229.000 millones de euros, recuperándose, por tanto, de las cifras negativas del inicio del año. El avance del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones realizadas por los inversores, de más de 7.400 millones, ya que el valor de los activos de la cartera se mantuvo prácticamente constante. También se observó un cierto cambio en las preferencias de los partícipes, que se decantaron más por los fondos de renta fija y los garantizados de renta variable. Durante el primer semestre del año, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) experimentaron un ligero retroceso tanto en sus beneficios (9,1 %) como en el patrimonio gestionado (1,3 %) a causa, principalmente, de la contracción patrimonial de los fondos y las sociedades de inversión en el periodo enero-junio de este año. El número de sociedades gestoras en pérdidas se incrementó hasta las 21 (11 en 2015).
- La inestabilidad de los mercados financieros está afectando de forma notable la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI), cuyos beneficios agregados antes de impuestos se redujeron un 18,8 % hasta septiembre en comparación con el mismo periodo de 2015, situándose en 146,5 millones de euros. Esta inestabilidad se reflejó, especialmente, en la importante contracción de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, tanto en las sociedades como en las agencias de valores. A pesar de ello, las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo óptimas.
- Este informe contiene seis recuadros monográficos:
 - El primer recuadro describe las claves del nuevo escenario económico y financiero que puede introducir el nuevo Gobierno estadounidense y los efectos más inmediatos que se han observado en los mercados.
 - El segundo resume los principales acontecimientos relacionados con el *Brexit*, así como su impacto en los mercados financieros nacionales e internacionales.
 - El tercer recuadro sintetiza la nueva regulación europea en materia de índices de referencia y sus implicaciones para los supervisores.
 - En el cuarto recuadro se abordan los elementos más importantes de la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que entró en vigor el pasado 13 de octubre y que revisa, entre otros aspectos, las funciones de los depositarios de IIC.

- El quinto recuadro explica la modificación que ha introducido la CNMV en la forma de cálculo de las comisiones por traspaso de valores en los folletos de tarifa, a la vista de la significativa desproporción en las tarifas aplicadas por las entidades que se ha observado en los últimos años.
- Finalmente, el sexto recuadro comenta las principales iniciativas relacionadas con la segunda edición del Día de la Educación Financiera, que se celebra el primer lunes de octubre de cada año y que persigue concienciar a los ciudadanos sobre la importancia de contar con un nivel adecuado de cultura financiera para afrontar los retos del día a día.

2 Entorno macrofinanciero

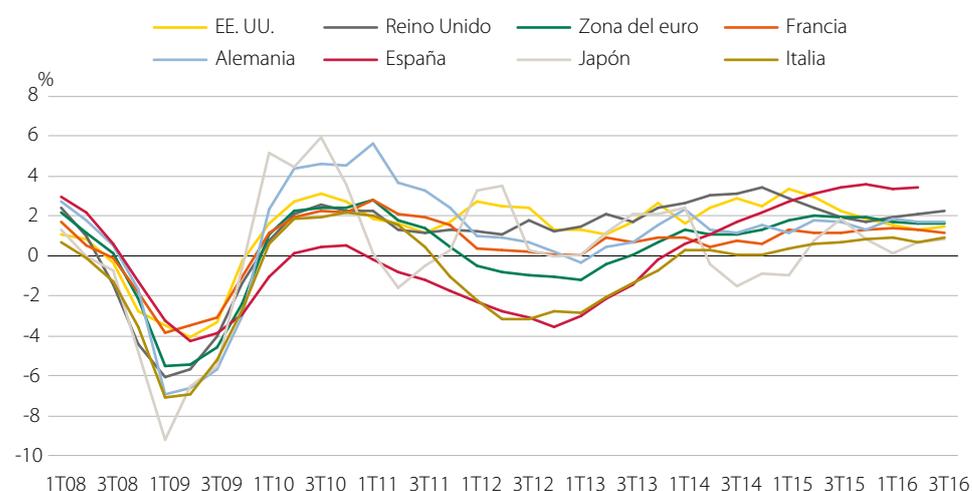
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La evolución de la actividad económica fue desigual en las economías avanzadas durante los meses centrales de 2016.

La evolución de la actividad económica fue desigual en las economías avanzadas durante los meses centrales de 2016 (véase gráfico 1). Así, en EE. UU. el crecimiento económico se aceleró y la variación del PIB durante el tercer trimestre alcanzó el 0,7 % (variación interanual del 1,5 %), mientras que en el Reino Unido el crecimiento del PIB disminuyó ligeramente hasta el 0,5 % (variación interanual del 2,3 %), debido en parte a la incertidumbre generada en torno al *Brexit*. Dentro de la zona del euro, que en su conjunto avanzó un 1,6 % en términos anuales, Alemania y Francia mostraron crecimientos similares a los del trimestre anterior: 1,7 % y 1,1 %, respectivamente. En cambio, la actividad en Italia se aceleró de forma leve. Sigue siendo notable el dinamismo de la economía española, que experimentó un incremento anual del 3,2 % en el tercer trimestre según el avance del INE, dos décimas por debajo del registro obtenido en el periodo anterior. En el ámbito de las economías emergentes, cabe destacar la fortaleza del crecimiento de la economía china, que se mantuvo inalterado en el 6,7 % en el tercer trimestre del año.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Las políticas monetarias permanecieron inalteradas tanto en la zona del euro como en EE. UU. Así, en la zona del euro, donde la inflación continúa alejada del objetivo a medio plazo, el BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 0%, su mínimo histórico, el de la facilidad marginal de crédito en el 0,25 % y el de la facilidad marginal de depósito en el -0,4 % y afirmó que los tipos proseguirán en estos niveles o más bajos por un periodo de tiempo extendido. Respecto al programa de compras, si bien no se introdujo ninguna modificación, se aseguró que continuaría hasta marzo de 2017 o hasta que la inflación se ajuste al objetivo a medio plazo del BCE.

Las políticas monetarias permanecieron inalteradas tanto en la zona del euro como en EE. UU. Así, el BCE afirmó que los tipos se mantendrán en niveles bajos por un periodo de tiempo extendido...

La Reserva Federal de EE. UU. consideró que se han fortalecido los motivos para aumentar los tipos de interés, ya que la actividad mostró un gran dinamismo en el tercer trimestre, la creación de empleo ha sido sólida y la inflación ha aumentado ligeramente desde principios de año. Sin embargo, decidió esperar a que haya una mayor evidencia de progreso en la recuperación de las variables económicas para actuar, manteniendo los tipos de interés entre el 0,25 % y 0,5 %. La institución estadounidense basará sus decisiones futuras en la evolución del mercado laboral, de la inflación y del desarrollo de algunos eventos de carácter internacional y financiero.

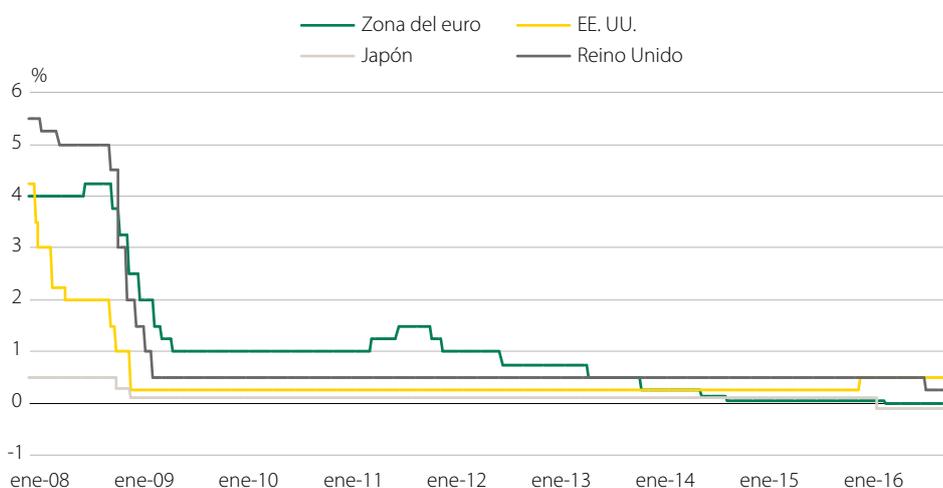
... y la Reserva Federal consideró que se han fortalecido los motivos para aumentar los tipos de interés, pero decidió esperar a que haya mayor evidencia de progreso en la recuperación de las variables económicas para actuar.

Por su parte, el Banco de Inglaterra decidió rebajar el tipo de interés oficial en 25 p.b. hasta el 0,25 % en el mes de agosto. Además, se amplió el programa de compras de deuda soberana hasta 435.000 millones de libras y se introdujeron compras de deuda corporativa por valor de 10.000 millones. La decisión se adoptó con base en expectativas de una demanda agregada más débil que podría lastrar la actividad, a pesar de que, debido a la depreciación de la libra tras el *Brexit*, el Banco de Inglaterra considera probable que la inflación se sitúe por encima de su objetivo de manera temporal. Finalmente, el Banco de Japón resolvió cambiar el enfoque de la política monetaria y anunció que se centraría en controlar la curva de tipos de interés. Asimismo, se comprometió a continuar expandiendo la base monetaria hasta que la inflación se sitúe de manera estable por encima del objetivo del 2 %.

Por su parte, el Banco de Inglaterra rebajó el tipo de interés oficial en 25 p.b., hasta el 0,25 %, y amplió el programa de compras de deuda soberana.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés a corto plazo permanecen en niveles reducidos, aunque con diferencias entre EE. UU. y el Reino Unido, donde son más elevados, y la zona del euro y Japón, donde parte de las referencias están en negativo.

Las rentabilidades de la deuda pública descendieron de forma generalizada en el tercer trimestre...

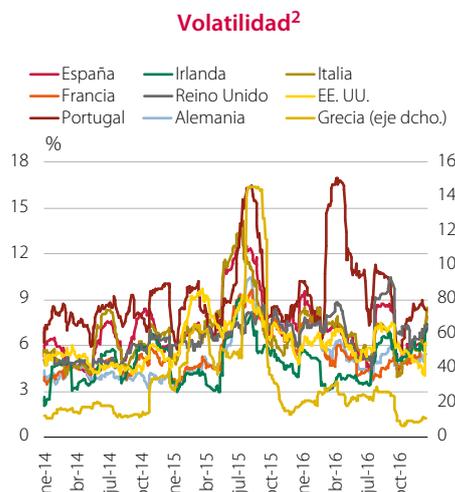
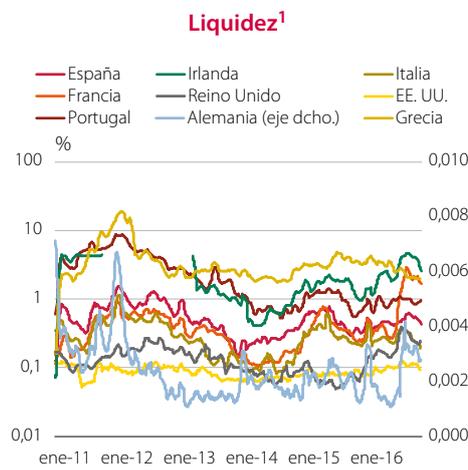
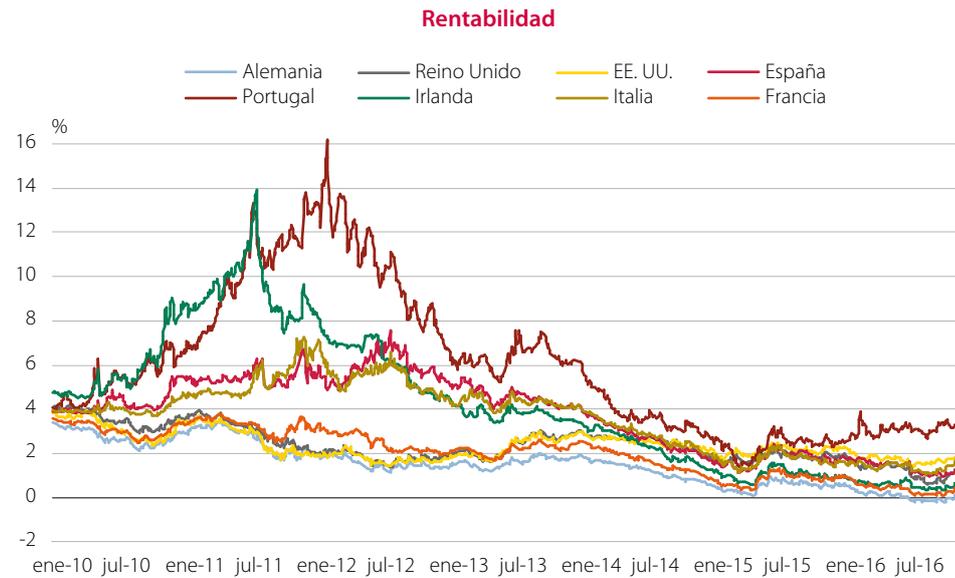
... y, aunque repuntaron de forma significativa después de las elecciones en EE. UU., los registros continúan siendo inferiores a los de cierre de 2015.

Los tipos de interés a corto plazo siguieron mostrando divergencias entre las economías avanzadas como consecuencia de las diferencias en las políticas monetarias aplicadas. En EE. UU. los tipos de interés del mercado interbancario oscilaron entre los 89 p.b. para el plazo de tres meses y los 157 p.b. para el plazo de doce meses en noviembre³ (entre 24 p.b. y 31 p.b. más que en junio) debido a las expectativas de una futura subida de tipos por parte de la Reserva Federal. Por el contrario, en la zona del euro, los tipos a tres y doce meses se adentraron aún más en terreno negativo, situándose en -31 p.b. y -7 p.b. de media en noviembre, lo que implica una caída de 4 p.b. respecto a junio para ambas referencias.

En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las referencias de deuda pública a diez años tuvieron un comportamiento homogéneo durante el tercer trimestre de 2016. Así, estas rentabilidades descendieron notablemente en la mayoría de las economías avanzadas, debido a la disminución del apetito por el riesgo de los inversores (véase gráfico 7), que, en parte, reflejaba la incertidumbre generada en torno al *Brexit* y que benefició la búsqueda de activos de calidad. Sin embargo, este comportamiento se interrumpió en noviembre tras las elecciones de EE. UU. cuando el mercado descontó un escenario de mayor inflación y de tipos de interés más elevados que dio lugar a repuntes significativos en las rentabilidades de la deuda (véase recuadro 1). Los incrementos fueron notables en EE. UU. (41 p.b.), el Reino Unido (31 p.b.) y Alemania (24 p.b.) pero, en general, las rentabilidades se mantuvieron por debajo de los niveles del cierre de 2015, a excepción de en Portugal e Italia.

Así, en EE. UU. y el Reino Unido, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se situaron en el 2,0 % y el 1,27 % de media en noviembre respectivamente, y a pesar de que estos valores suponen un descenso de 26 p.b. y 61 p.b. con respecto a los registros de finales de 2015, siguieron siendo superiores a las rentabilidades de las economías más sólidas de la eurozona. Por su parte, la rentabilidad del bono alemán fue de 0,13 % en noviembre y, aunque aumentó después de haber registrado un -0,12 % de media en el tercer trimestre, acumulaba un descenso de 46 p.b. desde principios de año. Las rentabilidades también experimentaron caídas en Francia y en España, donde disminuyeron hasta el 0,57 % y el 1,34 % respectivamente, mientras que se incrementaron notablemente en Portugal, hasta alcanzar el 3,35 % (una variación de 86 p.b.).

3 Promedio del mes hasta el día 15.

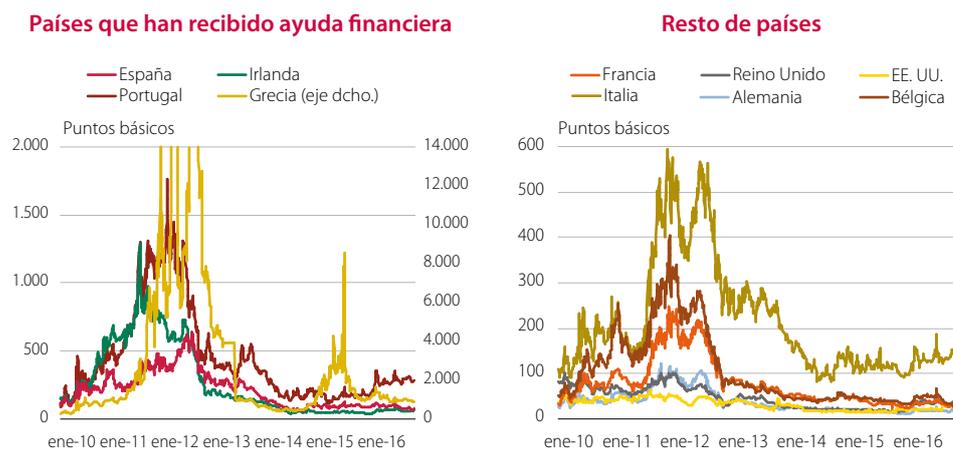


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de noviembre.

- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica). 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) en EE. UU. y en los países más importantes de la zona del euro no han mostrado variaciones significativas durante este año (véase gráfico 4), situándose en noviembre en 26 p.b. en EE. UU., 21 p.b. en Alemania, 29 p.b. en Bélgica y 33 p.b. en Francia. Por el contrario, en las economías periféricas las primas de riesgo han tenido una evolución más heterogénea. Así, en noviembre estas se situaban en 75 p.b. en España, 154 p.b. en Italia y 280 p.b. en Portugal, lo que supone un descenso de 11 p.b. respecto a los registros de diciembre de 2015 en España y un incremento de 57 p.b. y de 108 p.b., respectivamente, en los casos de Italia y Portugal. Estas dos últimas economías europeas se han visto afectadas por la incertidumbre relacionada con sus sectores bancarios.

Las primas de riesgo de crédito en EE. UU. y en los países core de la zona del euro no han mostrado grandes variaciones este año, mientras que en las economías periféricas las primas de riesgo han tenido una evolución más dinámica y heterogénea.



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

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito han disminuido a lo largo del año tanto en EE. UU. como en la zona del euro en todos los tipos de deuda.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito han ido disminuyendo a lo largo del año tanto en EE. UU. como en la zona del euro en todos los tipos de deuda. En el gráfico 5 se puede observar que las primas de riesgo de los instrumentos de peor calidad crediticia (*high yield*) registraron los mayores descensos, situándose en noviembre en 483 p.b. en EE. UU. y 476 p.b. en la zona del euro, lo que supone caídas de 171 p.b. y 67 p.b. con respecto a diciembre de 2015. En un entorno de tipos de interés extremadamente reducidos, la disminución en las primas de riesgo se podría relacionar con la creciente relevancia de las estrategias orientadas a la búsqueda de rentabilidad. Asimismo, el descenso en el porcentaje de las inversiones asignadas a *equities* por parte de los inversores institucionales, motivado por un menor apetito por el riesgo (véase gráfico 7), también podría haber favorecido el incremento en el precio de los instrumentos de deuda.

El volumen de emisiones netas de deuda en el segundo semestre fue similar al del mismo periodo del año anterior.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija en el segundo semestre del año se situaron en 1,16 billones de dólares, un registro ligeramente superior al observado en el mismo periodo del ejercicio anterior. Así, mientras que las emisiones del sector público se redujeron hasta los 437.000 millones de dólares —lo que implica una caída de 112.000 millones en comparación con el segundo semestre de 2015—, las emisiones del sector privado se situaron en 728.000 millones, registrando un aumento de 259.000 millones en términos interanuales.

La evolución de las emisiones de deuda soberana continuó condicionada por los procesos de consolidación fiscal...

La evolución de las emisiones netas de deuda del sector público continuó condicionada por los elevados volúmenes de vencimientos y por los procesos de consolidación fiscal, especialmente en Europa, que hacen disminuir las necesidades de financiación del sector. En este contexto, las emisiones netas de deuda soberana efectuadas durante el segundo semestre en EE. UU. disminuyeron en 163.000 millones de dólares en comparación con el mismo periodo del año anterior. En el caso de la zona del euro, el volumen de vencimientos fue superior al importe emitido, por lo que la emisión neta se situó en terreno negativo (-129.000 millones de dólares, véase panel superior derecho del gráfico 6).

En cuanto a las emisiones netas del sector financiero, las efectuadas a lo largo de este ejercicio en EE. UU. se redujeron ligeramente (un 6 %, hasta los 196.000 millones de dólares) con respecto al registro del año anterior. En Europa, donde las emisiones netas ya fueron negativas en 2015, cayeron más en 2016 (un 7 % hasta -82.000 millones de dólares). En la actualidad, la banca europea está inmersa en un proceso de desapalancamiento que responde en parte a los requerimientos de capital que afrontan estas entidades y, al mismo tiempo, a los retos derivados del exceso de capacidad del sector y del aumento de la competencia en la prestación de algunos servicios de inversión.

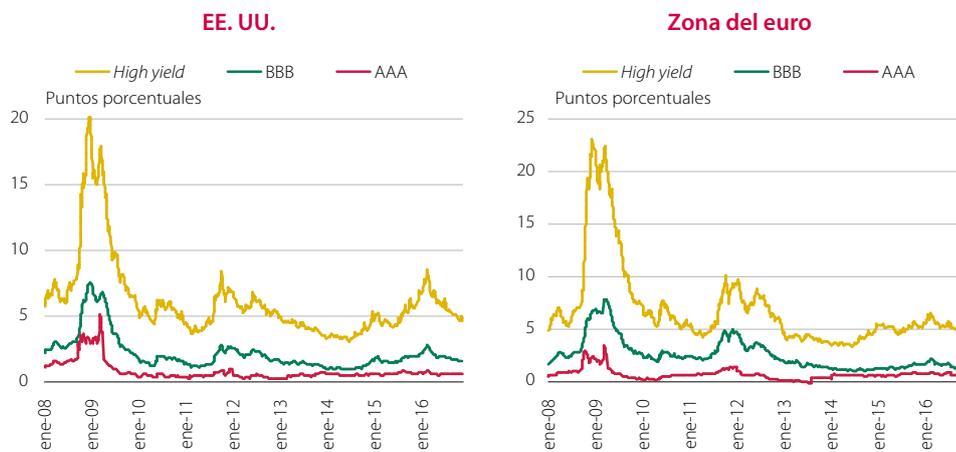
... mientras que las emisiones netas del sector financiero cayeron tanto en EE. UU. como en Europa.

Las emisiones netas del sector corporativo aumentaron en el segundo semestre en la mayoría de las regiones contempladas. En particular, el volumen registrado en Europa creció un 44 % con respecto al primer semestre y en Japón se situó en 25.000 millones de dólares, tras haber sido negativo en la primera mitad del año. Estos incrementos se asocian, por lo menos parcialmente, a los programas de compras de activos impulsados por el BCE y por el Banco de Japón. Por su parte, las emisiones netas en EE. UU. efectuadas durante 2016 mostraron un descenso del 11 % con respecto al registro del año pasado, que se explica fundamentalmente por el elevado volumen de emisiones que se produjo en el primer semestre de 2015, en un contexto en el que las entidades esperaban un aumento de los tipos por parte de la Reserva Federal y adelantaron gran parte de sus emisiones.

Las emisiones netas del sector corporativo aumentaron en el segundo semestre en la mayoría de las regiones contempladas, y de modo significativo en Europa y Japón, impulsadas por los programas de compras de los respectivos bancos centrales.

Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a diez años¹

GRÁFICO 5



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

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



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2016 son hasta el 15 de noviembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los principales índices de renta variable internacional han registrado ganancias considerables en la segunda mitad del año, aunque el comportamiento acumulado desde diciembre de 2015 es heterogéneo.

Los principales índices de renta variable internacional han registrado ganancias considerables en la segunda mitad del año, tras haber obtenido pérdidas, en general⁴, durante el primer semestre, en parte como consecuencia de la incertidumbre generada en torno al *Brexit*. El comportamiento acumulado de los índices en lo que va de año presenta una heterogeneidad notable entre regiones y también dentro de ellas. Así, el Dow Jones, el S&P 500 y el tecnológico Nasdaq se han revalorizado de forma notable desde principios de año (8,6 %, 6,7 % y 5,4 %, respectivamente), mientras que los índices de renta variable japoneses acumulan pérdidas cuantiosas (-7,2 % en el Nikkei y -9,3 % en el Topix). En el caso de las bolsas europeas, las pérdidas oscilan desde el 0,1 % del índice alemán Dax 30 hasta el 22,1 % del italiano Mib 30, que está acusando, entre otros factores, las dificultades que afronta el sector bancario y la incertidumbre generada por el referéndum sobre la reforma constitucional que se celebrará el próximo 4 de diciembre. La caída del índice español (9 %) se sitúa en un rango intermedio. Por su parte, los indicadores de volatilidad, que se habían incrementado por encima del 30% a mediados de año tras conocerse los resultados del referéndum en el Reino Unido, descendieron durante el segundo semestre, en espe-

4 A excepción del FT 100, del Dow Jones y del S&P 500.

cial en la zona del euro y en Japón, situándose en torno al 20 % en noviembre (véase panel derecho del gráfico 7).

En los mercados de renta variable emergente, el índice MSCI, que había perdido un 0,6 % en la primera mitad del ejercicio, mostró una evolución más positiva durante el segundo semestre, de forma que a mediados de noviembre acumulaba una subida del 2,3 % en lo que iba de año. Los índices de Latinoamérica, de Europa del Este y de la mayoría de los países asiáticos experimentaron avances, excepto aquellos más relacionados con la economía china, afectados por las dudas acerca de la desaceleración del crecimiento de su actividad. Así, entre las mayores ganancias registradas, destacaban las del índice argentino Merval y las del brasileño Bovespa, que se incrementaron un 41,1 % y un 37,6 %, respectivamente, y las del índice de la bolsa rusa, que subió un 29,5 % respecto al cierre de 2015. Por el contrario, el índice Shanghai Composite sufría pérdidas del 9,4 %.

Los índices de renta variable emergente experimentaron avances, excepto aquellos relacionados con la economía china, afectados por las dudas relacionadas con la desaceleración del crecimiento.

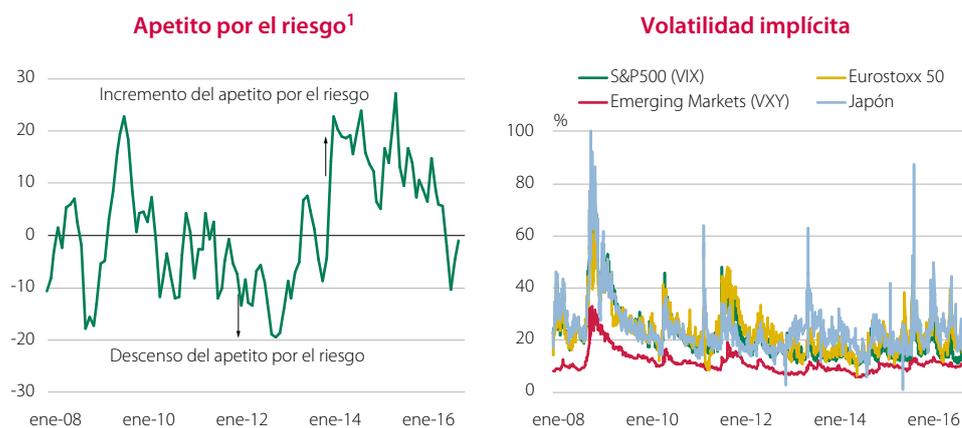
Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2012	2013	2014	2015	IV-15	I-16	II-16	III-16	IV-16 (hasta el 15 de noviembre)	
									% s/ trim. ant.	% s/ dic-15
Mundo										
MSCI World	13,2	24,1	2,9	-2,7	5,1	-0,9	0,3	4,4	-1,4	2,3
Zona del euro										
Eurostoxx 50	13,8	17,9	1,2	3,8	5,4	-8,0	-4,7	4,8	1,6	-6,7
Euronext 100	14,8	19,0	3,6	8,0	5,6	-4,6	-2,1	4,1	-1,0	-3,7
Dax 30	29,1	25,5	2,7	9,6	11,2	-7,2	-2,9	8,6	2,1	-0,1
Cac 40	15,2	18,0	-0,5	8,5	4,1	-5,4	-3,4	5,0	2,0	-2,2
Mib 30	7,8	16,6	0,2	12,7	0,6	-15,4	-10,6	1,3	1,7	-22,1
Ibex 35	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-0,2	-8,6	-6,4	7,5	-1,1	-9,0
Reino Unido										
FTSE 100	5,8	14,4	-2,7	-4,9	3,0	-1,1	5,3	6,1	-1,5	8,8
Estados Unidos										
Dow Jones	7,3	26,5	7,5	-2,2	7,0	1,5	1,4	2,1	3,4	8,6
S&P 500	13,4	29,6	11,4	-0,7	6,5	0,8	1,9	3,3	0,6	6,7
Nasdaq-Composite	15,9	38,3	13,4	5,7	8,4	-2,7	-0,6	9,7	-0,7	5,4
Japón										
Nikkei 225	22,9	56,7	7,1	9,1	9,5	-12,0	-7,1	5,6	7,4	-7,2
Topix	18,0	51,5	8,1	9,9	9,6	-12,9	-7,5	6,2	6,1	-9,3

Fuente: Datastream.

¹ En moneda local.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las elecciones presidenciales en EE. UU.: una primera evaluación de su repercusión en los mercados financieros

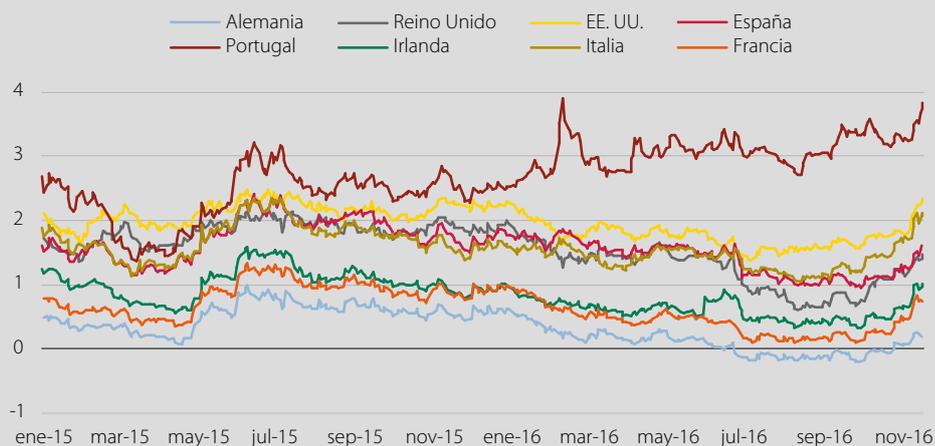
RECUADRO 1

El resultado de las elecciones presidenciales en EE. UU., con la victoria del candidato republicano Donald Trump, ha introducido cierta incertidumbre en los mercados financieros internacionales, que anticipan un giro en la política económica por parte de la nueva Administración estadounidense. Aunque aún no se conoce el alcance de las medidas a adoptar, según lo expuesto durante la campaña electoral parece evidente que estas comprenderán: i) una expansión fiscal notable, acompañada de incrementos en la inversión pública y bajadas de impuestos; ii) una mayor desregulación en algunas industrias estratégicas, que incluyen la cancelación de los planes de energías renovables y la reducción de los programas públicos de gasto sanitario; iii) una política migratoria más restrictiva; y iv) un incremento del proteccionismo económico.

Los efectos de dichas políticas en la economía estadounidense no están claros, pudiendo ser positivos a corto plazo, pero más negativos a medio y largo plazo, sobre todo por las medidas que dificultan los intercambios comerciales y la libre circulación de personas. Sin embargo, los mercados sí descuentan una política fiscal más expansiva, que implicaría un escenario de mayor inflación; esto ya está repercutiendo en las rentabilidades de la renta fija pública y privada, con incrementos sustanciales en los tramos medios y largos de las curvas. Como se observa en el gráfico R1.1, las rentabilidades de la deuda soberana a diez años en las economías avanzadas han experimentado repuntes significativos durante el mes de noviembre. Entre el 1 y el 17 de ese mes, las mayores alzas fueron para los bonos estadounidenses (48 p.b., hasta el 2,30 %), pero también se produjeron incrementos importantes en los bonos europeos, que fueron más significativos para la deuda de las economías periféricas (Portugal: 38 p.b., hasta el 3,7 %; Italia: 37 p.b., hasta el 2,1 %; Irlanda: 33 p.b., hasta el 0,98 %; y España: 30 p.b., hasta el 1,61 %). Los menores repuntes fue para Alemania (10 p.b., hasta el 0,20 %) y el Reino Unido (12 p.b., hasta el 1,40 %).

Rentabilidad de los bonos de deuda soberana a diez años

GRÁFICO R1.1



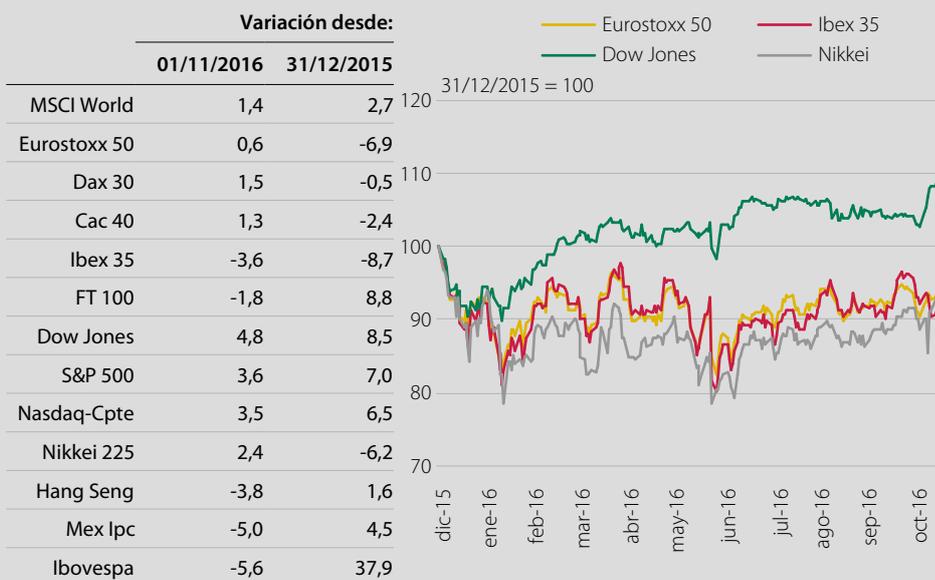
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 17 de noviembre.

El incremento del rendimiento de la deuda a largo plazo provocó un ligero aumento de las primas de riesgo de las economías europeas periféricas, lo que interrumpió la estabilidad que habían mostrado prácticamente a lo largo de todo el año, incluido el *Brexit*. La prima de riesgo de crédito española se incrementó desde 116 p.b. a principios de noviembre hasta 141 p.b., mientras que la italiana lo hizo desde 161 p.b. hasta 191 p.b.

En las bolsas, la repercusión de la victoria de Trump ha sido mucho más desigual entre las diferentes economías, comportándose mucho mejor los índices más relevantes de las bolsas de EE. UU. Los índices estadounidenses acumulan en el año ganancias muy superiores a las de otros índices (el Dow Jones se ha revalorizado un 8,5 %, el S&P 500 un 7 % y el Nasdaq un 6,5 %; véanse cuadro y gráfico R1.2), fundamentadas no solo en el cambio de su Gobierno, sino también en la mayor solidez de la economía.

Índices internacionales de renta variable

GRÁFICO R1.2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 17 de noviembre.

En otros mercados, las variaciones han sido más heterogéneas y menos acusadas, salvo en las bolsas asiáticas, que fueron las primeras plazas en conocer los resultados de las elecciones y tendieron a reaccionar con más intensidad, lo que dio lugar a un pequeño rebrote en su volatilidad¹. En Europa, los índices oscilaron entre el descenso del 3,6 % en el Ibex 35 y el ligero avance del índice alemán (1,5 %). El peor comportamiento de la bolsa española se explica por la elevada exposición de las grandes compañías nacionales a Latinoamérica, especialmente a México, región que se verá afectada negativamente por las medidas de la nueva Administración estadounidense (como han puesto de manifiesto los descensos en los principales índices latinoamericanos). Los valores más perjudicados han sido aquellos con mayores intereses en México, como BBVA y Abertis, así como los del sector de las energías renovables, mientras que los del sector farmacéutico han reaccionado con alzas.

El cuadro R1.3 recoge la evolución de las cotizaciones de las empresas de la bolsa estadounidense agrupadas por sectores. Aunque es pronto para saber si estas variaciones se van a mantener en el tiempo, se observan las diferencias entre los sectores que pueden resultar más beneficiados por las políticas anunciadas por el nuevo presidente y aquellos que han visto empeorar sus perspectivas. Entre los primeros destacan las empresas de los sectores relacionados con la construcción (10,6 % en noviembre), el transporte (9,4 %), los materiales básicos (8,9 %), la industria (6,7 %), los bancos (14,7 %), y las aseguradoras (8,5 %). Por el contrario, los sectores vinculados con los bienes de consumo y las *utilities* presentan caídas en las cotizaciones.

Asimismo, en los mercados de divisas, el dólar se ha apreciado con intensidad respecto al euro y al yen desde las elecciones: así, el tipo de cambio dólar/euro ha pasado de 1,11 a 1,07 y el tipo de cambio yen/dólar lo ha hecho de 103 a 109,3².

Variación de la cotización sectorial en EE. UU.

CUADRO R1.3

	Variación desde			Variación desde	
	01/11/2016	31/12/2015		01/11/2016	31/12/2015
Gas y petróleo	2,7	13,4	Bienes y servicios industriales	6,4	14,0
Materiales básicos	4,2	11,7	Transporte	9,4	21,7
Industria	6,7	14,3	Servicios de apoyo	4,0	10,9
<i>Investment trust</i> (divers.)	-7,1	3,3	Automoción	3,6	-7,2
Bienes de consumo	-2,2	0,7	Alimentación y bebida	-3,9	1,9
Salud	5,4	-1,8	Bienes consumo personal	-1,8	1,7
Servicios de consumo	4,4	3,6	Comercio	2,5	1,3
Telecomunicaciones	2,4	10,2	Medios de comunicación	7,0	8,7
Financieras	8,0	9,0	Viajes y ocio	6,5	4,5
Tecnología	0,8	10,6	<i>Utilities</i>	-4,3	8,0
Química	2,7	4,7	Bancos	14,7	12,5
Recursos básicos	8,9	40,0	Seguros	8,5	16,6
Construcción y materiales	10,6	20,1	Inmobiliario	-2,7	-3,7
			Servicios financieros	8,6	9,4

Fuente: Thomson Datastream. Clasificación sectorial de Datastream.

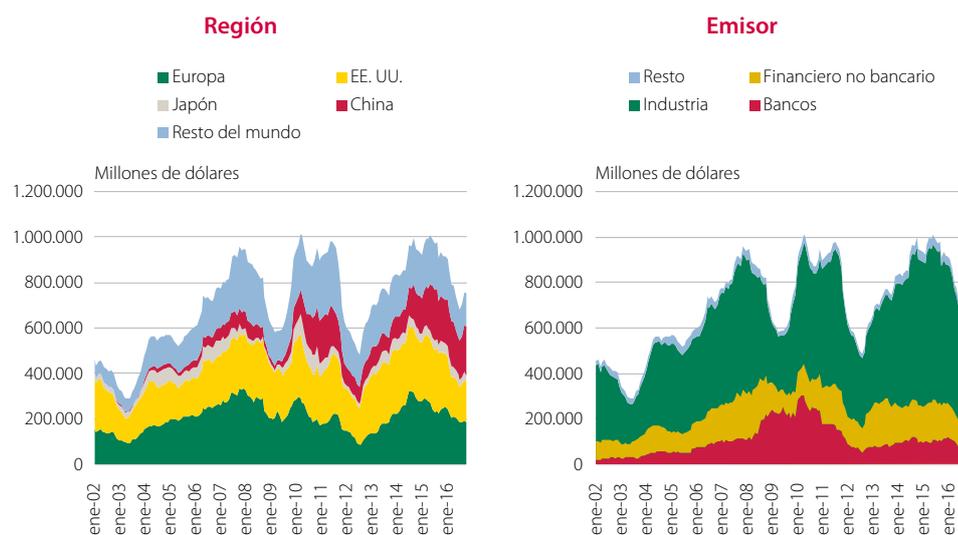
- 1 La volatilidad del índice Nikkei llegó al 35 % debido a las fuertes oscilaciones que experimentó los días 9 y 10 de noviembre (-5,4 % y 6,7 %, respectivamente).
- 2 Variación desde el día antes de las elecciones hasta el 17 de noviembre.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable acumulado durante este año hasta mitad de noviembre se ha situado en 690.000 millones de dólares, un 18 % menos que en el mismo periodo de 2015. En términos acumulados de doce meses, el volumen de emisiones (hasta noviembre), que alcanzó los 762.000 millones de dólares, también fue notablemente inferior al observado un año antes (véase gráfico 8). El descenso de las emisiones de acciones fue generalizado entre las diferentes regiones, a excepción de China, donde el volumen emitido en el año ha crecido un 23 % con respecto al mismo periodo del año anterior. En Europa, EE. UU. y Japón las emisiones de acciones han registrado descensos del 32 %, el 22 % y el 48 %, respectivamente. La evolución de las emisiones por sectores también fue negativa a nivel general, con caídas que, en términos relativos, destacaron en el ámbito de las empresas financieras (un 17 %) y, sobre todo, en los bancos (un 68 %). Este último registro se debe, en gran parte, a los retos que afronta el sistema bancario europeo, que experimenta dificultades para obtener rentabilidades más altas en un contexto de tipos de interés extremadamente reducidos y de creciente competencia en el sector financiero. Las emisiones de renta variable de las empresas industriales mostraron una disminución del 10 %, mientras que las de las empresas del sector de *utilities* se incrementaron un 12 %.

Las emisiones de renta variable acumuladas durante ese año hasta octubre fueron inferiores a las efectuadas en el mismo periodo de 2015.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El crecimiento del PIB de la economía española continuó a buen ritmo durante el tercer trimestre del año, mostrando registros similares a los del trimestre anterior y situándose muy por encima de la tasa de crecimiento de la zona del euro. Así, la variación interanual del PIB fue del 3,2 % en el tercer trimestre (0,7 % trimestral), según el avance publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), mientras que en la zona del euro fue del 1,6 % (0,3 % trimestral).

El PIB de la economía española creció un 0,7 % en el tercer trimestre del año (3,2 % en términos anuales), muy por encima del avance de la zona del euro (1,6 %).

La contribución al crecimiento de la demanda nacional se redujo, pero se vio compensada por el incremento de la aportación del sector exterior.

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores de los servicios y de la industria mostraron una ligera aceleración de su crecimiento.

La contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB pasó de 3,7 a 3,0 puntos porcentuales (p.p.) en el segundo trimestre, un descenso que se vio compensado por el incremento en la aportación del sector exterior. En el caso de los componentes de la demanda interna, todos muestran una evolución negativa con respecto al primer trimestre, destacando la ralentización del consumo público (del 2,0 % al 0,7 %) y de la formación bruta de capital fijo (del 4,9 % al 3,7 %). La disminución del crecimiento del consumo privado fue, en cambio, más leve (del 3,7 % al 3,5 %). Por su lado, la aceleración de las exportaciones (del 4,3 % al 7,2 %), que fue superior a la de las importaciones (del 5,9 % al 6,4 %), hizo que la contribución del sector exterior volviese a ser positiva (pasó de -0,4 a 0,4 p.p.).

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores de los servicios y de la industria mostraron ligeros incrementos en las tasas de variación interanual, ya que ambas se situaron en 3,5 % en el segundo trimestre (3,3 % en el anterior para los dos sectores). En cambio, las ramas primarias y de la construcción presentaron leves caídas en sus tasas de avance, con un 2,5 % y un 1,1 %, respectivamente (anterior 3,1 % y 1,7 %).

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2012	2013	2014	2015	CE ¹		
					2016P	2017P	2018P
PIB	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,3	2,1
Consumo privado	-3,6	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,1	1,6
Consumo público	-4,7	-2,1	-0,3	2,0	0,9	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-8,6	-3,4	3,8	6,0	4,2	3,6	3,8
Construcción	-12,2	-8,6	1,2	4,9	n.d.	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	-6,2	5,3	8,4	8,9	6,7	4,5	3,9
Exportaciones	1,1	4,3	4,2	4,9	6,1	4,5	3,9
Importaciones	-6,3	-0,5	6,5	5,6	5,8	4,3	4,1
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,2	1,5	-0,5	-0,1	0,2	0,2	0,2
Empleo²	-4,8	-3,4	1,1	3,0	2,8	2,1	1,8
Tasa de paro	24,8	26,1	24,4	22,1	19,7	18,0	16,5
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,4	1,6	1,5
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,2	1,5	1,1	1,4	1,7	1,5	1,5
Saldo de las AA. PP. (% PIB³)	-10,5	-7,0	-6,0	-5,1	-4,6	-3,8	-3,2
Deuda pública (% PIB)	87,5	95,4	100,4	99,8	99,5	99,9	100,0
Posición de inversión internacional neta (% PIB⁴)	-68,5	-83,7	-90,1	-79,3	n.d.	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a noviembre de 2016.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2012, 2013, 2014 y 2015 por una cuantía del 3,8 %, el 0,5 %, el 0,1 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente.

4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

La inflación española volvió a mostrar un registro positivo en septiembre (0,2 %), tras haber estado en terreno negativo durante todo el año, debido principalmente al avance de los precios de la energía en dicho mes (1,5 %), en contraste con el retroceso observado en el mismo mes de 2015 (-3,0 %). El aumento de la inflación se afianzó en octubre, mes en el que la tasa de variación interanual del IPC alcanzó el 0,7 %, muy por encima del dato todavía negativo registrado en mayo (-1,0 %). Los componentes que forman la inflación subyacente —que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos)— han mostrado una evolución mucho más estable en el año: la tasa anual apenas se ha reducido desde el 0,9 % en diciembre del año pasado hasta el 0,8 % en octubre. El diferencial de inflación con la zona del euro, que llegó a -1,0 p.p. en mayo, se anuló en octubre (véase gráfico 9).

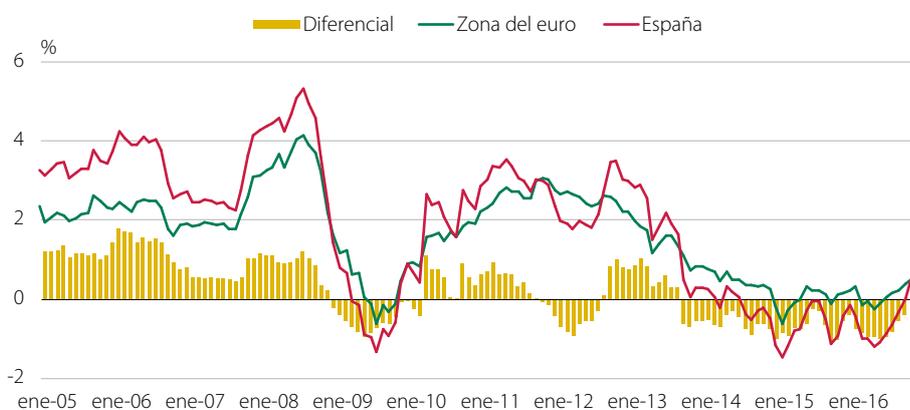
La inflación, que había retornado a terreno positivo en septiembre, aumentó aún más en octubre, situándose en el 0,7 %. Este incremento anuló el diferencial de inflación con la zona del euro.

En el mercado laboral continuó el proceso de creación de empleo, que en el segundo trimestre del año se incrementó un 2,7 % en tasa interanual, ligeramente por debajo del avance observado de media en 2015 (3,0 %). Esto permitió que el número de ocupados alcanzase los 17,31 millones, lo que implica un aumento de 458.000 puestos de trabajo en doce meses. De este modo, la tasa de paro se situó en 18,9 % en el tercer trimestre del ejercicio, una cifra sustancialmente inferior a la media del conjunto de 2015 (22,1 %). La variación de los costes laborales unitarios, que se calcula como la diferencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el crecimiento de la productividad, aumentó en el segundo trimestre hasta el 0,4 % (-0,2 % en el trimestre anterior), debido a que el incremento de la remuneración por asalariado (0,8 %) fue mayor que el crecimiento de la productividad (0,4 %).

Continúa el proceso de creación de empleo, hecho que permitió que la tasa de desempleo se redujese hasta el 18,9 % en el tercer trimestre.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta octubre.

El déficit de las Administraciones Públicas (AA. PP.), excluidas las corporaciones locales, acumulado desde el inicio de año hasta agosto se situó en el 3,3 % del PIB, ligeramente por debajo de la cifra registrada en el mismo periodo de 2015 (3,4 %). El desglose por tipo de Administración muestra que el déficit de la Administración central fue del 2,6 %; el de las comunidades autónomas del 0,1 %, muy inferior al 0,8 % observado en el mismo periodo del año anterior, debido principalmente a la liquidación definitiva de 2014; y el de la seguridad social del 0,6 %. La deuda agregada de las AA. PP. según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), que a finales de 2015 representaba el 99,8 % del PIB, se situó en 101,0 % al final del segundo trimestre. Los datos de ejecución presupuestaria de septiembre muestran que el déficit del

El déficit público se situó en el 3,3 % del PIB entre enero y agosto de 2016, ligeramente por debajo de la cifra registrada en el mismo periodo del año anterior.

Estado fue del 2,6 % del PIB, dos décimas por encima del registro del mismo mes de 2015. En su última actualización, el Programa de Estabilidad para el periodo 2016-2019 prevé que el déficit público descienda hasta el 3,6 % del PIB este año y al 2,9 % el próximo, por debajo de las estimaciones publicadas por la Comisión Europea en el mes de noviembre (4,6 % en 2016 y 3,8 % en 2017).

El favorable entorno macroeconómico permite reducir la morosidad de los bancos, pero el sector continúa experimentando dificultades por el reducido nivel de los tipos de interés y la creciente competencia en algunas áreas de negocio.

El dinamismo de la actividad económica y la creación de empleo han contribuido a la reducción gradual de la tasa de morosidad en el sector bancario. Sin embargo, los tipos de interés extremadamente reducidos siguen teniendo un efecto considerable en las entidades bancarias, cuya rentabilidad sobre fondos propios (ROE) ha disminuido este año hasta el 6,1 % (8,8 % en el año anterior) y se sitúa por debajo de los estándares históricos. Además, factores estructurales como el exceso de capacidad y la creciente competencia de las actividades relacionadas con el *shadow banking* y de empresas con elevado desarrollo tecnológico en la prestación de servicios financieros (*fintech*) están acentuando la erosión del negocio bancario.

La morosidad del sector bancario se situaba en agosto en el 9,4 % del saldo de crédito, algo menos que a principios de 2016...

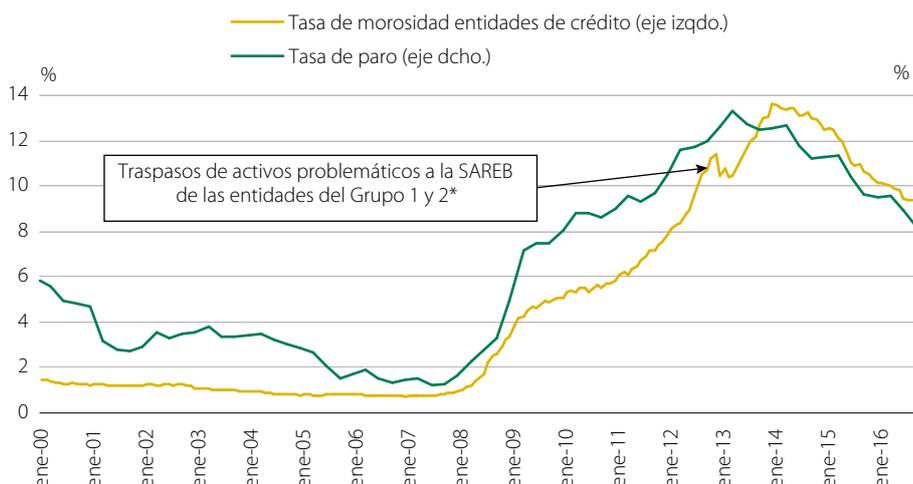
La tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes (hogares y empresas no financieras) descendió hasta el 9,4 % del saldo vivo en agosto, siete décimas por debajo del 10,1 % observado en diciembre de 2015. El contexto de tipos reducidos favoreció la disminución de la morosidad, ya que se redujo el coste de financiación para los prestatarios debido a la existencia de una alta proporción de préstamos a tipo variable en España. Así, la cuenta de resultados de las entidades de crédito mostraba un beneficio acumulado durante la primera mitad del año de 6.139 millones de euros, por encima de los 5.460 millones obtenidos en el mismo periodo del ejercicio pasado. Sin embargo, el resultado de la actividad de explotación fue inferior en el primer semestre de 2016 y se situó en 7.888 millones de euros (8.584 millones en el periodo enero-junio de 2015), ya que, a pesar de producirse una considerable reducción en el deterioro de activos financieros, el margen bruto experimentó una caída mayor.

... y en septiembre la financiación al sector residente no financiero caía un 0,4 %, menos que a principios de 2016 (-1,9 % en abril).

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) siguió descendiendo en el tercer trimestre de 2016, aunque a un ritmo menor que en la primera mitad del año. Para las sociedades no financieras, la tasa interanual de la financiación (préstamos y valores distintos de acciones) volvió a terreno positivo en agosto por primera vez desde 2011 y en septiembre se situó en 0,5 % (muy por encima del registro de -1,8 % observado en marzo). Los préstamos del exterior y los valores distintos de acciones apoyaron este aumento, mientras que la tasa anual de los préstamos concedidos por entidades residentes continuó siendo negativa (-1,5 %). La tasa interanual de financiación en el caso de los hogares, que fue de -1,6 % (-2,1 % en diciembre de 2015), se vio lastrada por la evolución negativa de los préstamos para la adquisición de vivienda. Por el contrario, en la zona del euro, la tasa anual del saldo de los préstamos concedidos a las empresas no financieras se situó en agosto en el 1,2 % para las sociedades no financieras y en el 2,0 % para los hogares, incrementos similares a los registrados en diciembre de 2015 (1,3 % y 1,9 %, respectivamente).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos de morosidad hasta agosto de 2016 y de paro hasta septiembre.

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).

El tamaño del sector bancario, manteniendo la tendencia de ejercicios anteriores, continuó reduciéndose durante los meses centrales de 2016. En agosto, el balance agregado de las entidades de crédito retrocedió hasta los 2,70 billones de euros, lo que implica una disminución de 62.000 millones con respecto al volumen de activos observado en diciembre de 2015. Por el lado de la financiación, todas las partidas registraron caídas en sus importes. Así, el saldo de los depósitos se redujo 45.000 millones en el periodo enero-agosto, mientras que el saldo de la deuda lo hizo en 20.000 millones y el patrimonio descendió hasta los 367.000 millones (2.000 millones menos que al finalizar 2015). Por su parte, el volumen de financiación neto que las entidades bancarias obtienen del Eurosistema, tras haber disminuido en los primeros meses del año, aumentó durante el tercer trimestre e inicios del cuarto y en octubre se situó en 135.000 millones de euros, ligeramente por encima de los 133.000 millones obtenidos en diciembre de 2015.

El tamaño del sector bancario siguió descendiendo en los meses centrales de 2016, con retrocesos en las fuentes de financiación más importantes.

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 8.298 millones de euros en el primer semestre de 2016, un 37,6 % menos que en el mismo periodo de 2015. Este descenso se debió principalmente a la caída de beneficios de las empresas del sector del comercio y los servicios, que registraron una pérdida de 745 millones en la primera mitad del año, frente al beneficio de 4.623 millones obtenido en los mismos meses de 2015, como consecuencia de un peor resultado de las operaciones interrumpidas. Las sociedades del sector energético también experimentaron una disminución en los beneficios, aunque de menor magnitud (4.326 millones en 2016, un 11,2 % menos que en 2015). Por su parte, las empresas industriales y, en particular, las del sector de la construcción e inmobiliario, mostraron un avance en los beneficios; estas se situaron en 2.270 y 2.423 millones, respectivamente, durante la primera mitad de 2016, lo que supone un incremento del 6,1 % y 49,4 %, respectivamente, en comparación con los resultados obtenidos en el mismo periodo de 2015 (véase cuadro 3).

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras cayó cerca de un 37 % en el primer semestre de 2016, debido al retroceso de las empresas del sector del comercio y los servicios.

**Evolución de los resultados por sectores:
empresas cotizadas no financieras¹**

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16
Energía	6.624	6.445	6.197	5.465	4.874	4.326
Industria	3.223	3.366	2.898	3.024	2.140	2.270
Comercio y servicios	5.267	5.300	2.363	1.720	4.623	-745
Construcción e inmobiliario	2.785	3.758	2.037	2.974	1.622	2.423
Ajustes	20	28	-34	-26	-29	-24
TOTAL AGREGADO	17.879	18.841	13.529	13.209	13.288	8.298

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el primer semestre de 2015 y 2016.

2 Resultado bruto de explotación.

El nivel de deudas agregado se incrementó ligeramente (2,9 %) y la ratio de apalancamiento registró un leve aumento entre el final de 2015 y mediados de 2016 (de 1,18 a 1,22).

El nivel de deuda de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 266.930 millones de euros en el primer semestre de 2016, un 2,9 % más que en el cierre del ejercicio anterior (véase cuadro 4). Todos los sectores registraron aumentos en el nivel de endeudamiento y cabe destacar, por su volumen, el incremento en las deudas de las empresas dedicadas al comercio y los servicios, que alcanzaron los 115.698 millones en la primera mitad del año, un 3,7 % más que al final de 2015, y el de las empresas energéticas, que llegaron a los 79.823 millones en junio de 2016, un 3,6 % más que en el cierre del ejercicio anterior. Así, la ratio de apalancamiento agregada (cociente entre el nivel de deudas y el patrimonio neto) del conjunto de empresas cotizadas no financieras aumentó hasta 1,22 en el primer semestre de 2016 (1,18 a finales de 2015). Este incremento se debió tanto al mayor nivel de endeudamiento como a la reducción del patrimonio neto. Sin embargo, la ratio de cobertura de la deuda (cociente entre deudas y resultado de explotación) mejoró en la primera mitad de 2016, al reducirse desde 10,2 hasta 7,1, debido al mayor incremento relativo del resultado de explotación.

**Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores:
empresas cotizadas¹**

CUADRO 4

Millones de euros	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre EBITDA ²	
	dic-15	jun-16	dic-15	jun-16	dic-15	jun-16
Energía	77.051	79.823	0,74	0,78	9,7	6,2
Industria	17.001	17.045	0,53	0,53	5,6	2,5
Comercio y servicios	111.579	115.698	2,00	2,14	12,3	10,9
Construcción e inmobiliario	55.226	55.756	1,86	1,79	10,4	7,4
Ajustes	-1.461	-1.391				
TOTAL AGREGADO	259.397	266.930	1,18	1,22	10,2	7,1

1 Datos acumulados del cierre del ejercicio de 2015 y del primer semestre de 2016.

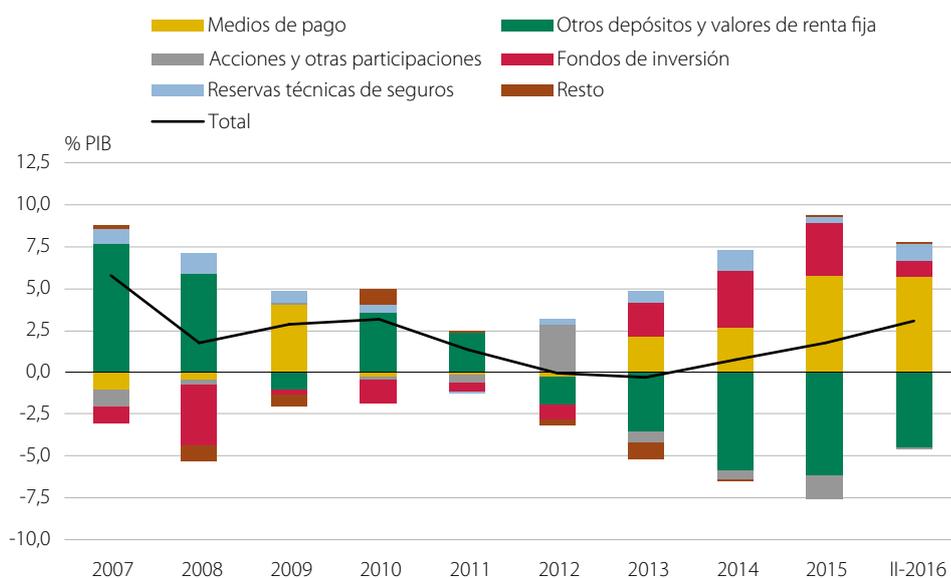
2 El resultado bruto de explotación de 2016 está anualizado para facilitar la comparación.

Los indicadores de posición patrimonial muestran que los hogares mantuvieron una tasa de ahorro estable durante la primera mitad de 2016, situándose en torno al 8 % de su renta bruta disponible (RBD). Tanto la ratio de endeudamiento sobre la renta disponible como la ratio de carga financiera continuaron descendiendo, en línea con la evolución observada durante los últimos años. En particular, la ratio de endeudamiento cayó desde un 106,0 % de la RBD a finales de 2015 hasta el 104,7 % en junio de este año, coincidiendo con un aumento de la remuneración por asalariado; mientras que la ratio de carga financiera pasó del 12,0 % al 11,7 %, debido, en parte, a la ligera reducción del coste medio de la deuda. El importe de las inversiones financieras realizadas por los hogares ascendió al 3,1 % del PIB en el segundo trimestre de 2016 (datos acumulados de cuatro trimestres), por encima de los últimos registros (1,8 % en 2015, 0,8 % en 2014 y -0,3 % en 2013). En línea con lo que sucedía en ejercicios anteriores, se produjo una desinversión notable en depósitos a largo plazo e instrumentos de deuda (4,5 % del PIB), que ofrecen rentabilidades reducidas en el contexto actual, y se invirtió en efectivo y depósitos a la vista (5,7 % del PIB), en seguros (1,1 % del PIB) y en fondos de inversión (1,0 % del PIB).

Los hogares, cuya situación patrimonial mejora debido a factores de diversa naturaleza, desinvierten en depósitos a plazo e instrumentos de deuda y adquieren seguros, fondos de inversión y, sobre todo, medios de pago.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Según los pronósticos publicados en octubre por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento mundial se situará en el 3,1 % en 2016 y en el 3,4 % en 2017. Estas tasas, similares al registro observado en 2015 (3,2 %), son ligeramente inferiores a las previstas en julio, debido a la disminución en el crecimiento esperado para las economías avanzadas. De este modo, la variación prevista del PIB para las economías avanzadas es del 1,6 % en 2016 y del 1,8 % en 2017, por debajo del aumento del 2,1 % de 2015; mientras que las economías emergentes crecerían un 4,2 % este año y un 4,6 % el año que viene (4,0 % en 2015).

La economía mundial crecerá un 3,1 % este año, una décima menos que en 2015.

La posibilidad de que se produzca un Brexit duro, el cambio en el escenario político de EE. UU., la debilidad del sector bancario en Europa y la desaceleración de las economías emergentes continúan siendo los riesgos más relevantes en el plano internacional.

En el contexto internacional, el cambio de Gobierno en EE. UU., más proclive al desarrollo de políticas introspectivas y a elevar el grado de proteccionismo de su economía, ha introducido un riesgo relevante para las perspectivas de crecimiento globales. En la zona del euro, el escenario macroeconómico y financiero se ve condicionado por la preocupación por que se produzca un *Brexit* más duro de lo que se preveía inicialmente y por las posibles repercusiones del cambio de Gobierno en EE. UU. Este cambio podría dar lugar a un escenario de mayor expansión en la política fiscal de aquella economía y generar unas perspectivas de incremento en la inflación y en los tipos de interés que podrían ser perjudiciales para los objetivos de política monetaria del BCE. También existen riesgos derivados de la debilidad del sector bancario, sobre todo en Europa, donde los bancos operan en un entorno de tipos de interés muy reducidos y afrontan la competencia creciente de las actividades relacionadas con el *shadow banking* y las empresas *fintech*. Finalmente, persisten los riesgos relacionados con el proceso de desaceleración de algunas economías emergentes (en China continúa la transición hacia un modelo de crecimiento basado en el consumo y se observa un progreso limitado en la gestión del exceso de crédito y del problema de la deuda corporativa), así como la posibilidad de que se agraven los conflictos geopolíticos que siguen activos.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2012	2013	2014	2015	FMI ¹	
					2016P	2017P
Mundial	3,5	3,3	3,4	3,2	3,1 (0,0)	3,4 (0,0)
EE. UU.	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6 (-0,6)	2,2 (-0,3)
Zona del euro	-0,9	-0,3	1,1	2,0	1,7 (0,1)	1,5 (0,1)
Alemania	0,7	0,6	1,6	1,5	1,7 (0,1)	1,4 (0,2)
Francia	0,2	0,6	0,6	1,3	1,3 (-0,2)	1,3 (0,1)
Italia	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	0,8 (-0,1)	0,9 (-0,1)
España	-2,6	-1,7	1,4	3,2	3,1 (0,5)	2,2 (0,1)
Reino Unido	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8 (0,1)	1,1 (-0,2)
Japón	1,7	1,4	0,0	0,5	0,5 (0,2)	0,6 (0,5)
Emergentes	5,3	5,0	4,6	4,0	4,2 (0,1)	4,6 (0,0)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en octubre de 2016 respecto a julio de 2016.

La economía española seguirá creciendo muy por encima de los registros de la zona del euro. Se ha resuelto el escenario de incertidumbre política pero siguen presentes riesgos relevantes, algunos de ellos comunes a otros países europeos.

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 3,1 % en 2016 y del 2,2 % en 2017 (lo que supone un aumento de cinco y una décimas, respectivamente, en comparación con la última previsión), muy por encima de las tasas esperadas para la zona del euro (1,7 % y 1,5 %). El éxito de algunas reformas, la depreciación del euro y el soporte de la política monetaria del BCE han favorecido el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Además, el escenario de incertidumbre política, que no parece haber tenido un efecto relevante en los mercados financieros, se resolvió a finales de octubre con la formación de un nuevo Gobierno. Sin embargo, se mantienen los riesgos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas, con el grado de resistencia del sector bancario y con la evolución de aquellas empresas con gran exposición a las economías latinoamericanas y al Reino Unido, que pueden verse afectadas por las políticas del nuevo Gobierno estadounidense y por el *Brexit*.

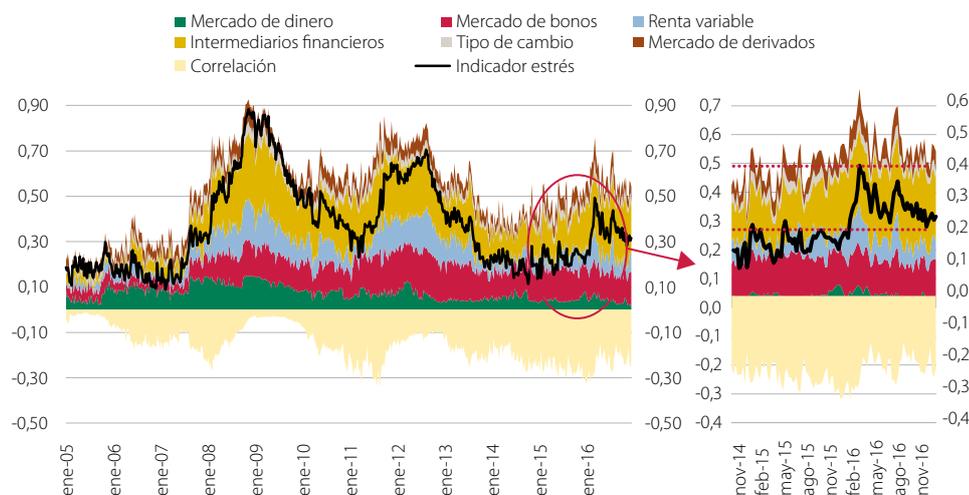
3 La evolución de los mercados nacionales

La consolidación de la recuperación económica, la formación de Gobierno, así como la moderación del efecto inicial del *Brexit* permitieron que el indicador de estrés de los mercados financieros españoles descendiese desde valores de 0,43 a finales de junio hasta 0,30⁵ a mediados de noviembre (véase gráfico 12). Estos valores de estrés intermedio, pero cercano a un riesgo bajo, tienen su principal fuente de incertidumbre en el segmento de los intermediarios financieros, que acusan el descenso significativo de las cotizaciones de los bancos en lo que va de año, reflejo de las dificultades que afronta el sector financiero.

El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles ha descendido tras el repunte debido al Brexit, pero se mantiene todavía en niveles de riesgo medio.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV. Véase *A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60. Datos hasta el 11 de noviembre.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo más relevante es el de mercado, concentrado en mayor medida en los precios de los activos de renta fija, que, aunque han presentado descensos notables durante la primera mitad de noviembre, siguen en valores muy elevados debido, entre otras cosas, a los programas de compras del BCE. A pesar de ello, corren el riesgo de importantes correcciones adicionales si los tipos comienzan a repuntar como consecuencia de un cambio de sesgo de la política monetaria tanto en EE. UU. como en la zona del euro. Los activos de renta variable, cuyos precios están muy correlacionados con los de la deuda, también acusan este riesgo, que es más significativo para los valores del sector financiero e inmobiliario,

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado continúa siendo el más relevante, sobre todo en los activos de renta fija.

5 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 (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) 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 en el sistema financiero, 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 mayor información véase el recuadro 1.1 del *Informe Anual de la CNMV de 2014* y el Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, *A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)*. Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>

así como para aquellos que pueden verse más afectados por los efectos del *Brexit* y de posibles cambios en la política económica de EE. UU.

3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable se recuperaron en el tercer trimestre debido a la fortaleza de la economía, la formación de gobierno y la desaparición de parte de los efectos del *Brexit*. Sin embargo, varias fuentes de incertidumbre siguieron presente en los mercados...*

Los mercados españoles de renta variable iniciaron el tercer trimestre con alzas, que se fueron moderando conforme avanzaba el periodo, pero que permitieron que hasta mediados de noviembre el Ibex 35 recuperase parcialmente las caídas acumuladas en la primera mitad del año. Este comportamiento positivo se apoyó en la consolidación de la recuperación económica, en la moderación del efecto negativo inicial del *Brexit* (véase recuadro 2) y en la desaparición de la incertidumbre asociada a la formación de Gobierno. Sin embargo, en las últimas semanas, la incertidumbre ha vuelto a afectar a los mercados debido, entre otros motivos, a la posibilidad de que se acelere el calendario del *Brexit* —los mercados esperaban un proceso de desconexión lenta— y al resultado de las elecciones presidenciales en EE. UU. y las dudas sobre el modelo económico del nuevo Gobierno, entre otras la posibilidad de que se acelere el calendario de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal. También han generado inquietud en los mercados los primeros rumores acerca de que el BCE podría empezar a retirar sus estímulos monetarios antes de lo inicialmente previsto.

*... e impidieron una recuperación más elevada de las cotizaciones. En el conjunto del año, el Ibex 35 presenta retrocesos similares a los del índice Eurostoxx 50 en un contexto de normalización de los niveles de volatilidad tras el *Brexit* y de descenso en los volúmenes de contratación.*

La recuperación de las cotizaciones de los mercados españoles tras el efecto inicial del *Brexit* fue ligeramente superior a la de los principales mercados europeos, a excepción del alemán, situándose en línea con las del índice de referencia europeo Eurostoxx 50. A pesar de ello, en el conjunto del año, el mercado nacional presenta todavía retrocesos significativos, por debajo de las plazas de Alemania, Francia y el Reino Unido⁶, aventajando únicamente el débil comportamiento de los mercados italianos. Asimismo, la volatilidad, que llegó a superar el 80 % —su nivel más alto desde la crisis de la deuda del año 2010— en las sesiones posteriores al *Brexit*, se fue moderando conforme las bolsas mejoraban su comportamiento, hasta situarse por debajo de su media histórica. En la contratación se intensificaron los retrocesos observados en trimestres anteriores, de modo que el total negociado en lo que va de año alcanzó los 788.000 millones de euros, lo que supone un 25 % menos en términos interanuales. Al mismo tiempo, la negociación de acciones españolas admitidas a cotización en BME en otras plataformas volvió a incrementarse, hasta representar cerca de un 33 % de la contratación total de estos valores. En los mercados primarios, el volumen de emisión de acciones, que se había recuperado en el segundo trimestre gracias a tres nuevas salidas a bolsa, disminuyó de modo significativo, limitándose su actividad a únicamente ampliaciones de capital.

El Ibex 35 y otros índices de empresas de elevada capitalización presentan pérdidas notables en el año (entre un 9 % y un 11,5 %), en contraste con la escasa variación del índice de empresas de pequeña capitalización (-0,8 %).

En este contexto, el Ibex 35, que acumulaba retrocesos del 8,6 % y 6,4 % en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente, avanzó un 7,5 % en el tercero y ha cedido nuevamente un 1,1 % en lo que va del cuarto trimestre⁷, lo que deja las pérdidas acumuladas en el año en el 9 % (-7,2 % en el conjunto de 2015). Con la excepción del índice de empresas de pequeña capitalización, que presentó mayores ganancias, los principales índices de renta variable española mostraron avances similares en el tercer

6 El FT 100 británico avanza en moneda local, pero su rendimiento es negativo si se calcula en euros.

7 Datos hasta el 15 de noviembre.

trimestre, entre un 7,5 % y un 7,8 %, y retrocesos en el cuarto. Los registros acumulados para todo el año recogen pérdidas en torno al 9 % para el Ibex 35 y el IGBM, que se amplían hasta el 11,5 % para las empresas de mediana capitalización, mientras que las de pequeña capitalización muestran rentabilidades ligeramente negativas (véase cuadro 6). En el caso de los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros en Latibex, se observaron avances sustanciales en el tercer trimestre, que intensificaron los acumulados en la primera parte del año. Los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top presentan subidas del 61,2 % y 57,8 %, respectivamente, en el año y se benefician de la apreciación de algunas divisas latinoamericanas respecto al euro, como el real brasileño y los pesos colombiano y chileno.

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

CUADRO 6

Índices	2012	2013	2014	2015	II-16 ¹	III-16 ¹	IV-16 (hasta el 15 de noviembre)	
							% s/ trim. ant.	s/ dic-15
Ibex 35	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-6,4	7,5	-1,1	-9,0
Madrid	-3,8	22,7	3,0	-7,4	-6,7	7,7	-1,1	-9,4
Ibex Medium Cap	13,8	52,0	-1,8	13,7	-7,6	7,8	-1,9	-11,5
Ibex Small Cap	-24,4	44,3	-11,6	6,4	-8,1	11,6	-3,2	-0,8
FTSE Latibex All-Share	-10,7	-20,0	-16,1	-39,2	-2,6	24,4	7,7	61,2
FTSE Latibex Top	-2,6	-12,4	-11,1	-34,6	-5,6	29,3	10,1	57,8
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-4,7	19,9	1,4	-24,2	-14,0	10,4	10,7	-9,9
Banca	-4,8	18,8	1,6	-26,0	-15,0	10,3	11,8	-10,4
Seguros	-2,0	47,3	-9,2	-5,0	1,8	20,5	9,4	8,2
Inmobiliarias y otros	-14,4	38,3	36,3	18,4	-3,4	0,1	-3,2	-6,3
Petróleo y energía	-16,0	19,0	11,8	0,6	5,3	0,8	-7,0	-7,9
Petróleo	-35,4	19,5	-15,1	-34,9	15,0	5,8	2,4	22,1
Electricidad y gas	-5,4	18,7	21,7	9,6	3,7	-0,1	-9,0	-12,7
Mat. básicos, industria y construcción	-8,0	28,9	-1,8	2,1	-5,7	12,6	-5,9	-3,6
Construcción	-9,3	26,5	8,9	4,9	-8,2	9,5	-7,0	-12,7
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-8,8	55,4	-18,3	49,0	-4,0	16,2	-10,8	2,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-8,7	11,5	4,5	-30,8	-1,2	21,7	6,5	42,0
Ingeniería y otros	3,8	7,6	-17,0	-39,6	3,4	14,3	-4,9	-1,9
Tecnología y telecomunicaciones	-18,3	22,8	2,5	-5,2	-9,7	9,0	-10,8	-16,5
Telecomunicaciones y otros	-23,0	17,1	2,6	-12,3	-13,6	7,0	-11,1	-21,6
Electrónica y software	39,4	56,8	2,3	22,2	3,4	14,4	-10,0	0,0
Bienes de consumo	55,6	17,1	-1,5	30,9	0,9	7,0	-4,7	-3,7
Textil, vestido y calzado	66,2	13,5	-1,1	33,6	1,2	10,4	-5,1	-1,1
Alimentación y bebidas	25,0	4,7	-5,2	26,4	-1,0	-1,2	-7,6	-10,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	68,3	39,6	-1,0	23,5	2,5	-1,3	-2,1	-9,5
Servicios de consumo	12,7	58,9	10,0	10,4	-10,2	7,3	-4,5	-12,9
Autopistas y aparcamientos	5,7	36,5	6,8	-7,9	-4,1	5,0	-10,3	-9,4
Transporte y distribución	29,7	116,4	27,9	29,6	-19,5	7,9	1,1	-18,2

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Las cotizaciones aumentaron en el tercer trimestre, con avances notables en el sector financiero, la industria y los metales, y descendieron en el cuarto (salvo en los bancos). En el acumulado del año, la mayoría de los sectores presenta una rentabilidad negativa.

Las cotizaciones de la mayoría de los sectores se incrementaron con carácter general en el tercer trimestre y retrocedieron en el cuarto, excepto en el sector de servicios financieros e inmobiliarios. Los mayores avances en el tercer trimestre fueron para el sector financiero, que había estado muy penalizado en el primer semestre, así como para el sector de la industria y de los metales y minerales, beneficiados por la recuperación económica y de los precios de las materias primas. En el año, la mayoría de los sectores presenta una rentabilidad negativa, concentrándose las caídas más significativas en el sector financiero, lastrado por el mal comportamiento de los bancos, y el de las telecomunicaciones, debido a los problemas del primer operador en la venta de su filial en el Reino Unido. En el lado positivo, destacan el sector del petróleo y el de minerales y metales, favorecidos por la recuperación de los precios de estos bienes, así como, en menor medida, el sector asegurador (véase cuadro 6).

El referéndum de salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) y su impacto en los mercados financieros

RECUADRO 2

El referéndum celebrado en el Reino Unido el pasado 23 de junio sobre la permanencia de este país en la Unión Europea (UE) se saldó con la victoria de los partidarios de abandonarla: casi un 52 % de los sufragios favorecieron esta opción (*Brexit*). El Reino Unido, que se incorporó a la Comunidad Económica Europea (CEE) —precursora de la actual UE— en 1973, siempre ha mantenido una posición compleja dentro de la Unión. Así, tras renegociar las condiciones de su entrada, celebró una primera consulta sobre su permanencia ya en 1975, en la que obtuvo un resultado favorable. Más tarde, el país se mantuvo al margen del Espacio Schengen (1985) y, aunque se integró en el Mercado Único (1993), no adoptó el euro. A principios del año en curso, anunciada ya la convocatoria de otro referéndum, negoció la aplicación de unas nuevas condiciones «especiales» en el caso de que los británicos decidiesen permanecer en la Unión. Entre estas condiciones, destaca cierta flexibilidad con los países miembros fuera del euro que no participan en la Unión Bancaria respecto a las regulaciones europeas, incluida la garantía de que no se discriminaría al Reino Unido por no pertenecer a la zona del euro; también se acordó el establecimiento de limitaciones a las ayudas públicas que puedan solicitar los europeos recién llegados al país.

A pesar de que ya existían dudas sobre cuál podía ser el resultado, este sorprendió a una parte sustancial de la opinión pública tanto dentro como fuera del Reino Unido y generó un aumento considerable de la incertidumbre, con revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía británica y de la propia UE y una percepción de incremento notable de los riesgos de ámbito político en algunos países europeos. El primer ministro británico, David Cameron, partidario de permanecer en la UE, dimitió y fue sustituido por Theresa May el pasado 13 de julio.

Las bolsas europeas acogieron el resultado con fuertes caídas, alzas significativas de la volatilidad (que alcanzó su nivel más alto desde la crisis de la deuda de 2010) e incrementos de los volúmenes negociados, destacando los retrocesos de la renta variable española (el Ibex 35 cayó un 12,4 % en un solo día, el mayor descenso de su historia) y la italiana (véase cuadro R2.1). En el caso de las empresas españolas,

los mayores retrocesos registrados el 24 de junio correspondieron a las grandes compañías vinculadas a los sectores de la banca, las telecomunicaciones y los servicios, debido a su mayor exposición a la economía británica y, en general, a la economía internacional. Destacaron las caídas de Banco de Santander (-19,9 %), Banco Sabadell (-19,3 %), Telefónica (-16,1 %) e IAG (-26,7 %). En cambio, las menores caídas se observaron en las compañías de mediana y pequeña capitalización, por su exposición más limitada a la economía británica y a la internacional.

Las fuertes oscilaciones registradas por las cotizaciones durante la jornada del día 24 pusieron a prueba con éxito el buen funcionamiento de los mecanismos estabilizadores previstos por la regulación en los mercados europeos. En efecto, durante esa jornada las bolsas europeas, incluida la española, recurrieron en numerosas ocasiones a los denominados «cortacircuitos», un mecanismo que detiene la negociación cuando la variación en el precio de un valor sobrepasa un umbral predeterminado, para reanudarla a continuación tras realizar una subasta de reinicio, conocida como «subasta de volatilidad», en la que los participantes pueden introducir de nuevo sus órdenes. Estos mecanismos de enfriamiento o pausa del mercado pueden desempeñar un papel estabilizador de primer orden en momentos de fuerte estrés del mercado, como se puso de manifiesto en la jornada mencionada.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles españoles y europeos¹

CUADRO R2.1

	% 23 jun.			% 23 jun.		
	% s/ 23 jun.	/ 1 jul.	/ 31 oct.	% s/ 23 jun.	/ 1 jul.	/ 31 oct.
España	Zona del euro					
Ibex 35	-12,4	-6,9	2,9	Eurostoxx 50	-8,6	-5,1
Madrid	-12,5	-7,0	3,2	Dax 30	-6,8	-4,7
Ibex Med. Cap	-7,5	-4,3	2,5	Cac 40	-8,0	-4,3
Ibex Small Cap	-8,1	-3,4	6,2	Mib 30	-12,5	-9,3
	Reino Unido					
				FTSE 100	-3,1	-3,8
				FTSE 100 (en €)	-8,5	-5,1

Fuente: Datastream

¹ En moneda local.

Después de las turbulencias iniciales, los mercados de renta variable europeos fueron superando los efectos del *Brexit* e iniciaron una tendencia ascendente, que no se ha visto interrumpida a pesar de que el escenario de «salida dura» (*hard Brexit*) ha ido cobrando fuerza como el más probable tras las declaraciones realizadas por la nueva primera ministra británica a comienzos de octubre¹. De hecho, la mayoría de los índices europeos presenta un rendimiento positivo desde dicho anuncio hasta finales de octubre. En el caso de la bolsa británica, el principal índice de referencia, el FTSE 100, registra un avance notable en moneda local (9,7 %), que es superior al de otros índices europeos (el alemán Dax 30 sube

un 4 %, el español Ibex 35 un 2,9 % y el francés Cac 40 un 1 %). Sin embargo, el avance de la bolsa británica se convierte en un retroceso significativo si se calcula en euros (-6,2 %), debido a la depreciación acumulada por la libra esterlina durante el periodo (17,2 % desde la fecha del referéndum y 21,7 % en el conjunto del año) (véase gráfico R2.1).

En cuanto a los mercados de renta fija, se observó en un primer momento un tensionamiento de las primas de riesgo; este fue más intenso en el caso de las deudas soberanas, que alcanzaron en muchos casos sus valores máximos anuales. Las primas de riesgo, evaluadas como la diferencia de rentabilidades entre los distintos bonos soberanos y el alemán a diez años, se incrementaron notablemente tras el *Brexit* (en el caso del bono español, el alza fue de 21 p.b. en la sesión), pero la situación se normalizó en las semanas posteriores con correcciones a la baja.

Tipo de cambio libra/euro

GRÁFICO R2.1



Fuente: Bloomberg.

La última etapa, por ahora, en este proceso tuvo lugar el 3 de noviembre, cuando el Tribunal Superior de Londres, en respuesta a un grupo de ciudadanos que cuestionaron la decisión del ejecutivo británico de invocar el artículo 50 del Tratado de Lisboa e iniciar el *Brexit*, emitió un dictamen que señala que el Gobierno del Reino Unido debe recibir la autorización del Parlamento británico antes de iniciar el proceso de separación. Según el Gobierno británico, que recurrirá el dictamen ante el Tribunal Supremo, el resultado del referéndum de junio le otorgaba legitimidad suficiente para iniciar el proceso sin que los parlamentarios se pronunciaran, puesto que ya lo habían hecho los ciudadanos. El veredicto final de este tribunal se producirá antes de final de año.

En cuanto a los efectos del *Brexit* sobre la economía británica a medio y largo plazo, los analistas consideran que afectará, entre otro, al crecimiento económico²; implicará la pérdida del mercado único —con pérdidas de competitividad y deterioro del comercio exterior—; y favorecerá la salida de capitales y la pérdida del liderazgo económico de la City, así como un incremento del desempleo y los desequilibrios fiscales. La UE también verá reducido su crecimiento económico, se debilitarán las relaciones comerciales y se verá obligada a reajustar su presu-

puesto. En el caso de España, el *Brexit* afectará a las relaciones comerciales entre ambas economías (España presenta superávit comercial y de servicios, destacando el turismo con 15,5 millones de turistas británicos en 2015) y al rendimiento de las inversiones españolas en el Reino Unido (elevadas sobre todo en los sectores financiero, de las telecomunicaciones, la energía y las infraestructuras). Asimismo, supondrá mayores costes regulatorios para los bancos y empresas españoles y es posible que comporte una renegociación del acceso de los ciudadanos de ambos países a los servicios sociales.

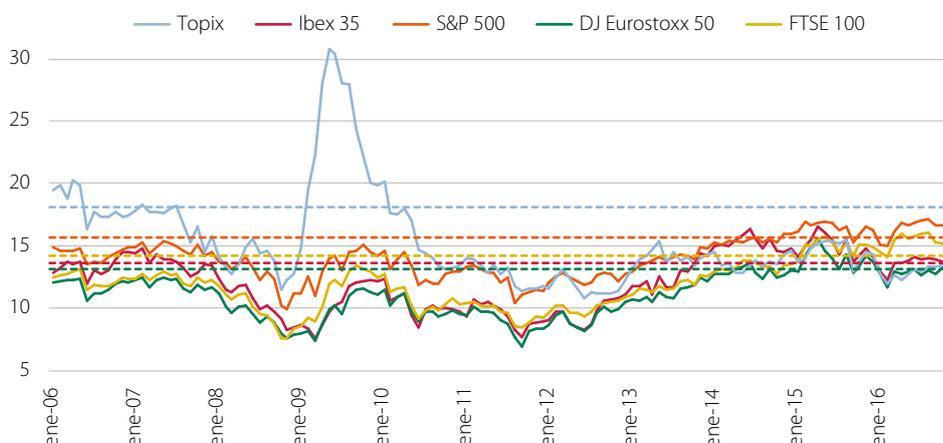
- 1 La nueva primera ministra británica anunció a comienzos de octubre que el Reino Unido activará el artículo 50 del Tratado de Lisboa (que establece la salida de un país de la UE) antes de finales de marzo de 2017, un proceso que los mercados han definido como «*hard Brexit*», puesto que estimaban que el proceso de desconexión se dilataría en el tiempo.
- 2 Un informe del Tesoro británico señala que el *Brexit* generaría un efecto negativo en el PIB de entre un 3,6 % y un 6 % en los dos primeros años, mientras que la inflación crecería entre un 2,3 % y un 2,7 % anual, frente al 1,8 % previsto por el Banco de Inglaterra para 2017. El mismo informe señala que el impacto para la UE sería una caída del crecimiento del 1 % en el mismo periodo. Por su parte, la Comisión Europea estimaba en julio que el efecto negativo en el PIB para 2017 se situaría entre un 1 % y un 2,75 % para el Reino Unido y entre un 0,25 % y un 0,5 % para la zona del euro.

Aunque las cotizaciones presentaron alzas en el segundo semestre del año, la perspectiva de una ligera mejora de los beneficios empresariales permitió que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 disminuyera ligeramente, desde 14,1 a 13,9 veces. Considerando el conjunto del año, la ratio también desciende en una cuantía similar, pues el retroceso anual de las cotizaciones ha sido parecido (aunque algo menor) al de las estimaciones de beneficios por acción. Como se observa en el gráfico 13, todas las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, lo que refleja las expectativas de un crecimiento lento en las economías más avanzadas. Salvo el índice japonés Topix, en todos los mercados este indicador se situó ligeramente por encima de sus valores medios para el periodo 2000-2015.

Aunque las cotizaciones aumentaron durante el trimestre, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) disminuyó, anticipando un incremento de los beneficios empresariales.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

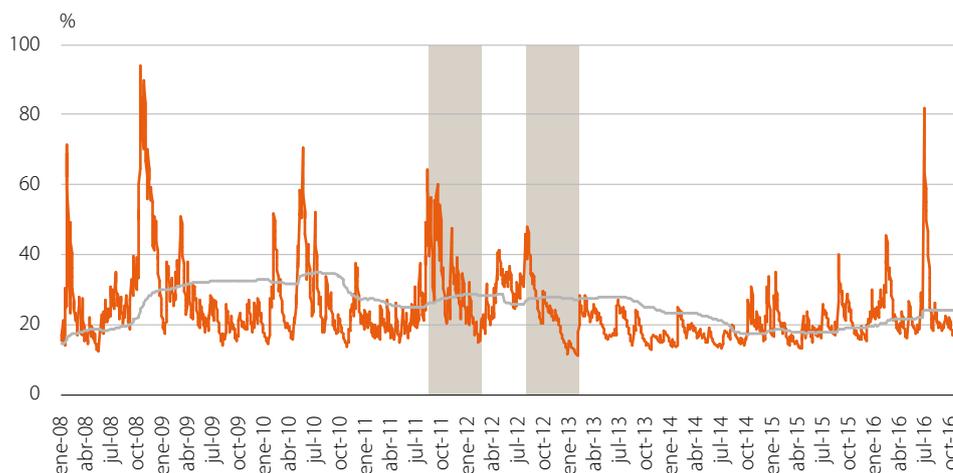
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La incertidumbre en los mercados tras el Brexit llevó a la volatilidad a superar puntualmente el 80 %. Después cayó de modo destacado hasta situarse cerca del 20 %, por debajo de la media del año (25,2 %).

La volatilidad del Ibex 35, que había aumentado con fuerza en las sesiones posteriores al *Brexit*, llegando a superar el 80 %, por encima de los máximos alcanzados durante la crisis de la deuda soberana, disminuyó de modo destacable durante la segunda mitad de año, hasta situarse en valores cercanos al 20 %. Este valor es inferior a la media registrada en lo que va de año (25,2 %). La evolución de la volatilidad del mercado español fue similar a la de otros índices europeos como el Eurostoxx 50, aunque el repunte que registró tras el *Brexit* superó el de la mayoría de estos índices.

Volatilidad histórica del Ibex 35

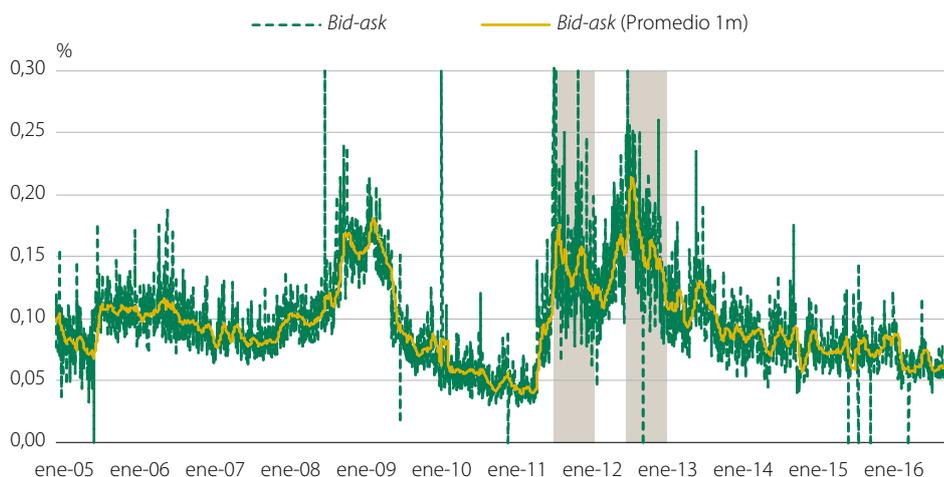
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de noviembre. En negro se muestra la volatilidad incondicionada y en rojo, la volatilidad condicionada. 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.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron estables, dentro de niveles satisfactorios.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables, advirtiéndose una ligera mejora del indicador en la segunda mitad del año. Solo se observaron repuntes transitorios del diferencial tras el anuncio de la posibilidad de adelantar el *Brexit* y tras conocerse resultado de las elecciones de EE. UU. El diferencial *bid-ask* disminuyó desde el 0,09 % de finales del segundo trimestre hasta el 0,06 % de mediados de noviembre, manteniéndose por debajo de la media histórica del indicador (0,095 %).



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

En un contexto de incertidumbre generado por los resultados del referéndum del *Brexit* y el retraso en la formación de nuevo Gobierno, a lo que se añadió el periodo estival y el crecimiento de la negociación OTC, el volumen de contratación de renta variable española disminuyó en el segundo semestre un 34 % respecto al mismo periodo del año anterior. Las cifras de contratación acumuladas en lo que va de ejercicio han superado los 782.000 millones de euros, un 25 % menos que en el mismo periodo de 2015⁸. El mercado regulado español continuó concentrando la mayor parte de la negociación, aunque su peso relativo en el total volvió a disminuir en favor de otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos. En concreto, el importe negociado en las bolsas españolas fue de 565.000 millones de euros, lo que supone un retroceso del 32 % respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 1.784 millones de euros en el tercer trimestre, muy por debajo de los 3.128 y 2.910 millones de los dos trimestres anteriores, así como de la media acumulada en lo que va de año (2.536 millones), como se aprecia en el gráfico 16.

Los volúmenes de contratación de renta variable española disminuyeron en el segundo semestre, acusando la incertidumbre política tanto el ámbito nacional como europeo.

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

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2012	2013	2014	2015	II-16	III-16	IV-16 ²
Total	709.902,0	764.986,6	1.002.189,0	1.161.482,8	252.422,3	172.742,7	103.031,4
Admitida en SIBE	709.851,7	764.933,4	1.002.095,9	1.161.222,9	252.417,9	172.739,8	103.031,0
BME	687.456,1	687.527,6	849.934,6	925.978,7	187.555,2	116.214,4	68.970,9
Chi-X	16.601,3	53.396,7	95.973,0	150.139,9	29.647,4	25.332,5	16.231,1
Turquoise	3.519,6	11.707,9	28.497,5	35.680,5	12.914,1	13.288,1	6.701,2
BATS	2.261,9	10.632,1	18.671,0	35.857,6	13.550,5	8.814,8	5.187,0
Otros ²	12,8	1.669,2	9.019,8	13.566,2	8.750,7	9.089,9	5.940,9
Corros	49,9	51,4	92,4	246,1	4,0	0,5	0,4
Madrid	3,0	7,3	32,7	19,4	1,2	0,1	0,0
Bilbao	8,5	0,1	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0
Barcelona	37,7	44,1	45,2	219,1	2,7	0,4	0,3
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	0,4	1,7	0,7	13,8	0,4	2,4	0,1
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	4.102,0	5.640,0	14.508,9	12.417,7	1.565,9	1.539,1	821,0
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,2	6.441,7	1.064,6	1.021,7	664,4
Latibex	313,2	367,3	373,1	258,7	18,0	26,5	23,1
ETF	2.736,0	4.283,9	9.849,4	12.633,8	1.468,5	1.014,3	518,6
Total contratación BME	698.987,5	703.768,7	882.482,3	957.990,5	191.676,7	119.818,9	70.998,4
% RV española en BME respecto al total RV española	96,8	89,9	84,8	80,1	74,6	67,7	67,3

Fuente: Bloomberg y CNMV.

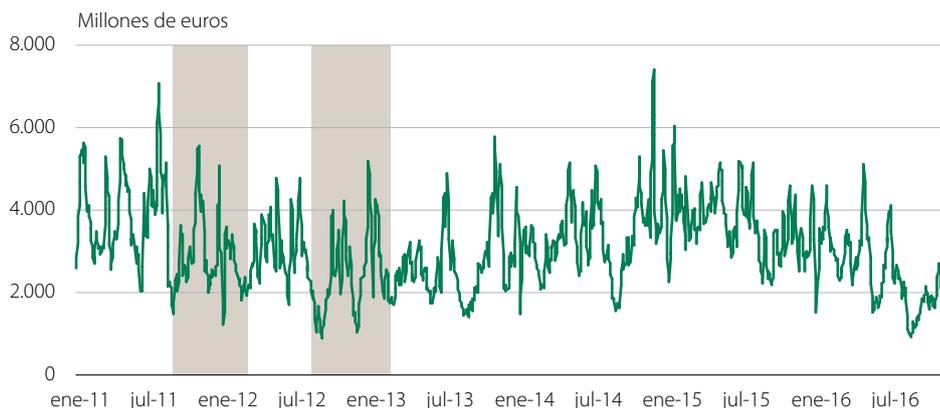
1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.

2 Datos hasta el 15 de noviembre.

3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos siguió incrementando su relevancia, representando casi el 33 % del total contratado.

Como se ha señalado, la contratación de acciones españolas en otras plataformas europeas incrementó su relevancia en la negociación total de estos valores de modo significativo en el trimestre. La deslocalización de la negociación en favor de otros mercados regulados y SMN es un proceso que, hasta la fecha, había afectado con mayor intensidad a otras grandes bolsas europeas. El aumento observado durante los últimos meses en el caso de los valores españoles puede haberse visto favorecido por la entrada en vigor en mayo de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, que comporta, entre otras medidas, una adaptación de los procedimientos aplicados en esta materia a los estándares internacionales. En lo que va de año, la contratación en los mercados exteriores ha alcanzado los 216.700 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 4 % respecto al mismo periodo de 2015. Este importe supone ya casi un tercio (32,3 %) de la contratación total de estos valores (23,8 % y 25,4 % en el primer y segundo trimestre de 2016, respectivamente, y 20 % en el conjunto del año 2015). Como en trimestres anteriores, volvió a destacar la plataforma Chi-X, con casi 105.000 millones de euros en lo que va de ejercicio y el 48 % de la negociación en el exterior, aunque su peso relativo ha disminuido en beneficio del resto de plataformas competidoras.



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de noviembre. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados nacionales cayeron hasta 4.448 millones de euros en el segundo semestre (datos hasta el 15 de noviembre), menos de un tercio del volumen emitido en el semestre anterior. El volumen emitido en lo que va de año⁹ alcanzó 18.586 millones de euros, un 46 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior. El tercer trimestre se caracterizó por la ausencia de ofertas públicas de venta de acciones (OPV), así como por la caída del importe de las ampliaciones de capital, un 60 % de las cuales correspondieron a la modalidad de dividendo elección¹⁰, que se mantuvieron en valores parecidos (1.146 millones de euros) a los del segundo trimestre. En lo que va de año únicamente se han realizado dos OPV de tamaño reducido —de una compañía del sector de la restauración y otra del ocio—, por valor de 506 millones de euros, frente a las seis operaciones de este tipo realizadas en 2015, que alcanzaron un valor superior a 8.300 millones de euros. Por otro lado, destacó el importe de las ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria mediante la aportación de acciones de otras sociedades. Contabilizadas a valor de mercado, estas ampliaciones alcanzaron los 1.741 millones de euros hasta noviembre, frente a apenas 51 millones en el primer semestre y 367 millones en el año anterior.

El volumen de emisión de acciones cayó significativamente en el tercer trimestre, debido a la ausencia de OPV y al menor tamaño de las ampliaciones de capital.

9 Datos hasta el 15 de noviembre.

10 El tercer trimestre se caracteriza por que a lo largo del mes de julio un elevado número de compañías distribuyen dividendos.

	2013	2014	2015	I-16	II-16	III-16	IV-16
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	39	49	52	17	20	13	5
Ampliaciones de capital	39	47	47	17	20	13	5
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	0	0	3	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	4	6	0	2	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	145	147	115	21	24	15	7
Ampliaciones de capital	145	140	103	21	22	15	7
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	8	0	0	4	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV ²)	0	7	12	0	2	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	39.126,2	32.762,4	37.067,4	4.891,5	9.247,2	1.907,8	2.540,1
Ampliaciones de capital	39.126,2	27.875,5	28.735,8	4.891,5	8.740,6	1.907,8	2.540,1
Ofertas públicas de suscripción de valores	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	807,6	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.932,8	12.650,8	9.627,8	966,6	1.233,3	1.146,3	1.034,3
De las cuales dividendo-elección ³	9.869,4	12.573,8	9.627,8	966,6	1.233,3	1.146,3	1.034,3
Ampliaciones de capital por conversión ⁴	7.478,8	3.757,9	2.162,5	3.008,6	230,7	342,6	2,3
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁵	231,6	2.814,5	367,0	50,8	0,0	238,3	1.502,6
Con derecho de suscripción preferente	11.463,1	2.790,8	7.932,6	799,9	5.534,0	174,8	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	8.277,1	2.909,9	8.645,9	65,5	935,0	5,8	0,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	4.886,9	8.331,6	0,0	506,6	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁶							
Número de emisores	7	9	16	2	3	8	2
Número de emisiones	14	15	18	2	3	8	2
Importe efectivo (millones de euros)	45,7	130,1	177,8	7,2	4,2	178,2	20,5
Ampliaciones de capital	45,7	130,1	177,8	7,2	4,2	178,2	20,5
De ellas, mediante OPS	1,8	5,0	21,6	0,0	0,0	7,3	7,3
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de noviembre.

- 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.
- Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

3.2 Los mercados de renta fija

Descenso del rendimiento de la deuda pública y privada hasta mínimos históricos en septiembre y posterior repunte, tras anticiparse cambios en el sesgo de la política monetaria y, más recientemente, tras las elecciones presidenciales en EE. UU.

Los mercados de renta fija nacionales, así como los de las grandes economías europeas, iniciaron el tercer trimestre con importantes alzas de precios y recortes de rentabilidades, conforme los inversores compraban activos de renta fija en busca de refugio debido a la inestabilidad de las bolsas tras el *Brexit*. Esta circunstancia, junto con las compras de deuda por parte del BCE, llevó a los tipos de la deuda pública y privada a alcanzar durante el mes de septiembre mínimos históricos en la mayor parte de los plazos de la curva de tipos de interés. En particular, los tipos a

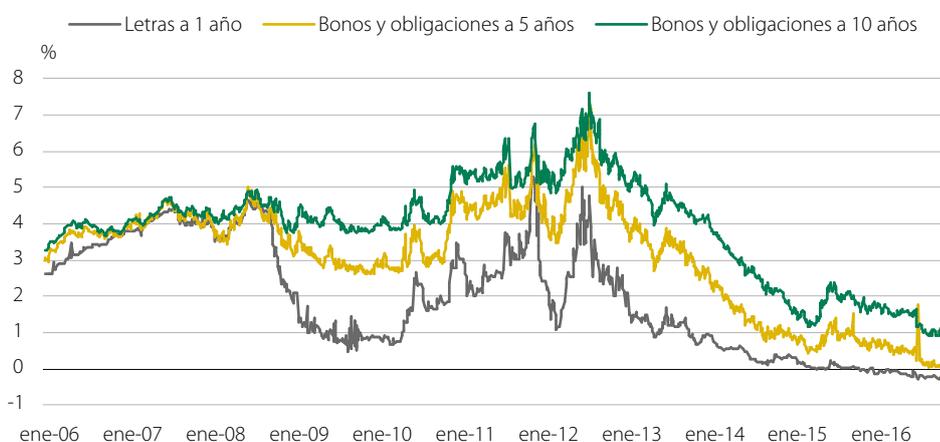
diez años de la deuda pública española y alemana se situaron por debajo del 1 % y 0 %, respectivamente, los niveles más bajos de su historia. Esta situación se trasladó a todos los mercados de renta fija, incluida la *high yield*, conforme los inversores ampliaron el rango de activos donde invertir en busca de rentabilidad. Aun así, en el cuarto trimestre, el rendimiento de la deuda comenzó a recuperarse parcialmente, debido a que los mercados empezaron a descontar la posibilidad de que el BCE adoptase las primeras medidas de retirada de sus estímulos¹¹. Las alzas se iniciaron en octubre, pero se intensificaron en noviembre tras el resultado de las elecciones en EE. UU., ya que los inversores anticipan una política fiscal más expansiva en ese país; esta podría favorecer el crecimiento de la inflación y condicionar la política monetaria de la Reserva Federal y del propio BCE.

Las primas de riesgo españolas se vieron favorecidas tanto por la política monetaria del BCE como por la formación de nuevo Gobierno. En el caso de la deuda soberana, la prima de riesgo acumuló un descenso de 20 p.b.¹² en el segundo semestre, manteniéndose sin cambios en el año. Por otra parte, las grandes empresas siguieron aprovechando los bajos costes de financiación (gracias al programa de compras de deuda corporativa del BCE) para emitir deuda, aunque redujeron el importe de sus emisiones con respecto a trimestres anteriores. También disminuyó el importe de las realizadas en el exterior. Las emisiones registradas en la CNMV en lo que va de año alcanzaron los 92.600 millones de euros, casi un 9 % menos que en el mismo periodo de 2015. A pesar del descenso total, las titulizaciones emitidas se incrementaron (variación anual).

Las primas de riesgo también se comportaron de forma positiva en la segunda mitad del año y, aunque se vieron favorecidas por la formación de Gobierno, tendieron a repuntar tras las elecciones en EE. UU.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



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

Los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública siguieron descendiendo durante el segundo semestre y alcanzaron nuevos mínimos históricos, tanto en el mercado primario como en el secundario. La política monetaria del BCE y sus programas de

La rentabilidad de los activos de deuda a corto plazo, pública y privada, alcanzó nuevos mínimos históricos en septiembre, pero los descensos parecen haberse detenido.

11 Su presidente ha confirmado que la institución seguirá comprando activos hasta el final de 2017 o más adelante.

12 Datos a 15 de noviembre.

compras de deuda¹³ continúan condicionando los movimientos de los tramos cortos de la curva de deuda. A mediados de noviembre, el rendimiento de las letras a tres, seis y doce meses alcanzaba el -0,39 %, -0,29 % y -0,25 %, respectivamente; esto supone descensos entre 11 y 17 p.b. respecto a finales de junio, muy cerca de la rentabilidad mínima del -0,4 % establecida por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas del Tesoro se resolvieron a tipos negativos, aunque en las últimas, realizadas en noviembre, ha sido a tipos ligeramente superiores a los de las subastas precedentes. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la tendencia es similar, situándose también los rendimientos en mínimos históricos. Sus descensos fueron similares a los de la deuda pública (entre 9 y 20 p.b.) y se concentraron en los plazos de seis y doce meses. Los tipos de interés de los pagarés de empresa a seis y doce meses en el momento de su emisión disminuyeron hasta el 0,29 % y 0,25 %, respectivamente, aunque aumentaron ligeramente en los pagarés a tres meses, hasta el 0,29 % (véase cuadro 9).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	jun-16	sep-16	nov-16 ²
Letras del Tesoro							
3 meses	0,54	0,12	-0,15	-0,26	-0,22	-0,42	-0,39
6 meses	0,70	0,25	-0,01	-0,12	-0,18	-0,27	-0,29
12 meses	0,91	0,34	-0,02	-0,06	-0,14	-0,23	-0,25
Pagarés de empresa³							
3 meses	1,09	0,55	0,31	0,28	0,25	0,25	0,29
6 meses	1,36	0,91	0,42	0,65	0,49	0,35	0,29
12 meses	1,59	0,91	0,53	0,48	0,34	0,33	0,25

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de noviembre.

3 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda a largo plazo también disminuyó hasta nuevos mínimos anuales a finales de septiembre. Además, la deuda privada se benefició de la puesta en marcha del programa de compras del BCE.

El rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo también disminuyó en el segundo semestre, con descensos entre 6 y 18 p.b. hasta mediados de noviembre respecto de los valores de mitad de año, si bien llegaron a rondar los 50 p.b. durante el mes de septiembre en el caso de los bonos a diez años. El rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situó en mínimos históricos del -0,11 %, 0,04 % y 0,88 %, respectivamente, en este último mes. A pesar de las alzas observadas posteriormente, los tipos para todos los plazos siguen al final del segundo semestre por debajo de los niveles que presentaban al inicio del año, de manera que la referencia a diez años, la más líquida, acumula descensos de 32 p.b. desde el comienzo de 2016. A mediados de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 0,04 %, 0,28 % y 1,33 %, respectivamente (véase cuadro 10). En el caso de la deuda corporativa, también se observó un comportamiento similar, aunque los descensos de los tipos fueron aún más significativos, de entre 16 y 28 p.b., debido a que, aunque el mercado conocía con anterioridad el programa de compras

13 A finales de octubre de 2016 el BCE había adquirido deuda pública por un importe de 1.147.655 millones de euros, de los cuales 135.215 millones correspondían a títulos españoles.

de deuda de este tipo por parte del BCE y ya había recogido parcialmente su impacto, las compras no se pusieron en marcha hasta el mes de junio. La caída de rentabilidades fue más acusada en el plazo de tres años, donde alcanzó los 28 p.b., respecto a los valores del semestre anterior, aunque se llegaron a observar caídas de hasta 50 p.b. a plazo de diez años a finales de septiembre. En la fecha de cierre del informe (15 de noviembre), sus rentabilidades eran del 0,53 %, 1,34 % y 1,87 % en los plazos de tres, cinco y diez años, respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	jun-16	sep-16	nov-16 ²
Renta fija pública							
3 años	2,00	0,65	0,24	0,13	0,10	-0,05	0,04
5 años	2,68	0,96	0,72	0,55	0,46	0,12	0,28
10 años	4,15	1,77	1,72	1,51	1,47	0,99	1,33
Renta fija privada							
3 años	2,63	0,84	0,66	0,63	0,81	0,53	0,53
5 años	2,84	1,88	1,95	1,65	1,51	1,09	1,34
10 años	4,46	2,32	2,40	2,11	2,04	1,54	1,87

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de noviembre.

Las primas de riesgo de los diferentes sectores privados de la economía siguieron una tendencia similar a la deuda pública durante el tercer trimestre, aunque los mayores descensos fueron para las de los emisores financieros, que saldrían potencialmente beneficiados de un escenario de subida de tipos. A pesar de las turbulencias transitorias asociadas al *Brexit*, la prima de riesgo soberano continuó beneficiándose del efecto positivo de los programas de compras del BCE, a lo que se añadió la desaparición de la incertidumbre política tras la formación de nuevo Gobierno en España. Así, el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a diez años y el bono alemán al mismo plazo moderó su volatilidad respecto al trimestre anterior, situándose la mayor parte del periodo en un rango de entre 100 y 120 p.b., aunque llegó a caer por debajo del primer valor. A mediados de noviembre, la prima aproximada por este diferencial alcanzaba 115 p.b., es decir, en un nivel inferior a los 135 p.b. del segundo trimestre y similar al de comienzo de año. Si se atiende a las primas negociadas en el mercado de CDS, la del CDS del bono soberano español volvió a mostrarse menos variable que el diferencial de rentabilidades con el bono alemán y sus cambios fueron más moderados, para quedar al final del periodo en 78 p.b., por debajo de los 104 y 89 p.b. en los que empezó el trimestre y el año, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico 18).

Las primas de riesgo disminuyeron, destacando los descensos para el sector financiero. La prima de riesgo del bono soberano cayó hasta los 115 p.b., situándose en niveles parecidos a los de principios de año.



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

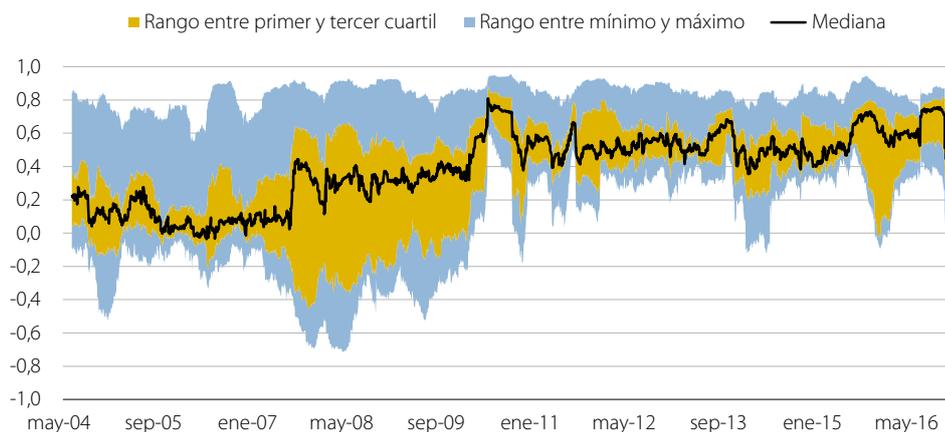
1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

En el sector privado, los emisores financieros se beneficiarían de un posible ascenso de los tipos de interés, mientras que las empresas no financieras tienen un comportamiento más estable.

Los emisores del sector privado de la economía siguen beneficiándose del impacto del programa de compras de deuda corporativa del BCE. Así, las primas de riesgo de crédito de la deuda privada mostraron un comportamiento positivo, con descensos más significativos en el caso del sector financiero. A pesar de que no ha existido un programa de compras específico para la deuda emitida por las entidades financieras (no incluida en el programa de compras de deuda corporativa), el mercado descontó, como se ha indicado, que los bancos se verían beneficiados por una subida de los tipos de interés, que permitiría la recuperación de sus márgenes en un escenario de tipos positivos. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la prima media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de noviembre en 146 p.b., por debajo de los 175 p.b. del trimestre anterior y en niveles similares a los del inicio del año. En el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 93 p.b. en la misma fecha, por debajo de los 108 y 112 p.b. del trimestre anterior y del cierre de 2015, respectivamente.

La correlación entre los precios de los activos financieros españoles se ha mantenido en valores muy elevados la mayor parte del año, pero ha descendido en el último trimestre.

La correlación entre los precios de los activos financieros españoles, recogida en el gráfico 19, se ha mantenido en valores muy elevados durante la mayor parte del tercer trimestre, puesto que el efecto del *Brexit* los habría afectado de modo parecido. Sin embargo, en el cuarto trimestre la mediana de las correlaciones ha caído desde valores en torno a 0,70 hasta valores cercanos a 0,40. La tendencia a la baja comenzó antes de conocerse el resultado de las elecciones en EE. UU., si bien este hecho ha podido acentuar aún más las divergencias entre el comportamiento de los activos de renta fija y el de los de renta variable. Por otro lado, el rango de correlaciones entre los activos se ha ampliado, reflejándose una correlación menor entre ciertos pares de activos, lo que podría atribuirse en parte al efecto de los programas de compra de deuda del BCE sobre los activos de renta fija, que tiende a inmunizar en cierta medida la evolución de los precios de estos instrumentos ante determinados *shocks*.



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

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.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante la segunda mitad del año (hasta el 15 de noviembre) alcanzaron los 22.710 millones de euros, menos de un tercio de los 69.974 millones del primer semestre. El volumen de emisiones es el más bajo de los últimos semestres y ha estado condicionado por la mejora de la financiación bancaria tradicional, tanto en volúmenes como en precios, así como por la actividad emisora en el exterior de las grandes compañías españolas. Este descenso afectó a los activos con mayores volúmenes habituales de emisión, destacando el retroceso de las cédulas hipotecarias, cuyas emisiones han disminuido en más de 17.000 millones de euros y apenas alcanzan una sexta parte de lo emitido en el semestre anterior. Además, destacaron las caídas, en mayor medida, de los bonos y obligaciones no convertibles, así como de las titulizaciones (84 % y 73 % menos, respectivamente, que en el semestre previo). En el lado positivo, fue notable el crecimiento de las cédulas territoriales, que avanzaron un 64 % en el mismo periodo, al igual que la primera emisión de cédulas de internacionalización de la historia, que alcanzó un importe de 1.500 millones. Las emisiones acumuladas desde enero suponen 92.600 millones de euros, casi 8.800 millones menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior, correspondiendo los mayores descensos a las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, así como a los pagarés de empresa —que presentan una actividad emisora significativa en el exterior— y, en menor medida, al retroceso de las cédulas hipotecarias, cuyas emisiones están restringidas por el saldo de crédito hipotecario en circulación, que todavía sigue decreciendo.

Por tipo de instrumento, destacó la caída del peso relativo de las cédulas hipotecarias, que acusaron la reducción de los volúmenes emitidos y pasaron a representar el 13 % del importe total emitido en el segundo semestre, frente al 29 % de la primera mitad del año. Las emisiones de este activo están condicionadas por el saldo vivo de hipotecas en circulación, como se ha señalado anteriormente, pero aun así sus costes de emisión siguen beneficiándose del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3, que acumulaba compras hasta el 11 de noviembre por un importe superior a 199.000 millones de euros, de los cuales el 29 %

El volumen de emisiones registrado en el segundo semestre es el más bajo de los últimos tiempos. Las emisiones acumuladas en el año alcanzan los 92.600 millones de euros, casi 8.800 millones menos que en 2015.

Las cédulas hipotecarias pierden peso en beneficio de las titulizaciones, que pasan a representar casi un tercio de lo emitido en el año.

se habían realizado en el mercado primario). Por otro lado, destacó el incremento del volumen emitido de cédulas territoriales, que pasaron a representar la quinta parte del total emitido, así como de los pagarés de empresa que, a pesar de caer el importe emitido en más de 7.000 millones de euros, crecieron en cuota hasta el 26 % del total emitido en el segundo semestre, frente al 19 % del primero, convirtiéndose junto con las titulizaciones en el instrumento con mayor difusión.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

Registradas ¹ en la CNMV	2012	2013	2014	2015	2016		
					II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	357.830	138.839	130.258	136.607	29.252	13.523	9.156
Cédulas hipotecarias	102.170	24.800	23.838	31.375	10.200	0	3.000
Cédulas territoriales	8.974	8.115	1.853	10.400	2.750	2.500	2.000
Bonos y obligaciones no convertibles	86.442	32.537	41.155	39.100	4.054	1.411	559
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563	803	750	53	0	0	0
Bonos de titulización	23.800	28.593	29.008	28.370	4.656	4.186	1.613
Tramo nacional	20.627	24.980	26.972	25.147	4.589	3.865	729
Tramo internacional	3.173	3.613	2.036	3.222	67	321	884
Pagarés de empresa ³	132.882	43.991	33.654	27.310	7.593	3.925	1.984
De titulización	1.821	1.410	620	2.420	580	0	480
Resto de pagarés	131.061	42.581	33.034	24.890	7.013	3.925	1.504
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	1.500	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	7.633	4.776	7.999	5.452	130	733	82
Emisiones aseguradas	0	193	196	0	0	0	0
					2016		
En el exterior por emisores españoles	2012	2013	2014	2015	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	91.882	47.852	56.736	65.602	12.758	19.596	9.786
A largo plazo	50.312	34.452	35.281	32.362	4.594	12.887	4.234
Participaciones preferentes	0	1.653	5.602	2.250	0	1.200	0
Obligaciones subordinadas	307	750	3.000	2.918	0	1.544	170
Bonos y obligaciones	50.005	32.049	26.679	27.194	4.594	10.143	4.064
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	41.570	13.400	21.455	33.240	8.164	6.709	5.552
Pagarés de empresa	41.570	13.400	21.455	33.240	8.164	6.709	5.552
De titulización de activos	11.590	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2016		
	2012	2013	2014	2015	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	49.392	48.271	41.682	55.835	12.038	15.923	16.123
Instituciones financieras	18.418	8.071	9.990	15.424	2.964	2.497	4.408
Sociedades no financieras	30.974	40.200	31.691	40.411	9.074	13.426	11.715

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de noviembre.

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

4 Datos disponibles hasta el 30 de septiembre.

Las emisiones de renta fija en el exterior cayeron a la mitad en el tercer trimestre debido al importante descenso de las emisiones a largo plazo, que se redujeron a un tercio de lo emitido en el trimestre anterior. Los grandes emisores han reducido su ritmo de emisión de renta fija a largo plazo, ya que es más sencillo acceder a la financiación bancaria (tanto en términos de acceso como de coste), a la vez que ya han cubierto gran parte de sus necesidades financieras del año, por lo que un número importante de las nuevas emisiones están dirigidas a refinanciar deuda a un coste más competitivo. A pesar de la reducida actividad emisora interior, la caída de la exterior ha provocado que las emisiones realizadas fuera pasen a representar el 30 % del total emitido por los emisores españoles en el tercer trimestre (frente al 40 % del trimestre previo y el 32 % de 2015). Su importe acumulado hasta septiembre alcanzaba 42.140 millones de euros, frente a los 47.900 millones del mismo periodo de 2015. En cuanto a su composición, los pagarés de empresa representaron el 57 % del total emitido en el trimestre, pero en términos anuales acumulaban la mitad del importe emitido, correspondiendo el resto a la deuda a largo plazo, de la que apenas el 13 % es subordinada o participaciones preferentes. Además, las emisiones de filiales de empresas españolas en el resto del mundo apenas variaron ni en el trimestre ni en términos anuales, alcanzando 44.084 millones de euros hasta septiembre, frente a los 43.467 millones del mismo periodo del pasado ejercicio.

Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen descendiendo, tanto en volumen como en términos relativos. En cuanto a su composición, se reparten a partes iguales entre deuda a largo plazo y pagarés a corto plazo.

La nueva regulación europea sobre índices de referencia y sus implicaciones para los supervisores

RECUADRO 3

El pasado 29 de junio se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014 (en adelante, Reglamento Europeo sobre Índices de Referencia).

El nuevo reglamento, junto con las recomendaciones y principios publicados por el Financial Stability Board (FSB) e IOSCO en 2014, y los trabajos de revisión que les han seguido, forma parte de la respuesta global de las autoridades y los reguladores a los casos de manipulación detectados durante los últimos años en los índices de tipos de interés más importantes del mundo, concretamente en el Euribor, el Libor y el Tibor.

Estos casos de manipulación han cuestionado la integridad y fiabilidad de estos y otros índices ampliamente utilizados en el sistema financiero global como referencia para una amplia gama de productos y contratos financieros. Al tiempo se ha puesto en evidencia su vulnerabilidad y los efectos adversos sobre la confianza e integridad del mercado, sobre los consumidores e inversores y sobre la estabilidad del sistema financiero.

Estas debilidades derivan principalmente de que tanto la actividad de suministro de datos y el cálculo de los índices como las entidades que los administran y publican no eran actividades ni entidades reguladas, ni sujetas a supervisión pública.

El Reglamento Europeo sobre Índices de Referencia entró en vigor al día siguiente de su publicación y será de aplicación a partir del 1 de enero de 2018. Algunas de sus disposiciones, como las relativas a los índices cruciales (también conocidos como índices críticos) y a los colegios de supervisores son de aplicación desde el 30 de junio de 2016.

Su objetivo es mejorar el funcionamiento y la gestión de los índices de referencia y asegurar que los índices producidos y utilizados en la Unión Europea son robustos, fiables, representativos y adecuados para sus fines, así como no susceptibles de manipulación. Para ello se refuerza la gobernanza y la metodología, evitando que el cálculo de los índices quede sometido a conflictos de interés y exigiendo que se fundamente, a ser posible, en transacciones reales en lugar de hacerlo en estimaciones como hasta ahora.

La regulación clarifica asimismo las responsabilidades a las que puede dar lugar la emisión del índice y somete a la supervisión de las autoridades dicha actividad, así como a las entidades que la desarrollan.

Los índices cruciales, es decir, los que pueden repercutir en la estabilidad financiera, quedan sujetos a normas más estrictas, entre otras el poder de la autoridad competente para impedir que las entidades contribuidoras dejen de serlo o de obligar a otras entidades a contribuir con el fin de garantizar la continuidad del índice.

Nuevas competencias y funciones para los supervisores

La nueva regulación asigna nuevas funciones a las autoridades competentes en materia de autorización y registro de los administradores; supervisión, inspección y sanción; y formación de colegios de supervisores de índices críticos. Las nuevas competencias se resumen del modo siguiente:

Autorización e inscripción:

- Autorización e inscripción de los administradores, según corresponda, además de llevar a cabo el reconocimiento y validación de administradores e índices, respectivamente, de terceros países que pretendan utilizarse en la Unión Europea.
- Notificación a ESMA, para su incorporación al registro público centralizado, de todos los administradores e índices autorizados y registrados así como de los que, siendo de terceros países, hayan obtenido reconocimiento o validación.
- Suspensión y revocación de la autorización o inscripción de los administradores, además de por renuncia expresa o inactividad, cuando hayan obtenido la autorización por medios irregulares, o cuando incumplan las condiciones de la autorización o inscripción o las disposiciones del Reglamento.

Supervisión, inspección y sanción:

- Supervisión, inspección y sanción de los administradores y contribuidores y de cuantas personas intervengan en la elaboración de los índices de referencia. Para el ejercicio de estas funciones, las autoridades cuentan con plenas facultades de investigación y acceso a la información y a los locales, incluidas las inspecciones *in situ* y la posibilidad de requerir el embargo o inmovilización de activos, la suspensión y la prohibición temporal de toda práctica o actividad profesional que se considere contraria a la normativa, y la publicación de cualquier información necesaria para que el público esté correctamente informado acerca de la elaboración de un índice de referencia.
- Revisión y verificación de que el contenido de los códigos de conducta aplicables a los contribuidores de índices críticos se ajusta a los requisitos del Reglamento.
- Revisión de los planes que todas las entidades supervisadas que utilicen índices de referencia deben elaborar o conservar, estableciendo las medidas que tomarían si el índice de referencia variara de forma importante o dejara de elaborarse, así como el índice o los índices alternativos que puedan servir de referencia para sustituir a los que hayan dejado de elaborarse y los motivos de su elección. Estas medidas deben tener también reflejo en la relación contractual con los clientes.

Colegios de supervisores de índices cruciales:

- En el plazo de 30 días hábiles a partir de la inclusión de un índice en la lista de índices críticos que publica la Comisión Europea, la autoridad competente del administrador debe crear un colegio en el que se integrarán, además de la propia autoridad competente del administrador que lo presidirá, ESMA y las autoridades competentes de los contribuidores supervisados. También tienen derecho a ser miembros del colegio otras autoridades que estén en condiciones de acreditar que el índice en cuestión es crítico en su Estado.

ESMA participa en los colegios con la condición de autoridad competente, debiendo promover y vigilar el funcionamiento eficiente, eficaz y coherente de estos.

Constitución del colegio de supervisores del Euribor

El programa de reformas que el administrador del Euribor puso en marcha en 2013 para adaptarse a las recomendaciones del FSB, anticipándose a la nueva regulación europea, ha generado ciertas incertidumbres entre los bancos que forman el panel de contribuidores, lo que ha motivado que se haya visto reducido sustancialmente. Esta tendencia podría continuar con otras salidas del panel, lo que daría lugar a que el Euribor dejara de ser representativo y, en el peor de los casos, a que dejara de publicarse.

Ante este riesgo y dada la importancia sistémica del Euribor en Europa y en algunos Estados miembros en particular —por ejemplo en España, debido a la alta proporción de hipotecas minoristas referenciadas al índice—, las instituciones europeas han tramitado con urgencia la puesta en marcha de las competencias que el nuevo reglamento atribuye a las autoridades.

Así, el pasado 12 de agosto se publicó la resolución de la Comisión Europea que considera el Euribor como índice crucial. La autoridad belga encargada de la supervisión del administrador del Euribor, la Financial Services and Markets Authority (FSMA), ha puesto en marcha la constitución del colegio de supervisores del Euribor, en el que participa la CNMV como autoridad competente, ya que cuatro de las entidades contribuidoras son bancos españoles.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁴

El patrimonio de los fondos de inversión avanzó un 3,1 % en los nueve primeros meses del año, a pesar de la contracción del primer trimestre.

Durante los primeros nueve meses de 2016, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 3,1 %, hasta situarse en 229.000 millones de euros. No obstante, el año comenzó en negativo, con una contracción patrimonial durante los tres primeros meses del 1,7 %, que se ha compensado con creces con el aumento de los dos trimestres siguientes, por lo que parece que continúa la senda expansiva iniciada en 2013, aunque a un ritmo mucho menor que en los años anteriores (véase cuadro 13).

Las suscripciones netas fueron elevadas en los fondos de renta fija, gestión pasiva y garantizados de renta variable, mientras que los reembolsos se concentraron en los fondos mixtos.

El avance del patrimonio se debió en su totalidad a las suscripciones por parte de los inversores, que fueron de 7.420,5 millones de euros acumulados en los tres trimestres, a pesar de haber comenzado el año con unos reembolsos netos trimestrales de 509 millones. Este comportamiento, no obstante, no fue generalizado en todas las categorías de fondos. Así, los fondos de renta fija fueron los que experimentaron un mejor comportamiento, con unas suscripciones netas de 6.315 millones de euros, seguidos por los fondos de gestión pasiva y garantizados de renta variable, con 4.159 y 4.043 millones, respectivamente. También observaron elevadas suscripciones netas los fondos globales, concretamente 3.176 millones. Por el contrario, los fondos mixtos fueron los que experimentaron mayores salidas de recursos, con reembolsos netos de 3.367 millones en el caso de los fondos mixtos de renta fija y de 3.408 millones en los de renta variable. De esta forma, parece haberse modificado ligeramente la tendencia de años anteriores, en los que los inversores, posiblemente por los bajos tipos de interés, parecían mostrar una mayor apetencia por el riesgo, con reembolsos importantes en los fondos garantizados y entradas en los fondos mixtos. Los fondos globales y de renta fija, en cambio, han mantenido la tendencia expansiva de los últimos años, los primeros parece que cada vez con más fuerza y los segundos a un ritmo cada vez menor.

14 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 para ellas.

Por su parte, la rentabilidad de la cartera de los fondos acumulada hasta septiembre de este año fue prácticamente nula (-0,07 %), después del retroceso del primer trimestre (-1,36 %) y la recuperación en los dos posteriores, aunque básicamente en el tercero. Por tipología, los fondos de renta fija y los garantizados de renta fija y variable fueron los que obtuvieron mayores rentabilidades, aunque bajas (todas alrededor del 0,5 %), gracias a que fueron las categorías que menos sufrieron durante el primer trimestre. Los fondos de renta variable euro, por el contrario, experimentaron las mayores depreciaciones de la cartera con una rentabilidad acumulada en los nueve meses del -4,16 %, a pesar de su buen comportamiento en el tercer trimestre (7,89 %).

La rentabilidad de la cartera fue negativa en el primer trimestre para la mayoría de categorías, compensándose, en general, durante los dos trimestres siguientes.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2013	2014	2015	2015		2016	
				IV	I	II	III
Total fondos de inversión	24.133,0	35.972,7	23.466,6	353,0	-492,4	2.014,2	5.898,7
Rta. fija ¹	13.783,1	13.492,7	-5.351,4	-1.577,6	2.078,5	1.836,1	2.400,8
Rta. fija mixta ²	2.059,3	15.712,0	21.167,5	966,1	-1.604,4	-562,3	-1.200,0
Rta. vble. mixta ³	1.881,9	6.567,7	8.153,8	750,5	-712,8	-383,0	-2.312,2
Rta. vble. euro ⁴	1.730,3	2.184,9	468,9	221,6	-251,6	-410,1	-172,6
Rta. vble. internacional ⁵	900,2	531,8	4.060,5	619,8	-324,4	-99,6	237,2
Gar. rta. fija	-4.469,2	-10.453,6	-6.807,4	-823,0	-1.268,2	-964,9	-813,1
Gar. rta. vble. ⁶	-2.070,2	-909,5	-2.599,8	100,3	1.752,9	1.520,5	770,1
Fondos globales	847,4	2.182,3	5.805,3	651,2	-78,0	-283,2	3.537,5
De gestión pasiva ⁷	9.538,2	4.970,9	-6.264,2	-1.130,6	-152,4	1.328,1	2.983,2
Retorno absoluto ⁷	-67,8	1.693,9	4.811,4	587,1	77,4	42,5	467,8

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.

El número de fondos, que se había reducido de forma sustancial desde 2013 (381 menos en tres años), parece que está empezando a estabilizarse. Así, a finales de septiembre de este año, había un total de 1.810, apenas seis más que al cierre de 2015. El mayor incremento se produjo en los fondos de gestión pasiva (22), que ya habían aumentado con mucha fuerza en 2014, y en los fondos de renta variable euro (24). Tan solo tres categorías redujeron su oferta de fondos: los garantizados de renta variable (51), los de renta fija mixta (11) y los fondos globales (9).

El número de fondos ha empezado a estabilizarse, tras los descensos de los últimos años...

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 13

Número	2013	2014	2015	2015		2016	
				IV	I	II	III
Total fondos de inversión	2.045	1.951	1.804	1.804	1.799	1.809	1.810
Rta. fija ¹	384	359	319	319	309	312	308
Rta. fija mixta ²	122	123	132	132	135	138	146
Rta. vble. mixta ³	128	131	142	142	147	156	166
Rta. vble. euro ⁴	108	103	109	109	111	111	112
Rta. vble. internacional ⁵	193	191	200	200	201	197	201
Gar. rta. fija	374	280	186	186	171	155	135
Gar. rta. vble. ⁶	308	273	205	205	204	201	196
Fondos globales	162	162	178	178	185	198	200
De gestión pasiva ⁷	169	227	213	213	221	222	221
Retorno absoluto ⁷	97	102	97	97	92	98	104
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	222.144,6	218.339,2	220.296,0	229.117,4
Rta. fija ¹	55.058,9	70.330,9	65.583,8	65.583,8	67.765,4	70.308,6	73.001,3
Rta. fija mixta ²	8.138,0	24.314,3	44.791,8	44.791,8	42.585,9	40.541,2	39.644,2
Rta. vble. mixta ³	6.312,4	13.570,4	21.502,9	21.502,9	20.170,2	17.595,1	15.601,3
Rta. vble. euro ⁴	8.632,8	8.401,5	9.092,9	9.092,9	8.160,0	7.410,3	7.795,7
Rta. vble. internacional ⁵	8.849,0	12.266,4	17.143,2	17.143,2	16.162,8	15.424,4	16.274,4
Gar. rta. fija	31.481,2	20.417,0	12.375,6	12.375,6	10.818,8	9.854,5	9.066,1
Gar. rta. vble. ⁶	12.503,8	12.196,4	9.966,6	9.966,6	11.862,3	13.277,3	14.064,6
Fondos globales	4.528,1	6.886,3	12.683,3	12.683,3	12.300,8	16.190,4	20.067,8
De gestión pasiva ⁷	16.515,9	23.837,5	17.731,1	17.731,1	17.403,6	18.534,2	21.872,0
Retorno absoluto ⁷	4.659,9	6.498,1	11.228,1	11.228,1	11.073,7	11.134,1	11.704,0
Partícipes							
Total fondos de inversión	5.050.719	6.409.806	7.682.947	7.682.947	7.699.646	7.800.091	8.022.683
Rta. fija ¹	1.508.009	1.941.567	2.203.847	2.203.847	2.222.005	2.274.700	2.315.533
Rta. fija mixta ²	240.676	603.099	1.130.190	1.130.190	1.113.180	1.075.219	1.033.454
Rta. vble. mixta ³	182.223	377.265	612.276	612.276	596.136	556.818	451.040
Rta. vble. euro ⁴	293.193	381.822	422.469	422.469	412.495	392.465	387.786
Rta. vble. internacional ⁵	457.606	705.055	1.041.517	1.041.517	1.052.810	1.052.225	1.138.697
Gar. rta. fija	1.002.458	669.448	423.409	423.409	378.017	355.577	325.955
Gar. rta. vble. ⁶	608.051	557.030	417.843	417.843	463.423	497.543	515.563
Fondos globales	128.741	223.670	381.590	381.590	383.066	456.609	625.931
De gestión pasiva ⁷	441.705	686.526	554.698	554.698	557.262	609.995	681.545
Retorno absoluto ⁷	188.057	264.324	479.182	479.182	505.442	513.724	532.149
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	6,50	3,67	0,89	1,51	-1,36	-0,03	1,34
Rta. fija ¹	2,28	2,41	0,10	0,38	0,16	0,23	0,34
Rta. fija mixta ²	4,16	3,67	0,16	0,97	-1,27	0,30	0,69
Rta. vble. mixta ³	10,85	4,70	0,15	2,43	-2,84	0,00	1,75
Rta. vble. euro ⁴	28,06	2,09	3,44	4,12	-6,99	-4,49	7,89
Rta. vble. internacional ⁵	20,30	6,61	7,84	6,30	-4,62	-0,44	4,00
Gar. rta. fija	4,96	2,54	0,27	0,09	0,09	0,19	0,27
Gar. rta. vble. ⁶	6,15	2,64	1,07	1,18	-0,87	0,37	0,97
Fondos globales	8,71	4,63	2,45	2,33	-2,21	0,02	2,10
De gestión pasiva ⁷	8,88	7,74	0,53	1,23	-1,13	-0,03	1,63
Retorno absoluto ⁷	2,46	1,98	0,12	0,45	-0,51	0,12	0,65

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 2013, 2014 y 2015. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión, en línea con el comportamiento del patrimonio, se incrementó un 4,4 % hasta septiembre, llegando a superar los ocho millones. El mayor aumento se produjo en el tercer trimestre, con más de 200.000 nuevos inversores. El avance más destacado se produjo en los fondos globales, con 244.000 partícipes más, seguidos por los fondos de gestión pasiva y de renta fija, con un aumento de 127.000 y 112.000 partícipes. Los fondos mixtos de renta variable, cuyo número de partícipes se había triplicado en los dos últimos años, fueron los que observaron una mayor salida de inversores, con 161.000 partícipes menos, hasta los 451.000. También experimentaron una importante reducción los fondos garantizados de renta fija y los de renta fija mixta, con una disminución de 97.000 partícipes en ambos casos. Cabe mencionar que, mientras que en los primeros la tendencia descendente se venía produciendo desde 2014, en los segundos esta es la primera reducción en el número de partícipes en los últimos tres ejercicios.

... mientras que el número de partícipes aumentó hasta situarse por encima de los ocho millones. El mayor incremento se produjo en el tercer trimestre, con 200.000 nuevos inversores.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían ido mejorando de forma considerable durante los últimos años, parece que se han ido estabilizando durante 2015 y 2016 (con datos hasta septiembre). De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida en el que se mueven los fondos de inversión en los últimos trimestres, entre el 1,2 % y el 1,4 % del patrimonio total, queda muy lejos de las cifras que se alcanzaron en 2009, cuando llegaron prácticamente al 9 %. A finales de septiembre, concretamente, el volumen de activos de liquidez reducida alcanzaba los 2.852 millones de euros, un 1,24 % del patrimonio, lo que suponía una reducción del 7,7 % con relación a la cifra del mes de junio. En cuanto a la composición de estos activos, cabe destacar el descenso de activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de entidades financieras con *rating* inferior a AA, con una reducción entre enero y septiembre de 231 millones de euros (-15,4 %). En términos absolutos, las titulaciones con escasa liquidez también disminuyeron, con 160 millones menos, aunque en términos porcentuales, esta cifra se incrementó de forma sustancial.

La proporción de activos de menor liquidez en la cartera de renta fija de los fondos de inversión parece estar estabilizándose entre el 1,2 % y el 1,4 % del patrimonio total de los fondos.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/ total de la cartera		
	mar-16	jun-16	sep-16	mar-16	jun-16	sep-16
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	71	77	43	6,0	7,0	3,9
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.315	1.611	1.266	6,5	7,6	5,7
Renta fija no financiera	383	463	627	3,6	3,8	4,8
Titulaciones	1.010	939	917	48,2	58,7	61,6
Titulización AAA	26	23	20	86,6	86,9	87,4
Resto de titulaciones	984	915	897	47,6	58,2	61,2
Total	2.779	3.089	2.852	8,1	8,6	7,6
% sobre patrimonio FI	1,3	1,4	1,2			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

Continúa la estabilidad en la industria de las IIC inmobiliarias iniciada en 2015.

Los FII no experimentaron grandes cambios en los nueve primeros meses del año y su rentabilidad, aunque continúa siendo negativa, mejora progresivamente.

El número de SII se mantuvo constante y su patrimonio apenas varió. Sin embargo, el número de accionistas creció un 17 % entre enero y septiembre.

Los hedge funds españoles registraron un ligero retroceso en su patrimonio durante los dos primeros meses de 2016.

La contracción patrimonial de las IIC de inversión libre (fondos puros) en la primera mitad del año se debió tanto a los reembolsos netos de 39 millones como a la rentabilidad negativa de la cartera (-1,8 %).

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de hedge funds) también mostraron un descenso patrimonial (-9,1 %) y una rentabilidad negativa (-2,3 %).

El comportamiento de las IIC inmobiliarias no ha experimentado grandes cambios durante el periodo enero-septiembre de 2016, manteniéndose sus principales magnitudes prácticamente constantes, igual que sucedía en los últimos meses de 2015.

Por una parte, los fondos de inversión inmobiliaria (FII), los que más han sufrido la situación del sector inmobiliario durante los últimos años, no experimentaron grandes cambios durante el periodo mencionado. Este segmento cuenta con tres fondos, los únicos que se mantienen activos desde finales de 2014. El patrimonio se situó a finales de septiembre en 376,9 millones de euros, lo que supone una contracción del 3,6 % respecto al cierre de 2015. Esta reducción se debió a la rentabilidad negativa que han experimentado los FII durante los tres primeros trimestres del año, que en términos acumulados fue del -3,6 %. Aunque estos valores son mejores que los que experimentaron estas instituciones durante los años centrales de la crisis, no parece que la recuperación del sector inmobiliario esté, al menos todavía, haciendo cambiar el signo del rendimiento de la cartera de los FII.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), por su parte, ha permanecido constante desde el tercer trimestre de 2015, por lo que a finales de septiembre de este año había un total de seis entidades. El patrimonio de estas entidades creció durante los nueve primeros meses de 2016 un ligero 1,7 %, hasta los 714,3 millones de euros, mientras que el número de accionistas mostró un aumento importante: pasó de 583 a 682. Este hecho tuvo su origen en la última sociedad dada de alta en 2015, que ha ido incrementando el número de partícipes de forma sustancial entre los meses de abril y septiembre de este año.

IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación oficial en España de las IIC de tipo *hedge funds*) registraron una ligera contracción patrimonial en los seis primeros meses de 2016 del 5 %, hasta los 1.981 millones de euros. A 31 de octubre, el número de instituciones de este tipo que habían remitido estados a la CNMV era de 50 (40 IIC de inversión libre y 10 IIC de IIC de inversión libre), dos más que a finales de 2015, después de producirse cinco altas y tres bajas.

Como se puede observar en el cuadro 15, las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) experimentaron una contracción patrimonial del 4,2 %, hasta los 1.690 millones de euros, después de dos años de crecimiento (entre 2013 y 2015 el patrimonio se había incrementado un 70,2 %). Esta reducción patrimonial tuvo su origen tanto en los reembolsos netos efectuados por los inversores (38,7 millones entre enero y junio de 2016) como en la rentabilidad de la cartera en esta primera mitad del año, que fue del -1,79 %, después de unos años de rentabilidades elevadas. En la misma línea, el número de partícipes disminuyó un 5,2 % y se situó en 2.928.

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) observaron una disminución patrimonial del 9,1 %, hasta los 290,6 millones de euros, continuando así la senda contractiva de los últimos años. El número de partícipes se mantuvo casi constante, con una ligera reducción de diez, hasta los 1.255, mientras que la rentabilidad en el global del semestre se situó en el -2,3 %.

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

CUADRO 15

	2013	2014	2015	2015		2016	
				III	IV	I	II
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	19	14	11	11	11	11	10
Participes	3.022	2.734	1.265	1.365	1.265	1.262	1.255
Patrimonio (millones de euros)	350,3	345,4	319,8	338,0	319,8	306,3	290,7
Rentabilidad (%)	4,39	8,48	6,16	-1,90	2,07	-2,89	0,56
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	28	36	37	37	37	37	39
Participes	2.415	2.819	3.089	3.121	3.089	3.011	2.928
Patrimonio (millones de euros)	1.036,7	1.369,5	1.764,8	1.708,4	1.764,8	1.652,2	1.690,2
Rentabilidad (%)	16,48	5,30	4,97	-5,56	3,90	-1,30	-0,50

Fuente: CNMV.

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

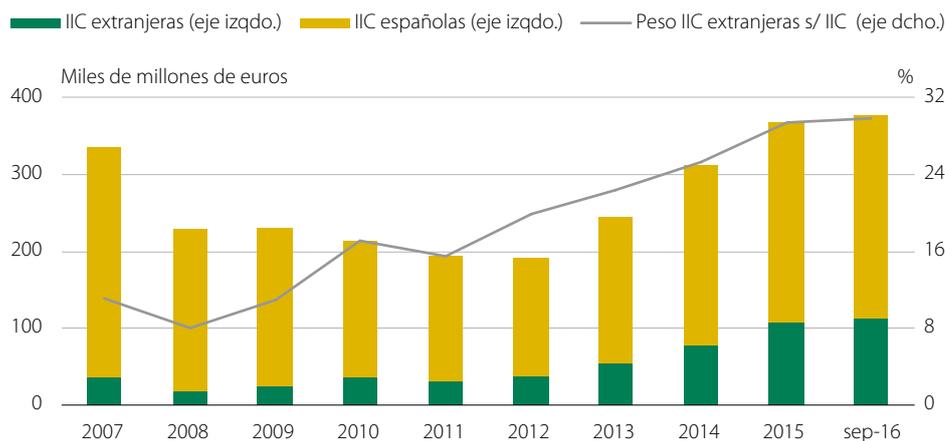
IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, que empezó con fuerza en 2012 (entre 2011 y 2015, la inversión se había triplicado), parece proseguir, aunque a un menor ritmo. Así, el patrimonio de estas IIC se incrementó un 4 % durante los nueve primeros meses del año, hasta los 112.467 millones de euros, lo que representaba el 29,8 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, porcentaje muy similar al de finales de 2015 (véase gráfico 20).

Este incremento patrimonial de las IIC extranjeras tuvo su origen, sobre todo, en los fondos de inversión, cuyo patrimonio aumentó un 27,4 %, hasta los 19.495 millones de euros. En el caso de las sociedades de inversión, el patrimonio se mantuvo prácticamente constante, con un avance del 0,2 %, hasta los 92.972 millones. El número de inversores, por su parte, creció un 3 % en el caso de las sociedades y un 4,3 % para los fondos, hasta alcanzar los 1,7 millones, un 3,2 % por encima de la cifra correspondiente a diciembre de 2015. En línea con estos resultados, el número de instituciones aumentó en ambos casos, con 12 fondos y 35 sociedades más registrados en la CNMV, con lo que a finales de septiembre había 437 y 490, respectivamente. La mayoría de estas altas procedían, como en trimestres anteriores, de Luxemburgo e Irlanda.

La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España iniciada en 2012 continúa, aunque a un ritmo mucho menor...

... con diferencias notables entre los fondos, en expansión, y las sociedades, cuyo patrimonio se mantuvo prácticamente constante.



Fuente: CNMV.

Perspectivas

Los bajos tipos de interés favorecen a la industria de fondos, mientras que la inestabilidad de los mercados puede condicionar su crecimiento y que los inversores confíen, de nuevo, en fondos con menos riesgo.

La industria de la inversión colectiva, que ha experimentado grandes avances patrimoniales desde 2012, después de unos años realmente complicados, parece estar estabilizándose, con un crecimiento positivo pero mucho más moderado. De hecho, como se ha mencionado, durante el primer trimestre del año las cifras incluso llegaron a ser negativas. A corto y medio plazo, la inversión colectiva puede seguir beneficiándose del entorno de bajos tipos de interés de la economía pero, por otro lado, las turbulencias en los mercados de renta fija y la volatilidad de los mercados de renta variable pueden suponer un riesgo para esta industria. El primer factor provocó que, en los dos o tres últimos años, los inversores invirtieran en fondos con mayores niveles de riesgo, especialmente fondos mixtos, mientras que el segundo parece estar generando un retorno a fondos considerados más seguros, como los de renta fija.

Circular de Depositarios. Consejeros independientes

RECUADRO 4

El pasado 13 de octubre de 2016 entró en vigor la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Su objetivo es desarrollar el régimen de los depositarios, delimitando el alcance de las funciones que tienen encomendadas y precisando ciertos aspectos técnicos. Esta circular complementa los desarrollos normativos europeos representados en el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales

de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, que afecta a los fondos de inversión alternativos, y el Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que complementa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo con respecto a las obligaciones de los depositarios, aplicable a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

También regula las especificidades de los depositarios que, en determinados supuestos, deben tener las entidades de capital-riesgo (ECR) y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), de acuerdo con la Ley 22/2014. La circular recoge gran parte de los contenidos de la anterior normativa, representada por la Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva, y se concreta el contenido de los estados de posición.

Respecto a los contenidos de la circular, entre ellos se ha introducido como novedad una catalogación de activos financieros custodiables y no custodiables. Asimismo, se precisan aspectos técnicos que hacen referencia a las conciliaciones, la función de custodia, la función de registro en el caso de activos financieros no custodiables y la administración y control del efectivo. La norma requiere, tanto en la función de registro como en la de control de efectivo, la intervención del depositario y que este autorice los correspondientes movimientos, siendo en este aspecto continuista respecto a la norma anterior.

Por otra parte, se regulan los criterios relativos a la delegación de la función de depósito, considerando, a los efectos del artículo 135, apartado 2, letra b) del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, que existe una razón objetiva para la delegación, entre otras, cuando el depositario no participe en alguno de los sistemas de compensación, liquidación y registro. De esta forma, para que una entidad pueda ser designada como depositario de IIC tiene que poder realizar la custodia directa de algún tipo de los activos, con el fin de evitar que existan entidades designadas como depositarios de IIC que sean meros intermediarios de la verdadera actividad de custodia.

Además se concretan los criterios que tiene que aplicar el depositario sobre los terceros a efectos de su nombramiento y posterior control, y a efectos de la supervisión de los riesgos en la cadena de custodia. Asimismo, se añaden requisitos relativos a los asesoramientos legales externos que tienen que recibir tanto el depositario como el subcustodio, en el caso de las IIC armonizadas.

Para los depositarios de entidades reguladas en la Ley 22/2014, se ha decidido mantener el mismo régimen jurídico aplicable a las IIC, pero con una serie de especificidades, atendiendo a la diferente naturaleza de los activos en los que invierten estas entidades (por ejemplo, se establece una frecuencia menor en las conciliaciones).

Adicionalmente, en la circular se precisan aspectos técnicos relativos al régimen general aplicable a la función de supervisión y vigilancia del depositario (suscrip-

ciones y reembolsos, cálculo del valor liquidativo, coeficientes, límites y activos aptos, dividendos e información remitida a la CNMV), teniendo en cuenta de nuevo las especificidades que presenta el desempeño de esta función en entidades reguladas en la Ley 22/2014. En estos aspectos también la nueva norma es continuista respecto al régimen anterior.

Finalmente, con el objetivo de simplificar y unificar la normativa de los depositarios, la circular incorpora el contenido de la Circular 3/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva. En el caso de entidades reguladas por la Ley 22/2014, se concreta el contenido del informe periódico sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión del depositario y la comunicación de anomalías de especial relevancia en ECR y EICC.

En paralelo con esta circular, otra novedad importante que debe mencionarse es que el Reglamento Delegado (UE) 2016/438, aplicable a las UCITS, ha introducido nuevos requerimientos de independencia entre la gestora y el depositario. En concreto, cuando la gestora y el depositario de la IIC pertenezcan al mismo grupo, se exige que sean consejeros independientes bien un tercio de los miembros, bien dos personas del consejo de administración tanto de la gestora como del depositario (como mínimo la menor de ambas cifras).

Esta exigencia tiene implicaciones ulteriores, pues de acuerdo con la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, las gestoras de IIC armonizadas de interés público (que tengan como mínimo 5.000 partícipes o accionistas), que no sean pequeñas y medianas, deberán tener una comisión de auditoría con una mayoría de consejeros independientes si su normativa específica exige la presencia de consejeros independientes en el órgano de administración.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Como ya sucedía en 2015, los beneficios de las ESI hasta septiembre cayeron un 19 %, en un entorno de elevada inestabilidad en los mercados financieros.

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) españolas se ha desarrollado durante los primeros meses del año en un contexto de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros. Esto se ha reflejado en los beneficios agregados de estas entidades, que se situaron entre enero y septiembre en 146,5 millones de euros, un 18,8 % menos que en el mismo periodo de 2015¹⁵. Así pues, continúa el mal comportamiento del año anterior, después de que el sector hubiera experimentado un avance significativo durante 2013 y 2014 (véase gráfico 21). En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de octubre de este año había un total de 84, tres más que al cierre de 2015, tras producirse nueve altas y seis bajas. Del total de entidades, cinco poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física (sucursal), una menos que a finales de 2015, y 39 lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, dos menos que nueve meses antes.

15 Sin tener en cuenta a las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), ya que la última información disponible corresponde a diciembre de 2015.

Las sociedades de valores (SV), cuyos beneficios representan alrededor del 90 % del total del sector, experimentaron una contracción de su actividad, lo que se reflejó en un descenso del beneficio agregado antes de impuestos del 14,3 %, hasta situarse en 134,7 millones de euros (véase cuadro 16). Las causas principales de esta reducción fueron los ingresos por comisiones y el resultado de las inversiones financieras. En el caso de los primeros, el retroceso respecto al periodo enero-septiembre de 2015 fue del 14 %, hasta los 407,9 millones de euros. Las comisiones procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes fueron, en términos absolutos, las que más descendieron, alcanzando los 184,4 millones de euros en los tres primeros trimestres de 2016, un 26,2 % por debajo de las obtenidas en el mismo periodo del año anterior. Estas comisiones siguen siendo las más importantes con diferencia dentro de los ingresos por servicios de las SV, pero su peso relativo se ha reducido por debajo del 50 %, cuando habían llegado a alcanzar un 70 % del total en 2010. Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las obtenidas por la comercialización de IIC, crecieron un ligero 1,6 %, hasta los 55,8 millones de euros (en 2015 ya habían aumentado un 17,4 %). También cabe mencionar el incremento sustancial de las comisiones por depósito y anotación de valores, que han alcanzado casi los 35 millones tras crecer un 90 %.

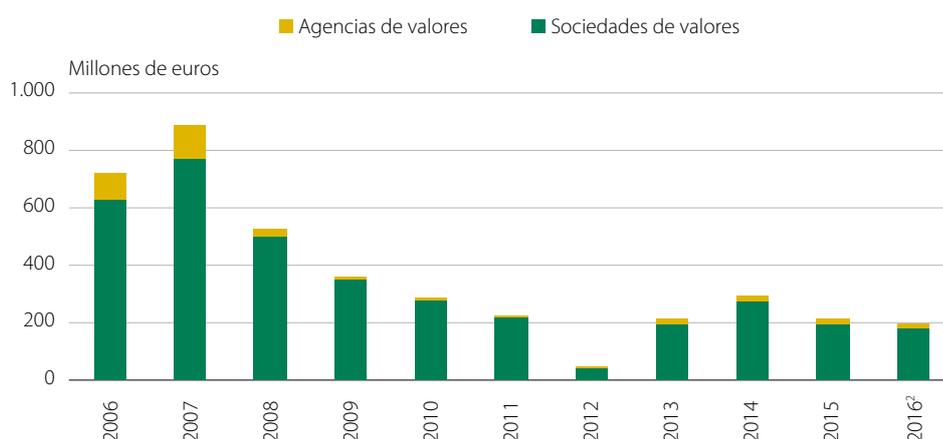
Los beneficios agregados de las SV cayeron un 14 %, el mismo porcentaje que los ingresos por comisiones. La mayor reducción se produjo en las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (-26 %). En cambio, las comisiones por depósito y anotación de valores, cuya importancia era reducida, alcanzaron los 35 millones.

Del resto de las partidas que componen el margen bruto, como se ha mencionado con anterioridad, destaca el descenso del resultado de las inversiones financieras, que experimentó una contracción del 54,7 %, hasta los 84,3 millones de euros. El aumento, por otro lado, del margen de intereses en un 26 % y la reducción de las comisiones satisfechas en un 13,9 % hicieron que el margen bruto se situara a finales de septiembre en 394,7 millones de euros, lo que supone una contracción del 9,2 %. Esto, unido al incremento de las amortizaciones y al descenso de los gastos de explotación en una proporción mucho menor que los ingresos (un 6,5 %, hasta los 26,2 millones de euros), hicieron que, finalmente, el resultado de explotación alcanzase en septiembre de 2016 los 120,1 millones de euros, un 20,9 % menos que en el mismo periodo de 2015.

La contracción del 55 % en el resultado de las inversiones financieras, las elevadas amortizaciones y la menor contención de los gastos de explotación en relación con los ingresos también jugaron un papel importante en la reducción de los beneficios.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

2 Datos anualizados.

El beneficio de las AV hasta septiembre fue la mitad que en el mismo periodo de 2015. La causa principal fueron los menores ingresos por comisiones, especialmente los procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes (-26 %) y de la comercialización de IIC (-6,3 %).

Las agencias de valores (AV) también experimentaron un empeoramiento durante el periodo analizado, con una contracción de los beneficios agregados del 50,7 %, hasta los 9,9 millones de euros. La causa principal de estos malos resultados se encuentra, al igual que en el caso de las SV, en la reducción de los ingresos procedentes de las comisiones, a lo que se añade un ligero aumento de los gastos de explotación. En cuanto a las comisiones, cabe destacar el retroceso de las dos más importantes para las AV, las comisiones por comercialización de IIC y las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (entre las dos representan más del 60 % del total). En el caso de las primeras, la contracción fue del 6,3 %, hasta los 37 millones, mientras que las segundas retrocedieron un 25,7 %, porcentaje muy similar al experimentado por las SV. En cambio, las comisiones por gestión de carteras, que han pasado a ser las terceras en importancia, mostraron un avance del 11,2 %, hasta los 8,2 millones. Esta contracción de las comisiones percibidas y el ligero incremento de las comisiones satisfechas por estas entidades (+2,3 %) causaron una reducción del margen bruto del 9,3 %, hasta los 78,1 millones de euros. Finalmente, el aumento de los gastos de explotación en un 1,4 % hizo que el resultado de explotación descendiera respecto a septiembre de 2015 un 49,8 %, hasta los 9,6 millones.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (sep-16)

CUADRO 16

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	sep-15	sep-16	% var.	sep-15	sep-16	% var.
Importes en miles de euros						
1. Margen de intereses	39.104	49.275	26,0	633	614	-3,0
2. Comisiones netas	326.720	280.710	-14,1	83.955	78.389	-6,6
2.1. Comisiones percibidas	474.430	407.854	-14,0	99.357	94.142	-5,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	249.783	184.438	-26,2	25.069	18.617	-25,7
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	10.659	5.198	-51,2	2.296	1.692	-26,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	18.355	34.873	90,0	361	449	24,4
2.1.4. Gestión de carteras	16.133	16.933	5,0	7.362	8.188	11,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.575	1.909	-25,9	5.262	5.863	11,4
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.420	1.641	15,6	186	40	78,5
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	54.906	55.758	1,6	39.519	37.047	-6,3
2.1.9. Otras	120.597	107.104	-11,2	19.302	22.247	15,3
2.2. Comisiones satisfechas	147.710	127.144	-13,9	15.402	15.753	2,3
3. Resultado de inversiones financieras	186.154	84.290	-54,7	319	176	-44,8
4. Diferencias de cambio netas	-127.967	-29.944	76,6	612	-147	-
5. Otros productos y cargas de explotación	10.862	10.391	-4,3	624	-920	-
MARGEN BRUTO	434.873	394.722	-9,2	86.143	78.122	-9,3
6. Gastos de explotación	282.735	264.236	-6,5	66.229	67.130	1,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	4.706	10.084	114,3	802	1.403	74,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-4.437	319	-	8	-3	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	151.869	120.083	-20,9	19.100	9.582	-49,8
9. Otras ganancias y pérdidas	5.328	14.607	174,2	898	269	-70,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	157.197	134.690	-14,3	19.997	9.851	-50,7
10. Impuesto sobre beneficios	28.833	16.731	-42,0	1.884	1.673	-11,2
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	128.364	117.959	-8,1	18.113	8.178	-54,9
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	128.364	117.959	-8,1	18.113	8.178	-54,9

Fuente: CNMV.

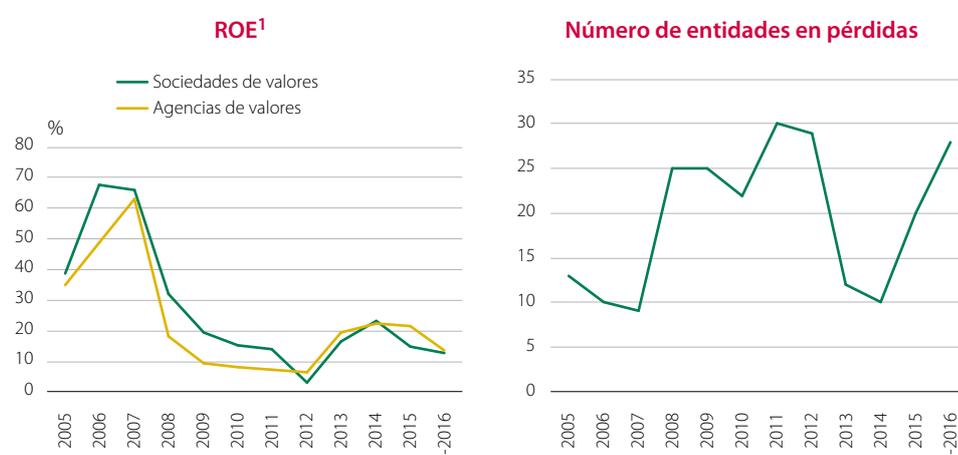
La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las ESI se redujo de forma sustancial entre diciembre de 2015 y septiembre de 2016 debido a la contracción en los resultados del sector, concretamente desde el 15,3 % al 13,0 %. Las AV experimentaron el mayor descenso en su rentabilidad, al pasar del 21,5 % al 13,9 %, mientras que la de las SV se redujo en menor medida, del 14,9 % al 12,9 % (véase panel izquierdo del gráfico 22).

La ROE de las ESI se vio afectada por el empeoramiento de los resultados.

En línea con el retroceso experimentado por el sector, el número de entidades en pérdidas aumentó durante los nueve primeros meses hasta 28 (a finales de 2015 esta cifra era de 20). En concreto, había 15 SV en pérdidas, siete más que al cierre de 2015 y 13 AV, una más que en diciembre del año anterior (véase panel derecho del gráfico 22). El valor total de las pérdidas acumulado por estas entidades durante los tres trimestres ascendió a 16,5 millones de euros, más del doble que las registradas en el mismo periodo del ejercicio anterior.

Se produjo un aumento tanto en el número de entidades en pérdidas como en el volumen de las mismas durante los primeros nueve meses de 2016.

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 anualizados.

Las condiciones de solvencia de las empresas de servicios de inversión continuaron siendo óptimas entre enero y septiembre de este año. De esta forma, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia¹⁶, calculado como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, aumentó entre diciembre de 2015 y septiembre de 2016 desde 4,8 hasta 5,0 para las SV, mientras que se mantuvo en 2,2 para las AV (véase gráfico 23).

Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo holgadas entre enero y septiembre de 2016.

Después de dos o tres años con un comportamiento positivo, la inestabilidad de los mercados de renta variable está afectando los resultados de las ESI, ya que las principales líneas de negocio de estas entidades están asociadas a la contratación en

Tanto la situación inestable de los mercados de renta variable como la competencia por parte de las entidades financieras están complicando las perspectivas futuras de las empresas de servicios de inversión.

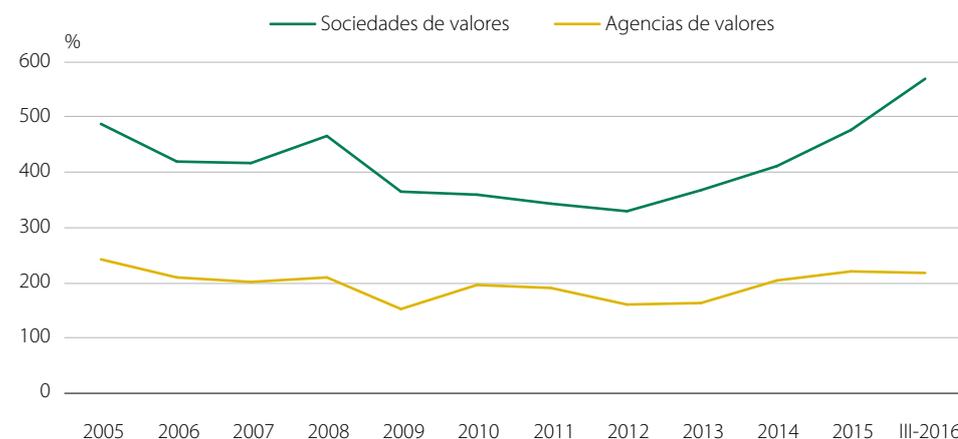
16 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. De esta forma, 11 de las 82 ESI estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

estos mercados. A esto se suma la creciente competencia de las entidades de crédito nacionales en las actividades que tradicionalmente llevaban a cabo las ESI, como eran la tramitación y ejecución de órdenes. Por otro lado, cabe mencionar que el proceso de reestructuración del sistema financiero español continúa repercutiendo sobre el sector de las ESI, aunque cada vez más limitado: de las seis bajas producidas durante 2015, tan solo dos sucedieron como consecuencia de una absorción por parte de otra entidad (el resto se debieron a la transformación en otro tipo de entidad o a una disolución), mientras que de las cinco del periodo enero-octubre de este año, solamente una tuvo origen en una absorción por parte de otra entidad.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 23

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



Fuente: CNMV.

- 1 Se debe tener en cuenta que desde la entrada en vigor en 2014 del 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, la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios se ha modificado ligeramente.

Modificación de la forma de cálculo de las comisiones por traspaso de valores en los folletos de tarifas

RECUADRO 5

La Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo tiene entre sus objetivos el de facilitar la comparabilidad de las tarifas y gastos repercutibles máximos a cobrar por las entidades prestadoras de servicios de inversión. Con este fin, en la misma se han concretado las bases de cálculo y conceptos de algunas de las operaciones más habituales que prestan las entidades a los clientes minoristas, con el fin de que estos dispongan de elementos de juicio suficientes para valorar si las tarifas se ajustan a la calidad del servicio prestado.

Entre los conceptos y bases de cálculo concretados por la circular se incluyó la tarifa de traspaso de valores a otra entidad, estableciendo al respecto que: «Cuando la entidad que presta el servicio de custodia pretenda aplicar una tarifa por traspaso de valores de un mismo titular a otra entidad deberá establecer en el folleto una tarifa máxima fija por cada clase de valores expresada en términos

monetarios». Esto es, la tarifa por traspaso de valores se configuró como un importe máximo en euros por clase de valor que las entidades podrían cobrar a sus clientes minoristas cuando estos ordenasen el traspaso de sus valores a otra entidad.

La CNMV ha analizado las tarifas por comisiones contenidas en los folletos de tarifas en los últimos años. Este análisis, junto con la información obtenida de las reclamaciones de los inversores presentadas ante la CNMV, ha puesto de manifiesto que, en algunos casos, la cuantía de las tarifas comunicadas por las entidades era muy elevada, con importes de hasta 5.000 euros por clase de valor traspasado; esto, unido a la disparidad en los importes, suponía en muchas ocasiones que las tarifas máximas de traspaso no se ajustaban al principio de proporcionalidad con la calidad del servicio prestado. Esta desproporción también se apreciaba al comparar el coste que tendría que soportar el cliente por los servicios de intermediación, custodia y traspaso de valores para una cartera modelo. Así, en algunos casos la comisión de traspaso era superior a los propios valores a traspasar; en otros, dicha comisión equivalía a varias veces la comisión de custodia anual (en alguno equivalía al coste de la custodia durante más de 40 años); y, por último, había también casos en los que superaba en varias veces el coste de la venta de los valores afectados (en los más extremos la comisión de traspaso equivalía a 50 veces el importe de las comisiones de venta de la cartera).

En definitiva, el análisis puso de manifiesto que la decisión de cambio de entidad depositaria podría verse comprometida por su alto coste, y que el establecimiento de una tarifa significativamente elevada podría actuar, en determinados casos, como limitadora de la competencia entre entidades, al constituir un serio obstáculo para que los inversores cambiasen de proveedor de servicios, obligándolos a mantener una relación contractual no deseada. Asimismo, el importe indicado en el folleto no parecía tener como fin remunerar de forma proporcionada el servicio prestado por la entidad, sino que más bien aparentaba tener un carácter penalizador o disuasorio. Hay que tener en cuenta que el traspaso de valores constituye la única posibilidad con la que cuenta el inversor para ver restituidos sus valores, puesto que estos se hallan representados mediante anotaciones en cuenta y resulta imposible, por tanto, su entrega física.

Al objeto de asegurar que la comisión de traspaso se ajuste al principio de proporcionalidad y mejorar así su comprensión por parte de los inversores, la CNMV ha modificado la forma de cálculo de esta comisión, que pasa de expresarse como un importe fijo por clase de valor a indicarse como un porcentaje sobre el importe de los valores traspasados. La modificación se ha plasmado en la Circular 3/2016, de 20 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo. De acuerdo con la nueva norma, la tarifa por traspaso de valores a otra entidad deberá expresarse «en tanto por ciento sobre el importe de los valores traspasados, con la obligación de establecer un importe máximo y sin posibilidad de establecer un importe mínimo».

Establecer la tarifa de traspaso en porcentaje presenta ventajas para los clientes minoristas, que podrán conocer, aplicando el porcentaje establecido, el coste del traspaso de su cartera a otra entidad depositaria. Asimismo, facilita la comparabi-

lidad entre las distintas entidades para la prestación del servicio de traspaso y, además, permite contrastar el coste por traspasar sus valores con el de mantenerlos en la misma entidad, puesto que tanto la tarifa de traspaso como la de mantenimiento, custodia y administración se expresan como un porcentaje sobre el valor de la cartera traspasada o custodiada. Estas tarifas deben estar recogidas en la misma página del folleto de tarifas de la entidad, una a continuación de la otra.

En definitiva, esta modificación permite que la tarifa de traspaso establecida en los folletos de tarifas remunere de manera proporcionada este servicio que prestan las entidades y que sea fácilmente comprensible y comparable por parte de sus clientes minoristas.

La circular, que entró en vigor el día 1 de mayo de 2016, establecía que los folletos informativos de tarifas, ajustados a lo dispuesto en la misma, deberían ser remitidos a la CNMV antes del 1 de septiembre de 2016, señalándose que desde el momento en que una entidad adaptase su folleto de tarifas y, en todo caso, desde el 1 de octubre de 2016, las entidades deberían calcular la comisión de traspaso como un porcentaje sobre el importe traspasado y sin superar el importe máximo y, cuando proceda, ajustar los contratos firmados con los clientes.

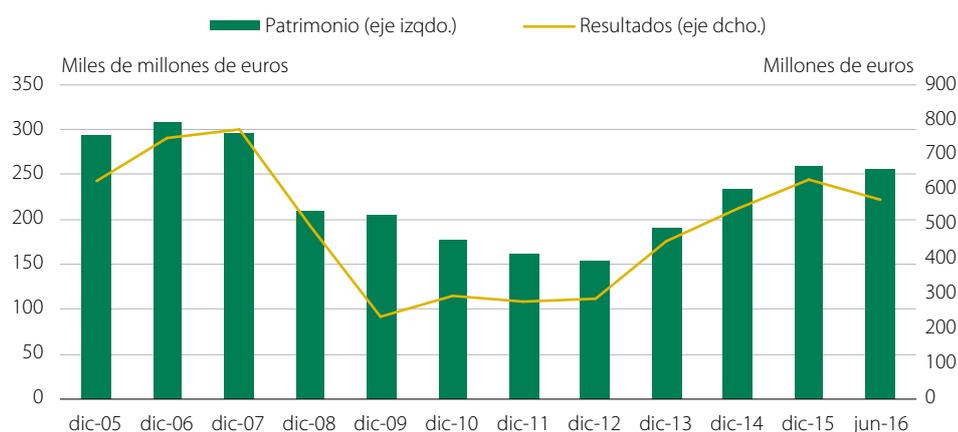
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Tanto el patrimonio gestionado por las SGIIC como su beneficio agregado retrocedieron durante los seis primeros meses de 2016 en un 1 % y un 9 %, respectivamente.

Durante la primera mitad del año, la actividad de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se ralentizó respecto al ejercicio anterior, con una caída del patrimonio gestionado del 1,3 %, hasta los 255.000 millones de euros, después de la importante expansión de los últimos tres años, en los que se había incrementado casi un 70 % (véase cuadro 17). Este hecho también se reflejó en los beneficios agregados antes de impuestos, que ascendían a 569,6 millones de euros (en términos anualizados), lo que supone una contracción del 9,1 % respecto al cierre de 2015 (véase gráfico 24). Esta reducción del patrimonio gestionado se debió prácticamente en su totalidad a la contracción patrimonial de los fondos de inversión y de las sociedades de inversión en el periodo enero-junio de 2016. Por otro lado, es importante mencionar el grado de concentración del sector, que continuó siendo muy elevado: las tres mayores gestoras mantenían, a mediados de 2016, una cuota conjunta del 42 % del patrimonio total, cifra muy similar a la de finales de 2015.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV. Los resultados correspondientes a junio de 2016 se muestran en su equivalencia anual con fines comparativos.

Los ingresos derivados de las comisiones de gestión de las IIC, que son las más importantes para las SGIIC, descendieron a 2.286 millones hasta junio, lo que supone un retroceso del 6,4 % (véase cuadro 17). Esta contracción vino motivada tanto por el descenso ya mencionado del patrimonio gestionado como por la reducción de la comisión media de gestión, que se situó en el 0,90 % del patrimonio, por debajo del 0,95 % de finales de 2015. Este retroceso tuvo su origen, principalmente, en la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con menores niveles de riesgo, que llevan asociadas unas comisiones más bajas. De la misma forma, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de las SGIIC, experimentó un retroceso importante, a diferencia de lo que venía sucediendo en los últimos ejercicios, desde el 54,8 % de finales de 2015 hasta el 48,6 % de junio de 2016. El número de entidades en pérdidas, por su parte, se incrementó de 11 a 21, y el valor agregado de estas alcanzó los 6,2 millones de euros (en términos anuales), lo que supone un 72,3 % por encima de la cifra de 2015.

La reorganización que se estaba produciendo en el sector a consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero español parece estar llegando a su fin. Así, durante los diez primeros meses de 2016 tan solo se produjo una baja, motivada por la absorción por parte de otra SGIIC cuyo origen fue el mencionado proceso. En este mismo periodo hubo seis altas, por lo que el número de SGIIC a 31 de octubre era de 101, frente a las 96 de 2015.

A su vez, la comisión media de gestión se redujo un 0,05 %, debido a la recomposición hacia categorías menos arriesgadas. El número de gestoras en pérdidas se incrementó hasta 21.

El número de entidades que gestionan productos de inversión colectiva ha aumentado hasta octubre a 101, cinco más que a finales de 2015. Esto parece indicar que el sector está en el final de su proceso reorganizativo.

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

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ¹	Comisión media de gestión de IIC ¹ (%)	Ratio de comisiones ² (%)
2009	203.730	1.717	0,84	68,1
2010	177.055	1.639	0,93	67,2
2011	161.481	1.503	0,93	65,6
2012	152.959	1.416	0,93	64,6
2013	189.433	1.588	0,84	62,0
2014	232.232	2.004	0,85	61,8
2015	258.201	2.440	0,95	63,7
jun-2016	254.809	2.286	0,90	63,1

Fuente: CNMV.

- 1 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.
- 2 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

II edición del Día de la Educación Financiera

RECUADRO 6

El Plan de Educación Financiera, impulsado desde el año 2008 por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, celebró el pasado 3 de octubre el II Día de la Educación Financiera. Esta jornada, que se celebra cada año el primer lunes del mes de octubre, tiene como objetivo concienciar a los ciudadanos sobre la importancia de contar con un adecuado nivel de cultura financiera para afrontar los retos a los que se enfrentarán a lo largo de las diferentes etapas de la vida.

Las acciones desarrolladas durante el Día de la Educación Financiera giraron en torno a un acto central, celebrado en la sede de la CNMV, que contó con la participación de la Presidenta de la CNMV, el Gobernador del Banco de España, la Directora General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Secretario de Estado de Economía.

Sus intervenciones destacaron los logros conseguidos por el Plan de Educación Financiera desde el año 2008, entre otros, el lanzamiento de la web www.finanzasparatodos.es, la elaboración de un Programa de Educación Financiera en los colegios o la creación de una red de colaboradores. Además, se informó de los trabajos en curso, como la elaboración de una encuesta a nivel nacional para medir el grado de conocimiento financiero de la población y sus comportamientos en el ámbito de las finanzas personales, cuyos resultados estarán disponibles en 2017.

Por otra parte, durante el acto se entregaron los premios a los colegios ganadores de la IV edición de los Premios del Programa de Educación Financiera que, en esta ocasión, debían presentar un cartel y un vídeo que reflejaran la importancia de la educación financiera en las distintas etapas de la vida. Los centros ganadores

fueron el colegio Amor de Dios (Cádiz) y el colegio Ramón y Cajal (Madrid), respectivamente.

Asimismo, se entregó el I Premio Finanzas para Todos, creado con la finalidad de impulsar la calidad e imparcialidad de las iniciativas de educación financiera. El proyecto ganador, «Finanzas inclusivas», de la Fundación ONCE, es una iniciativa destinada a promover la educación financiera para personas con discapacidad intelectual y dificultades de aprendizaje.

De forma complementaria a las actividades desarrolladas en torno al acto central del Día de la Educación Financiera, con el fin de llegar al mayor número de colectivos y personas, los colaboradores del Plan (asociaciones, instituciones, ONG, fundaciones, etc.), organizaron durante esa jornada y en los días anteriores o posteriores alrededor de 130 eventos en todo el territorio nacional (conferencias, talleres, mesas redondas, cursos *online*, webs, publicaciones, programas de radio, etc.). La página web www.diadelaeducacionfinanciera.es sirvió de punto informativo para difundir todos los actos organizados.

Adicionalmente, se articuló una línea telefónica de consulta a través de la cual se han atendido dudas sobre finanzas personales y sobre aspectos relacionados con el ámbito de los valores, bancario o de seguros.

El III Día de la Educación Financiera se celebrará el próximo 2 de octubre de 2017.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

A finales de 2014, con la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, se abrió la posibilidad a la creación de nuevos tipos de vehículos para fomentar el capital-riesgo como fuente de financiación alternativa. Estos nuevos vehículos son las entidades de capital-riesgo pyme, tanto sociedades como fondos, los fondos de capital-riesgo europeos, los fondos de emprendimiento social europeos y las entidades (sociedades y fondos) de inversión colectiva de tipo cerrado. En esta misma ley también se establece la creación de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital-riesgo como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

En 2015 se crearon los primeros vehículos de nueva tipología, concretamente 15, de los cuales ocho eran fondos de capital-riesgo pyme, seis sociedades de capital-riesgo pyme y una sociedad de inversión colectiva cerrada. Entre enero y octubre de este año, se dieron de alta tres, ocho y cuatro entidades, respectivamente, de las categorías anteriormente mencionadas. En este mismo periodo, se crearon los dos primeros fondos de capital-riesgo europeos y el primer fondo de inversión colectiva cerrado (véase cuadro 18). En cuanto a los vehículos «tradicionales», durante los primeros diez meses de 2016 hubo 18 altas y cuatro bajas de fondos de capital-riesgo (FCR),

La entrada en vigor de la Ley 22/2014 ha permitido la creación de nuevos vehículos de inversión cerrada para promover el capital-riesgo como fórmula de financiación alternativa.

Con relación a las nuevas tipologías, entre 2015 y 2016, se han creado 25 entidades de capital-riesgo pyme (11 fondos y 14 sociedades), dos fondos de capital-riesgo europeo y seis entidades de inversión colectiva cerradas (un fondo y cinco sociedades).

por lo que al cierre de octubre había 162, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital-riesgo fue de 10 y 12, respectivamente, hasta alcanzar las 101. Así, el número total de entidades de capital-riesgo (ECR) a 31 de octubre (sin tener en cuenta las entidades de tipo cerrado) era de 290, frente a las 265 de finales de 2015. En la misma fecha había seis vehículos de tipo cerrado, cinco sociedades y un fondo, así como 82 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido nueve altas y cuatro bajas entre enero y octubre.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2016

CUADRO 18

	Situación a		Situación a	
	31/12/2015	Altas	Bajas	31/10/2016
Entidades				
Fondos de capital-riesgo	148	18	4	162
Fondos de capital-riesgo pyme	8	3	0	11
Fondos de capital-riesgo europeos	0	2	0	2
Sociedades de capital-riesgo	103	10	12	101
Sociedades de capital-riesgo pyme	6	8	0	14
Total entidades de capital-riesgo	265	41	16	290
Fondos de inversión colectiva cerrados	0	1	0	1
Sociedades de inversión colectiva cerradas	1	4	0	5
Total entidades de inversión colectiva cerradas	1	5	0	6
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	77	9	4	82

Fuente: CNMV.

Según los datos de ASCRI, la inversión de las ECR cayó un 25 % en el primer semestre de 2016 a causa de las pocas operaciones de gran volumen realizadas. No obstante, el número de operaciones fue elevado (+16 %). Las operaciones midmarket y las inversiones de venture capital fueron especialmente dinámicas.

Según los datos preliminares obtenidos de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), durante el primer semestre de 2016 el volumen de inversión de las ECR en España se contrajo un 24,9 % con respecto al mismo periodo del año anterior, hasta los 765,8 millones de euros, a pesar de que el número de operaciones se incrementó un 15,6 %, con un total de 303. El descenso en la inversión se debió, como ya sucedió en 2015, a la reducción de las operaciones de gran volumen (más de 100 millones). Por el contrario, destacó la evolución claramente positiva de las operaciones de tamaño medio, el denominado *midmarket*, que ya había crecido con fuerza el ejercicio anterior, con 17 operaciones y una inversión que representó el 57,7 % del volumen total. Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases semilla y arranque) fueron las que coparon la mayoría de operaciones, con un total de 256, aunque el *private equity* acumuló un 65 % del volumen total invertido. Cabe mencionar, por otro lado, que la inversión de los fondos internacionales se ha ralentizado, mientras que se ha intensificado la de los nacionales, sobre todo en *midmarket* y *venture capital*.