

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
	2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
	2.2 La evolución económica y financiera nacional	24
	2.3 Perspectivas	34
3	La evolución de los mercados nacionales	35
	3.1 Los mercados bursátiles	37
	3.2 Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	52
	4.1 Vehículos de inversión	52
	4.2 Empresas de servicios de inversión	59
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	67
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	68

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Los activos financieros de los hogares en España: evolución reciente y comparación con otros países de la zona euro	30
Recuadro 2:	Comunicado sobre la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo de 2017	41
Recuadro 3:	Nueva evaluación del Programa de Educación Financiera	55
Recuadro 4:	Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas	65

1 Resumen ejecutivo

- El resultado de las elecciones estadounidenses y el incremento de la inflación son los dos factores que más han marcado la evolución del entorno macroeconómico y financiero internacional durante los últimos meses. La nueva Administración en EE. UU. introduce un impacto significativo en la política económica esperada de aquella economía, pues abre la expectativa de un incremento del proteccionismo económico, una política fiscal más expansiva y unos tipos de interés más altos. De hecho, la Reserva Federal ya ha elevado dos veces los tipos de interés desde la última publicación de este informe y se esperan dos subidas más en lo que resta de ejercicio. Por su parte, el BCE ha mantenido estable el tono de su política monetaria, ya que considera que el reciente repunte de la inflación se debe a factores transitorios, y ha asegurado la continuidad de su programa de compras.
- Las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo reflejaron con rapidez este cambio de escenario macrofinanciero, con repuntes significativos, más intensos en EE. UU., que se han prolongado durante los primeros meses del año. Así, desde noviembre, la rentabilidad del bono de deuda pública a diez años de la economía norteamericana registraba un aumento cercano a los 70 p.b., situándose en el 2,5 % a mediados de marzo¹. Por lo que hace a las bolsas, las revalorizaciones que se produjeron durante la segunda mitad del año pasado, superados los efectos del *brexit*, han continuado en 2017. Los índices europeos registran avances de entre el 2,5 % y el 6,7 %, y los estadounidenses de entre el 6 % y el 9,6 %, impulsados por las nuevas políticas de su Gobierno. Estas revalorizaciones se producen en un contexto en el que se percibe un crecimiento más sólido, pero en el que persisten varias fuentes de incertidumbre, algunas de ellas de carácter político, que pueden dar lugar a episodios de turbulencias en los mercados, y otras asociadas, por ejemplo, a la evolución del negocio bancario en Europa.
- En España, los últimos datos de actividad confirmaron un crecimiento del PIB en 2016 del 3,2 %, muy por encima de los registros de la zona euro, y un incremento del empleo cercano al 3 %. Este marco dio lugar a nuevos descensos en la tasa de paro, que finalizó el año pasado en el 18,6 % de la población activa, frente al 22,1 % de media en 2015. Recientemente, al igual que en otras economías avanzadas, se ha observado un repunte significativo en la tasa de inflación, motivado sobre todo por el incremento de los precios de la energía. La tasa subyacente permanece por debajo del 1 %. En principio, el repunte de la inflación parece tener un carácter transitorio y tenderá a disiparse conforme avance el año, aunque previsiblemente la tasa permanecerá en niveles superiores a los de 2015.

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

- El negocio de los bancos continúa condicionado por las dificultades que supone incrementar el margen de intereses en el contexto actual de tipos de interés reducidos y por la relevancia cada vez mayor de otras fuerzas competitivas (*shadow banking* y *fintech*). En el caso español, el sector se beneficia del buen comportamiento de la actividad doméstica, que permite un menor deterioro de los activos y una disminución de la tasa de morosidad. Con todo, la mayoría de las entidades están inmersas en procesos de ganancias de eficiencia y de racionalización de recursos que darán lugar a incrementos de rentabilidad.
- El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.078 millones de euros en 2016, un 3,5 % menos que en 2015. El retroceso agregado se explica casi exclusivamente por las fuertes pérdidas de una entidad perteneciente al sector del comercio y los servicios (Abengoa). Descontando los resultados de esta entidad, el beneficio agregado de estas entidades habría crecido un 30 %, una tendencia en línea con el dinamismo de la actividad económica doméstica².
- En los mercados financieros españoles, el indicador de estrés ha permanecido por debajo de 0,30 durante los primeros meses del año, niveles de riesgo bajo que contrastan con los repuntes del año pasado, asociados a varios episodios de incertidumbre. El nivel de estrés más elevado se observa en el mercado de bonos y se debe al incremento de la volatilidad y el empeoramiento de la liquidez que se ha producido en los últimos meses.
- Los mercados de renta variable españoles finalizaron 2016 con alzas significativas que permitieron compensar la mayor parte de las pérdidas acumuladas en el año y disminuyeron la caída anual hasta el 2 %. Este comportamiento positivo se mantuvo durante el primer trimestre del año, de modo que el Ibex 35 acumula una revalorización del 6,7 %, superior a la de los principales índices europeos, gracias a la mejora de la economía y al crecimiento de los beneficios empresariales. La mayor parte de los sectores presenta una evolución positiva, y en este sentido destacan las alzas de las compañías de menor capitalización (10,8 %), más expuestas al ciclo económico interno. A pesar de que en el primer trimestre la contratación total de acciones españolas siguió descendiendo (un 19 % interanual), se observa un claro cambio en la tendencia con las primeras salidas a bolsa de dos compañías desde el segundo trimestre de 2016, además de otras anunciadas al cierre de esta edición.
- Los mercados de renta fija nacionales, al igual que los internacionales, terminaron 2016 con notables incrementos en las rentabilidades como consecuencia del cambio de sesgo en la política monetaria de la Reserva Federal, así como de la perspectiva de que el BCE comience a reorientar su política monetaria en un futuro próximo y adopte las primeras medidas de retirada de estímulos monetarios, todo ello en un contexto de inflación más elevada. En el primer trimestre del año, las subidas de tipos han sido más moderadas, pero han estado acompañadas de un leve incremento de la prima de riesgo soberano relacionado con las incertidumbres de tipo político en Europa. Las emisiones de deuda de los emisores

2 Además, el nivel de las deudas de estas entidades apenas cambió en 2016, permitiendo una leve caída de la tasa de apalancamiento, que pasó de 1,15 en 2015 a 1,11 en 2016.

españoles se han reducido en el primer trimestre del año debido a la fuerte disminución de las emisiones de titulaciones y de cédulas, pero destaca el avance de las emisiones de bonos (tanto de las registradas en la CNMV como de las registradas en el exterior), que se explica, en parte, por la expectativa de las entidades relacionadas con el encarecimiento progresivo de este tipo de financiación.

- El patrimonio de los fondos de inversión españoles creció un 7,1 % durante 2016, hasta alcanzar los 237.862 millones de euros, perpetuando una expansión que comenzó en 2013. El ritmo de aumento fue, eso sí, inferior al de otros años, pues los periodos de incertidumbre en los mercados dieron lugar a reembolsos en los primeros meses del año, que se compensaron con posterioridad. El incremento de la incertidumbre también repercutió en la tipología de fondos elegida por los inversores, que en 2016 se decantaron por fondos percibidos como menos arriesgados. El patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España también se incrementó: en concreto, el aumento fue del 6,4 %, hasta los 114.990 millones de euros, lo que representa cerca de un 30 % del patrimonio total comercializado en España. La expansión del patrimonio de las IIC no se tradujo en un aumento del beneficio de las sociedades gestoras de estos productos, ya que descendieron las comisiones medias de gestión aplicadas.
- Los intermediarios financieros (ESI) registrados en la CNMV volvieron a atravesar un periodo complicado en 2016, debido al descenso de las comisiones relacionadas con la contratación en los mercados, principal fuente de ingresos de estas entidades. Así, el beneficio agregado antes de impuestos de estas entidades cayó un 10,8 %, hasta los 195,2 millones de euros, aunque el número de entidades en pérdidas, así como su volumen, se redujo en comparación con las cifras del año anterior. Por su parte, el negocio de las EAFI siguió en expansión en 2016, con un incremento del patrimonio asesorado del 11 %, hasta los 28,2 mil millones de euros. Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo satisfactorias.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primer recuadro resume los principales resultados de la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y se detiene especialmente en la composición de los activos financieros de los hogares. Estos resultados se comparan con los obtenidos por la Encuesta de las Finanzas y Consumo de los Hogares del Eurosistema (HFCS, por sus siglas en inglés).
 - El segundo recuadro aporta información sobre un comunicado de la CNMV de finales de febrero relacionado con la obligación de las entidades de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo.
 - El tercer recuadro da a conocer los resultados de la última evaluación realizada en el marco del Plan de Educación Financiera, impulsado desde el año 2008 por el Banco de España y la CNMV, entre estudiantes de tercero de la ESO.
 - Finalmente, el cuarto recuadro describe las medidas que la CNMV ha puesto en marcha para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos forex u opciones binarias.

2 Entorno macrofinanciero

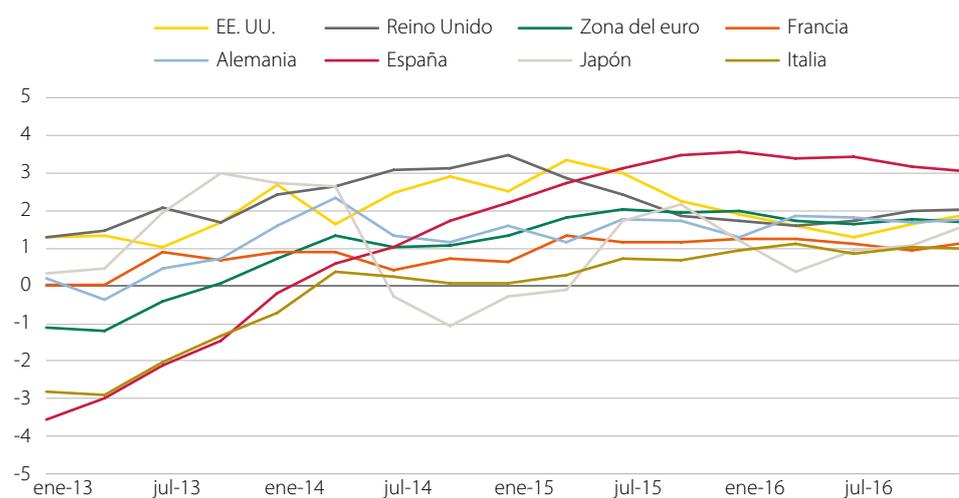
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La economía mundial creció un 3,1 % en 2016 (3,2 % en 2015), debido al notable avance de las economías emergentes (4,1 %).

La economía mundial creció un 3,1 % en 2016, una tasa ligeramente inferior a la registrada en 2015 (3,2 %), debido a un avance del 1,6 % en el conjunto de las economías avanzadas y del 4,1 % en el de las emergentes. Así, tanto en EE. UU. como en el Reino Unido, donde la actividad creció a un ritmo del 1,6 % y 1,8 % respectivamente, la economía mostró un gran dinamismo en la segunda mitad del año, después de haber experimentado un crecimiento más modesto durante el primer semestre. Dentro de la zona del euro, cuyo PIB avanzó un 1,7 %, se observó una evolución algo heterogénea entre las diferentes economías: Alemania (1,8 %) y, sobre todo, España (3,2 %) destacaron por su mayor dinamismo, mientras que Francia e Italia registraron avances más reducidos (1,1 % y 1 %, respectivamente). En el ámbito de las economías emergentes, el crecimiento estuvo liderado por las economías asiáticas (6,3 %), en especial por China (6,7 %) e India (6,6 %). Las economías latinoamericanas mostraron una caída del PIB del 0,7 % a causa del retroceso que sufrió Brasil (-3,5 %).

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Las políticas monetarias en la zona del euro y en EE. UU. continuaron divergiendo. Así, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria...

La evolución de las políticas monetarias en la zona del euro y en EE. UU. continuó divergiendo. Así, en la zona del euro, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria al considerar, por un lado, que los incrementos observados en la tasa de inflación se debían a factores transitorios y, por otro, que aún no había señales convincentes de que la tasa de inflación subyacente estuviera mostrando una tendencia creciente. De este modo, el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito permanecieron inalterados, respectivamente, en el 0 %, -0,4 % y 0,25 %, mientras que se aseguró la continuidad del programa de compras, cuyo volumen mensual se situará en 60 mil millones de euros a partir de abril y hasta diciembre de 2017, o más allá de ese horizonte si fuese necesario.

... mientras que la Reserva Federal aumentó el tipo de interés oficial hasta el rango de 0,75 % - 1 %.

La Reserva Federal de EE. UU., por el contrario, volvió a aumentar el tipo de interés de referencia en marzo, después de haberlo hecho en diciembre, hasta el rango de 0,75 % - 1 %. La decisión se basó en los progresos observados en el mercado laboral

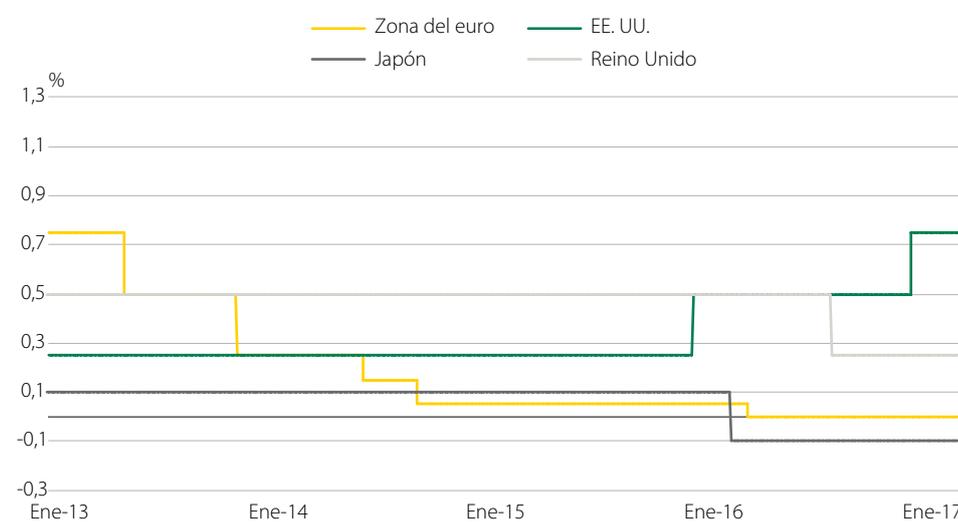
y la continuada expansión, aunque a un ritmo moderado, de la actividad económica. Así, la institución estadounidense considera que su política monetaria permitirá la convergencia a medio plazo de la tasa de inflación hacia su objetivo del 2 % y espera que la evolución de las condiciones económicas sea consistente con aumentos graduales del tipo de interés, si bien el ritmo de dichos incrementos dependerá del desarrollo de la actividad y de los avances en el empleo y los precios.

Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios tanto el tipo de interés oficial, que ya se rebajó en agosto hasta los 25 p.b., como el programa de compras de activos de renta fija, y espera que la inflación se sitúe por encima de su objetivo de manera temporal a causa de la depreciación de la libra. El Banco de Japón también decidió mantener inalterada su política monetaria ultraexpansiva y seguirá ampliando la base monetaria hasta que la inflación se sitúe de manera estable por encima del objetivo (2 %) y mantenga bajo control la curva de tipos de interés.

Por su parte, ni el Banco de Inglaterra ni el Banco de Japón mostraron cambios en el tono de sus políticas monetarias.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés a corto plazo mostraron gran heterogeneidad entre las economías avanzadas, a causa de las diferencias en las políticas monetarias aplicadas. En EE. UU., los tipos de interés del mercado interbancario, que durante 2016 repuntaron 39 p.b. para el plazo de tres meses y 51 p.b. para el plazo de doce meses, siguieron esta tendencia ascendente durante los primeros meses de 2017. A mediados de marzo, estos tipos de interés se situaban en el 1,14 % y el 1,83 %, lo que supone un aumento de 14 p.b. en relación con los valores de finales de 2016. En la zona del euro, en cambio, los tipos a tres y doce meses continuaron adentrándose en terreno negativo y se situaron, respectivamente, en el -0,33 % y el -0,11 % a mediados de marzo (-0,32 % y -0,08 %, respectivamente, al cierre de 2016).

Los tipos de interés a corto plazo repuntan en EE. UU., mientras que en la zona euro permanecen en terreno negativo, en línea con las diferencias en el tono de la política monetaria.

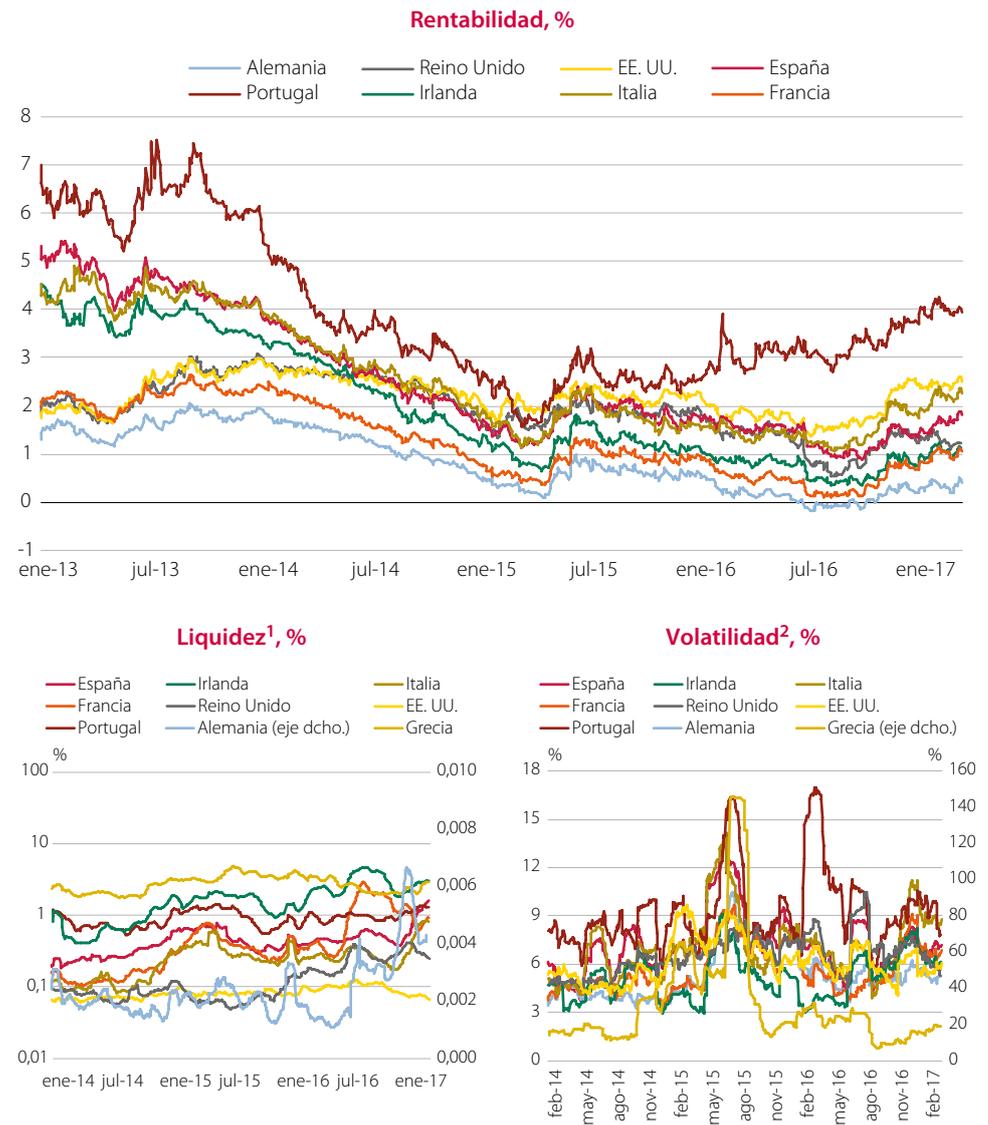
En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de la deuda pública a diez años descendieron, en general, en la mayoría de las economías avanzadas durante el primer semestre de 2016, mientras que en la segunda mitad del año se produjo un incremento de las mismas como consecuencia del cambio de escenario macrofinanciero introducido por la nueva Administración estadounidense. A pe-

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo descendieron en el primer semestre de 2016 y repuntaron después, con más intensidad tras las elecciones en EE. UU. en noviembre...

El giro alcista de los últimos meses, las rentabilidades a diez años de las economías europeas finalizaron 2016 en niveles inferiores a los de finales de 2015, excepto en Italia y en Portugal, donde la incertidumbre relacionada con la salud de su sector bancario incidió significativamente en la evolución de sus rentabilidades. En EE. UU., por el contrario, el cambio de tendencia de los tipos de interés a largo plazo fue mucho más pronunciado y comenzó antes que en Europa, por lo que, en el balance del año, la rentabilidad de la deuda pública registraba un aumento de 25 p.b.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



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

- 1 Promedio de un mes del diferencial compraventa (*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 compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero. Un incremento del indicador supone una pérdida de liquidez.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de cuarenta días.

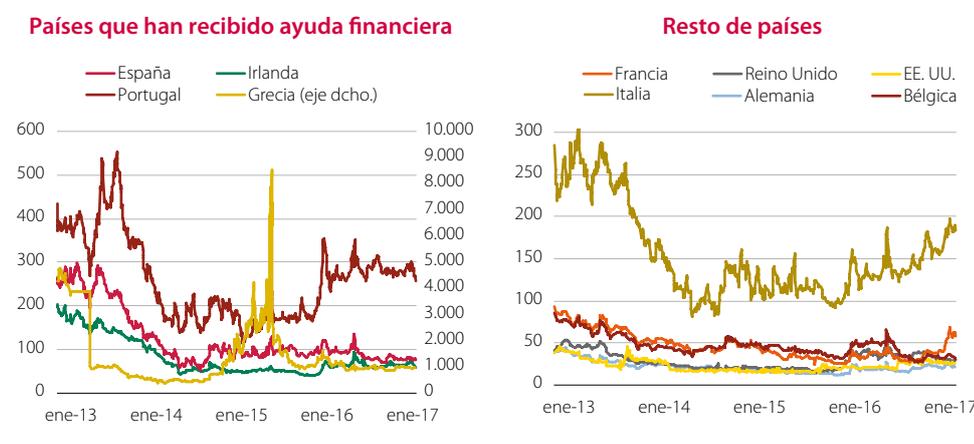
La tendencia alcista de las rentabilidades de la deuda ha continuado durante los primeros meses de 2017 de forma generalizada en todas las economías avanzadas. Así, a mediados de marzo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de EE.UU. se situaba en el 2,5 % (68 p.b. más que en noviembre), un registro muy superior al de las economías más sólidas de la eurozona, que refleja la expectativa de una normalización más rápida de la política monetaria de la Reserva Federal. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública en Alemania y España se situaron en el 0,41 % y el 1,81 % a mediados de marzo (24 p.b. y 52 p.b. más que en noviembre) y las de Italia y Francia en el 2,3 % y el 1 % respectivamente. Los incrementos observados en estas últimas economías (55 p.b.) fueron ligeramente superiores a los de otras economías de la zona debido, en parte, a la incertidumbre política existente en estos países y, en el caso concreto de Italia, a la preocupación sobre las debilidades del sector bancario. No obstante, estos registros continúan situándose en niveles mínimos históricos.

... una tendencia que continuó en los primeros meses de 2017.

Las primas de riesgo de crédito soberano, evaluadas mediante los CDS a cinco años de los bonos soberanos, presentaron una evolución muy estable a lo largo de 2016 tanto en EE. UU. como en las economías *core* de la zona euro (véase el gráfico 4). En las economías de la periferia de Europa, en cambio, se observó mayor heterogeneidad, con una caída de 6 p.b. en España y aumentos en Italia y Portugal de 66 p.b. y 102 p.b. respectivamente. En marzo de este año, las primas de riesgo se situaban en 26 p.b. en EE. UU., 21 p.b. en Alemania, 29 p.b. en el Reino Unido, 77 p.b. en España, 184 p.b. en Italia y 275 p.b. en Portugal, unos valores similares a los del cierre de 2016. Solo en Francia se observó un incremento de la prima de riesgo algo mayor (21 p.b.), situándose en 59 p.b. de media en marzo.

Las primas de riesgo de crédito de los CDS muestran estabilidad en la mayoría de las economías y solo repuntan en aquellas donde se percibe algún foco de incertidumbre (banca o elecciones), esto es, Italia, Portugal y más recientemente Francia.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años, p.b.) GRÁFICO 4



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

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en 2016 en todos los tipos de deuda de EE. UU. y en las dos categorías de peor calidad crediticia de la zona euro (la prima de riesgo de los bonos con *rating* AAA se mantuvo inalterada). Como se muestra en el gráfico 5, los instrumentos de peor calidad crediticia (*high yield*) registraron los mayores descensos en las dos regiones, en especial en EE. UU., donde la reducción fue de 246 p.b., muy por encima de la caída de 73 p.b. en la zona euro. Las primas de dichos instrumentos continuaron disminuyendo durante los primeros meses de 2017, un comportamiento que se podría relacionar con la creciente importancia de las estrategias orientadas a la búsqueda de

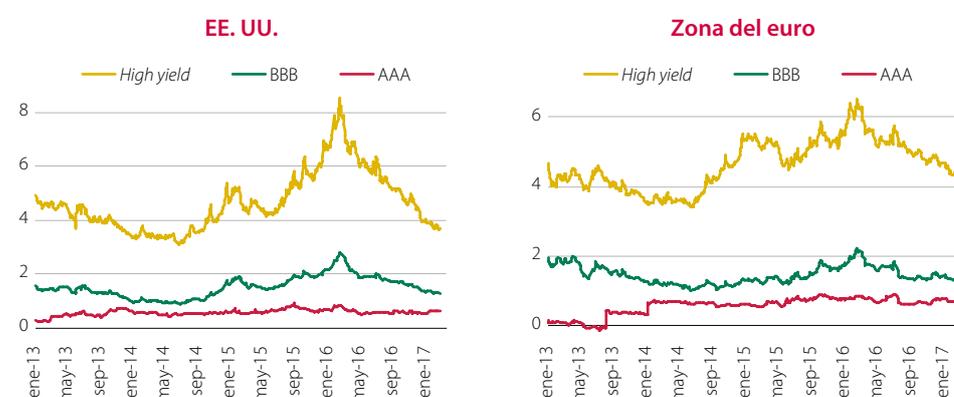
Nuevo descenso de las primas de riesgo de los bonos high yield que refleja la importancia de las estrategias relacionadas con la búsqueda de rentabilidad.

rentabilidad en un contexto de tipos de interés extremadamente reducidos. De este modo, las primas de riesgo de los instrumentos *high yield* se situaron en marzo en 366 p.b. en EE. UU. y en 433 p.b. en la zona euro.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

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



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

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

El volumen de emisiones de deuda en los mercados internacionales creció un 5,2 % en 2016.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija durante el año 2016 alcanzaron los 2,72 billones de dólares, lo que supone un incremento del 5,2 % con respecto al volumen emitido en 2015. Por sectores, se registraron incrementos tanto en las emisiones soberanas como en las emisiones del sector privado, que en 2016 se situaron, respectivamente, en 1,43 y 1,29 billones de dólares, 91 y 45 mil millones de dólares más que en el ejercicio anterior.

En Europa y en EE. UU. las emisiones de deuda soberana cayeron en 2016...

En Europa, el volumen de emisiones netas de deuda del sector público continuó condicionado por el proceso de consolidación fiscal. Dicho importe descendió desde los 110 mil millones de dólares registrados en 2015 hasta los 70 mil millones en 2016 como consecuencia, principalmente, de la reducción de emisiones en el segundo semestre del año, que, en términos netos, se situaron en terreno negativo (-178 mil millones de dólares; véase el panel superior derecho del gráfico 6). También disminuyeron las emisiones netas soberanas en EE. UU., aunque en este caso el descenso se debió al incremento del volumen de los vencimientos, que aumentaron un 16,5 % en el último ejercicio.

... mientras que las del sector financiero aumentaron en EE. UU. y retrocedieron en Europa como consecuencia del complicado entorno en el que operan estas entidades.

Las emisiones netas del sector financiero efectuadas en EE. UU. a lo largo de 2016 se situaron en 220 mil millones de dólares, 14 mil millones de dólares más que en 2015, debido al descenso del volumen de vencimientos. Por su lado, las emisiones netas del sector financiero en Europa, que ya fueron negativas en 2015, cayeron aún más en el último ejercicio (un 24,9 %, hasta -97 mil millones de dólares). Esta disminución de las emisiones pone de manifiesto el proceso de desapalancamiento en el que se ve sumida la banca europea, que afronta retos relacionados con el exceso de capacidad del sector, los elevados costes operativos y una creciente competencia en la prestación de algunos servicios financieros.

Los volúmenes emitidos de deuda corporativa en 2016 fueron superiores a los registrados el año anterior en todas las regiones, a excepción de EE. UU. En particular, las

emisiones netas aumentaron un 29 % en Europa, hasta los 165 mil millones de dólares, y alcanzaron los 10 mil millones de dólares en Japón, después de haber mostrado un registro negativo durante 2015 e incluso en el primer semestre de 2016. Parte de estos incrementos se puede atribuir a los programas de compra de activos puestos en marcha por los bancos centrales de ambas regiones y a la expectativa de aumento en los tipos de interés que invita a las entidades a emitir con anticipación a un coste menor. En el caso de EE. UU., el descenso de las emisiones netas, que cayeron un 15,4 % en 2016, se explica en parte por la comparación con el elevado volumen de emisiones que se produjo en el primer semestre del año anterior, cuando las entidades dinamizaron su actividad en los mercados primarios de deuda en un contexto en el que esperaban un aumento de tipos por parte de la Reserva Federal.

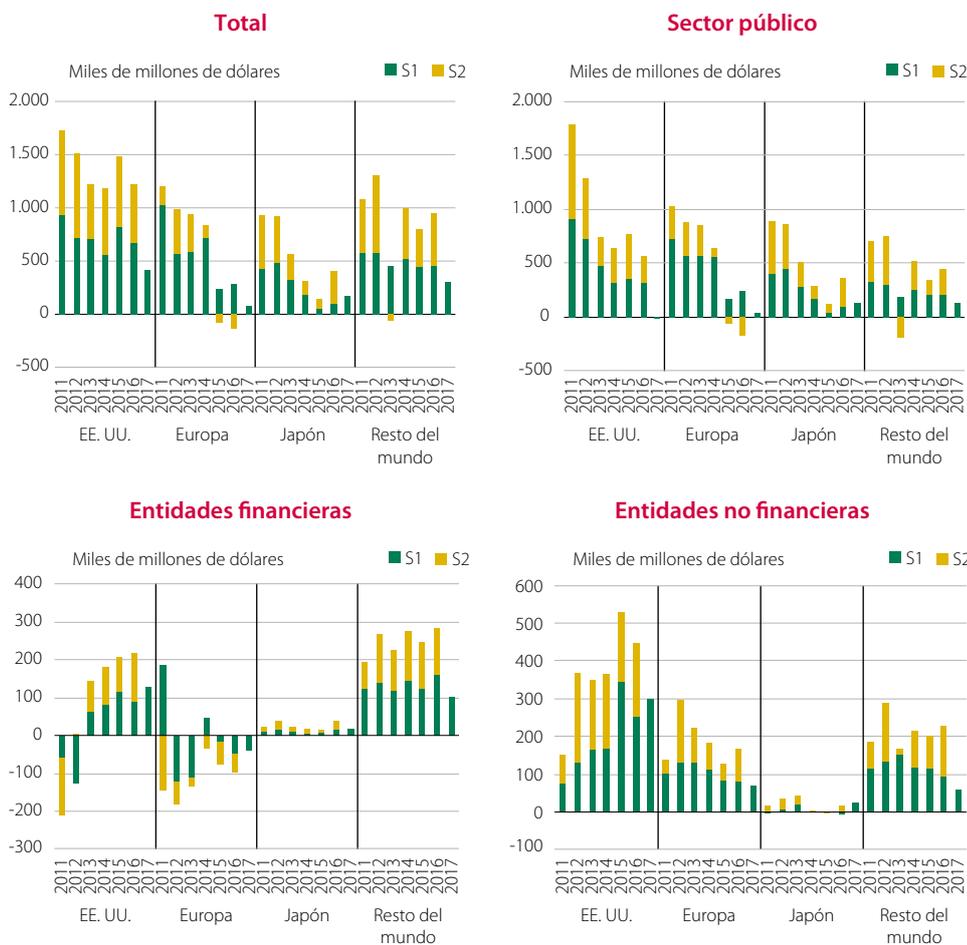
Las emisiones de deuda corporativa aumentaron en todas las regiones excepto en EE. UU., influidas por los programas de compra de deuda de los bancos centrales y las perspectivas de aumento en los tipos de interés.

En los primeros meses de 2017³, las emisiones netas de renta fija internacionales se redujeron un 40 % en comparación con el mismo periodo del año anterior, debido principalmente a la disminución en el volumen de emisiones de deuda soberana de EE. UU y Europa.

En los primeros meses de 2017 se observa un retroceso en las emisiones originado por la disminución de las emisiones de deuda soberana.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

3 Datos hasta el 15 de marzo de 2017.

A pesar de las pérdidas de la primera mitad del año pasado, la mayoría de los índices de renta variable finalizó el año con ganancias...

Los principales índices de renta variable internacional, que registraron pérdidas durante la primera mitad de 2016 en relación con varias fuentes de incertidumbre⁴, mostraron aumentos considerables en el segundo semestre, de forma que la mayoría de ellos cerró el año con ganancias. Los avances más cuantiosos se observaron en los índices estadounidenses (13,4 % el Dow Jones, 9,5 % el S&P 500 y 7,5 % el tecnológico Nasdaq), en contraste con los japoneses, cuyas variaciones fueron más reducidas (0,4 % el Nikkei y -1,9 % el Topix). En Europa, destacaron los avances del índice británico FTSE 100 (14,4 %) y del alemán Dax 30 (6,9 %), mientras que el índice italiano Mib 30 acumuló unas pérdidas del 10,2 %, por las dificultades que afronta el sector financiero en este país, y el índice español cayó un 2 %.

... que se han prolongado en los primeros meses de 2017, en un entorno de baja volatilidad.

Las revalorizaciones de las bolsas se han mantenido, en términos generales, en los primeros meses de 2017, observándose ganancias que han oscilado entre el 2,8 % del Mib 30 y el 2,5 % del Cac 40 hasta el 6 % del Dow Jones o el 9,6 % del Nasdaq. Los índices estadounidenses se han visto favorecidos por las expectativas relacionadas con la aplicación de una política fiscal más expansiva y la desregulación de algunas industrias estratégicas, mientras que en Europa algunos índices han acusado el incremento de la incertidumbre política. Las volatilidades implícitas de las principales bolsas internacionales se han mantenido en niveles reducidos (entre el 10 % y el 20 %) desde comienzos de año (véase el panel derecho del gráfico 7).

Los índices de renta variable emergente también experimentaron avances en 2016, sobre todo en Latinoamérica y en Europa del Este.

En los mercados de renta variable emergente, el índice MSCI se revalorizó un 5,3 % en 2016, debido a su evolución positiva durante el segundo semestre, que compensó las leves pérdidas producidas en la primera mitad del año. Por regiones, los índices de Latinoamérica y de Europa del Este registraron avances muy importantes a lo largo del año pasado. Así, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa mostraron ganancias del 44,9 % y 38,9 % respectivamente, mientras que la bolsa rusa obtuvo una rentabilidad del 52,2 %. La evolución de los índices asiáticos fue más heterogénea, destacando el retroceso del 12,3 % del Shanghai Composite, que reflejó las preocupaciones por la depreciación del renminbi, por las potenciales salidas de capital y por el elevado nivel de deuda corporativa. Desde el inicio del año, las principales bolsas emergentes han registrado avances, a excepción de la rusa, cuya variación ha sido del -7,8 %.

4 En los primeros meses del año la incertidumbre se produjo en relación con la evolución de las economías emergentes, en particular de China, y a mediados de año tras conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea (*brexit*).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2013	2014	2015	2016	I-16	II-16	III-16	IV-16	I-17 (hasta el 15 de marzo)	
									% s/trim. ant.	% inter- anual ²
Mundo										
MSCI World	24,1	2,9	-2,7	5,3	-0,9	0,3	4,4	1,5	5,9	14,5
Zona euro										
Eurostoxx 50	17,9	1,2	3,8	0,7	-8,0	-4,7	4,8	9,6	3,6	11,2
Euronext 100	19,0	3,6	8,0	3,0	-4,6	-2,1	4,1	5,9	3,1	10,4
Dax 30	25,5	2,7	9,6	6,9	-7,2	-2,9	8,6	9,2	4,6	20,9
Cac 40	18,0	-0,5	8,5	4,9	-5,4	-3,4	5,0	9,3	2,5	11,5
Mib 30	16,6	0,2	12,7	-10,2	-15,4	-10,6	1,3	17,3	2,8	5,4
Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	-8,6	-6,4	7,5	6,5	6,7	11,1
Reino Unido										
FTSE 100	14,4	-2,7	-4,9	14,4	-1,1	5,3	6,1	3,5	3,2	20,0
Estados Unidos										
Dow Jones	26,5	7,5	-2,2	13,4	1,5	1,4	2,1	7,9	6,0	21,4
S&P 500	29,6	11,4	-0,7	9,5	0,8	1,9	3,3	3,3	6,5	18,3
Nasdaq-Composite	38,3	13,4	5,7	7,5	-2,7	-0,6	9,7	1,3	9,6	24,8
Japón										
Nikkei 225	56,7	7,1	9,1	0,4	-12,0	-7,1	5,6	16,2	2,4	14,4
Topix	51,5	8,1	9,9	-1,9	-12,9	-7,5	6,2	14,8	3,5	14,5

Fuente: Datastream.

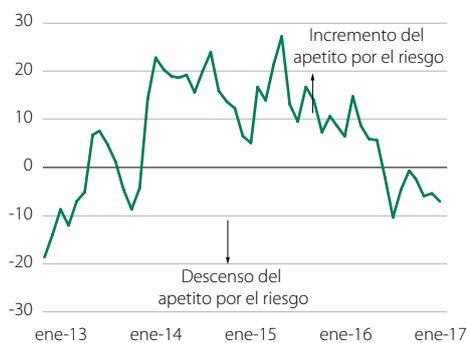
1 En moneda local.

2 Variación Interanual alcanzada en la fecha de referencia.

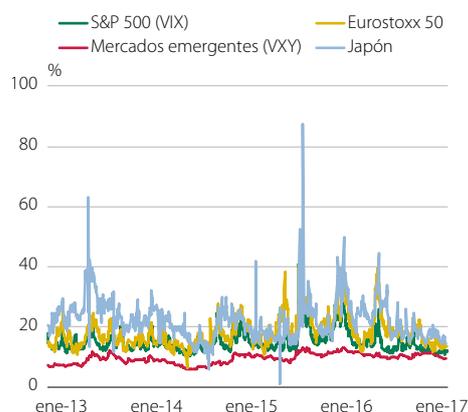
Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

Apetito por el riesgo¹



Volatilidad implícita (%)



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

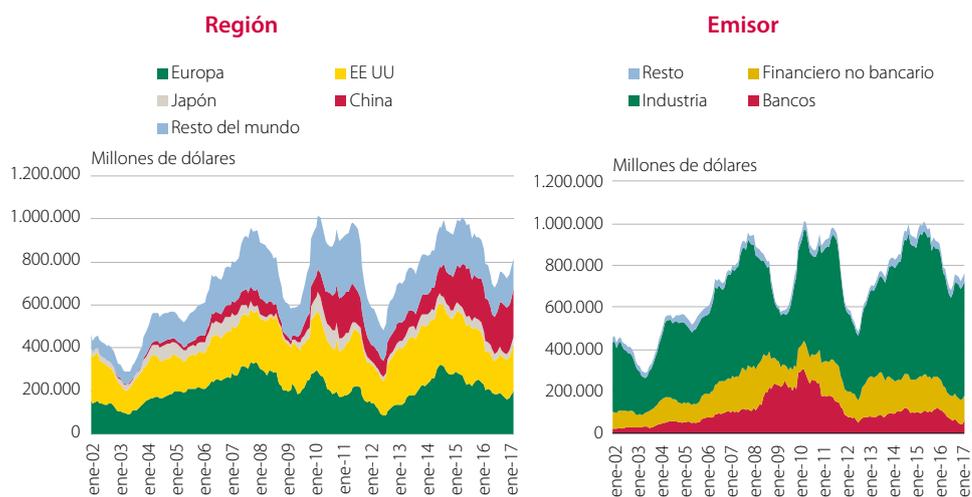
1 Indicador State Street.

En los mercados internacionales de renta variable las emisiones acumuladas durante doce meses hasta marzo de 2017 fueron ligeramente superiores a las observadas un año antes.

En los mercados internacionales de renta variable, el volumen de las emisiones de acciones se situó en 725 mil millones de dólares en 2016, un 21 % menos que en 2015. Sin embargo, se ha observado un dinamismo mayor en los primeros meses de este año pues, con datos acumulados de doce meses hasta marzo, el volumen de emisiones se ha situado en 818 mil millones de dólares, ligeramente por encima del registro del año anterior (véase el gráfico 8). El análisis por regiones muestra una cierta heterogeneidad, con retrocesos en las emisiones de acciones en Japón (-17,3 %) y en Europa (-3,3 %) y aumentos en China (12,5 %) y, en especial, en EE. UU. (20,3 %). En esta última economía, las emisiones se han visto favorecidas por las fuertes revalorizaciones de las cotizaciones de las acciones. Por sectores, todos los subgrupos mostraron incrementos (empresas financieras: 7,3 %; empresas industriales: 5,4 %, y empresas de *utilities*: 52,6 %) a excepción de los bancos (-25,7 %). En el caso de estos últimos, aunque la variación del volumen emitido ha mejorado con respecto a los registros del segundo semestre de 2016 (-66 % en diciembre), este sigue siendo negativo debido, en parte, a los retos que afronta el sistema bancario europeo, que muestra dificultades para obtener rentabilidades más altas en un contexto de tipos de interés extremadamente reducidos y también de creciente competencia en el sector financiero.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española creció un 3,2 % de media en 2016, muy por encima del registro de la zona euro (1,7 %).

En 2016, la tasa de crecimiento del PIB de la economía española se mantuvo inalterada con respecto a la observada el año anterior y se situó muy por encima del registro de la zona euro. En particular, la tasa de variación interanual del PIB fue del 3,2 % (0,7 % en el cuarto trimestre), mientras que en la zona euro fue del 1,7 % (0,4 % en el cuarto trimestre).

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

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB descendió 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en 2016, hasta los 2,8 p.p., una disminución que estuvo compensada por un aumento de la contribución del sector exterior. Dentro de los componentes de la demanda interna, únicamente aumentó el crecimiento del consumo pri-

vado (del 2,8 al 3,2 %), mientras que se ralentizó tanto la formación bruta de capital fijo (del 6 al 3,1 %) como el consumo público, que pasó del 2 al 0,8 %. Por otra parte, el crecimiento de las exportaciones se desaceleró (del 4,9 al 4,4 %), si bien el de las importaciones lo hizo con mayor intensidad (del 5,6 al 3,3 %), de manera que la aportación del sector exterior pasó a ser positiva (de -0,1 a 0,4 p.p.).

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas mostraron avances más intensos que en 2015 salvo el sector industrial, cuya tasa de variación anual se situó en el 2,4 % en 2016 (5,5 en el año anterior). El valor añadido de las ramas primarias creció un 3,4 % en 2016 (-2,8 en el año anterior), el de la construcción aumentó un 2,5 % (0,2 en el año anterior) y el del sector de los servicios lo hizo un 3,4 % (2,6 en el año anterior).

Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores intensificaron sus avances en 2016 salvo el industrial.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2013	2014	2015	2016	CE ¹	
					2017P	2018P
PIB	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,3	2,1
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,1	1,8
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	0,8	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-3,4	3,8	6,0	3,1	3,4	3,8
Construcción	-8,6	1,2	4,9	1,9	n. d.	n. d.
Bienes de equipo y otros	5,3	8,4	8,9	5,1	4,0	3,8
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	4,4	4,0	4,3
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	3,3	3,5	4,3
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,4	-0,5	-0,1	0,4	0,2	0,1
Empleo²	-3,4	1,1	3,0	2,9	2,0	1,7
Tasa de paro	26,1	24,4	22,1	19,6	17,7	16,0
Índice de precios de consumo³	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	1,9	1,7
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,1	1,4	2,0	1,7	1,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-7,0	-6,0	-5,1	-4,7	-3,5	-2,9
Deuda pública (% PIB)⁵	95,4	100,4	99,8	99,7	100,0	99,7
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁶	-83,7	-90,1	-79,3	-76,3	n. d.	n. d.

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

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

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

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

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2012, 2013, 2014 y 2015 por una cuantía del 3,8 %, el 0,5 %, el 0,1 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente. El dato de 2016 corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

5 El dato de 2016 corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

6 Sin Banco de España. El saldo de la posición de inversión internacional neta corresponde al tercer trimestre de 2016.

n. d.: [dato] no disponible.

Después de haber mostrado tasas negativas durante la primera mitad de 2016, la tasa de inflación ha aumentado de manera considerable en los últimos meses, como consecuencia del incremento de los precios de la energía. Así, a finales de 2016 la inflación se situó en el 1,6 %, casi un punto porcentual más que en noviembre, y en

La inflación ha repuntado con fuerza en los últimos meses debido al encarecimiento de los precios de la energía. La tasa subyacente se ha mostrado mucho más estable.

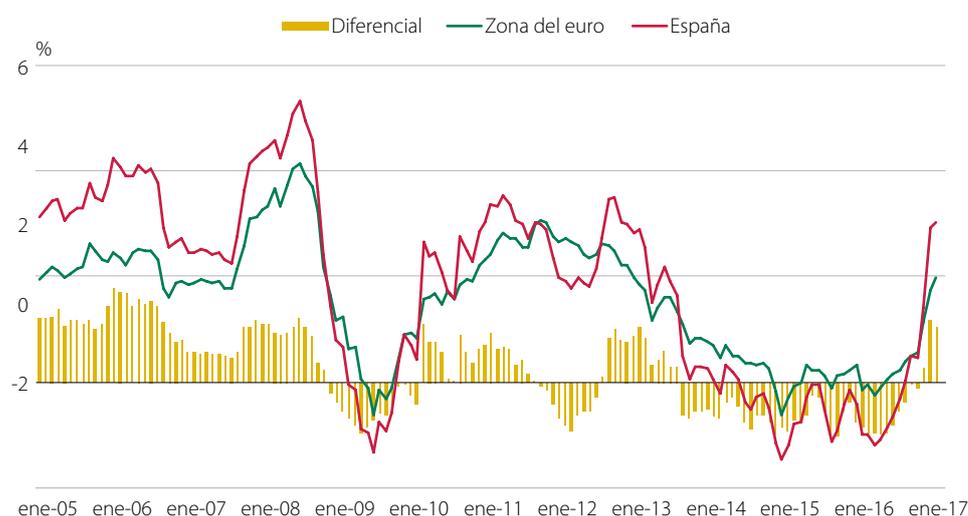
febrero de 2017 alcanzó el 3 %. La evolución de los componentes que forman la inflación subyacente, una medida que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía o los alimentos frescos, ha sido mucho más estable: la variación interanual se mantuvo en el 0,9 % en febrero de 2017, el mismo registro que en noviembre de 2016. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona euro, que fue de -0,1 p.p. en noviembre, repuntó hasta 1,1 p.p. en febrero (véase el gráfico 9).

El empleo continúa creciendo a tasas cercanas al 3 % y permite que la tasa de desempleo baje del 19 % a finales de 2016.

En el mercado laboral, el empleo creció un 2,9 % durante 2016, un avance muy similar al observado en el año anterior (3 %). La creación de 462 mil puestos de trabajo a lo largo del año hizo que el número de ocupados alcanzara los 17,51 millones a finales de 2016. Así, la tasa de paro disminuyó hasta el 18,6 % en el cuarto trimestre del ejercicio y la media anual se situó en el 19,6 %, muy por debajo de la media registrada en 2015 (22,1 %). La tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue negativa durante todo el año pasado, pues el avance de la productividad aparente del trabajo (0,37 % de media en el año) superó ampliamente la variación de la remuneración por asalariado (que apenas registró un 0,01 % de media en 2016).

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

El déficit público se redujo hasta el 4,5 % del PIB en 2016, una cifra algo inferior al objetivo fijado para el año (4,6 %) y más de medio punto por debajo de la cifra de 2015.

El déficit de las administraciones públicas (AA. PP.) se redujo hasta el 4,5 % del PIB en 2016 (4,3 % si se excluyen las ayudas financieras), una cifra ligeramente inferior al objetivo fijado para el conjunto del año (4,6 %) y más de medio punto por debajo del registro de 2015. El desglose por administraciones revela una leve disminución del déficit de la Administración Central (pasó del 2,59 % del PIB al 2,52 %) y una más cuantiosa del de las Comunidades Autónomas, que prácticamente se redujo a la mitad (pasó del 1,74 % del PIB al 0,825). También mejoró el saldo de las Corporaciones Locales, cuyo superávit pasó del 0,47 % del PIB al 0,64. Solo los Fondos de la Seguridad Social mostraron un registro peor en 2016 (su déficit pasó del 1,22 % del PIB al 1,62). Por su parte, la deuda agregada de las AA. PP., según el Protocolo de Déficit

- 5 El resultado fiscal de las Comunidades Autónomas está influido por el incremento de los recursos autonómicos derivados de la aplicación del sistema de financiación, que aumentaron más de 8.200 millones de euros en 2016. Once Comunidades Autónomas cumplieron el objetivo de déficit.

Excesivo (PDE), se redujo ligeramente en el tercer trimestre hasta el 100,3 % del PIB, tras alcanzar el 101 % a mitad de 2016 (99,8 a final de 2015). En la última actualización del Plan Presupuestario de 2017, los objetivos de déficit se han fijado en el 3,1 % del PIB para 2017, el 2,2 para 2018 y el 1,3 para 2019.

El desarrollo del negocio bancario continúa siendo complejo, como consecuencia del entorno de tipos de interés extremadamente reducidos y del afianzamiento de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*) que están teniendo un impacto significativo en las rentabilidades que ofrecen las entidades, muy por debajo de los registros medios históricos. Este entorno, que es común al resto de sistemas bancarios europeos, es más favorable en el caso español por la consolidación del crecimiento económico, que permite reducir la tasa de morosidad. Además de afrontar la creciente competencia de otras entidades, uno de los retos del sistema bancario se encuentra en el proceso de racionalización de costes y, relacionado con este, de ganancias de eficiencia.

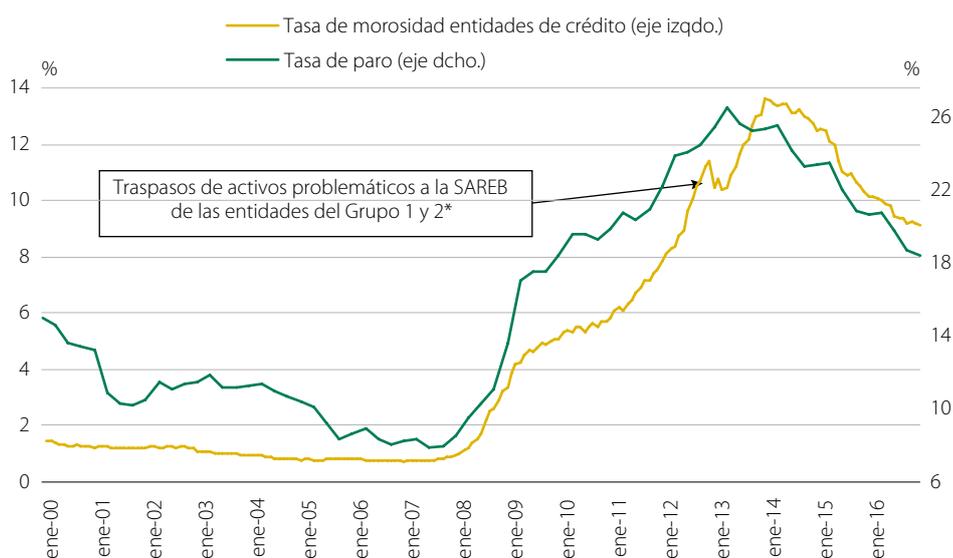
La tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes (hogares y empresas no financieras) descendió hasta el 9,1 % en diciembre de 2016, un punto porcentual por debajo de la tasa registrada en el último mes de 2015. Esta reducción se debe, en parte, al mayor dinamismo de la actividad económica, como también al entorno de tipos de interés reducidos, que está disminuyendo el coste de la financiación para los prestatarios. En este contexto, la cuenta de resultados de las entidades de crédito mostraba un beneficio acumulado durante los tres primeros trimestres de 2016 de 8.288 millones de euros (7.152 millones en el mismo periodo de 2015). Los diferentes epígrafes de la cuenta revelan: (i) un retroceso del margen bruto originado, fundamentalmente, por la disminución del margen de intereses; (ii) estabilidad de los gastos de explotación, y (iii) una caída de las pérdidas por el deterioro de los activos (financieros y no financieros). La evolución de estas últimas, junto con el menor importe por impuesto de sociedades, explica el avance interanual de los beneficios agregados.

El negocio bancario, que se desarrolla en un contexto complicado por el nivel reducido de los tipos de interés, tiene un elemento positivo en el caso español, derivado del dinamismo de la actividad económica...

... que está repercutiendo positivamente en la morosidad y en la cuenta de resultados de las entidades.

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

GRÁFICO 10



Fuentes: Banco de España e INE. Datos de morosidad y de paro hasta diciembre de 2016.

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).

La financiación bancaria al sector no financiero de la economía (hogares y empresas) siguió cayendo en 2016, pero menos que en ejercicios anteriores.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (hogares y empresas) descendió a lo largo de 2016, aunque a un ritmo menor que en 2015. Así, en el caso de las sociedades no financieras, la variación interanual de la financiación fue del -0,2 % en diciembre (-0,4 % en el mismo mes de 2015). La contribución positiva de los valores distintos de acciones y préstamos del exterior no fue suficiente para compensar el retroceso que se produjo en los préstamos otorgados por entidades de crédito residentes. La evolución de la financiación a los hogares siguió un patrón similar al de las empresas: el retroceso interanual registrado en diciembre de 2016 (-1,4 %) fue inferior al observado en el mismo mes del año anterior (-2,1 %). La variación fue negativa debido a la reducción de préstamos para la adquisición de la vivienda, cuya contribución fue de -2,3 %. En la zona euro, por el contrario, aumentó el crédito concedido tanto a corporaciones como a hogares, con tasas interanuales que en el mes de noviembre se situaron, respectivamente, en el 1,8 % y 2,1 %.

Prosigue la disminución del tamaño del sector bancario, a pesar del leve aumento de la financiación que procede del Eurosistema.

El tamaño del sector bancario se redujo durante el último ejercicio, en línea con la tendencia observada en años recientes. En diciembre de 2016, el balance agregado de las entidades de crédito mostraba un volumen de activos de 2,65 billones de euros, lo que supone una disminución de 113 mil millones en comparación con el dato de cierre de 2015. En general, todas las fuentes de financiación redujeron su importe: el saldo de los depósitos disminuyó 74 mil millones de euros, el volumen de deuda emitido descendió 24 mil millones y el patrimonio cayó 8 mil millones. El volumen de financiación neto que las entidades bancarias obtienen del Eurosistema, por su parte, disminuyó durante el primer semestre del año y posteriormente aumentó hasta situarse en los 139 mil millones de euros en diciembre de 2016 (133 mil millones en el último mes de 2015).

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 30 % en 2016, si descontamos las fuertes pérdidas de una entidad del sector del comercio y los servicios.

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.078 millones de euros en 2016, un 3,5 % menos que en 2015. El análisis por sectores revela que en todos ellos se produjo un crecimiento notable tanto del resultado bruto de explotación como del resultado antes de impuestos, en línea con el dinamismo de la actividad económica doméstica (véase el cuadro 3). Por su cuantía, destacan los incrementos del resultado antes de impuestos de las empresas del sector de la energía (superior a 5 mil millones de euros) y el de las empresas del sector del comercio y los servicios (casi 2.800 millones de euros). El resultado consolidado del ejercicio se incrementó en las empresas energéticas, un 75 %, hasta los 8.829 millones de euros en 2016, y en las industriales, un 8,8 %, hasta los 4.913 millones, mientras que se redujo ligeramente en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios (-4,3 %). Las empresas del comercio y los servicios mostraron pérdidas en el conjunto del año, que se explican por el comportamiento de una sociedad que registró unas pérdidas muy elevadas en 2016⁶. Descontando la evolución de esta entidad, el resultado (consolidado) del ejercicio de las empresas de este sector habría aumentado un 23,8 % y el resultado de todas las entidades cotizadas no financieras lo habría hecho un 29,7 %.

6 Abengoa.

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

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ¹		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Energía	7.692	13.167	5.818	10.841	5.030	8.829
Industria	6.713	7.280	6.085	6.667	4.514	4.913
Comercio y servicios	9.649	12.808	3.824	6.621	4.716	-114
Construcción e inmobiliario	5.186	5.623	2.908	3.886	3.398	3.253
Ajustes	-60	83	46	192	39	197
Total agregado	29.180	38.961	18.681	28.207	17.697	17.078

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

Por su parte, el nivel de deuda de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 253.867 millones de euros a finales de 2016, lo que supone un ligero incremento del 0,5 % respecto al nivel del cierre de 2015. No se produjo un comportamiento homogéneo entre los distintos sectores, pues se observó un aumento en el nivel de las deudas en las empresas del sector de la energía y del comercio y los servicios, y un descenso en las empresas industriales y, sobre todo, en las empresas de la construcción e inmobiliarias (superior a los 2.800 millones de euros). La ratio de apalancamiento agregada (cociente entre el nivel de deudas y el patrimonio neto) del conjunto de empresas cotizadas no financieras se redujo desde 1,15 en 2015 hasta 1,11 en 2016 (véase el cuadro 4). Por sectores, esta ratio mostró una disminución notable en las empresas de la construcción, en línea con la disminución de su nivel de deudas. La ratio de cobertura de la deuda (cociente entre deudas y resultado de explotación) mejoró en 2016 para el conjunto de las empresas cotizadas no financieras, al pasar de 8,7 a 6,5. En el caso de las empresas energéticas el descenso de esta ratio fue incluso superior, al situarse en 5,8 en 2016 (9,6 en 2015).

El nivel de deudas agregado apenas se incrementó en 2016 y permitió un descenso de la ratio de apalancamiento agregada, que pasó de 1,15 a 1,11.

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

CUADRO 4

Millones de euros	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre EBITDA	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Energía	74.010	76.205	0,72	0,72	9,6	5,8
Industria	16.971	16.574	0,53	0,47	2,5	2,3
Comercio y servicios	107.766	109.361	1,98	2,00	11,2	8,5
Construcción e inmobiliario	55.209	52.370	1,86	1,58	10,6	9,3
Ajustes	-1.461	-642				
TOTAL AGREGADO	252.495	253.867	1,15	1,11	8,7	6,5

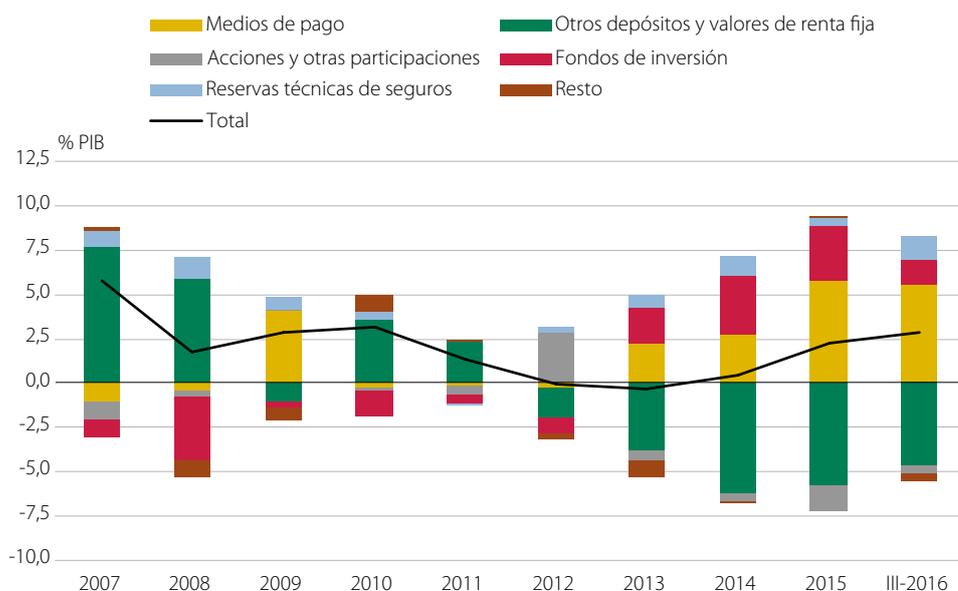
Fuente: CNMV.

La situación patrimonial de los hogares siguió mejorando en 2016 al reducirse tanto la ratio de deuda como de carga financiera. Además, destinaron casi un 3 % del PIB a la inversión en activos financieros, por encima de los registros de los últimos años.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro se estabilizó en valores cercanos al 8 % de su renta bruta disponible (RBD) en el tercer trimestre de 2016. Asimismo, tanto la ratio de endeudamiento sobre la renta disponible como la ratio de carga financiera continuaron la tendencia descendente observada desde la crisis financiera. La primera cayó desde el 106,8 % al cierre de 2015 hasta el 103,2 % en septiembre de 2016, como consecuencia de la disminución del saldo de la deuda y el aumento de las rentas. La segunda se redujo cuatro décimas porcentuales a lo largo del año y se situó en el 11,7 % en septiembre, favorecida por la caída del coste medio de la deuda. En este contexto, los hogares destinaron un 2,9 % del PIB a la inversión en activos financieros en el tercer trimestre de 2016 (datos acumulados de cuatro trimestres), un importe superior al registrado en los últimos años (2,2 % en 2015, 0,4 % en 2014 y -0,3 % en 2013). En línea con lo que sucedió en ejercicios recientes, los hogares desinvertieron en depósitos a largo plazo e instrumentos de deuda (4,7 % del PIB), productos que ofrecen rentabilidades escasas en el entorno actual de tipos reducidos, a la vez que invirtieron en efectivo y depósitos transferibles (5,6 % del PIB), en seguros (1,3 % del PIB) y en fondos de inversión (1,4 % del PIB).

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

GRÁFICO 11



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

Los activos financieros de los hogares en España: evolución reciente y comparación con otros países de la zona euro

RECUADRO 1

La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) es una encuesta elaborada por el Banco de España que ofrece información conjunta sobre la renta, el gasto, los activos y las deudas de las unidades familiares. Tiene una periodicidad trienal y utiliza una amplísima muestra de hogares, más de seis mil en la última edición. Las cinco oleadas disponibles hasta el momento corresponden a los años 2002, 2005, 2008, 2011 y 2014, un periodo de más de una década que incluye un ciclo completo de la economía española caracterizado por la gran intensidad y dura-

ción tanto de su fase expansiva como de la recesiva. Esta circunstancia realza, si cabe, el interés de la encuesta, pues facilita el análisis del comportamiento de los hogares durante el último ciclo económico. También añade interés el carácter longitudinal de parte de la encuesta (una parte de los hogares permanecen en la muestra a lo largo de las distintas ediciones), que abre la puerta al análisis de la evolución de las distintas variables a lo largo del ciclo vital de los hogares. Los datos pormenorizados de la última oleada no están todavía disponibles, pero ya se ha publicado un artículo con los resultados más destacables¹.

El Banco Central Europeo también ha impulsado la realización de una encuesta similar en la zona del euro, denominada Encuesta de las Finanzas y Consumo de los Hogares del Eurosistema (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS), que cuenta, por el momento, con dos ediciones, en las que se proporciona información armonizada de hogares de quince países en la primera oleada y veinte en la segunda², lo que permite comparar los resultados entre los países participantes. Los datos correspondientes a la segunda oleada corresponden, en la mayoría de los casos, al año 2014.

Ambas encuestas tienen un interés especial en el ámbito de los mercados financieros, ya que ofrecen información sobre la cartera de activos financieros de los hogares, incluyendo desgloses basados en grandes categorías de productos de inversión: acciones, renta fija y fondos de inversión. Además, gracias a la metodología utilizada, que incluye un sobremuestreo de los hogares con un nivel elevado de riqueza, se garantiza que haya un número suficiente de hogares en la muestra para estudiar su comportamiento en la inversión financiera³.

En este recuadro se resumen los principales resultados de la última edición de la EFF, con especial atención a la composición de los activos financieros de los hogares. Asimismo, se comparan estos resultados con los obtenidos por la HFCS para los países participantes.

La renta media de los hogares españoles se situaba en 2014 en 30.400 euros y la mediana⁴ en 22.700 euros, lo que supone una reducción del 12,1 % y del 9,6 % respecto a la edición de 2011, respectivamente. La riqueza neta media, por su parte, descendió a lo largo del trienio 2011-2014 un 7,7 %, hasta los 245.600 euros, mientras que la mediana lo hizo un 22,1 %, hasta los 119.400 euros. Tomando

1 *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011*, febrero de 2017. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2017/T1/fich/beaa1701-art2.pdf>

2 A los quince países de la primera edición, todos ellos pertenecientes a la zona del euro (Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Holanda, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia), se añaden en la segunda el resto de miembros, a excepción de Lituania, así como Hungría y Polonia.

3 Existen clases de activos en los que tan solo invierte una fracción reducida de la población, y normalmente coincide con los hogares con un nivel de riqueza elevado. Como consecuencia, para poder tener una muestra significativa de los inversores en este tipo de activos, es necesario tener una sobrerrepresentación de dichos hogares.

4 La renta mediana es un valor de la renta tal que el 50 % de los hogares tiene una renta inferior y el otro 50 % una renta superior.

también en consideración los resultados de las oleadas correspondientes a 2008 y 2011, se advierte que durante la crisis los hogares experimentaron un retroceso del 18,1 % en la renta mediana y de un 37,3 % en la riqueza mediana. En el segundo caso, el principal factor que explica una disminución tan intensa es la reducción del valor de la vivienda, principal activo en el que se materializa la riqueza para la mayor parte de los hogares⁵.

La EFF y la encuesta del BCE vuelven a poner de manifiesto que tanto los hogares españoles como los europeos mantienen una elevada proporción de su riqueza bruta en activos reales, aunque en el caso español se aprecia un incremento del peso relativo de los activos financieros, que pasan de suponer el 15,4 % del valor total de los activos en manos de los hogares en 2011 al 19,8 % en 2014. Este aumento se explica, sobre todo, por dos razones: la mencionada disminución del precio de la vivienda y una menor participación en el mercado de la vivienda en propiedad por parte de los hogares más jóvenes. A nivel europeo, los resultados de la HFCS muestran un peso relativo no muy distinto de los activos financieros, concretamente el 17,8 %.

Dentro de los activos reales, la vivienda principal mantiene también un peso destacado. El peso medio de la vivienda en el valor de dichos activos tampoco es muy distinto si se comparan ambas encuestas (57,4 % en España y 60,2 % en el área cubierta por la encuesta europea), aunque el rango de porcentajes por países es amplio, extendiéndose desde el 40 % de Chipre hasta el 80,1 % de Holanda). Las diferencias son considerablemente mayores si se atiende a la participación de los hogares en este mercado, esto es, al porcentaje de hogares propietarios de la vivienda principal, en especial para los hogares con menores niveles de riqueza neta. Así, en España, el 45,6 % de los hogares por debajo del percentil 25⁶ y el 92 % de aquellos que se encontraban entre el percentil 25 y la mediana eran propietarios de su vivienda, mientras que en el conjunto de los países participantes en la HFCS, de los hogares por debajo del percentil 20 y entre el 20 y el 40, tan solo el 8,1 % y el 31 %, respectivamente, poseían su vivienda en propiedad.

Respecto a los activos financieros, las estimaciones de la EFF indican que los de mayor peso en 2014 eran las cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, las acciones no cotizadas y participaciones y las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos, por este orden. Las primeras suponían el 17,9 % del valor total de los activos financieros, sustancialmente por debajo del máximo alcanzado en la oleada de 2008 (26,4 %). Las acciones no cotizadas, por el contrario, aumentaron su importancia relativa, especialmente durante los primeros años de la crisis, hasta representar el 17,8 % de la cartera financiera de los hogares españoles. No obstante, el número de hogares que poseían este activo continuaba siendo muy bajo, concretamente el 1,9 %. En cuanto a las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos, su peso en los activos financieros era del 16,8 %, porcentaje que ha ido cayendo desde el máximo observado en la edición de 2005 (26,6 %).

5 El índice de precios del sector inmobiliario experimentó una contracción del 30,2 % entre mediados de 2008 y finales de 2014.

6 El percentil 25 corresponde a un nivel de riqueza tal que el 25 % de los hogares tiene una riqueza inferior y el otro 75 % una riqueza superior.

Por otro lado, los planes de pensiones y seguros de vida, que eran el segundo activo en importancia en la EFF correspondiente a 2011, redujeron su peso en más de tres puntos porcentuales, hasta situarse en el 15,1 %. De esta forma, se amplían las diferencias que ya existían respecto a los países participantes en la HFCS, en los que, en media, este activo suponía el 24,5 %, si bien la dispersión es elevada, con máximos cercanos al 40 % en Holanda o Francia y mínimos por debajo del 10 % en Grecia e Italia.

En cuanto a los activos financieros de inversión (acciones cotizadas, fondos de inversión y valores de renta fija), su peso relativo aumentó entre 2011 y 2014, aunque continuaba siendo considerablemente menor que el de los activos anteriormente mencionados, tanto en la EFF como en la HFCS. En el caso de las acciones cotizadas en bolsa, su importancia relativa en los activos financieros de los hogares españoles se incrementó hasta el 12,6 % (9 % en 2011), porcentaje superior a la media europea de la HFCS (7,1 %), al igual que el importe mediano: 11.200 euros en España frente a 7.000 euros en Europa. El porcentaje de tenedores de estos instrumentos financieros entre los hogares españoles, que aumentó desde el inicio de la crisis un punto porcentual, hasta el 11,4 %, era similar a la de países como Francia o Bélgica (11,7 y 11 %) y se situaba por encima de otros como Alemania u Holanda (9,6 y 8 %). Tanto el peso relativo en el valor total de los activos financieros como el porcentaje de tenedores aumentan de forma sustancial con los niveles de renta y riqueza.

En relación con los fondos de inversión, después de una reducción importante en los primeros años de la crisis, su peso relativo en los activos financieros de los hogares españoles aumentó desde el 5,6 % en 2011 hasta el 9 % en 2014. Este avance, de acuerdo con los datos de la CNMV, se produce aproximadamente desde 2012 y se explica, en gran medida, por el bajo rendimiento de los productos alternativos, en particular de los depósitos, a causa de los bajos tipos de interés. El repunte de los fondos se materializa en el incremento de las cantidades invertidas por los hogares participantes (el valor mediano pasó de 10.000 a 39.300 euros), y no tanto por el aumento del número de hogares tenedores, que se incrementó de forma muy ligera (del 5,6 al 6 %). De hecho, el porcentaje de hogares españoles que invierten en este instrumento contrasta con el de otros países como Finlandia u Holanda, donde este producto está mucho más extendido (respectivamente, un 27 % y un 21 % de los hogares poseen fondos de inversión), aunque sus medianas de inversión son menores (4.200 y 8.900 euros, respectivamente).

Los valores de renta fija, por su parte, han sido tradicionalmente un activo con una inversión bastante reducida entre los hogares españoles. En la EFF de 2014 se estima una participación de tan solo el 0,6 % (en 2011 los hogares tenedores eran el 1,5 % del total), mientras que este porcentaje era superior al 5 % para el conjunto de los países participantes en la HFCS y se situaba por encima del 10 % en países como Italia o Malta. El importe mediano invertido por parte de los hogares españoles en estos instrumentos financieros era de 24.600 euros, superior a la mediana de la HFCS, que se situaba por debajo de los veinte mil euros.

En resumen, la EFF refleja que durante la crisis económica los hogares españoles han experimentado una importante contracción de su renta y de su riqueza neta,

sobre todo de esta última, a causa, en parte, de la caída de los precios de la vivienda habitual. Este descenso también se ha producido en los otros países europeos participantes en la encuesta del Banco Central Europeo, aunque, en términos agregados, el descenso ha sido mucho menor que en el caso español. La EFF también pone de manifiesto que en España existe un porcentaje elevado, considerablemente más alto que en el área cubierta por la HFCS, de hogares con renta por debajo de la mediana que posee vivienda en propiedad, circunstancia que no favorece la inversión de este segmento de la población en otro tipo de activos. Respecto a la inversión en productos financieros, cabe destacar que la participación de los hogares españoles en los mercados de renta variable cotizada está por encima de la de muchos países europeos, mientras que la posesión de valores de renta fija está muy por debajo. También está por debajo la participación en los fondos de inversión, a pesar de que ha aumentado entre 2011 y 2014.

2.3 Perspectivas

La economía mundial crecerá un 3,4 % en 2017, por encima del registro de 2016 (3,1 %).

Según las previsiones publicadas en enero por el FMI, el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,4 % en 2017 y el 3,6 % en 2018. Estas tasas, aunque están sujetas a un elevado grado de incertidumbre debido al posible alcance de las políticas que aplicará el Gobierno de EE. UU., se sitúan por encima del registro de 2016 (3,1 %). Para las economías avanzadas se espera un crecimiento del 1,9 % en 2017 y del 2 % en 2018, ambas superiores a la de 2016 (1,6 %), mientras que para las economías emergentes el pronóstico de la variación del PIB se sitúa en el 4,5 % para 2017 y en el 4,8 % para 2018 (4,1 % en 2016).

En el contexto internacional, los riesgos más relevantes que afectan al escenario macrofinanciero tienen que ver con la incertidumbre que ha introducido la nueva Administración estadounidense...

En el contexto internacional, la nueva Administración estadounidense ha introducido algunos riesgos en las perspectivas de crecimiento globales. En concreto, las restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración podrían tener un impacto negativo sobre la economía mundial a medio y largo plazo, mientras que la expectativa de una política fiscal más expansiva, que ya ha repercutido al alza en las rentabilidades de los activos de renta fija a medio y largo plazo, podría desencadenar nuevas correcciones del precio de los activos financieros y repuntes en la volatilidad de los mercados a nivel global.

... así como con la fragmentación política en Europa y con los problemas del sector bancario para obtener rentabilidades más elevadas.

En Europa, el incremento de la incertidumbre y la fragmentación política en algunos países, que continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo para el escenario económico financiero, podría dar lugar a una ralentización de las reformas estructurales en marcha y a una reavivación de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunas economías de la zona euro. Así, serán relevantes tanto la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*, que comenzaron a finales de marzo, una vez que el Gobierno británico puso en marcha el proceso de separación con la Unión Europea de manera formal, como también las elecciones en Francia y Alemania que tendrán lugar este año. También existen riesgos en el negocio del sector bancario, por las dificultades que están experimentando las entidades para obtener una rentabilidad mayor en el actual entorno de tipos de interés reducidos, el elevado volumen de activos de mala calidad en algunos países, los altos costes operativos y la creciente competencia de las empresas *fintech* y las actividades relacionadas con el *shadow banking*.

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

Fuente: FMI.

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

En cuanto a la economía española, el FMI prevé una moderación del crecimiento durante los dos próximos años, que se situará en el 2,3 % en 2017 y en el 2,1 % en 2018 según sus pronósticos, lo que supone un aumento de una y dos décimas, respectivamente, en comparación con la última previsión. A pesar de dicha moderación, que se explica por la esperada ralentización del consumo privado, el avance del PIB español se mantendría por encima de las tasas esperadas para la zona euro (1,6 % en ambos años). En este contexto, persisten los retos relacionados con la elevada tasa de paro y con el proceso de consolidación fiscal, si bien se han producido mejoras en ambas parcelas durante los últimos años, gracias al dinamismo de la actividad doméstica. También existen riesgos relacionados con el desarrollo de la actividad de los bancos, debido a la presencia de elementos de la misma naturaleza que en otras economías europeas. Finalmente, cabe señalar la incertidumbre a la que se enfrentan aquellas empresas con gran exposición a las economías latinoamericanas y al Reino Unido, que pueden verse afectadas por las políticas del Gobierno estadounidense y por el *brexít*.

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

3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha reducido progresivamente durante los últimos meses hasta valores de 0,23 a mediados de marzo, que se corresponden con niveles de estrés reducidos⁷ (el umbral que separa el nivel

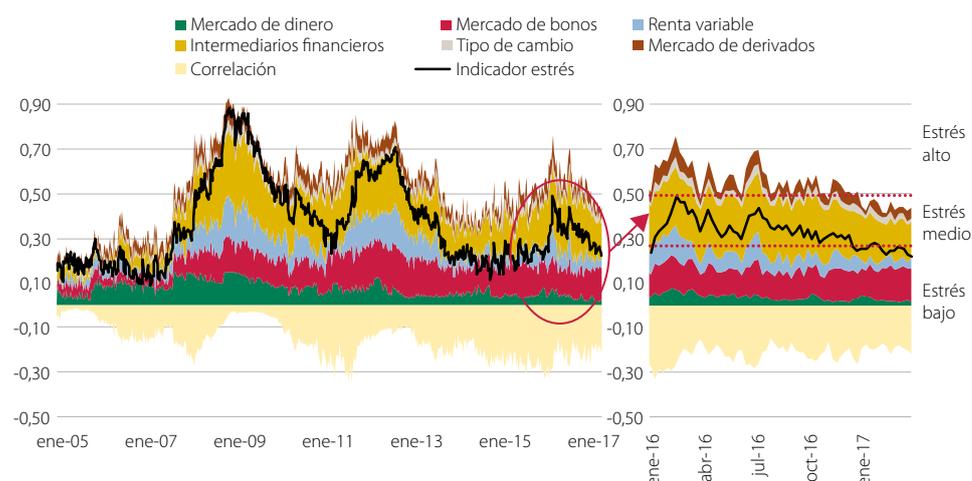
El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles se ha reducido en las últimas semanas hasta valores de 0,23, que se corresponden con niveles de estrés reducidos.

7 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, obteniéndose una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo

de estrés bajo del medio está en 0,27). Sin embargo, cabe señalar que este indicador no es un predictor de estrés sino un medidor del mismo en tiempo real, por lo que no se puede descartar que se produzcan en el futuro episodios puntuales de mayor incertidumbre relacionada por ejemplo con los resultados de las elecciones en algunos países europeos, que podrían incidir de forma significativa en dicho indicador. Por el momento, los niveles de estrés más elevados se observan en el mercado de bonos, debido al incremento de la volatilidad y el deterioro de la liquidez que se está produciendo en las últimas semanas y, en menor medida, en el segmento de intermediarios financieros.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado continúa siendo el más relevante, especialmente en los activos de renta fija, cuyos precios se mantienen muy elevados. No obstante, este riesgo se está atenuando debido al nuevo escenario macrofinanciero y al previsible giro más agresivo en la política monetaria norteamericana, que ya está teniendo un impacto a la baja sobre el precio de los activos de deuda a largo plazo (al alza en rentabilidades). Otros riesgos que empiezan a cobrar importancia en el sistema financiero español tienen que ver con el deterioro de la liquidez, sobre todo en algunos segmentos de renta fija, y con la fragmentación de los mercados.

de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véase la publicación trimestral Nota de Estabilidad Financiera, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase M. I. Cambón y L. Estévez (2016), A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI), Spanish Review of Financial Economics 14, enero (1), 23-41, o Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias).

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que comenzaron 2016 con retrocesos significativos, finalizaron el año con avances destacables, que permitieron recuperar una parte de las caídas acumuladas con anterioridad. El crecimiento de las cotizaciones de los últimos meses del año se vio favorecido por la confirmación de la política monetaria expansiva del BCE, así como por el buen ritmo de crecimiento económico, en un entorno de mayor estabilidad política tras la formación del nuevo Gobierno. Así, en el conjunto del año, el Ibex 35 cedió solo un 2 %, un registro peor que el de otros índices europeos de referencia, a excepción del italiano, en un entorno de volatilidad significativa y de descensos en la contratación. La recuperación de las cotizaciones no fue homogénea en todos los sectores y valores, sino que se concentró en las grandes compañías y en los valores del sector financiero, que habían estado fuertemente penalizados durante la primera mitad del año. Los valores de pequeña capitalización mostraron revalorizaciones significativas, favorecidos por el ritmo de crecimiento de la economía española y por su escasa exposición al sector exterior, sometido a mayores incertidumbres. El escenario de recuperación se ha prolongado durante los primeros meses de 2017, en un entorno de optimismo en relación con la actividad económica y parcialmente influido por la evolución alcista del mercado estadounidense.

Así, el Ibex 35, que en los dos trimestres anteriores había acumulado avances del 7,5 % y del 6,5 %, respectivamente, continuó avanzando en el primer trimestre del año, acumulándose unas ganancias del 6,7 % hasta mediados de marzo. Esta revalorización, superior a la de otras plazas europeas⁸, fue más intensa en las empresas de pequeña capitalización (10,8 %), mientras que el aumento del precio de las acciones de las empresas de mediana capitalización fue mucho menor (0,8 %). En el caso de los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, han vuelto a observarse avances significativos en lo que va de trimestre, que se acumulan a los importantes crecimientos del segundo semestre de 2016. Los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top acumulan avances del 8,6 % y del 11,2 %, respectivamente, en lo que va de año y se benefician del mejor comportamiento de algunas economías latinoamericanas como Brasil, así como de la apreciación de su divisa respecto al euro⁹.

Los mercados de renta variable se recuperaron en el último trimestre de 2016 gracias al mantenimiento de la política monetaria del BCE, la fortaleza del crecimiento económico y la mayor estabilidad política.

Los incrementos de las cotizaciones se han prolongado en los primeros meses de 2017 (el Ibex 35 ha repuntado un 6,7 %) en un contexto de volatilidad reducida y de descensos en los volúmenes de contratación.

8 Los principales índices europeos mostraron registros positivos: Dax (4,6 %), Cac (2,5 %), Eurostoxx 50 (3,6 %), Mib 30 (2,8 %).

9 En lo que va de año, el real brasileño se ha apreciado respecto al euro un 2,9 %.

Índices	%						I-17 (hasta el 15 de marzo)	
	2014	2015	2016	II-16 ¹	III-16 ¹	IV-16 ¹	% s/trim. ant.	% s/dic. 2016
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	-6,4	7,5	6,5	6,7	6,7
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	-6,7	7,7	6,7	6,6	6,6
Ibex Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	-7,6	7,8	3,5	0,8	0,8
Ibex Small Cap	-11,6	6,4	8,9	-8,1	11,6	6,3	10,8	10,8
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	-2,6	24,4	14,3	8,6	8,6
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	-5,6	29,3	17,0	11,2	11,2
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios								
	1,4	-24,2	-1,6	-14,0	10,4	21,0	5,7	5,7
Banca	1,6	-26,0	-1,8	-15,0	10,3	22,5	5,8	5,8
Seguros	-9,2	-5,0	15,5	1,8	20,5	16,8	3,5	3,5
Inmobiliarias y otros	36,3	18,4	-2,3	-3,4	0,1	0,9	5,7	5,7
Petróleo y energía								
	11,8	0,6	0,8	5,3	0,8	1,7	1,8	1,8
Petróleo	-15,1	-34,9	32,6	15,0	5,8	11,1	6,5	6,5
Electricidad y gas	21,7	9,6	-4,3	3,7	-0,1	-0,2	0,7	0,7
Mat. básicos, industria y construcción								
	-1,8	2,1	2,0	-5,7	12,6	-0,4	6,3	6,3
Construcción	8,9	4,9	-7,9	-8,2	9,5	-1,9	4,6	4,6
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-18,3	49,0	7,8	-4,0	16,2	-6,1	5,7	5,7
Minerales, metales y transformación de productos metálicos								
	4,5	-30,8	48,8	-1,2	21,7	11,6	11,8	11,8
Ingeniería y otros	-17,0	-39,6	9,9	3,4	14,3	6,5	4,4	4,4
Tecnología y telecomunicaciones								
	2,5	-5,2	-9,0	-9,7	9,0	2,8	10,2	10,2
Telecomunicaciones y otros	2,6	-12,3	-14,2	-13,6	7,0	-2,7	12,9	12,9
Electrónica y software	2,3	22,2	7,9	3,4	14,4	-3,0	4,0	4,0
Bienes de consumo								
	-1,5	30,9	0,2	0,9	7,0	-0,9	-1,9	-1,9
Textil, vestido y calzado	-1,1	33,6	2,6	1,2	10,4	-1,5	-5,5	-5,5
Alimentación y bebidas	-5,2	26,4	-5,4	-1,0	-1,2	-2,2	0,6	0,6
Productos farmacéuticos y biotecnología								
	-1,0	23,5	-6,4	2,5	-1,3	1,3	9,6	9,6
Servicios de consumo								
	10,0	10,4	-8,0	-10,2	7,3	0,9	8,4	8,4
Autopistas y aparcamientos	6,8	-7,9	-3,1	-4,1	5,0	-4,1	6,2	6,2
Transporte y distribución	27,9	29,6	-15,7	-19,5	7,9	4,3	11,9	11,9

Fuentes: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Con la excepción de las compañías del sector textil, todos los sectores iniciaron el año con un comportamiento positivo, aunque su evolución no fue homogénea. Las alzas más destacadas correspondieron al sector de las telecomunicaciones y a su principal compañía, que había estado muy penalizada durante la mayor parte de 2016, así como al sector de los servicios de consumo. Asimismo, aunque a un ritmo más moderado, continuó la recuperación de las cotizaciones de los valores del sector financiero, un sector sobre el que las perspectivas son mejores, pues los inversores perciben que se ha realizado la mayor parte de su saneamiento y que la subida de tipos de interés puede repercutir positivamente en el negocio de estas entidades. Por otro lado, destacaron los avances del sector del petróleo y de los minerales y metales, que continúan beneficiándose de la recuperación de los precios del petróleo y de las materias primas (véase el cuadro 6).

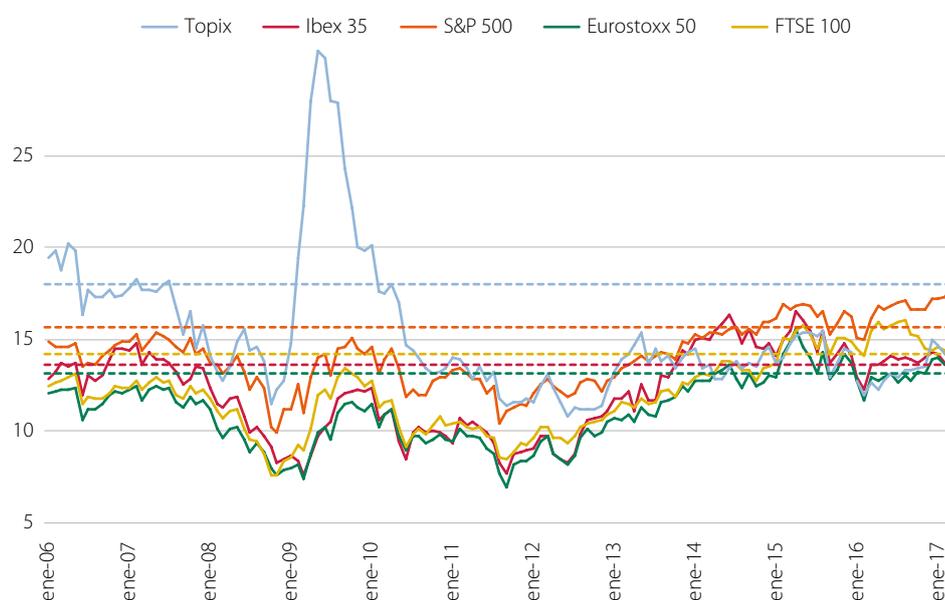
La evolución de las cotizaciones fue positiva en la mayoría de los sectores, incluido el financiero, sobre el que han mejorado las perspectivas de los inversores.

A pesar del avance de las cotizaciones en el trimestre, la mejora de los beneficios empresariales, así como la perspectiva de que esta tendencia continúe en los próximos meses, facilitó que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 disminuyera desde 14,3 a mediados de diciembre a 14 a mediados de marzo. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes presentaron un comportamiento dispar en el trimestre, aunque en general se mantuvieron por encima de sus valores medios durante el periodo 2000-2017¹⁰. Así, mientras que la ratio PER del índice japonés Topix disminuyó, debido a la perspectiva de mejora de los beneficios empresariales en la región, la del estadounidense S&P 500 aumentó, dada la significativa revalorización del índice, que está cerca de sus máximos históricos. En el caso del europeo Eurostoxx 50 y del británico FTSE 100, la ratio PER apenas presentó cambios.

Aunque las cotizaciones aumentaron durante el trimestre, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 disminuyó, debido al incremento de los beneficios esperados.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

10 Excepto del índice japonés Topix.

La volatilidad del Ibex 35 siguió cayendo en los primeros meses del año, en línea con la evolución de otros índices de renta variable, y se situó por debajo del 16 % en marzo, unos valores reducidos en términos históricos.

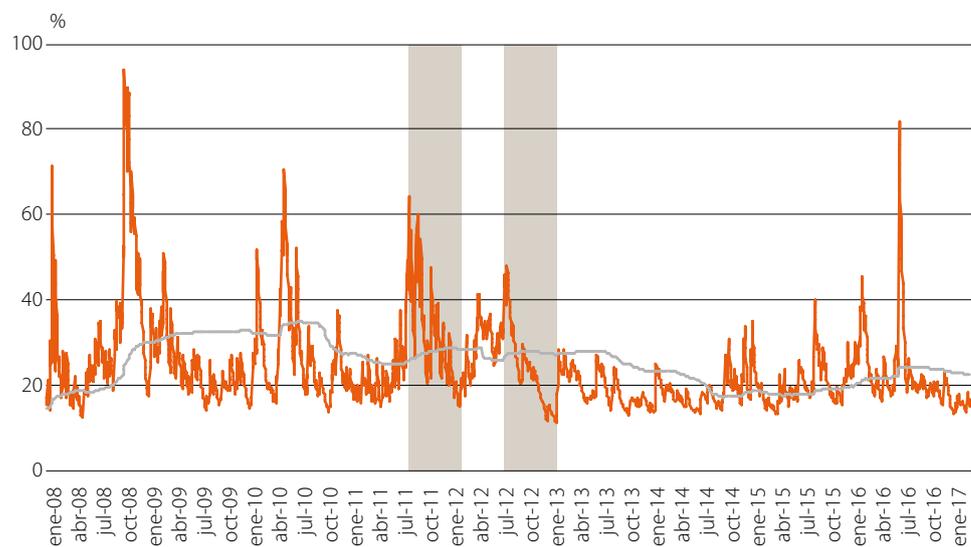
Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios durante el primer trimestre del año.

Como ya había sucedido en el último trimestre de 2016, la volatilidad del Ibex 35 volvió a caer notablemente, hasta situarse a finales del primer trimestre del año por debajo del 16 %. Este valor era ligeramente inferior a la media del último trimestre de 2016 (18,8 %), y significativamente menor a la media del conjunto del año (24 %). El comportamiento y la evolución de la volatilidad del mercado español fueron parecidos a los de otros índices europeos, como el Eurostoxx 50 (10 % al final del trimestre) o estadounidenses (el VIX alcanzó valores superiores al 12 %).

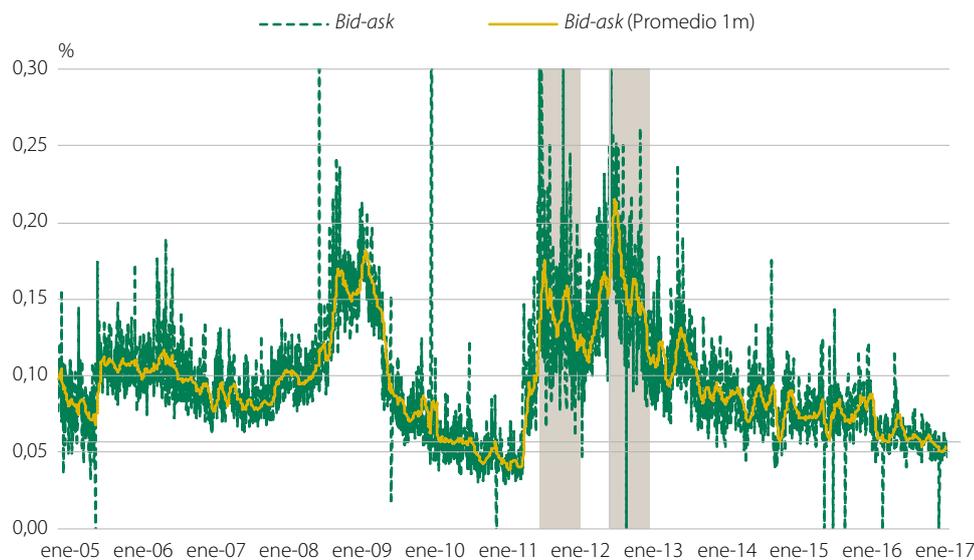
Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables en el primer trimestre del año, con tendencia a la mejoría, observándose una ligera disminución del *spread* a mediados de marzo. De forma parecida a la volatilidad, el diferencial de precios de compra-venta del Ibex 35 disminuyó desde el 0,06 % de finales de 2016 hasta niveles cercanos al 0,05 % en marzo, muy por debajo de la media histórica del indicador (0,098 %) y de la media del conjunto del año anterior (0,064 %).

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. En negro se muestra la volatilidad condicionada y en rojo la volatilidad incondicionada. Las áreas sombreadas en gris 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.



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las áreas sombreadas en gris 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.

Comunicado sobre la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo de 2017

RECUADRO 2

El 27 de febrero la CNMV emitió un comunicado dirigido a aquellas entidades sometidas a la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo. De acuerdo con el artículo 11.3 del EMIR¹, las entidades financieras y las entidades no financieras cuya actividad en derivados OTC supere ciertos umbrales deben dotarse de procedimientos que incluyan el intercambio de garantías en el caso de contratos de derivados bilaterales no compensados a través de una entidad de contrapartida central (ECC). Esta obligación se ha desarrollado en una norma técnica de regulación publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 15 de diciembre de 2016², que establece que las entidades deberán intercambiar garantías (*variation margins*) con sus contrapartes a partir del 1 de marzo de 2017.

El cumplimiento en la fecha prevista de este deber está generando dificultades a algunas entidades por la necesidad de ajustar sus acuerdos contractuales, de lo que se han hecho eco las Autoridades Europeas de Supervisión³ y la IOSCO⁴ en sendos comunicados publicados el pasado día 23 de febrero de 2017.

En línea con lo señalado en dichos comunicados, la CNMV tendrá en cuenta las referidas dificultades y la capacidad y circunstancias concretas de las entidades afectadas al valorar el grado y momento de cumplimiento de esta obligación.

En todo caso, la CNMV espera que las entidades que estén teniendo dificultades para cumplir satisfactoriamente los requisitos de intercambio de garantías a par-

tir del 1 de marzo de 2017 tomen las medidas necesarias para cumplirlos sin excepción a la mayor brevedad de acuerdo con un plan efectivo y realista. La CNMV espera que el nivel de cumplimiento se generalice en cuestión de semanas o de unos pocos meses y realizará actuaciones específicas de supervisión para comprobarlo.

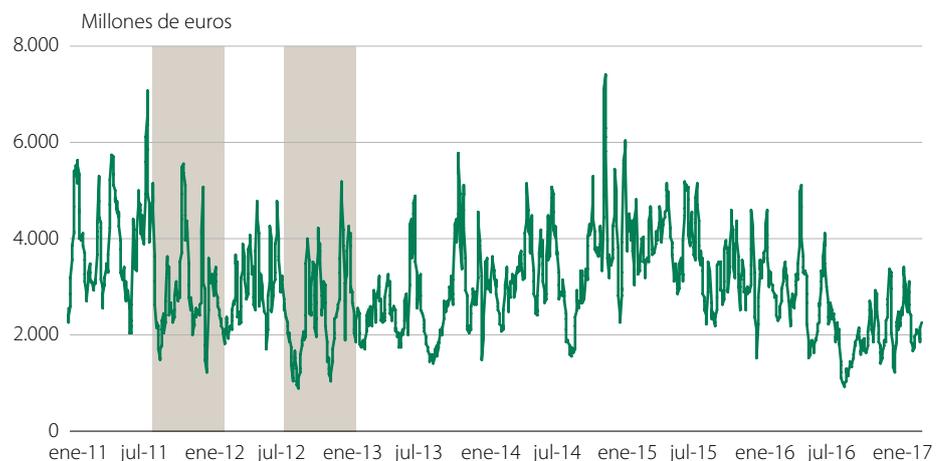
- 1 Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=EN>
- 2 Reglamento Delegado (UE) de la Comisión por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R2251&from=EN>
- 3 <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Statements/Statement%20-%20Variation%20margin%20exchange%20under%20the%20EMIR%20RTS%20on%20OTC%20derivatives.pdf>
- 4 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD556.pdf>

La negociación de valores españoles cayó un 19 % interanual en el primer trimestre del año y mantiene una tendencia descendente...

A pesar del comportamiento positivo de las cotizaciones en las bolsas, la contratación de renta variable española, que mejoró solo ligeramente en el último trimestre de 2016, mantiene las caídas observadas en trimestres anteriores, a causa del mantenimiento de la expansión de la negociación OTC, de las dudas acerca de los resultados de los procesos electorales en Europa, así como de la posibilidad de que se produzca un cambio en el sesgo de la política monetaria del BCE. Así, el volumen de contratación de la renta variable española disminuyó un 19 % interanual en el primer trimestre del año, situándose en 176 mil millones de euros. La caída de la contratación en las bolsas españolas fue mayor que en otras bolsas de referencia europeas. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo alcanzó los 2.325 millones en el primer trimestre del año, situándose por encima de los 1.784 y 2.130 millones de los dos trimestres anteriores, pero ligeramente por debajo de la media alcanzada en 2016 (2.479 millones), tal y como se observa en el gráfico 16.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de marzo. Las áreas sombreadas en gris 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.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) se situó en 54.600 millones de euros en el primer trimestre del año, lo que representa un avance del 4,5 % respecto al mismo periodo de 2016. De esta forma, la contratación de valores españoles en los mercados exteriores ha estabilizado su cuota de mercado en valores algo superiores al 30 %, en línea con los porcentajes observados durante la segunda mitad del año pasado, tras la entrada en vigor de la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores. En el conjunto del año pasado, esta proporción se situó en el 28,1 %. Como en trimestres anteriores, volvió a destacar la plataforma Chi-X, con 22.500 millones de euros contratados en lo que va de año y el 41 % de la negociación en el exterior, aunque su peso relativo siguió disminuyendo en beneficio del resto de plataformas competidoras: los nuevos operadores crecen de modo significativo y ya representan el 23 % de la negociación exterior.

... que no se produce en la negociación de estos valores en el exterior, cuya cuota de mercado es superior al 30 % de la negociación total.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2013	2014	2015	2016	III-16	IV-16	I-17 ²
Total	764.986,6	1.002.189,0	1.161.482,8	877.413,3	172.742,7	198.336,0	176.005,5
BME ³	687.580,7	850.027,7	926.238,6	631.117,8	116.217,3	134.687,5	121.387,4
Chi-X	53.396,7	95.973,0	150.139,9	117.419,4	25.332,5	29.055,3	22.503,2
Turquoise	11.707,9	28.497,5	35.680,5	51.051,8	13.288,1	12.243,4	9.552,9
BATS	10.632,1	18.671,0	35.857,6	44.839,8	8.814,8	10.845,4	9.999,1
Otros ⁴	1.669,2	9.019,8	13.566,2	32.984,5	9.089,9	11.504,4	12.562,8
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	5.640,0	14.508,9	12.417,7	6.033,0	1.539,1	1.632,3	1.819,6
MAB	5.896,3	7.723,2	6.441,7	5.066,2	1.021,7	1.845,9	1.148,8
Latibex	367,3	373,1	258,7	156,7	26,5	58,9	61,9
ETF	4.283,9	9.849,4	12.633,8	6.045,2	1.014,3	1.288,9	768,1
Total contratación BME	703.768,7	882.482,3	957.990,5	648.418,9	119.818,9	139.513,5	125.185,8
% RV española en BME respecto al total RV española	89,9	84,8	80,1	71,9	67,7	68,4	69,3

Fuentes: 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 marzo.
- 3 Incluye la contratación en el SIBE, corros y segundo mercado.
- 4 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.

A pesar de registrarse la primera OPV desde el segundo trimestre de 2016, el volumen de emisión de acciones cayó de modo significativo en el primer trimestre de 2017 debido al menor tamaño de las ampliaciones de capital.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales cayeron hasta los 2.151 millones de euros en el primer trimestre¹¹, lo que supone menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del año anterior (concretamente, un 55,6 %). En el primer trimestre del año tuvieron lugar las primeras ofertas públicas de venta de acciones (OPV) desde el segundo trimestre de 2016, correspondientes a una compañía de seguridad y gestión de efectivo, cuyo valor fue de 750 millones de euros, y a una inmobiliaria, cuyo valor fue de 431 millones de euros. Se espera que en los próximos meses se produzcan operaciones similares. Por otro lado, las ampliaciones de capital se concentraron en más de un 77 % en la modalidad de dividendo elección¹², que alcanzó valores superiores a los del mismo periodo de 2016. Asimismo, las ampliaciones de capital con derechos de suscripción preferente apenas alcanzaron los 150 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2014	2015	2016	II-16	III-16	IV-16	I-17
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	49	52	44	20	13	18	13
Ampliaciones de capital	47	47	44	20	13	18	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	3	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	2	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	147	115	84	24	15	24	14
Ampliaciones de capital	140	103	82	22	15	24	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	4	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	7	12	2	2	0	0	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	32.762,4	37.067,4	20.031,7	9.247,2	1.907,8	3.985,2	2.151,2
Ampliaciones de capital	27.875,5	28.735,8	19.525,0	8.740,6	1.907,8	3.985,2	1.401,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	807,6	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.729,2	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
De las cuales, dividendo elección ³	12.573,8	9.627,8	5.729,2	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
Ampliaciones de capital por conversión ⁴	3.757,9	2.162,5	3.660,5	230,7	342,6	78,6	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁵	2.814,5	367,0	1.791,8	0,0	238,3	1.502,6	58,0
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	5.534,0	174,8	4,6	147,2
Sin negociación de derechos de suscripción	2.909,9	8.645,9	1.022,5	935,0	5,8	16,3	111,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	506,6	0,0	0,0	750,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁶							
Número de emisores	9	16	16	3	8	7	2
Número de emisiones	15	18	21	4	8	7	2

11 Datos hasta el 15 de marzo.

12 Es habitual que en los primeros días de enero de cada año varias compañías de gran tamaño distribuyan dividendos.

	2014	2015	2016	II-16	III-16	IV-16	I-17
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	0,0	7,3	2,4	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- 3 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.
- 4 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*.
- 5 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 6 Operaciones no registradas en la CNMV.

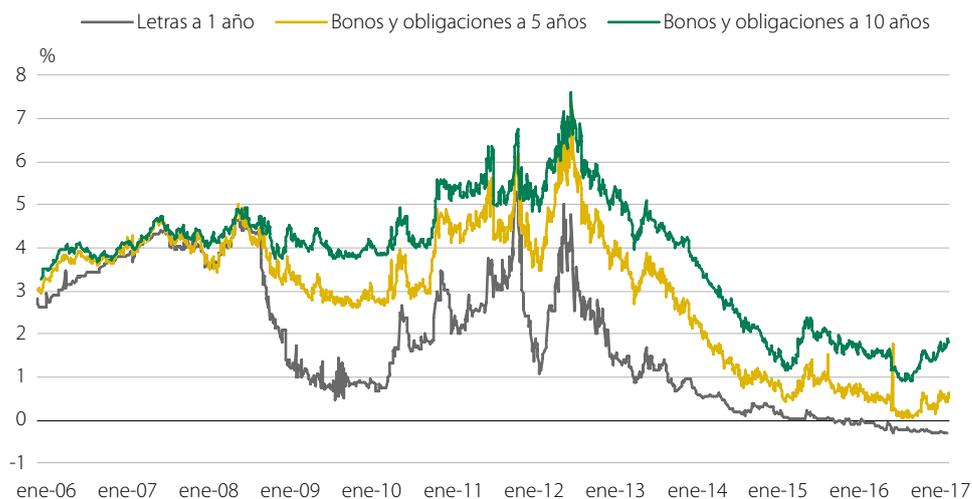
3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales, así como los de otras grandes economías avanzadas, finalizaron 2016 con incrementos significativos en las rentabilidades de los activos de deuda a medio y largo plazo, como consecuencia del nuevo escenario tras el cambio de Gobierno en EE. UU., ya que es previsible que se impongan un tono más expansivo en la política fiscal y un cambio de rumbo en la política monetaria de la Reserva Federal, que, de hecho, ya ha incrementado dos veces el tipo de interés oficial¹³. Estas subidas, que han continuado en los primeros meses de 2017 aunque de forma más moderada, se han producido en un contexto de mayor inflación y, en el caso europeo, de mayor incertidumbre, derivada de los procesos electorales que tendrán lugar en los próximos meses y de ciertas dudas en torno a la posible reorientación de la política monetaria del BCE¹⁴. Estos factores de incertidumbre de naturaleza europea también incidieron en la prima de riesgo de crédito soberano, que ha mostrado un incremento notable (de 40 p.b.) en los últimos seis meses, en línea con el comportamiento de otros países de la zona. En este contexto, las emisiones de deuda de los emisores españoles se han reducido en el primer trimestre del año, debido a la fuerte disminución de las emisiones de titulizaciones y de cédulas. Sin embargo, destaca el avance de las emisiones de bonos (tanto de las registradas en la CNMV como de las registradas en el exterior), que se explica, en parte, por la expectativa de las entidades sobre el encarecimiento progresivo de este tipo de financiación.

El nuevo escenario macroeconómico y financiero sobrevenido tras el cambio de Gobierno en EE. UU., junto con varias incertidumbres de carácter europeo, ha dado lugar a un repunte significativo en las rentabilidades de la deuda a largo plazo y de la prima de riesgo soberano.

13 En ambas ocasiones el incremento fue de 25 p.b. El primer aumento se produjo el 14 de diciembre de 2016, hasta localizarse en un rango entre el 0,50 % y el 0,75 %, y el segundo a mediados de marzo de 2017, cuando se situó entre el 0,75 % y el 1 %.

14 El BCE anunció en diciembre que ampliaba el plazo de su programa de compras de deuda pública y corporativa desde marzo hasta diciembre de 2017, aunque reducía el importe de las compras desde 80.000 hasta 60.000 millones mensuales.



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

La rentabilidad de los activos de deuda pública a corto plazo se ha mantenido en mínimos históricos, pero los de deuda privada muestran un ligero aumento.

Los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que habían alcanzado mínimos históricos tanto en el mercado primario como en el secundario, en el segundo semestre de 2016 se mantuvieron sin cambios relevantes, manteniéndose al margen de las alzas observadas en los tramos más largos. La política monetaria acomodaticia del BCE, que mantiene los tipos de interés oficiales en mínimos históricos, así como sus diferentes programas de compras de deuda¹⁵ siguen condicionando los movimientos de los tramos más cortos de la curva de deuda. A mediados de marzo, la rentabilidad en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses alcanzaba el -0,43 %, -0,35 % y -0,28 %, respectivamente, con descensos de entre 1 y 4 p.b., muy cerca de la rentabilidad mínima anual del -0,4 % fijada por el BCE para la facilidad marginal de depósito¹⁶. Todas las subastas del Tesoro han continuado resolviéndose a tipos negativos. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la tendencia ha sido diferente, puesto que, aunque sus tipos siguen en niveles muy bajos, vienen observándose ligeras alzas en los plazos de tres y seis meses (de entre 7 y 12 p.b.), que alejan los tipos de sus mínimos históricos, alcanzados en el trimestre anterior. Así, su rendimiento en el momento de su emisión se situaba en el 0,30 %, el 0,27 % y el 0,12 % a tres, seis y doce meses, respectivamente (véase el cuadro 9).

15 A principios de marzo de 2017 el BCE había adquirido deuda pública por un importe de 1.403.871 millones de euros, de los cuales 167.489 millones de euros correspondían a títulos españoles.

16 El BCE confirmó en su reunión del 9 de marzo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,4 %, respectivamente, así como el mantenimiento del programa de compras de deuda al menos hasta finales de este año, o más allá si fuese necesario.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16	mar-17 ²
Letras del Tesoro							
3 meses	0,12	-0,15	-0,47	-0,22	-0,42	-0,47	-0,43
6 meses	0,25	-0,01	-0,34	-0,18	-0,27	-0,34	-0,35
12 meses	0,34	-0,02	-0,25	-0,14	-0,23	-0,25	-0,28
Pagarés de empresa³							
3 meses	0,55	0,31	0,18	0,25	0,25	0,18	0,30
6 meses	0,91	0,42	0,20	0,49	0,35	0,20	0,27
12 meses	0,91	0,53	0,15	0,34	0,33	0,15	0,12

Fuentes: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de marzo.

3 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo, que aumentó significativamente en el último trimestre de 2016, ha seguido incrementándose en el primer trimestre del año, a consecuencia de las incertidumbres políticas asociadas a los procesos electorales que tendrán lugar en Europa en los próximos meses, en un contexto de mayor inflación. Las alzas han sido, eso sí, más moderadas (de entre 16 y 34 p.b.) y se han concentrado únicamente en el medio y largo plazo, observándose incluso retrocesos en el plazo de tres años. Así, a mediados de marzo, el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 0,02 %, el 0,51 % y el 1,78 %, respectivamente (véase el cuadro 10). La referencia a tres años se ha mantenido relativamente estable en los últimos seis meses, pero la de diez años, la más líquida, acumula alzas de 79 p.b. en el mismo periodo y vuelve a situarse en niveles similares a los de finales del año 2015.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado de modo significativo en los últimos seis meses por las incertidumbres políticas...

En el caso de la deuda corporativa, el comportamiento fue similar al de la deuda pública en la última parte del año anterior, pero inverso en lo que va de año. Así, los tipos de la deuda corporativa subieron entre 16 y 50 p.b. en el último trimestre de 2016, ante la perspectiva de que el BCE pudiese anticipar a marzo de este año la finalización de sus programas de compras de deuda, pero la confirmación en diciembre, por parte de su presidente, de que estos se extendían hasta diciembre de 2017 (si bien se reducía su importe de 80.000 a 60.000 millones de euros mensuales) permitió que la presión sobre los tipos de la misma se redujera y que su rendimiento haya vuelto a caer moderadamente en lo que va de año. Esta tendencia se ha visto, además, reforzada por las mejoras en las calificaciones crediticias de algunas grandes compañías, debido a su política de reducción del endeudamiento. El descenso de las rentabilidades ha sido más destacable en el plazo más corto (en torno a 31 p.b.), puesto que es el tramo de la curva sometido a mayor tensión, ya que recoge antes un posible cambio de sesgo de los tipos. En la fecha de cierre del informe (15 de marzo), las rentabilidades de la deuda privada en los plazos de tres, cinco y diez años se situaban en el 0,38 %, el 1,45 % y el 1,97 %, respectivamente.

... mientras que en la deuda corporativa las alzas han sido más moderadas.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16	mar-17 ²
Renta fija pública							
3 años	0,65	0,24	0,04	0,10	-0,05	0,04	0,02
5 años	0,96	0,72	0,35	0,46	0,12	0,35	0,51
10 años	1,77	1,72	1,44	1,47	0,99	1,44	1,78
Renta fija privada							
3 años	0,84	0,66	0,69	0,81	0,53	0,69	0,38
5 años	1,88	1,95	1,43	1,51	1,09	1,43	1,45
10 años	2,32	2,40	2,14	2,04	1,54	2,14	1,97

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

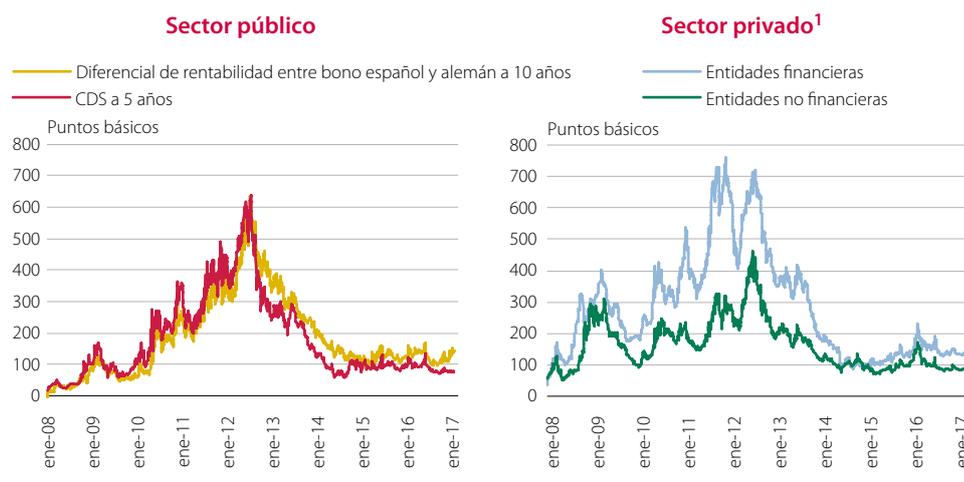
2 Datos a 15 de marzo.

Como en otras economías europeas, la prima de riesgo soberano se ha incrementado durante los últimos seis meses (40 p.b., hasta los 140 p.b.) debido al aumento de las incertidumbres políticas.

La prima de riesgo soberano ha acusado el cambio de escenario introducido por la nueva Administración estadounidense, así como la incertidumbre política en relación a los próximos procesos electorales en Europa. Así, el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a diez años y el alemán ha aumentado durante el último semestre, una tendencia compartida por otras economías europeas de referencia. De esta manera, en el último trimestre del año pasado el ascenso acumulado fue de 18 p.b., lo que dejaba la prima de riesgo en 118 p.b., apenas 3 p.b. por encima del nivel en el que había comenzado 2016. En el primer trimestre de 2017 el incremento ha sido de 22 p.b., lo que situaba la prima de riesgo en 140 p.b. a mediados de marzo. Por el contrario, la prima de riesgo del CDS del bono español apenas presentó volatilidad y su valor al cierre del trimestre era incluso ligeramente inferior al del comienzo del año (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

Las primas de riesgo del sector privado han tenido un comportamiento mucho más estable, al beneficiarse de los programas de compras de deuda del BCE y, en el caso de las entidades financieras, de un posible ascenso de los tipos de interés.

La tendencia de las primas de riesgo de los sectores privados de la economía no ha sido similar a la de la deuda soberana, pues se observa un grado mayor de estabilidad y ligeros retrocesos en algunos casos, que podrían explicarse parcialmente por el impacto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE. En el caso de las entidades financieras, aunque no ha existido un programa de compra de deuda específico para ellas (no estaban incluidas en el programa de compras de deuda corporativa, pero sí se han beneficiado de los programas de compras de cédulas hipotecarias y, en menor medida, de titulizaciones), la leve disminución de la prima de riesgo durante los últimos seis meses puede asociarse a la repercusión positiva que un escenario de tipos de interés más altos tendría sobre los márgenes del sector. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de marzo en 139 p.b., unos niveles similares a los de finales de 2016 (136 p.b.), y algo inferiores a los del tercer trimestre de 2016 (145 p.b.). Asimismo, en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo a mediados de marzo ascendía a 85 p.b., ligeramente por debajo de las cifras del tercer y cuarto trimestre del año pasado (89 p.b.).



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

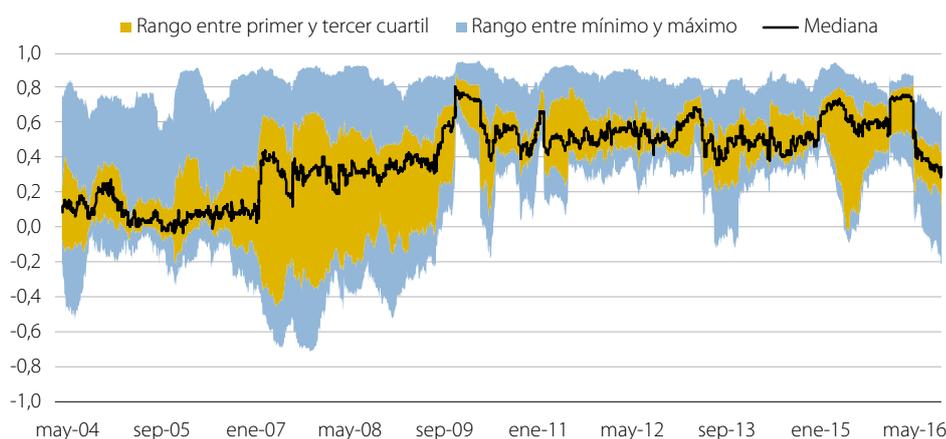
1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

El grado de correlación entre los precios de diferentes clases de activos financieros españoles de renta variable y renta fija, que ya había caído de modo significativo durante el último trimestre de 2016, tras disiparse los efectos del *bretxit*, ha continuado cayendo durante el primer trimestre de 2017. Como se observa en el gráfico 19, la mediana de las correlaciones entre los distintos pares de activos disminuyó hasta situarse en sus valores mínimos desde 2010. Asimismo, el rango de correlaciones entre los activos se ha ampliado, debido principalmente a la caída de la correlación entre las cotizaciones de los valores de renta variable de las compañías del sector financiero, al alza en el último periodo considerado, y el bono soberano español a diez años, cuyos precios se han reducido en línea con el repunte del rendimiento de estos activos.

La correlación entre los precios de los activos financieros españoles ha seguido disminuyendo en el primer trimestre del año y su mediana alcanzaba valores mínimos desde el año 2010.

Indicador de correlación entre clases de activos¹

GRÁFICO 19



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

1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría un posible comportamiento gregario entre los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV se situaba en 17.415 millones de euros hasta mediados de marzo, menos de la mitad que un año antes.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre del año (hasta el 15 de marzo) han alcanzado los 17.429 millones de euros, la mitad de las registradas en el mismo periodo de 2016 y un tercio de las registradas en el último trimestre del año pasado. El volumen de emisiones, que se mantiene en niveles reducidos, sigue condicionado por la competencia y la mejora de las condiciones en la financiación bancaria tradicional, así como por el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías. En términos absolutos, las mayores caídas se observan en las titulaciones, cuyas emisiones se han reducido en casi 16 mil millones de euros en el primer trimestre, hasta los 1.130 millones, y, en menor medida, en las cédulas hipotecarias, con 4.393 millones menos, y en los pagarés, con 2.143 millones por debajo de las cifras del primer trimestre de 2016. Las emisiones de cédulas hipotecarias siguen beneficiándose en sus costes de emisión del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3)¹⁷, pero su volumen de emisión está condicionado por la evolución del saldo del crédito hipotecario en circulación, que sigue cayendo. Por el contrario, las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles han registrado un crecimiento del 55 %, y se situaban muy cerca de los 12 mil millones de euros, lo que supone más de dos terceras partes de todo lo emitido en el trimestre. Las perspectivas relacionadas con el incremento de los tipos de interés en los próximos meses pueden explicar, en parte, el mayor dinamismo de estas emisiones.

Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior han aumentado en los primeros meses de 2017, gracias al mayor dinamismo de las emisiones de los instrumentos a largo plazo.

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior durante las primeras semanas de este año fueron más del doble de las efectuadas en el mismo periodo de 2016, superando los 9.300 millones de euros. El aumento se concentró en los activos de largo plazo, pero se registró un leve descenso de las emisiones de pagarés. En términos relativos, el peso de estas emisiones se ha incrementado hasta el 35 % del importe total emitido por las empresas españolas (30 % en el conjunto de 2016). También han crecido las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se sitúan en 6.670 millones de euros, un 26 % más que en 2016. De este importe, más de dos tercios corresponden a empresas no financieras y el resto a bancos. En general, las empresas españolas han optado por continuar emitiendo deuda al descontar un posible encarecimiento en el futuro de esta vía de financiación, una vez que cambie el sesgo de la política monetaria del BCE.

17 Hasta el 3 de marzo, este programa acumulaba compras por un importe superior a 213 mil millones de euros, y de ellas un 31,5 % se habían adquirido en el mercado primario.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2013	2014	2015	2016	2016		2017
					III	IV	I ²
Registradas en la CNMV¹							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	138.839	130.258	136.607	139.026	13.529	55.524	17.429
Cédulas hipotecarias	24.800	23.838	31.375	31.643	0	11.500	2.250
Cédulas territoriales	8.115	1.853	10.400	7.250	2.500	2.000	0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.537	41.155	39.100	40.168	1.411	26.358	11.942
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803	750	53	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.593	29.008	28.370	35.505	4.186	9.625	1.130
Tramo nacional	24.980	26.972	25.147	32.229	3.865	8.541	718
Tramo internacional	3.613	2.036	3.222	3.276	321	1.084	412
Pagarés de empresa ³	43.991	33.654	27.310	22.960	3.931	6.040	2.108
De titulización	1.410	620	2.420	1.880	0	740	0
Resto de pagarés	42.581	33.034	24.890	21.080	3.931	5.300	2.108
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	1.500	1.500	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.776	7.999	5.452	4.279	733	1.435	0
Emisiones aseguradas	193	196	0	421	0	0	0
					2016		2017
En el exterior por emisores españoles	2013	2014	2015	2016	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	47.852	56.736	65.602	58.387	9.796	16.237	9.377
A largo plazo	34.452	35.281	32.362	31.455	4.234	9.740	6.645
Participaciones preferentes	1.653	5.602	2.250	1.200	0	0	0
Obligaciones subordinadas	750	3.000	2.918	2.333	170	620	0
Bonos y obligaciones	32.049	26.679	27.194	27.922	4.064	9.120	6.645
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	13.400	21.455	33.240	26.932	5.562	6.497	2.732
Pagarés de empresa	13.400	21.455	33.240	26.932	5.562	6.497	2.732
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2016		2017
	2013	2014	2015	2016	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	48.271	41.682	55.835	57.388	16.199	13.228	6.670
Instituciones financieras	8.071	9.990	15.424	12.171	4.484	2.226	2.026
Sociedades no financieras	40.200	31.691	40.411	45.217	11.715	11.002	4.643

Fuentes: 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 marzo.

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

4 Datos disponibles hasta el 31 de enero.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁸

El patrimonio de los fondos de inversión creció más de un 7 % en 2016, a pesar del retroceso del primer trimestre. Este aumento tuvo su origen en las suscripciones efectuadas por los partícipes...

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 7,1 % durante 2016, hasta alcanzar los 237.862 millones de euros, consolidándose la senda expansiva iniciada en 2013 (véase el cuadro 13), aunque a un ritmo inferior. El año comenzó en negativo, con una contracción patrimonial durante los tres primeros meses del 1,7 %, pero la expansión de los tres trimestres posteriores compensó con creces el retroceso inicial. El aumento del patrimonio de los fondos se debió, casi en su totalidad, a las suscripciones por parte de los inversores, que fueron de 13.782,4 millones de euros en el año, superando los reembolsos del primer trimestre, que alcanzaron los 492,4 millones (véase el cuadro 12). Este comportamiento, no obstante, no fue generalizado en todas las categorías de fondos, ya que se produjeron algunos cambios en el patrón inversor de los partícipes respecto a los últimos años. Así, mientras que en 2015 los inversores, en un entorno de tipos de interés muy reducidos, parecían mostrar una apetencia por categorías de mayor riesgo (fondos mixtos, de retorno absoluto y globales), en 2016 se produjo, en general, una preferencia mayor por fondos más conservadores (renta fija o garantizados de renta variable), posiblemente por los episodios de incertidumbre que se produjeron en los mercados.

... que, en general, se decantaron por categorías más conservadoras, influidos por los periodos de turbulencias en los mercados financieros.

Como se observa en el cuadro 12, los fondos de renta fija recibieron el mayor volumen de suscripciones netas en 2016, con 7.614 millones de euros, seguidos por los fondos de gestión pasiva y los garantizados de renta variable, cuyas suscripciones netas fueron de 5.790 y 5.478 millones, respectivamente. También experimentaron elevadas suscripciones los fondos globales, cuya cifra fue de 3.580 millones. Por el contrario, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron en los fondos garantizados de renta fija (3.203), seguidos de cerca por los fondos mixtos, con reembolsos netos de 3.178 millones en el caso de los fondos mixtos de renta fija y de 3.030 millones en el de los de renta variable.

La rentabilidad de la cartera de los fondos fue algo inferior al 1 % en 2016 por las pérdidas registradas durante los primeros meses del año en los fondos de mayor riesgo.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue ligeramente inferior a un 1 % en 2016, una cifra similar a la del ejercicio anterior. Los fondos de renta variable registraron las rentabilidades más elevadas, del 4,2 % en el caso de los fondos de renta variable internacional y del 2,6 % en los de renta variable euro. En ambas categorías de fondos, la revalorización de la cartera durante el segundo semestre del año compensó las pérdidas del primero, y se mostró en consonancia con la evolución de las cotizaciones bursátiles. Tan solo los fondos garantizados de renta fija terminaron el año con una rentabilidad negativa, en este caso del -0,03 %, obteniéndose el rendimiento más bajo en el último trimestre.

18 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.

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	35.972,7	23.466,6	13.782,4	-492,4	2.014,2	5.898,7	6.361,9
Rta. fija ¹	13.492,7	-5.351,4	7.613,8	2.078,5	1.836,1	2.400,8	1.298,4
Rta. fija mixta ²	15.712,0	21.167,5	-3.177,6	-1.604,4	-562,3	-1.200,0	189,1
Rta. vble. mixta ³	6.567,7	8.153,8	-3.030,2	-712,8	-383,0	-2.312,2	377,8
Rta. vble. euro ⁴	2.184,9	468,9	-542,9	-251,6	-410,1	-172,6	291,4
Rta. vble. internacional ⁵	531,8	4.060,5	346,6	-324,4	-99,6	237,2	533,4
Gar. rta. fija	-10.453,6	-6.807,4	-3.202,7	-1.268,2	-964,9	-813,1	-156,5
Gar. rta. vble. ⁶	-909,5	-2.599,8	5.478,4	1.752,9	1.520,5	770,1	1.434,9
Fondos globales	2.182,3	5.805,3	3.579,9	-78,0	-283,2	3.537,5	403,6
De gestión pasiva ⁷	4.970,9	-6.264,2	5.790,0	-152,4	1.328,1	2.983,2	1.631,1
Retorno absoluto ⁷	1.693,9	4.811,4	946,4	77,4	42,5	467,8	358,7

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

La reducción de la oferta de fondos iniciada en 2013 (381 menos en tres años), debida al proceso de racionalización que estaban llevando a cabo las sociedades gestoras, a la luz de los últimos datos parece haber finalizado. Así, el número de fondos a finales de diciembre de 2016 era de 1.805, uno más que al cierre de 2015. El mayor incremento se produjo en los fondos de renta variable mixta y en los fondos globales, con un aumento de 26 y 25, respectivamente. En el lado opuesto, la tipología de fondos con una mayor reducción de su oferta, en línea con los movimientos patrimoniales, correspondió a los fondos garantizados de renta fija, con 64 fondos menos. También se redujo el número de fondos de renta fija y el de garantizados de renta variable, con trece y siete fondos menos, respectivamente.

En línea con el comportamiento del patrimonio, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó un 7,4 %, hasta situarse por encima de los 8,2 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos globales, con 277 mil partícipes más, seguido de los fondos de gestión pasiva y de renta fija, con un aumento de 192 mil y 144 mil partícipes, respectivamente. Los fondos mixtos de renta variable, cuyo número de partícipes se había triplicado en los dos últimos años, fueron los que observaron la mayor salida de inversores, con 164 mil partícipes menos, hasta los 448 mil. También experimentaron una importante reducción los fondos garantizados de renta fija y los de renta fija mixta, con descensos de 164 mil y 86 mil partícipes, respectivamente. Cabe mencionar que, mientras 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 años.

Después del fuerte descenso de los últimos tres años, el número de fondos se ha estabilizado en una cifra algo superior a los 1.800.

El número de partícipes evolucionó en línea con el patrimonio y registró un avance del 7,4 % en 2016, hasta quedar por encima de los 8,2 millones.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 13

Número	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.799	1.809	1.810	1.805
Rta. fija ¹	359	319	306	309	312	308	306
Rta. fija mixta ²	123	132	148	135	138	146	148
Rta. vble. mixta ³	131	142	168	147	156	166	168
Rta. vble. euro ⁴	103	109	112	111	111	112	112
Rta. vble. internacional ⁵	191	200	201	201	197	201	201
Gar. rta. fija	280	186	122	171	155	135	122
Gar. rta. vble. ⁶	273	205	198	204	201	196	198
Fondos globales	162	178	203	185	198	200	203
De gestión pasiva ⁷	227	213	220	221	222	221	220
Retorno absoluto ⁷	102	97	106	92	98	104	106
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2
Rta. fija ¹	70.330,9	65.583,8	74.226,4	67.765,4	70.308,6	73.001,3	74.226,4
Rta. fija mixta ²	24.314,3	44.791,8	40.065,6	42.585,9	40.541,2	39.644,2	40.065,6
Rta. vble. mixta ³	13.570,4	21.502,9	16.310,6	20.170,2	17.595,1	15.601,3	16.310,6
Rta. vble. euro ⁴	8.401,5	9.092,9	8.665,9	8.160,0	7.410,3	7.795,7	8.665,9
Rta. vble. internacional ⁵	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.162,8	15.424,4	16.274,4	17.678,8
Gar. rta. fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	10.818,8	9.854,5	9.066,1	8.679,8
Gar. rta. vble. ⁶	12.196,4	9.966,6	15.475,7	11.862,3	13.277,3	14.064,6	15.475,7
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	12.300,8	16.190,4	20.067,8	20.916,8
De gestión pasiva ⁷	23.837,5	17.731,1	23.601,6	17.403,6	18.534,2	21.872,0	23.601,6
Retorno absoluto ⁷	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.073,7	11.134,1	11.704,0	12.215,2
Participes							
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.699.646	7.800.091	8.022.685	8.253.611
Rta. fija ¹	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.222.005	2.274.700	2.315.533	2.347.984
Rta. fija mixta ²	603.099	1.130.190	1.043.798	1.113.180	1.075.219	1.033.454	1.043.798
Rta. vble. mixta ³	377.265	612.276	448.491	596.136	556.818	451.040	448.491
Rta. vble. euro ⁴	381.822	422.469	395.697	412.495	392.465	387.786	395.697
Rta. vble. internacional ⁵	705.055	1.041.517	1.172.287	1.052.810	1.052.225	1.138.697	1.172.287
Gar. rta. fija	669.448	423.409	307.771	378.017	355.577	325.955	307.771
Gar. rta. vble. ⁶	557.030	417.843	552.445	463.423	497.543	515.563	552.445
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	383.066	456.609	625.931	658.722
De gestión pasiva ⁷	686.526	554.698	746.233	557.262	609.995	681.545	746.233
Retorno absoluto ⁷	264.324	479.182	565.325	505.442	513.724	532.151	565.325
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	3,67	0,89	0,98	-1,36	-0,03	1,34	1,05
Rta. fija ¹	2,41	0,10	0,52	0,16	0,23	0,34	-0,21
Rta. fija mixta ²	3,67	0,16	0,27	-1,27	0,30	0,69	0,56
Rta. vble. mixta ³	4,70	0,15	1,19	-2,84	0,00	1,75	2,35
Rta. vble. euro ⁴	2,09	3,44	2,61	-6,99	-4,49	7,89	7,06
Rta. vble. internacional ⁵	6,61	7,84	4,15	-4,62	-0,44	4,00	5,46
Gar. rta. fija	2,54	0,27	-0,03	0,09	0,19	0,27	-0,58
Gar. rta. vble. ⁶	2,64	1,07	0,19	-0,87	0,37	0,97	-0,27
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	-2,21	0,02	2,10	2,13
De gestión pasiva ⁷	7,74	0,53	1,16	-1,13	-0,03	1,63	0,71
Retorno absoluto ⁷	1,98	0,12	0,38	-0,51	0,12	0,65	0,12

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

De acuerdo con los datos provisionales del mes de enero de este año, se mantiene la tendencia expansiva de la industria de fondos de inversión. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un ligero 0,5 %, hasta los 239 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado en unos 150 mil, hasta los 8,4 millones. El número de fondos, por su parte, se habría mantenido bastante estable.

La expansión de la industria de fondos continuó en enero de este año.

La proporción de activos poco líquidos de la cartera de renta fija de los fondos de inversión, que se había reducido de forma sustancial durante los últimos años, se ha estabilizado durante 2015 y 2016. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión ha oscilado entre el 1,2 % y el 1,4 % del patrimonio total en los últimos trimestres, cifras que quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando esta proporción llegó prácticamente al 9 %. A cierre de 2016, el volumen de activos de liquidez reducida se situaba en 2.960 millones de euros, lo que suponía un 1,24 % del patrimonio, el mismo porcentaje que en el mes de septiembre y ligeramente inferior al de finales de 2015 (1,4 %). En cuanto a la composición de estos activos, cabe mencionar el descenso progresivo durante la segunda mitad del año de los activos de baja liquidez de la cartera de renta fija de entidades financieras, con una reducción entre junio y diciembre de 471 millones de euros (-27,9 %). En cambio, las titulizaciones con escasa liquidez aumentaron en el mismo periodo en 45 millones, una cifra que en valor absoluto no es muy elevada pero que, en términos relativos, supone un incremento significativo, al pasar del 59 % sobre el total de titulizaciones al 73 %.

La proporción de activos poco líquidos en la cartera de los fondos de inversión se mantiene en niveles reducidos (1,2 % 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		
	jun-16	sep-16	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	77	43	43	7%	4%	4%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.611	1.266	1.174	8%	6%	5%
Renta fija no financiera	463	627	760	4%	5%	6%
Titulizaciones	939	917	984	59%	62%	73%
Titulización AAA	23	20	116	87%	87%	100%
Resto de titulizaciones	915	897	869	58%	61%	71%
Total	3.089	2.852	2.960	8,6%	7,6%	7,7%
% sobre patrimonio FI	1,4	1,2	1,2			

Fuente: CNMV.

Nueva evaluación del Programa de Educación Financiera en la ESO

RECUADRO 3

Este programa, contemplado en el Plan de Educación Financiera impulsado desde el año 2008 por el Banco de España y la CNMV, cuenta entre sus líneas de acción prioritarias con el fomento de la educación financiera en los colegios, de acuerdo con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Para concretar esta prioridad, se viene desarrollado desde 2010 un programa dirigido a estudiantes de Educación Secundaria Obligatoria (ESO) de los centros edu-

cativos que voluntariamente deciden participar en esta iniciativa, a los que se imparte formación financiera en su horario escolar. Para ello, los centros participantes cuentan con un manual del profesor y otro que recibe el alumno, proporcionados por el Plan a través del portal Gepeese (<http://www.finanzasparatodos.es/gepeese/es/index.html>). Estos manuales están divididos en diez temas adaptados al marco de aprendizaje que contempla el Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes de la OCDE (más conocido por sus siglas en inglés, PISA) en el ámbito de la competencia financiera. Estos materiales pedagógicos se centran fundamentalmente en el ahorro, los medios de pago, las relaciones bancarias y el consumo responsable.

Para conocer el impacto de este programa, se han realizado diversas evaluaciones. La última corresponde a la realizada en centros públicos y privados de enseñanza secundaria, con alumnos de 3.º de la ESO, durante el curso 2014-2015. Se utilizaron grupos de control y de tratamiento, lo que permitió realizar comparaciones entre los alumnos que habían recibido formación financiera y los que no. Se compararon variables tales como su conocimiento financiero, sus actitudes hacia el dinero o sus elecciones monetarias.

Entre las conclusiones obtenidas en la evaluación destacan los siguientes aspectos:

- Los alumnos que recibieron el curso de educación financiera obtuvieron mejores resultados en los test de conocimientos financieros que los alumnos que no recibieron dicho curso.
- La participación en este programa aumentó especialmente el conocimiento de los alumnos en materia de «relaciones bancarias» (por ejemplo, en lo relativo a apertura y cancelación de cuentas bancarias, consecuencias de incurrir en descubierto o conocimiento sobre comisiones bancarias), pero su impacto resultó menos evidente en lo referido a temas como el ahorro, los medios de pago o el consumo responsable.
- El curso de educación financiera incrementó significativamente la proporción de alumnos que habla con sus padres sobre asuntos económicos, lo que apunta a la idea de que el Plan de Educación Financiera puede redundar en beneficio de los alumnos que lo reciben y de sus familias.
- Se produjo un cambio en las actitudes de los alumnos con respecto a sus preferencias temporales de consumo tras recibir el curso, incrementándose su «paciencia» a la hora de enfrentarse a elecciones monetarias hipotéticas (i. e. incremento de la proporción de alumnos que elige una opción de consumo futuro frente al consumo presente).
- Tras haber recibido el curso, aumentó el porcentaje de alumnos que realizó algún trabajo para obtener ingresos, lo que sugiere que este programa puede favorecer una mayor implicación de los alumnos en las cuestiones financieras de sus familias.

IIC inmobiliarias

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias experimentaron ligeros retrocesos durante todo el año 2016.

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que son los que más sufrieron durante la crisis, registraron un retroceso patrimonial a lo largo de 2016 del 5,3 %, hasta los 370,1 millones de euros. La causa de esta contracción fue la rentabilidad negativa que experimentaron los FII durante todo el año, que en términos acumulados fue del -5,4 % (-1,8 % en el último trimestre). Aunque estos valores son mejores que los que se observaron durante los años centrales de la crisis, no parece que la recuperación del sector inmobiliario esté repercutiendo positivamente en el rendimiento de la cartera de los FII, cuyo número de partícipes, por otra parte, no aumentó a lo largo de 2016, manteniéndose el número de fondos en tres.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también permaneció constante durante 2016, por lo que a finales de año había un total de seis entidades. Su patrimonio total apenas creció un 0,7 %, hasta situarse en 707,3 millones de euros, pero el número de accionistas experimentó un aumento importante: pasó de 583 a 674. Este hecho tuvo lugar por el fuerte incremento de los partícipes producido en la última sociedad dada de alta en 2015, entre abril y septiembre.

IIC de inversión libre

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación oficial en España de las IIC de tipo *hedge fund*) experimentó una ligera contracción en 2016 del 1,2 %, situándose a finales de noviembre en 2.059 millones de euros. A finales de año, el número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 48, la misma cifra que un año antes, aunque aumentó el número de IIC de inversión libre (de 37 a 41) y se redujo el de IIC de inversión libre (de 11 a 7). El número de estas últimas retrocede desde el inicio de la crisis, cuando llegaron a existir 41 entidades de este tipo.

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), apenas se produjeron cambios en las variables más relevantes. De esta forma, el patrimonio se situó en 1.766,1 millones de euros a finales de noviembre, tan solo dos millones por encima de la cifra de finales de 2015 (véase el cuadro 15), a causa de la compensación entre unas suscripciones netas negativas no excesivamente cuantiosas (-32 millones de euros) y la revalorización de la cartera en el global del año (1,75 %). Por otra parte, el número de partícipes disminuyó un 5,3 % y se situó en 2.925.

Las IIC inmobiliarias experimentaron retrocesos en 2016...

... que fueron más intensos en el caso de los fondos de inversión inmobiliaria por la rentabilidad negativa de su cartera.

En el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria, el patrimonio permaneció constante, pero el número de accionistas experimentó un repunte significativo.

En 2016, el patrimonio de las IIC de inversión libre disminuyó un 1,2 %, hasta una cifra algo superior a los dos mil millones de euros.

El patrimonio de las IIC puras de inversión libre se mantuvo estable, pues se compensaron los reembolsos producidos con la leve revalorización de la cartera.

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

CUADRO 15

	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	37	37	41	37	39	40	41
Partícipes	2.819	3.089	2.925	3.011	2.928	2.916	2.925
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.766,1	1.652,2	1.690,2	1.793,0	1.766,1
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	1,75	-1,30	-0,50	3,62	-0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	18	11	7	11	10	10	7
Partícipes	2.734	1.265	1.242	1.262	1.255	1.244	1.242
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	292,8	306,3	290,7	286,7	292,8
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,00	-2,89	0,56	0,48	2,14

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta noviembre de 2016, excepto en el número de entidades, con datos a diciembre del mismo año.

Los fondos de fondos de inversión libre siguieron mostrando caídas en todas sus magnitudes (activos, número de entidades y partícipes).

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), continuó la tendencia contractiva de los últimos años, con una disminución patrimonial a lo largo de 2016 del 8,4 %, hasta los 292,8 millones de euros. A pesar de que el número de estas entidades se redujo de forma importante en 2016 (cuatro bajas), el número de partícipes no cayó proporcionalmente: solo lo hizo en un 1,8 %, hasta los 1.242. Por su parte, la rentabilidad de estas instituciones en el global del año fue casi nula. Su rendimiento positivo entre septiembre y noviembre (2,1 %) no pudo compensar las cifras negativas del primer trimestre (-2,9 %).

IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España iniciada en 2012 continuó el año pasado, pero a un ritmo inferior.

La fuerte expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó a mediados de 2012¹⁹, continuó en 2016, aunque a un ritmo mucho menor. Así, el patrimonio de estas IIC se incrementó un 6,4 % durante este último año (un 2,2 % en el último trimestre), hasta los 114.990 millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 20, este volumen representa el 29,6 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, un porcentaje que se ha mantenido bastante estable desde finales de 2015.

La expansión de las IIC extranjeras en 2016 se debió sobre todo al crecimiento de los fondos de inversión, cuyo patrimonio aumentó casi un 40 % en el conjunto del año.

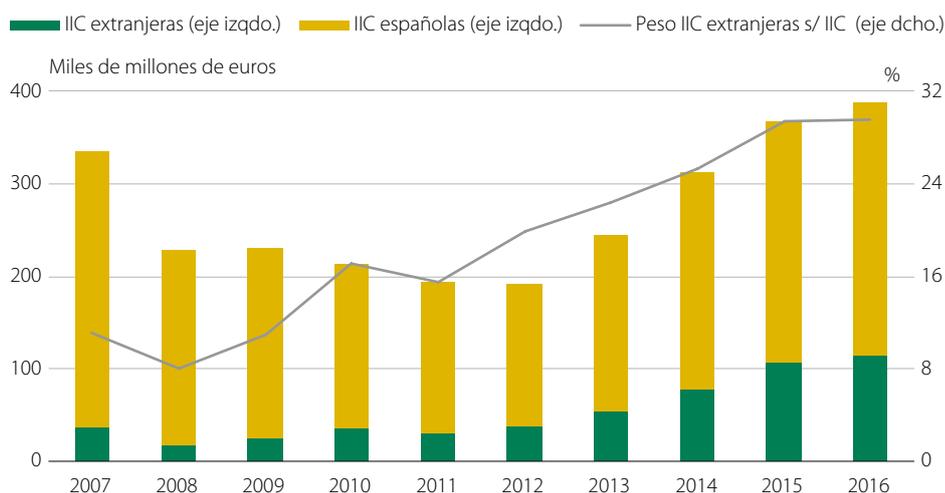
Este aumento de la inversión de las IIC extranjeras tuvo su origen, especialmente, en los fondos de inversión, cuyo patrimonio se incrementó un 9,4 % en el último trimestre de 2016 y un 39,4 % en el global del año. En el caso de las sociedades, que son las entidades con mayor inversión, el patrimonio se mantuvo prácticamente constante, con un avance anual del 0,9 %, hasta los 93.653 millones. En consonancia con esta expansión, el número de inversores creció un 24,8 % en el caso de los fondos y un 2,3 % en el de las sociedades (5,3 % y 0,4 % entre septiembre y diciembre, respectiva-

19 Desde mediados de 2012 hasta finales de 2015 la inversión de estas IIC se triplicó.

mente), hasta alcanzar un total de 1,75 millones, un 6,3 % por encima de la cifra de diciembre de 2015. El número de instituciones, por su parte, aumentó en ambos casos, con 16 fondos y 45 sociedades más registrados en la CNMV durante 2016, con lo que al cierre del año había 441 y 500 instituciones, respectivamente. La mayor parte de las altas procedían, como en los años previos, de Luxemburgo e Irlanda. Durante los primeros meses del año han continuado dándose de alta nuevas entidades, por lo que a finales de febrero el número total se ha incrementado hasta 958.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La industria de inversión colectiva continúa la recuperación que inició en 2013 después de varios años complicados durante la crisis, aunque los incrementos de patrimonio que se observan son cada vez más moderados. Si bien es cierto que en el corto y medio plazo la inversión colectiva puede seguir beneficiándose de un entorno de bajos tipos de interés, las turbulencias en los mercados de renta fija y la volatilidad de los mercados de renta variable suponen un riesgo potencial para esta industria. La combinación de estos dos factores ha provocado que en los primeros años de recuperación de la industria de inversión colectiva los inversores se decantaran por fondos con niveles de riesgo considerados superiores a los que tradicionalmente solía asumir el inversor español, mientras que en el último año se está retornando a fondos considerados más seguros, como son los de renta fija.

La expansión de la industria de fondos de inversión continuará a medio plazo si se mantienen los tipos de interés tan reducidos, aunque no será inmune a las turbulencias en los mercados financieros.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Sociedades y agencias de valores

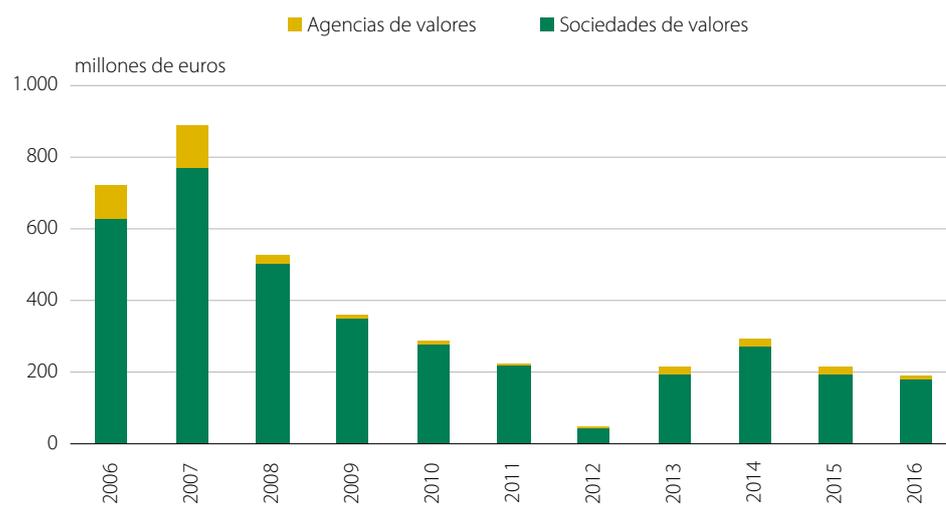
Durante 2016, la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se desarrolló en un contexto de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros, lo que se reflejó en un retroceso de los resultados del sector. En conjunto, los beneficios agregados de estas entidades ascendieron a 195,2 millones de euros, una cifra un

En 2016 se registró un nuevo descenso en el beneficio agregado de las ESI, en un marco de mayor inestabilidad en los mercados.

10,8 % inferior a la del ejercicio anterior (véase el gráfico 21). Por segundo año consecutivo se observa una disminución de los beneficios de estas entidades, después del avance significativo registrado durante 2013 y 2014. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de año había un total de 83²⁰, dos más que a finales de 2015, ya que se produjeron once altas y nueve bajas. Del total de ESI, 45 poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE, seis mediante presencia física (sucursal), igual que en 2015, y 39 bajo la modalidad de libre prestación de servicios, una menos que a finales del año anterior.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SV se situaron en 181 millones de euros, un 6 % menos que en 2015, debido tanto al descenso de los ingresos por comisiones...

Las sociedades de valores (SV), cuyos beneficios representan alrededor del 90 % del total del sector, experimentaron una contracción de su actividad a lo largo de 2016. Así, estas entidades obtuvieron unos beneficios agregados antes de impuestos de 181,2 millones de euros, un 6 % menos que en 2015 (véase el cuadro 16). Este empeoramiento tuvo su origen en la contracción tanto de los ingresos por comisiones como del resultado de las inversiones financieras. En el caso de los primeros, la reducción respecto a 2015 fue del 12,4 %, hasta los 538,6 millones de euros. Las comisiones procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes fueron, en términos absolutos, las que experimentaron el mayor descenso, situándose en 245,7 millones de euros a finales de 2016, un 23,9 % menos que las obtenidas en el mismo periodo del año anterior. Estas comisiones siguen siendo las más importantes para las SV, pero su peso relativo se ha reducido desde el 70 % de las comisiones totales hasta cerca del 50 %, debido al descenso de los corretajes aplicados a las operaciones. Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las obtenidas por la comercialización de IIC, crecieron un ligero 2,2 %, hasta los 75,5 millones (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 50 millones, el doble que durante el ejercicio anterior.

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

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, como se ha mencionado con anterioridad, destaca el descenso del resultado de inversiones financieras, que experimentaron una contracción del 51,7 %, hasta los 104,3 millones de euros. Por otro lado, los efectos positivos de la reducción de las comisiones satisfechas en un 14,1 % y el aumento de las diferencias de cambio netas en un 79,1 % hicieron que finalmente el margen bruto se situara a finales de diciembre en 530,6 millones de euros, solo un 6,2 % por debajo de la cifra de cierre de 2015. Esto, unido al descenso de los gastos de explotación en una proporción mucho menor que los ingresos, concretamente un 5 %, hasta los 351,9 millones de euros, supuso una reducción del resultado de explotación del 9,2 %, hasta los 169,5 millones de euros.

... como al empeoramiento del resultado de las inversiones financieras.

Las agencias de valores (AV) sufrieron la inestabilidad presente en los mercados de una forma más acusada: sus beneficios agregados antes de impuestos descendieron en 2016 un 52,5 %, hasta los 10,1 millones de euros. Las causas principales de estos resultados deben buscarse en la contracción de los ingresos derivados de las comisiones, igual que en el caso de las SV, y en el incremento, aunque leve, 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, que representan conjuntamente cerca del 60 % del total. Las primeras retrocedieron un 5 %, hasta los 50,5 millones, mientras que en el caso de las segundas, la contracción fue mayor, de un 24,1 %, porcentaje muy similar al experimentado por las SV. En cambio, las comisiones por gestión de carteras, que habían ido perdiendo importancia durante los últimos años, experimentaron un avance del 3,2 %, hasta los 11,1 millones. Esto hizo que el margen bruto se situara a finales de 2016 en 108,2 millones de euros, un 7,2 % por debajo de la cifra de 2015, y que, unido al mencionado incremento de los gastos de explotación, el resultado de explotación, finalmente, experimentara un retroceso del 54,2 %, hasta los 10,1 millones de euros.

Los beneficios antes de impuestos de las AV cayeron más del 50 % en 2016, debido a la caída de sus ingresos por comisiones y, en menor medida, al leve aumento de los gastos de explotación.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic-15	dic-16	%var.	dic-15	dic-16	% var.
1. Margen de intereses	55.570	53.930	-3,0	884	903	2,1
2. Comisiones netas	422.542	373.552	-11,6	113.904	108.111	-5,1
2.1. Comisiones percibidas	614.705	538.586	-12,4	135.320	129.682	-4,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	322.857	245.700	-23,9	31.845	24.181	-24,1
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	11.556	5.955	-48,5	3.829	3.193	-16,6
2.1.3. Depósito y anotación de valores	24.358	47.843	96,4	521	603	15,7
2.1.4. Gestión de carteras	22.541	23.738	5,3	10.711	11.054	3,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.930	2.547	-13,1	7.636	8.614	12,8
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.497	2.155	44,0	216	40	-81,5
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	73.889	75.505	2,2	53.169	50.504	-5,0
2.1.9. Otras	155.077	135.143	-12,9	27.393	31.494	15,0
2.2. Comisiones satisfechas	192.163	165.034	-14,1	21.416	21.571	0,7
3. Resultado de inversiones financieras	215.861	104.292	-51,7	592	245	-58,6
4. Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.731	79,1	730	154	-78,9
5. Otros productos y cargas de explotación	14.345	28.554	99,1	467	-1.184	-
MARGEN BRUTO	565.773	530.597	-6,2	116.577	108.229	-7,2
6. Gastos de explotación	370.419	351.951	-5,0	93.222	95.142	2,1
7. Amortizaciones y otras dotaciones	12.222	10.451	-14,5	1.180	2.891	145,0
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-3.643	-1.304	64,2	27	56	107,4
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	186.771	169.499	-9,2	22.148	10.140	-54,2
9. Otras ganancias y pérdidas	6.005	11.695	94,8	633	682	7,7
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	192.776	181.194	-6,0	22.781	10.822	-52,5
10. Impuesto sobre beneficios	51.485	40.673	-21,0	5.515	3.840	-30,4
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	141.291	140.521	-0,5	17.266	6.982	-59,6
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	141.291	140.521	-0,5	17.266	6.982	-59,6

Fuente: CNMV.

A pesar de la caída de los beneficios, la rentabilidad del sector de las ESI registró un leve aumento en 2016.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un ligero incremento entre finales de 2015 y finales de 2016, al pasar del 15,3 % al 16 %, a pesar del comportamiento negativo de los resultados. Este avance tuvo su origen únicamente en las sociedades de valores, cuyo ROE aumentó en más de un punto porcentual, para situarse en el 16,2 %. En el caso de las agencias de valores, por el contrario, se produjo un descenso importante durante 2016, ya que pasó del 21,5 % al 11,5 % (véase el panel izquierdo del gráfico 22).

En 2016 se redujo tanto el número de entidades en pérdidas (en dos) como el volumen de las pérdidas (-11 %).

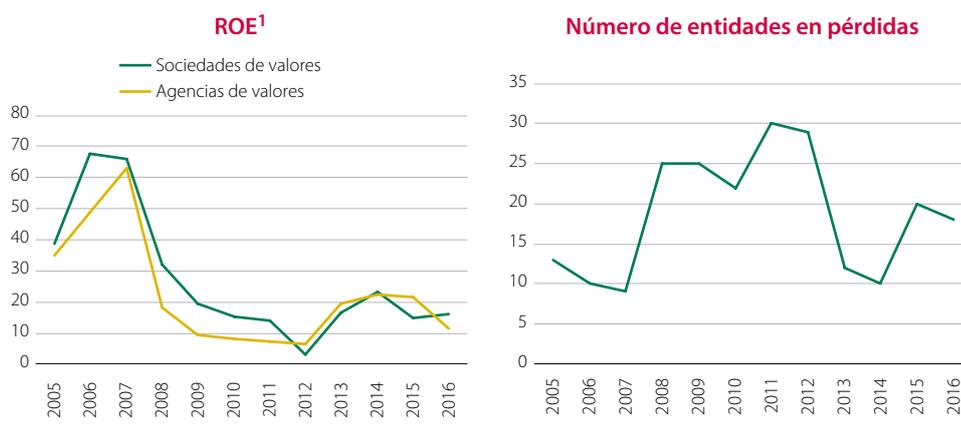
El número de entidades en pérdidas del sector se redujo durante el año hasta las 18, después de que en 2015 se cerrara el ejercicio con 20. En concreto, había 7 sociedades de valores y 11 agencias de valores en pérdidas; en ambos casos, una menos que a finales del año anterior (véase el panel derecho del gráfico 22). El valor total de las

pérdidas acumulado durante el año ascendió a 16,4 millones de euros, un 11,4 % por debajo de la cifra del ejercicio anterior.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientes durante todo 2016. De esta forma, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia²¹, definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se mantuvo prácticamente constante para las ESI entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, pasando de 4,8 a 4,7 para las SV y de 2,2 a 2,3 para las AV (véase el gráfico 23). Hay que señalar, no obstante, que estos márgenes holgados se obtienen a través de cantidades absolutas de fondos propios no muy significativas, especialmente en el caso de las AV.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientes durante todo 2016.

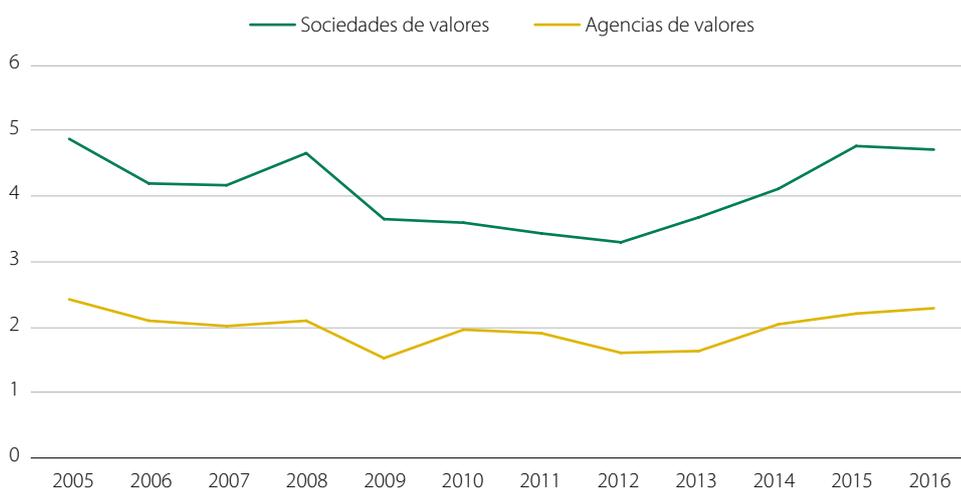
ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %) GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

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

Empresas de asesoramiento financiero

La actividad de las EAFI continuó creciendo en 2016, con un incremento en el volumen de patrimonio asesorado del 11 %.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó creciendo de forma sostenible en 2016. Así, el volumen de patrimonio asesorado se incrementó a lo largo del año un 11 % en relación con las cifras de cierre de 2015 y se situó en 28,2 mil millones de euros, una cifra que prácticamente dobla a la de 2012. Como se puede observar en el cuadro 17, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se mantuvo en unas proporciones similares a las del año anterior. De esta forma, el patrimonio correspondiente a clientes minoristas representaba un 26,4 % (26,7 % en 2015), a profesionales un 19,2 % (20,1 % un año antes) y un 54,4 % a contrapartes elegibles²² (epígrafe «otros»).

Sin embargo, los ingresos percibidos por comisiones descendieron un 8,2 %.

A pesar del incremento en el volumen de activos gestionados, los ingresos por comisiones se contrajeron un 8,2 % en 2016 respecto a la misma cifra de 2015, hasta los 52,1 millones de euros, como consecuencia del descenso de las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes en un 10,4 % (los ingresos procedentes de otras entidades aumentaron un 2,3 %). El número de EAFI, por su parte, también se incrementó durante 2016, desde 154 a finales de 2015 hasta 160.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero*

CUADRO 17

Importes en miles de euros	2014	2015	2016	% var. 16/15
NÚMERO DE ENTIDADES	143	154	160	3,9
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	21.379.858	25.366.197	28.154.829	11,0
Clientes minoristas	5.707.640	6.777.181	7.435.241	9,7
Clientes profesionales	4.828.459	5.109.979	5.413.702	5,9
Otros	10.843.759	13.479.037	15.305.886	13,6
NÚMERO DE CLIENTES^{1,2}	4.635	5.544	5.895	6,3
Clientes minoristas	4.319	5.156	5.476	6,2
Clientes profesionales	276	319	326	2,2
Otros	40	69	93	34,8
INGRESOS POR COMISIONES³	47.616	56.726	52.050	-8,2
Comisiones percibidas	47.037	55.781	51.314	-8,0
De clientes	37.940	45.180	40.464	-10,4
De otras entidades	9.098	10.602	10.850	2,3
Otros ingresos	579	945	736	-22,1
PATRIMONIO NETO	26.454	25.107	40.255	60,3
Capital social	5.576	5.881	6.834	16,2
Reservas y remanentes	8.993	7.585	27.127	257,6
Resultado del ejercicio	11.885	11.531	7.988	-30,7
Resto de fondos propios	-	76	-1.694	-

* Avance con datos del 94 % de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

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

3 Datos acumulados del periodo.

22 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

Perspectivas

Existen, principalmente, dos factores que están lastrando la actividad de las empresas de servicios de inversión, después de varios años de crecimiento. En primer lugar, la inestabilidad de los mercados de renta variable está afectando a las principales líneas de negocio de estas entidades, que están asociadas a la contratación en estos mercados, y en segundo lugar, la creciente competencia de las entidades de crédito nacionales en las actividades que tradicionalmente llevaban a cabo las ESI está teniendo un efecto negativo en ingresos derivados de la tramitación y ejecución de órdenes. Por otro lado, cabe mencionar que el proceso de reestructuración del sistema financiero español ha tenido y está teniendo un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI: de las nueve bajas producidas durante 2016, tan solo una fue 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 en 2015 esta cifra había sido de dos.

Los principales riesgos para las ESI están relacionados con la inestabilidad de los mercados de renta variable y la competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros.

Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas

RECUADRO 4

Tanto en España como en otros países europeos está produciéndose una creciente comercialización entre clientes minoristas por parte de ciertos intermediarios financieros de instrumentos cada vez más complejos y arriesgados, como contratos financieros por diferencias (CFD), contratos *rolling spot foreign exchange* (a efectos de este recuadro, «productos forex») u opciones binarias.

La comercialización de este tipo de productos entre clientes minoristas viene preocupando desde hace tiempo a la CNMV. En octubre de 2014 se divulgó una advertencia sobre los riesgos y la elevada probabilidad de que los clientes sufrieran pérdidas al invertir en CFD¹, y en julio de 2016, con motivo de un comunicado de la ESMA sobre la operativa con CFD, opciones binarias y otros productos especulativos, la CNMV difundió una nueva advertencia sobre los riesgos que comporta la operativa con estos productos.

Los CFD, los productos forex y las opciones binarias y sus riesgos son difíciles de comprender para la mayor parte de los inversores minoristas. Además, de acuerdo con estudios realizados por la CNMV y por otros organismos supervisores de valores, la gran mayoría de los clientes minoristas que operan con estos productos pierde dinero sistemáticamente. Según los datos del último estudio de la CNMV, entre 1 de enero de 2015 y 30 de septiembre de 2016, el 82 % de los clientes que realizaron operaciones con CFD sufrieron pérdidas. Las pérdidas totales de 30.656 clientes, incluidos los costes y comisiones asociados a la operativa, ascendieron a 142 millones de euros (los resultados agregados arrojan pérdidas de 52 millones, más 90 millones soportados por comisiones y otros costes).

En este contexto, algunos países de la Unión Europea han propuesto, e incluso en algún caso desarrollado, diversas iniciativas, orientadas por ejemplo a limitar el nivel de apalancamiento de las inversiones en este tipo de productos o a restringir su comercialización mediante limitaciones a la publicidad o a las ventas a distancia utilizando centros de llamadas.

Sin descartar posibles acciones en una línea parecida, la CNMV acaba de poner en marcha algunas medidas para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos forex u opciones binarias:

- La CNMV ha requerido a los intermediarios que comercializan CFD o productos forex con un apalancamiento superior a diez veces (10:1) o que comercialicen opciones binarias entre clientes minoristas establecidos en nuestro país, y que lo hagan fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión, exigiéndoles lo siguiente:
 - Que adviertan expresamente a los clientes que la CNMV considera que, debido a su complejidad y riesgo, la adquisición de estos productos no es adecuada para clientes minoristas.
 - Adicionalmente, que los clientes sean informados sobre el coste que asumirían si decidiesen cerrar su posición nada más realizar la contratación y, en el caso de CFD y productos forex, que sean advertidos de que debido al apalancamiento las pérdidas pueden llegar a ser superiores al importe desembolsado inicialmente para la adquisición del producto.
 - Que recaben del cliente un texto manuscrito o grabación verbal que permita acreditar que es consciente de que el producto que va a adquirir es especialmente complejo y de que la CNMV considera que no es adecuado para inversores minoristas.
 - Que los elementos publicitarios utilizados por las entidades para la promoción de CFD, forex u opciones binarias contengan siempre una advertencia sobre la dificultad de entender estos productos y sobre el hecho de que la CNMV considera que no son adecuados para inversores minoristas debido a su complejidad y riesgo.

Las entidades a las que se ha dirigido el requerimiento deberán adaptar sus procedimientos y sistemas para estar en disposición de realizar las advertencias y recabar la expresión manuscrita o verbal a la mayor brevedad y en todo caso antes de un mes desde la fecha de recepción del mismo.

- La CNMV tiene previsto dirigirse también a los supervisores de valores de otros países para que exijan la realización de las mismas advertencias y actuaciones a los intermediarios registrados en su territorio que comercializan este tipo de productos entre clientes españoles en régimen de libre prestación de servicios.

La CNMV defenderá activamente en la ESMA la adopción de medidas coordinadas a nivel europeo tendentes a mejorar la protección de los inversores en este ámbito.

¹ Advertencia que también fue recogida en el boletín del tercer trimestre de 2014 y en el informe anual de la CNMV del mismo año.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

A pesar de la ralentización del primer semestre del año pasado, las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) finalizaron 2016 con un incremento del patrimonio gestionado del 4,8 %, superándose los 272 mil millones de euros. De esta forma, continúa la mejoría iniciada en 2013, después de unos años de continuos descensos del patrimonio gestionado por estas entidades (véase el gráfico 24). Más del 90 % de este avance tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como ya se ha mencionado, experimentaron un aumento patrimonial de más del 7 %. Por otro lado, es importante mencionar el grado de concentración del sector, que continuó siendo elevado: las tres mayores gestoras mantenían, a mediados de 2016, una cuota conjunta del 43 % del patrimonio total, cifra muy similar a la de finales de 2015.

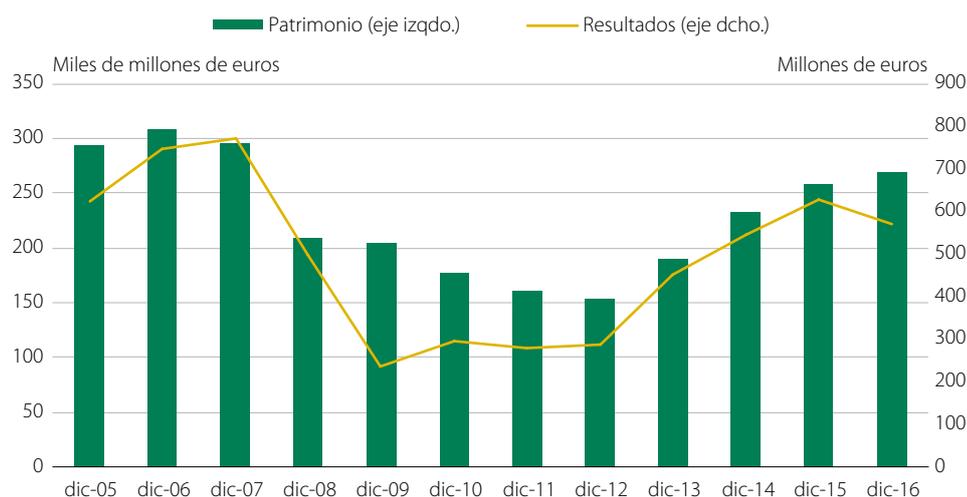
A pesar de un primer semestre algo más irregular, las sociedades gestoras de IIC acabaron el año con un aumento del patrimonio gestionado cercano al 5 %...

Los beneficios agregados antes de impuestos, en cambio, retrocedieron un 4,1 % respecto al cierre de 2015, hasta los 600,8 millones de euros. Las causas principales de esta reducción fueron tanto el aumento de los gastos de explotación (10,8 %) como la caída de los ingresos por comisiones (-2,3 %). Las comisiones por gestión de IIC, que son las más importantes para las gestoras, cayeron un 3,9 % como consecuencia de la reducción de la comisión media de gestión, que se situó en el 0,87 % del patrimonio, por debajo del 0,95 % de finales de 2015 (véase el cuadro 18). Este retroceso tuvo su origen, principalmente, en la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con menores niveles de riesgo que, por lo tanto, llevan asociadas comisiones más bajas. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC, por su parte, se situó en diciembre de 2016 en el 55 %, un valor muy similar al del cierre de 2015. El número de entidades en pérdidas se incrementó de 11 a 13, y el importe agregado de las mismas alcanzó los 7,4 millones de euros, más del doble que la cifra de 2015.

... que no repercutió al alza en los beneficios agregados debido al descenso de las comisiones medias de gestión.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

Prácticamente finalizado el proceso de reorganización del sector, el número de gestoras de IIC vuelve a incrementarse.

El proceso reorganizativo que se estaba produciendo en el sector debido a la reestructuración de las entidades de crédito prácticamente ha finalizado. Así, durante 2016 tan solo se ha producido una baja, cuyo origen fue la mencionada reorganización. A su vez, se produjeron seis altas durante el año, hasta las 101 entidades, y en los meses de enero y febrero de este año se han producido tres altas más, por lo que el número de SGIIC a 28 de febrero era de 104 entidades.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
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	2.442	0,95	63,7
2016	272.782	2.347	0,87	61,7

Fuente: CNMV.

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

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

En 2016 continuaron las altas de los nuevos tipos de entidades de capital-riesgo creados al amparo de la Ley 22/2014 con el fin de impulsar este tipo de financiación.

Como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abría la posibilidad a nuevos tipos de vehículos para fomentar el capital-riesgo como fuente de financiación alternativa, se crearon en 2015 los primeros vehículos de nueva tipología, concretamente 15, de los cuales 8 eran fondos de capital-riesgo pyme, 6 sociedades de capital-riesgo pyme y una sociedad de inversión colectiva cerrada. A lo largo de 2016, se dieron de alta 3, 8 y 5 entidades, respectivamente, de las anteriormente mencionadas. Además, en el último trimestre se produjo la primera baja de una de estas entidades, concretamente una sociedad de capital-riesgo pyme. También se crearon los dos primeros fondos de capital-riesgo europeos y el primer fondo de inversión colectiva cerrado (véase el cuadro 19).

También aumentó el número de vehículos tradicionales, por lo que en total el número de entidades de capital-riesgo acabó el año en 291, 26 más que en 2015.

En relación con los vehículos «tradicionales», en 2016 se produjeron 23 altas y 5 bajas de fondos de capital-riesgo (FCR), por lo que a finales de diciembre había 166, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital-riesgo fue de 10 y 14, respectivamente, hasta las 99. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital-riesgo (ECR) a 31 de diciembre (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 291, frente a las 265 de finales de 2015. En la misma fecha había un total de 7 vehículos de tipo cerrado, 6 sociedades y un fondo, así como 81 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido 10 altas y 6 bajas.

Durante los dos primeros meses de 2017 se han producido algunos movimientos en el registro de entidades de capital-riesgo. Así, a finales de febrero había un total de 294 entidades de capital-riesgo (180 fondos y 114 sociedades), 84 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado y seguían los mismos 7 vehículos de tipo cerrado. Tan solo cabe mencionar la creación de un nuevo fondo de capital-riesgo pyme, por lo que a finales de febrero ya había un total de 13.

La expansión del sector ha continuado en los primeros meses de 2017.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2016

CUADRO 19

	Situación a 31/12/2015	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2016
Entidades				
Fondos de capital-riesgo	148	23	5	166
Fondos de capital-riesgo pyme	8	3	0	11
Fondos de capital-riesgo europeos	0	2	0	2
Sociedades de capital-riesgo	103	10	14	99
Sociedades de capital-riesgo pyme	6	8	1	13
Total entidades de capital-riesgo	265	19	10	291
Fondos de inversión colectiva cerrados	0	1	0	1
Sociedades de inversión colectiva cerradas	1	5	0	6
Total entidades de inversión colectiva cerradas	1	6	0	7
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	77	10	6	81

Fuente: CNMV.

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

Los datos preliminares del segundo semestre de 2016 facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) indican que el sector se ha recuperado con fuerza después de un primer semestre y últimos meses de 2015 marcados por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. Precisamente, estas grandes operaciones (superiores a 100 millones de euros) han sido una de las características más relevantes de la última parte del año, con un total de siete, todas cerradas por operadores internacionales. Gracias, en parte, a la evolución de estas grandes operaciones, el año 2016 cerró con un volumen de inversión de 2.992 millones de euros, un 3 % superior al de 2015. Por otro lado, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) experimentaron un retroceso en el volumen total del 30,9 % respecto a 2015, mientras que las operaciones más reducidas (hasta 5 millones) siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 88,4 %.

El volumen de inversión del sector de capital-riesgo se situó en 2.992 millones de euros en 2016, un 3 % más que en 2015, por la existencia de varias operaciones de gran tamaño en los últimos meses del ejercicio.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases semilla y arranque) coparon la mayoría de operaciones, con un total de 436 (el 75 % del total), aunque con un volumen de inversión que representaba el 13 %. Cabe señalar el buen comportamiento de la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, que se incrementó un 52 % respecto a 2015, superándose los dos mil millones de euros. En este crecimiento jugó un papel muy importante el impulso de los fondos públicos Innvierte y FOND-ICO Global.

Destacó el fuerte crecimiento de la captación de nuevos fondos para invertir, debido en parte al impulso de los fondos públicos Innvierte y FOND-ICO Global.

