

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

# Índice

<b>1 Resumen ejecutivo</b>	<b>13</b>
<b>2 Entorno macro-financiero</b>	<b>16</b>
2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
2.2 La evolución económica y financiera nacional	23
2.3 Perspectivas	29
<b>3 La evolución de los mercados nacionales</b>	<b>29</b>
3.1 Los mercados bursátiles	29
3.2 Los mercados de renta fija	39
<b>4 Los agentes de los mercados</b>	<b>42</b>
4.1 Vehículos de inversión	42
4.2 Empresas de servicios de inversión	48
4.3 Sociedades gestoras de IIC	52
4.4 Otros intermediarios: capital riesgo	53
<b>5 Iniciativas de los supervisores financieros a raíz de la crisis <i>subprime</i></b>	<b>56</b>
5.1 Transparencia	58
5.2 Las agencias de <i>rating</i>	61
5.3 El riesgo de liquidez	62

## Índice de recuadros

Recuadro 1: Freddie Mac y Fannie Mae	17
Recuadro 2: Los acontecimientos de septiembre de 2008 que cambiarán la configuración del sistema financiero internacional	19
Recuadro 3: Condiciones de admisión a cotización y permanencia relacionadas con la distribución de las acciones en manos del público en los principales mercados europeos	34
Recuadro 4: Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro	37
Recuadro 5: Los fondos monetarios: características y evolución reciente	43
Recuadro 6: Recomendaciones del <i>Financial Stability Forum</i> para mejorar la resistencia institucional y de los mercados	57

# 1 Resumen ejecutivo

- En el último semestre<sup>1</sup> la actividad de los mercados internacionales ha seguido estando afectada por las turbulencias generadas a raíz de la crisis *subprime* en un marco de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y financieras globales.
- Tras una mejoría transitoria en los meses de abril y mayo, en los meses centrales del año se reanudó la fase de corrección de las cotizaciones bursátiles<sup>2</sup> y elevados *spreads* crediticios, manteniéndose la reducida actividad emisora de valores y las escasas transacciones en los mercados interbancarios. En las últimas semanas, la crisis de las agencias hipotecarias y de seguros norteamericanas y del sector de banca de inversión han generado intensas turbulencias en los mercados de valores e interbancarios. Estas se han moderado a raíz de la acción de los bancos centrales y, sobre todo, del anuncio de un plan de rescate por parte del Gobierno norteamericano, que, no obstante, no había sido todavía aprobado por el Congreso de EEUU en la fecha de cierre de este informe.
- Con objeto de asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados, los supervisores de valores de los principales centros financieros han emitido normas que refuerzan los requisitos de información pública sobre las posiciones cortas y, en muchos casos, restringen la operativa de ventas en descubierto. En España, la CNMV ha recordado a todos los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores la existencia de normas que prohíben y penalizan las ventas en corto descubiertas y ha acordado exigir a cualquier persona física o jurídica que ostente posiciones cortas sobre acciones o cuotas participativas de un total de veinte instituciones financieras que haga pública cualquier posición corta en dichos valores que supere el 0,25% del capital social admitido a negociación de dichos emisores.
- En España, la corrección cíclica de la actividad se ha agudizado sensiblemente como consecuencia, esencialmente, del pronunciado ajuste del sector de la construcción y la desaceleración del consumo. Las entidades financieras han experimentado un deterioro de la calidad de su cartera crediticia, aunque la morosidad se mantiene en niveles reducidos y su situación de solvencia sigue siendo satisfactoria.
- Las empresas no financieras han experimentado en el primer semestre del año un recorte de resultados y un aumento de sus ratios de endeudamiento y de carga financiera. No obstante, si se exceptúa el sector de la construcción e inmobiliario, sometido a un proceso de ajuste, los balances de las empresas

1 La fecha de cierre del informe es el 19 de septiembre.

2 Las caídas de las bolsas europeas en lo que va de 2008 están entre el 23% y el 27%, cerca del 22% para las japonesas y del 14% para las norteamericanas.

cotizadas sólo han experimentado, en general, un debilitamiento moderado como consecuencia del deterioro de la actividad y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

- Las previsiones disponibles auguran la continuidad de la fase de desaceleración de la actividad en España en los próximos trimestres<sup>3</sup> y su recuperación progresiva el próximo año. No obstante, estas previsiones están sometidas a los riesgos derivados de la prolongación de la crisis financiera internacional, que se han agudizado en las últimas semanas, y a la intensidad y la duración del ajuste en el sector inmobiliario.
- Los mercados españoles de renta variable han seguido, a grandes rasgos, las tendencias internacionales. Tras la mejora transitoria en marzo y abril, las cotizaciones descendieron sensiblemente a partir de mayo<sup>4</sup>, a la vez que aumentó la volatilidad y se redujo la liquidez. Asimismo, la corrección de los precios ha propiciado un descenso de los niveles de contratación y las emisiones han adquirido un volumen muy reducido, destacando, tan solo, la emisión de cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM).
- Un desarrollo potencialmente relevante es la reducción del grado de difusión de las acciones de empresas que cotizan en las bolsas de valores. Aunque los niveles de *free-float* son, en general, aceptables, su tendencia decreciente invita a los responsables de los mercados a revisar su reglamento, con el fin de asegurar el mantenimiento de una difusión suficiente de las acciones y facilitar, así, una adecuada formación de los precios.
- Los mercados españoles de renta fija mantienen las pautas del semestre anterior. Los precios siguen reflejando elevadas primas de riesgo crediticio y la actividad de emisión se mantiene en niveles muy reducidos y centrada en pagarés y bonos de titulización que son típicamente suscritos por las entidades que ceden los préstamos titulizados.
- Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) continúan la fase de reducción de su patrimonio y del número de partícipes. La creciente preferencia de los inversores por productos poco arriesgados en un contexto de volatilidad en los mercados y la propia corrección de las cotizaciones sigue reduciendo el volumen gestionado<sup>5</sup>. A su vez, la creciente competencia de las entidades de crédito en la captación de pasivo continúa debilitando el atractivo relativo de los fondos conservadores frente a los depósitos.
- Los activos poco líquidos continúan representando, en general, un volumen reducido de la cartera de los fondos de inversión (8,4% del patrimonio en junio de 2008). No obstante, debido a la persistencia de los problemas de liquidez en algunos mercados de renta fija, y la tendencia al aumento de los reembolsos, las

---

3 La Comisión Europea prevé que la economía española crecerá en 2008 un 1,4%, lo que supone una rebaja de 8 décimas respecto a las últimas previsiones publicadas en el Informe de Primavera.

4 En lo que va de 2008, la cotización del Ibex-35 ha caído un 23,9% y un 19,9% en el último año.

5 El patrimonio de los fondos de inversión finalizó el segundo trimestre de 2008 en 214 mil millones de euros frente a 255 mil millones a finales de 2007.

gestoras deben reforzar la vigilancia de la exposición de los vehículos a instrumentos de difícil transferibilidad. Asimismo, deben mantener el rigor de sus políticas de valoración, en línea con la normativa contable vigente.

- Los resultados de las empresas de inversión se han visto afectados por la reducción de la contratación en los mercados de valores y el aumento de los reembolsos en los fondos de inversión que gestionan. Por ello, su rentabilidad se ha reducido marcadamente, aunque sigue siendo muy elevada (el ROE de las sociedades de valores se situó en el 28% en junio de 2008 y el de las agencias de valores, en el 21%). En todo caso, los indicadores de solvencia muestran en junio de 2008 una posición muy holgada, mejorando, incluso, los registros de 2007. Ello refuerza la posición de estas entidades para asumir la presión que sobre sus balances ejercerá la probable persistencia de la fase de reducida negociación y la competencia creciente a nivel europeo.
- La actividad de capital riesgo continuó en expansión en España en 2007, tanto en lo que respecta al número de entidades como al volumen de activos totales de las entidades de capital riesgo. Los datos del primer semestre de 2008 indican una contención del volumen de inversión en el sector a pesar del aumento del número de operaciones. Las dificultades de acceso a la financiación bancaria están condicionando el desarrollo de las operaciones apalancadas, si bien estas operaciones tienen una menor importancia relativa en España que en otros países.
- Las turbulencias ocasionadas tras la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos han propiciado la aparición de diversas iniciativas para el perfeccionamiento del marco regulatorio de la actividad financiera. Un primer objetivo fundamental es la mejora de la transparencia, tanto sobre la situación de los emisores y prestatarios, como sobre la naturaleza de los productos financieros y las condiciones de los mercados donde se negocian. En esta área la CNMV, como otros supervisores de valores, ha desarrollado o participado en iniciativas tendentes a mejorar la calidad de la información suministrada por las empresas cotizadas y supervisadas, en particular, en lo que se refiere a las políticas de valoración de activos y a los folletos de emisión de productos estructurados. En el ámbito de la transparencia de los mercados de renta fija y derivados parece pertinente la necesidad de revisar la normativa europea que, a la vista de la experiencia reciente, resulta escasamente eficaz.
- Otro objetivo relevante es la mejora del sistema de vigilancia del trabajo realizado por las agencias de *rating*. Ante las dificultades para la adopción en el corto plazo de un sistema supervisor de alcance global, la iniciativa reciente de la Comisión Europea, que ha puesto a consulta pública un documento que plantea dos modelos alternativos de autorización y supervisión, es un paso adelante. No obstante, las autoridades europeas deben contemplar opciones más ambiciosas que se acerquen lo máximo posible a un sistema centralizado de autorización y supervisión de estas agencias que resulte vinculante en toda la UE.
- Finalmente, la crisis ha mostrado algunas deficiencias en la regulación del riesgo de liquidez asumido por distintos tipos de entidades financieras. En lo que se refiere a las IIC, los trabajos en marcha en el ámbito de CESR pue-

den constituir una buena oportunidad para fortalecer este aspecto de la normativa. Una acción concreta relacionada que tiene prevista la CNMV es revisar la definición de la categoría de “fondos monetarios”. El objetivo de la revisión es adecuar las expectativas del inversor con la naturaleza del producto.

## 2 Entorno macro-financiero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*La ralentización del crecimiento mundial se intensifica como consecuencia del ajuste del mercado inmobiliario en un marco de incertidumbre en los mercados financieros y de fuertes presiones inflacionistas...*

*... que siguen complicando las decisiones de política monetaria.*

La actividad económica internacional mantuvo en la primera parte de 2008 la senda de desaceleración que viene mostrando desde hace varios trimestres. A los efectos derivados de las turbulencias en los mercados financieros se han unido la marcada ralentización del mercado inmobiliario en algunas economías y, sobre todo, el encarecimiento de las materias primas, especialmente del petróleo, y de los alimentos. La moderación del crecimiento resultó relativamente generalizada, aunque adquirió diferente intensidad entre regiones: más acusada en EEUU, que podría crecer en torno a un 1,0% en 2008, que en la zona euro y en Japón, donde las tasas podrían oscilar entre el 1% y el 2%. El dinamismo de las economías emergentes continúa siendo elevado, a pesar del ligero descenso de las tasas de crecimiento. La fortaleza de las exportaciones continúa siendo la base de su expansión en la mayor parte de los casos.

Una característica particular de este periodo de ralentización de la actividad mundial es el notable incremento de la inflación como consecuencia del encarecimiento de las materias primas y del petróleo<sup>6</sup> en particular. Este fenómeno ha complicado sustancialmente el marco de ejecución de las políticas de los bancos centrales

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

CUADRO 1

	2004	2005	2006	2007	FMI(*)		OCDE(*)	
					2008P	2009P	2008P	2009P
Mundial	4,9	4,4	5,0	4,9	4,1 (+0,4)	3,9 (+0,1)	-	-
EE.UU.	3,6	3,1	2,9	2,2	1,3 (+0,8)	0,8 (+0,2)	1,8 (+0,6)	1,1 (-1,1)
Zona euro	2,1	1,6	2,8	2,6	1,7 (+0,3)	1,2 (=)	1,3 (-0,4)	1,4 (-0,6)
Alemania	1,1	0,8	2,9	2,5	2,0 (+0,6)	1,0 (=)	1,5 (-0,4)	1,1 (-0,5)
Francia	2,5	1,7	2	1,9	1,6 (+0,2)	1,4 (+0,2)	1,0 (-0,8)	1,5 (-0,5)
Italia	1,5	0,6	1,8	1,5	0,5 (+0,2)	0,5 (+0,2)	0,1 (-0,4)	0,9 (-0,4)
España	3,3	3,6	3,9	3,8	1,8 (=)	1,2 (-0,5)	1,6 (-0,9)	1,1 (-1,3)
Reino Unido	3,3	1,8	2,9	3,1	1,8 (+0,2)	1,7 (+0,1)	1,2 (-0,6)	1,4 (-1,0)
Japón	2,7	1,9	2,4	2,1	1,5 (+0,1)	1,5 (=)	1,2 (-0,5)	1,5 (-0,3)
Emergentes	7,5	7,1	7,8	7,9	6,9 (+0,2)	6,7 (+0,1)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(\*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2008 (respecto a abril de 2008). OCDE, las previsiones correspondientes a 2008 fueron publicadas el 2 de septiembre y se comparan con las últimas publicadas en junio salvo para el caso español. Las previsiones de la OCDE correspondientes a 2009 fueron publicadas en junio de 2008 y se comparan con las de diciembre de 2007. Las previsiones de la OCDE para la economía española son de junio de 2008 y se comparan con las de diciembre de 2007.

<sup>6</sup> El precio del crudo prácticamente no ha dejado de aumentar desde enero de 2007, cuando estaba en algo más de 50 dólares/barril, hasta el máximo alcanzado en julio de 2008 en 145 dólares/barril. Recientemente ha descendido hasta el entorno de los 100 dólares/barril.

más importantes. Estos han seguido efectuando operaciones extraordinarias de inyección de liquidez con objeto de mitigar los efectos de las fricciones prevalentes en los mercados interbancarios. Al mismo tiempo, a pesar de la moderación del crecimiento, han mantenido y, en algún caso, elevado los tipos de intervención como consecuencia de las mayores presiones inflacionistas.

En EEUU, la Reserva Federal, que rebajó en 25 puntos básicos (p.b.) hasta el 2% su tipo de referencia el 30 de abril, los ha mantenido estables desde entonces<sup>7</sup>. En la zona euro, por su parte, el BCE elevó los tipos de interés en la misma cuantía hasta el 4,25% el 9 de julio.

Los mercados financieros, que mostraron, en términos generales, un comportamiento más estable a lo largo de los meses de abril y gran parte de mayo, siguieron mostrando cierta vulnerabilidad en los meses centrales del año como consecuencia de la incertidumbre que permanecía sobre la calidad de las carteras de inversión y negociación de las entidades y la incertidumbre macroeconómica. Ello siguió ralentizando la normalización de los mercados monetarios y de renta fija y presionando a la baja sobre las cotizaciones bursátiles. El deterioro de la actividad económica está erosionando notablemente los ingresos de las entidades, que empiezan a sufrir las consecuencias del deterioro de una parte de la cartera crediticia. Además, el sector financiero se está viendo afectado por su exposición a las entidades aseguradoras (*monolines*), algunas de las cuales han sufrido rebajas notables en sus *ratings*.

En septiembre, comenzaron nuevos episodios de fuertes turbulencias, a raíz de la intervención pública de dos firmas hipotecarias estadounidenses (véase recuadro 1) que se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers, la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America, la nacionalización de la mayor aseguradora del mundo (American International Group, AIG), la suspensión de la negociación en la bolsa de Moscú y la compra de HBOS por parte de Lloyds TSD (véase recuadro 2). Todo ello propició caídas pronunciadas en los precios de la renta variable, incrementos en las primas de riesgo crediticio y nuevos aumentos de la volatilidad, a la vez que se hizo de nuevo necesaria la intervención de los bancos centrales más importantes. Las dudas sobre la fragilidad de otras instituciones pertenecientes a la banca de inversión incrementaron notablemente la incertidumbre de los agentes de los mercados. Tras estos acontecimientos, la publicación del plan de rescate del Gobierno norteamericano parece haber atenuado las turbulencias en los mercados financieros, si bien permanecen a la espera de conocer los detalles del mismo y de su aprobación definitiva por parte del Congreso.

*Los mercados financieros, más estables en abril y parte de mayo, viven en septiembre nuevos episodios de fuertes turbulencias...*

*... tras la nacionalización o quiebra de algunas entidades financieras norteamericanas, si bien se han atenuado con la publicación del plan de rescate del Gobierno de EEUU.*

#### **Recuadro 1: Freddie Mac y Fannie Mae**

Los orígenes de estas entidades provienen del final de la II Guerra Mundial y el empeño del Gobierno norteamericano de que los ciudadanos estadounidenses tuvieran suficiente financiación para la compra de viviendas. Con este objetivo se

<sup>7</sup> Las rebajas en el tipo oficial de la Reserva Federal comenzaron el 19 de septiembre de 2007, cuando estaba en el 5,25%. En total, se han producido siete rebajas en el tipo de referencia, dos de 75 p.b., dos de 50 p.b. y tres de 25 p.b. hasta el tipo actual (2,0%).

crearon instituciones estatales o semiestatales para impulsar el mercado secundario de hipotecas. Los objetivos fueron alcanzados, ya que cualquier entidad financiera, cooperativa o *broker* local pudo proveer de hipotecas a los americanos y después venderlas a estas entidades que las “empaquetaban” y las vendían entre inversores. Las sociedades *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) y *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac) se encuadran en la categoría de “entidades promovidas por el gobierno” (en inglés, *GSE-Government Sponsored Enterprises*). A finales de los años sesenta se privatizó la primera y se creó la segunda con objeto de introducir competencia en el sector. Su regulación y su supervisión recae en una oficina del Departamento Federal de Vivienda y Urbanismo de EEUU.

Estas entidades se dedican a conceder o garantizar créditos hipotecarios y también realizan emisiones de bonos de titulización respaldadas por los créditos que han concedido o por créditos que toman de otras entidades. El volumen de créditos que conceden o toman tiene un límite máximo, calculado según el crecimiento anual de los precios de las viviendas. Recientemente han entrado en el segmento de las hipotecas *subprime* en los casos en que los prestatarios hayan sido susceptibles de tener una buena calificación crediticia.

El tamaño que han ido adquiriendo estas entidades en el mercado hipotecario (se calcula que entre las dos han concedido o garantizado casi la mitad de los créditos que existen en EEUU) y el relativo desconocimiento de sus finanzas han dado lugar a numerosas peticiones para revisar su regulación, al tiempo que se cuestionaba la calidad de los bonos emitidos por estas sociedades. Los principales problemas en el ámbito regulatorio están relacionados con los reducidos niveles de capital exigido y con los criterios de valoración de sus activos. Incluso recibieron sanciones por el comportamiento inadecuado de sus gestores, aunque su consideración de cuasi-oficiales y la defensa de las autoridades sobre la idoneidad de la regulación y de sus niveles de capitalización permitió que dichas entidades no fueran penalizadas por el mercado y pudieran seguir financiándose a un coste cercano al de la deuda pública.

En los últimos meses, las agencias patrocinadas por el Gobierno han sido objeto de un intenso escrutinio, ya que los agentes empezaron a especular sobre la posibilidad de que las pérdidas por hipotecas pudieran afectar la solvencia de estas entidades y forzar un rescate por parte del Tesoro, dado su gran tamaño. Las entidades también mostraron dificultades crecientes a la hora de refinanciarse. En lo que va de año (hasta el 2 de septiembre) la cotización de Fannie Mae ha caído un 81,4% y la de Freddie Mac un 84,8%.

En julio de 2008 el Tesoro norteamericano anunció las líneas de un plan de rescate que contenía ayudas de liquidez y planteaba la revisión de algunos aspectos normativos, todo ello con el fin de evitar el colapso de estas instituciones, cuya deuda conjunta supera los 4.900 millardos de dólares, y de reestablecer la confianza de los agentes. Sin embargo, la incertidumbre se mantuvo en los mercados hasta comienzos de septiembre, cuando conjuntamente el Tesoro y la Agencia Financiera Inmobiliaria Federal (FHFA por sus siglas en inglés) dieron a conocer los detalles de un plan para tomar el control de las dos entidades. El conjunto de medidas aprobado, que ha sido bien acogido por los mercados, se puede resumir en los siguientes puntos:



- Compra de títulos preferentes por parte del Tesoro en cada una de las compañías (100.000 millones de dólares en cada una), necesarios para mantener saneado el balance.
- Compra de valores respaldados por hipotecas de Freddie Mac y Fannie Mae en los mercados financieros por parte del Tesoro. También se contempla la creación de una entidad de compra de activos hipotecarios a través del fondo general del Tesoro gestionado por la Reserva Federal de Nueva York.
- Gestión de las compañías en manos de la FHFA. Los derechos políticos y económicos de los accionistas quedan suspendidos.
- Estabilización y posterior reducción de la cartera de valores respaldados por hipotecas (un 10% al año desde 2010) de estas entidades para disminuir sus riesgos.
- Extensión de la línea de facilidades de liquidez hasta finales del año próximo.

#### **Recuadro 2: Los acontecimientos de septiembre de 2008 que cambiarán la configuración del sistema financiero internacional**

El mes de septiembre de 2008 ha sido profuso en acontecimientos que han evidenciado que la crisis financiera puede aún no haber completado todas sus manifestaciones y que han planteado la necesidad de acciones políticas en el ámbito de la regulación. A continuación se recoge una breve descripción cronológica de los principales hechos:

- 7 de septiembre. Nacionalización de Freddie Mac y Fannie Mae. Después de semanas de dudas sobre la solvencia de estas firmas hipotecarias, el Tesoro aprobó finalmente su intervención (véase recuadro 1 para mayor detalle).
- 14 de septiembre. Compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America. Tras abandonar las conversaciones sobre una posible compra de Lehman, Bank of America se hizo con el control de Merrill Lynch por un importe de 44.000 millones de dólares y se convierte en el primer grupo bancario del país.
- 15 de septiembre. Quiebra de Lehman Brothers. Tras haber anunciado pérdidas importantes en el tercer trimestre y ser cuestionada su calificación crediticia por Standard & Poor's, sus acciones se desplomaron y el banco de negocios no consiguió cerrar ningún acuerdo de compra con otros bancos. Como consecuencia, Lehman se vio obligado a presentar el expediente de quiebra. El anuncio de esta decisión generó nuevas dosis de incertidumbre en los mercados, ya que Lehman era el cuarto banco de inversión más importante de EEUU.
- 16 de septiembre. Desplome de AIG. Las acciones de AIG se hundieron y los reguladores del sector asegurador del Estado de Nueva York inyectaron el día

15 20.000 millones de dólares para paliar las necesidades de liquidez. Finalmente, el día 16 la Reserva Federal salió al rescate de la mayor aseguradora del mundo, AIG, con un crédito de 85.000 millones de dólares colateralizado con sus acciones y con las de sus filiales. El gobierno americano recibirá el 79,9% de las acciones de AIG y tendrá el derecho de vetar el pago de dividendos a los accionistas ordinarios y preferentes.

- 17-19 de septiembre. Cierre de la bolsa en Rusia. La fuerte caída en la cotización de las acciones al comienzo de la sesión del 17 de septiembre provocó que el Servicio Federal para Mercados Financieros (SFMF) de Rusia suspendiera las operaciones en las principales bolsas del país. La actividad se reanudó el 19 de septiembre.
- 18 de septiembre. Compra de HBOS por parte de Lloyds TSB. El quinto banco británico (Lloyds TSB) confirmó el acuerdo para comprar la mayor entidad hipotecaria del país (HBOS) por un importe cercano a los 12.200 millones de libras. La entidad hipotecaria se había visto notablemente afectada por la crisis como consecuencia de su escasa diversificación y tenía serias dificultades para refinanciarse.

Las actuaciones o iniciativas de las diferentes autoridades u organismos supervisores fueron numerosas y de diferente calado. En primer lugar, destaca la intervención de los bancos centrales más importantes con nuevas operaciones de inyección de liquidez en los mercados. alguna de esas intervenciones fue coordinada, como la que tuvo lugar el 18 de septiembre con la participación de los bancos centrales de Canadá, Inglaterra, Japón, Suiza, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal.

En dicha fecha (18 de septiembre) también se produjo el anuncio por parte del Gobierno norteamericano de un plan de rescate del sistema financiero, cuyo coste puede ascender a 700.000 millones de dólares. El plan, del que aún no se conocen los detalles, se comprometería a comprar los activos relacionados con hipotecas a cualquier institución financiera con sede en EEUU. Al margen de las consideraciones sobre riesgo moral que ha suscitado la nacionalización de algunas entidades en dificultades y la concepción de “entidad sistémica”, sí parece existir un cierto consenso internacional sobre el fracaso del modelo norteamericano que separaba la banca de inversión de la banca comercial. La aprobación de la conversión de los dos últimos grandes bancos de inversión en bancos comerciales (Goldman Sachs y Morgan Stanley) el 22 de septiembre así lo confirma.

Por último, cabe señalar la adopción de diversas medidas sobre la operativa de ventas en corto (*short selling*) en las economías más importantes para evitar una mayor inestabilidad en los mercados. Se tomaron varios tipos de medidas: unas que tienen que ver con la prohibición expresa o la restricción en la operativa de ventas en corto, normalmente sobre un conjunto determinado de valores, y otras relacionadas con el establecimiento de requisitos de información para los agentes que tengan una determinada posición corta sobre algún título. Se señalan, a continuación, las principales medidas tomadas:

- 1) Algunos países han prohibido todo tipo de ventas en corto sobre un conjunto de valores admitidos a cotización en sus mercados, típicamente valores

financieros. Este ha sido el caso de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Irlanda o Australia.

- 2) En otros países la prohibición se circunscribe a las ventas en corto sin respaldo de un préstamo (*naked short sales*). Entre los países que han tomado ahora esta decisión, o recordado al mercado su existencia, se encuentran España, Italia, Francia, Holanda, Bélgica, Suiza o Hong Kong.
- 3) Finalmente, la mayor parte de los países ha reforzado la transparencia sobre esta operativa, estableciendo requisitos de comunicación al mercado de posiciones cortas. En general, el umbral de comunicación obligatoria se establece en el 0,25% del capital emitido por la entidad.

Las pérdidas acumuladas por los principales índices de renta variable en el segundo trimestre del año oscilaron entre el 2% y el 9% (véase cuadro 2). En lo que va de tercer trimestre del año<sup>8</sup> continúan las caídas en las cotizaciones de las bolsas, tras la debilidad mostrada por la banca de inversión norteamericana. En el conjunto del ejercicio, las pérdidas oscilan entre el 23% y el 27% en los índices de la zona euro y el 14% en los estadounidenses. En Reino Unido alcanzan el 18% y en Japón el 22%. La volatilidad implícita en los mercados experimentó un descenso en el periodo en que los precios de la renta variable se incrementaban y posteriormente un nuevo aumento hasta niveles algo superiores a la media de los últimos años. Cabe destacar asimismo el descenso de

*En el segundo y tercer trimestre de 2008 se han producido fuertes descensos en los precios de la renta variable, aumentos de la volatilidad y descensos en la contratación,...*

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

CUADRO 2

	III 08 (hasta 19 de septiembre)								
	2004	2005	2006	2007	I 08 <sup>2</sup>	II 08 <sup>2</sup>	% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual <sup>3</sup>
<b>Mundo</b>									
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-9,5	-2,5	-8,3	-19,0	-20,1
<b>Zona Euro</b>									
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-17,5	-7,6	-3,0	-26,1	-25,5
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-16,2	-6,1	-4,2	-24,6	-25,7
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-19,0	-1,8	-3,6	-23,3	-20,0
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-16,2	-5,8	-2,5	-23,0	-24,0
Mib 30	16,9	13,3	17,5	-6,5	-17,3	-5,1	-7,0	-27,0	-29,7
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-4,1	-23,9	-19,9
<b>Reino Unido</b>									
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-11,7	-1,3	-5,6	-17,7	-17,4
<b>Estados Unidos</b>									
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-7,6	-7,4	0,3	-14,1	-17,3
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-9,9	-3,2	-1,9	-14,5	-17,4
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-14,1	0,6	-0,8	-14,3	-14,3
<b>Japón</b>									
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-18,2	7,6	-11,6	-22,1	-27,4
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-17,8	8,8	-13,0	-22,1	-26,7

Fuente: Datastream.

1. En moneda local.

2. Variación sobre el trimestre anterior.

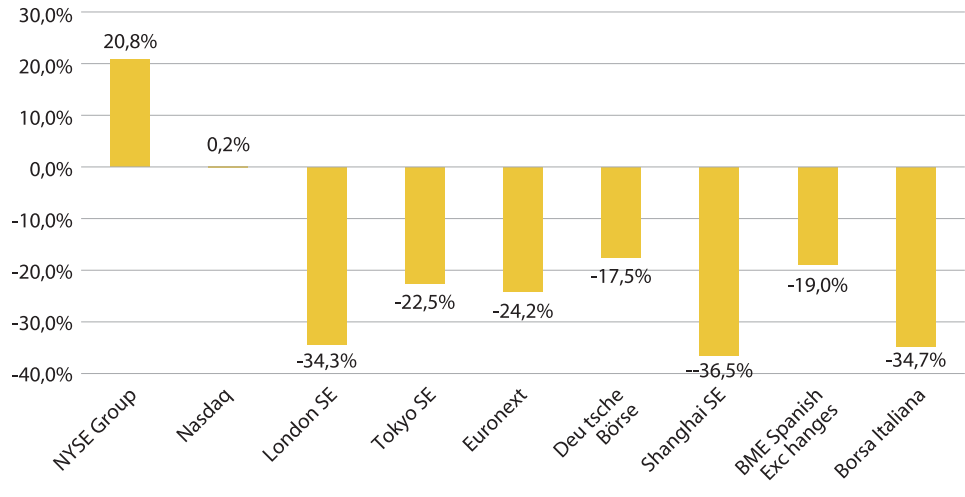
3. Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

<sup>8</sup> Datos a 19 de septiembre.

la contratación mostrado a lo largo del año por las principales bolsas europeas y asiáticas, frente al aumento registrado en las bolsas norteamericanas (véase gráfico 1).

**Variación anual de la contratación en las principales bolsas<sup>1</sup>**  
(ene-ago 08 / ene-ago 07)

GRÁFICO 1



Fuente: Federación mundial de bolsas.

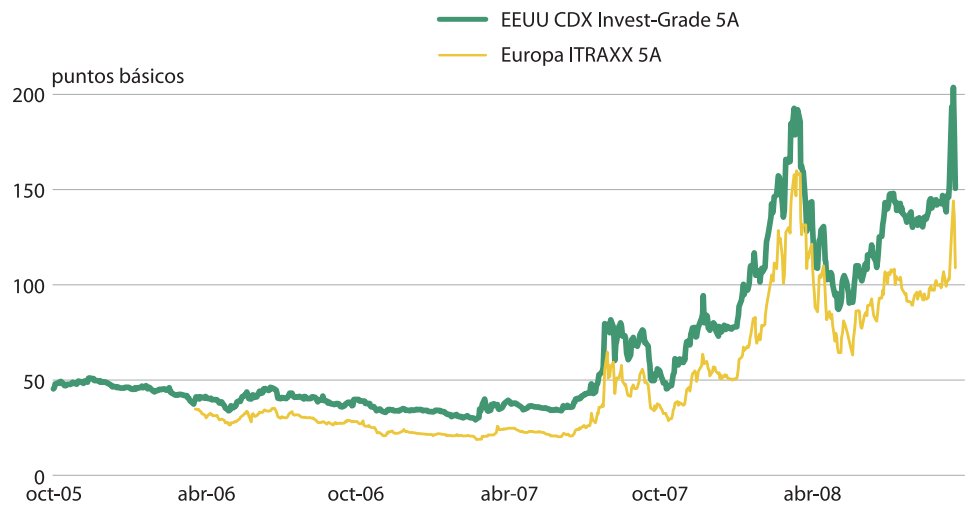
<sup>1</sup> Las bolsas están ordenadas en el gráfico por el volumen de contratación entre el 1 de enero y el 31 de agosto de 2008. Variaciones calculadas sobre importes en moneda local.

*...nuevos incrementos en las primas de riesgo de los CDS, mantenimiento de la actividad emisora,...*

En los mercados de renta fija privada cedieron las tensiones de financiación en las primeras semanas del segundo trimestre de 2008 pero desde finales de mayo, con un comportamiento algo irregular, han vuelto a aumentar como consecuencia del cambio de percepción del riesgo por parte de los agentes. Así, para las empresas de mejor calidad crediticia, las primas de riesgo de los CDS<sup>9</sup> oscilan alrededor de los 150 p.b. en EEUU y los 110 p.b. en Europa (véase gráfico 2). El endurecimiento de

**Índices de riesgo de crédito**

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 19 de septiembre.

<sup>9</sup> Credit default swap.

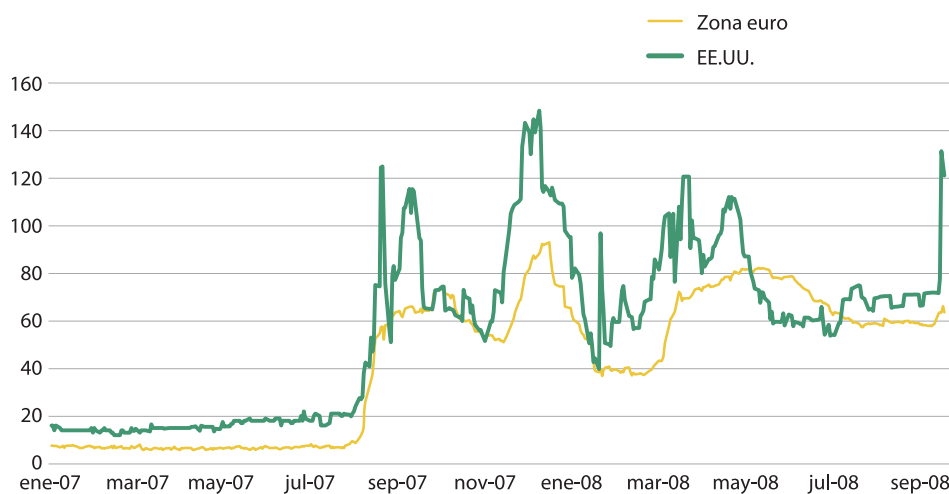
las condiciones de financiación se observa en la atonía de los mercados primarios, especialmente en las emisiones de bonos *high yield* y de productos estructurados. Sólo hay cierta actividad en las emisiones de bonos corporativos convencionales de emisores con *investment grade*.

Los problemas persisten en los mercados interbancarios, donde el diferencial de tipos de interés entre los depósitos no transferibles y las operaciones simultáneas permanece en niveles históricamente elevados, especialmente en EEUU tras los últimos acontecimientos comentados. Para el plazo de tres meses estos diferenciales ascienden a 120 p.b. en EEUU y a 64 p.b. en la zona euro.

*...y persistencia en los problemas de financiación de las entidades en el mercado interbancario.*

### Mercado interbancario a 3 meses: spread depo-repo

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 19 de septiembre.

En los mercados de cambios, el euro se mantuvo relativamente estable respecto al dólar a lo largo del segundo trimestre del año, mientras que se apreció frente al yen, un comportamiento que se ha revertido en lo que va de tercer trimestre<sup>10</sup>, donde el euro acumula una depreciación del 9,7% frente al dólar (1,42 dólares/euro) y del 8,1% frente al yen (153,0 yenes/euro).

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Durante el segundo trimestre de 2008, se profundizó la senda de desaceleración de la economía española que comenzó a finales de 2007, con un crecimiento del PIB del 0,1% sobre el trimestre anterior (1,8% en términos anuales). La desaceleración económica está siendo más intensa de lo previsto como consecuencia del ajuste de la inversión en construcción y del consumo que refleja el debilitamiento de la renta disponible y de la riqueza financiera e inmobiliaria. La renta disponible ha perdido dinamismo como consecuencia del aumento del desempleo y de la inflación. La

*La ralentización de la economía española es más intensa y rápida como consecuencia del fuerte ajuste del consumo y de la inversión en construcción...*

<sup>10</sup> Datos hasta el 19 de septiembre.

riqueza, por su parte, se está viendo afectada por la caída de los precios de los inmuebles y también por el descenso de los precios de los activos financieros de renta variable.

La composición del crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año muestra el escaso avance del gasto en consumo final de los hogares (0,1% trimestral) y el descenso de la formación bruta de capital fijo (-1,7% trimestral) como consecuencia de las tasas de crecimiento negativas de todos sus componentes, incluida la inversión en bienes de equipo<sup>11</sup>. Destaca la mejora de la demanda exterior neta de la economía española a la contribución al crecimiento del PIB, que pasó a ser positiva en dicho trimestre, como consecuencia de una mayor intensidad en la moderación de las importaciones frente a las exportaciones.

*..lo que ha provocado rebajas sustanciales en las previsiones de crecimiento del PIB para los próximos trimestres.*

La economía española se ha visto, de este modo, afectada por el entorno de desaceleración de la actividad económica internacional y de mantenimiento de las tensiones en los mercados interbancarios y de renta fija privada. Asimismo, se está produciendo una corrección intensa del sector inmobiliario en un contexto de endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario y deterioro de la confianza de consumidores y empresarios. De este modo, las últimas previsiones de diferentes instituciones contienen rebajas notables en las cifras de crecimiento para la economía española en los próximos trimestres, al tiempo que se ha aplazado el horizonte previsto para su recuperación. El informe previo a la publicación completa de otoño que publicó la Comisión Europea en septiembre mostraba una pre-

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

CUADRO 3

	2004	2005	2006	2007	Comisión Europea			
					2008O	2008P	2009O	2009P
<b>PIB</b>	3,3	3,6	3,9	3,7	3,0	1,4 <sup>2</sup> (2,2)	2,3	1,8
Consumo Privado	4,2	4,2	3,8	3,5	2,7	2,2	2,4	1,9
Consumo Público	6,3	5,5	4,8	4,9	5,0	5,0	4,9	4,3
Formación Bruta de Capital Fijo, de la que:								
Bienes de equipo	5,1	6,9	6,8	5,3	3,0	1,4	0,6	-1,5
Exportaciones	4,2	2,6	5,1	4,9	4,7	4,0	4,6	4,9
Importaciones	9,6	7,7	8,3	6,2	5,2	4,5	4,2	3,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,7	-1,6	-1,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,1	0,3
<b>Empleo</b>	2,7	3,2	3,2	3,0	2,1	1,3	1,7	0,7
<b>Tasa de paro<sup>1</sup></b>	10,6	9,2	8,5	8,3	8,5	9,3	9,1	10,6
<b>IPC armonizado</b>	3,1	3,4	3,6	2,8	2,9	4,5 <sup>2</sup> (3,8)	2,7	2,6
<b>Saldo Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-5,9	-7,5	-8,8	-10,0	-9,6	-11,0	-9,8	-11,2
<b>Saldo AAPP (% PIB)</b>	-0,3	1,0	1,8	2,2	1,2	0,6	0,6	0,0

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea. P: Previsiones Informe de Primavera. O: Previsiones Informe de Otoño.

1 Definición de Eurostat.

2 En septiembre, la Comisión Europea revisó las previsiones de crecimiento e inflación de algunas economías europeas (antes de publicar el informe de otoño). En el caso de la economía española rebajó la previsión de crecimiento del PIB para 2008 respecto a las publicadas en su informe de primavera desde el 2,2% hasta el 1,4% e incrementó la de inflación desde el 3,8% hasta el 4,5%.

<sup>11</sup> La inversión en bienes de equipó cayó un 0,8% en el trimestre, la inversión en construcción un 2,4% (acumula tres descensos consecutivos) y la inversión en otros productos un 0,8%.

visión de crecimiento del PIB en 2008 para la economía española del 1,4% (respecto al 2,2% publicado en el informe de primavera) y de inflación del 4,5% (frente al 3,8% anterior).

Las entidades financieras nacionales continúan afrontando este periodo de incertidumbre desde una posición de solidez relativa, ya que apenas han invertido en los productos más afectados por la crisis *subprime*, no han desarrollado, en general, vehículos (tipo *conduit*) que la crisis ha hecho no viables, mantienen riesgos limitados en operaciones de adquisiciones apalancadas de empresas y carecen de exposición a *monolines*<sup>12</sup>. Sin embargo, las entidades deben hacer frente a algunos retos significativos:

- Uno de ellos tiene que ver con el deterioro de una parte de la cartera crediticia como consecuencia del aumento de la morosidad que, no obstante, permanece en niveles reducidos. El deterioro de la cartera tiene su origen en el aumento de la presión financiera que soportan los agentes con un nivel de endeudamiento más elevado y más exposición a la desaceleración de la actividad y al incremento de los tipos de interés.
- Otro reto que se plantea para estas entidades está relacionado con la escasa demanda de títulos en algunos mercados mayoristas. Aunque el modelo de banca española predominante es el minorista, una parte del crecimiento de su actividad a lo largo de los últimos años ha sido financiado en los mercados mayoristas a plazos medianos y largos. Las turbulencias de los mercados financieros y, en particular, las restricciones de oferta de fondos en algunos de ellos ha hecho que las entidades españolas hayan recurrido en mayor medida a la financiación a corto plazo. En este ámbito ha sido destacable el incremento de los préstamos netos del Eurosistema<sup>13</sup>, que, no obstante, representan una parte reducida del balance de las entidades, y también el notable aumento de las emisiones de papel comercial.

Las empresas no financieras muestran en sus cuentas de resultados más recientes descensos en sus rentabilidades como consecuencia de la moderación del crecimiento de la actividad económica. Como se observa en el cuadro 4, el beneficio neto agregado del conjunto de sociedades no financieras cotizadas alcanzó los 18.839 millones de euros en el primer semestre de 2008, un 1,9% menos que en el mismo periodo de 2007. Se aprecia una notable heterogeneidad entre sectores. Así, el empeoramiento más acusado tuvo lugar en el sector de la construcción e inmobiliario, en el que se pasó de unos beneficios superiores a los 5.400 millones de euros en el primer semestre de 2007 a unas pérdidas de 821 millones de euros en el mismo periodo de 2008. Los beneficios de las empresas del sector servicios también se moderaron pero en menor cuantía (un 8% hasta los 5.775 millones de euros), mientras que los beneficios de las empresas industriales permanecieron en

*Las entidades financieras nacionales se mantienen en una posición sólida, pero afrontan dos riesgos importantes:*

*(i) el deterioro de su cartera crediticia con el consiguiente aumento de la morosidad y*

*(ii) la escasa demanda de títulos en algunos mercados mayoristas.*

*Las entidades no financieras muestran en sus resultados la disminución de la actividad...*

<sup>12</sup> Véase Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de abril de 2008.

<sup>13</sup> El préstamo neto obtenido por las entidades de crédito españolas del BCE ha aumentado desde cifras cercanas a los 20.000 millones de euros al mes en septiembre de 2007 hasta niveles superiores a 47.000 millones al mes en junio de 2008, lo que supone un aumento de la participación de la banca española en la financiación total otorgada por el Eurosistema desde tasas del 4-5% hasta el entorno del 10%.

niveles parecidos a los de 2007. Destaca por encima de todos la evolución de los beneficios de las empresas energéticas, que prácticamente se doblaron en el primer semestre de 2008 (véase cuadro 4), gracias al incremento de los precios energéticos.

### Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA <sup>1</sup>		EBIT <sup>2</sup>		Resultado Neto	
	1S07	1S08	1S07	1S08	1S07	1S08
Energía	13.831,4	15.906,4	9.654,1	11.482,2	6.460,7	12.857,8
Industria	3.670,1	3.689,9	2.713,8	2.605,7	1.763,6	1.790,5
Construcción e inmobiliario	7.268,8	4.314,8	5.503,5	2.169,0	5.407,5	-821,0
Servicios	15.581,9	15.447,9	9.576,2	9.578,9	6.280,1	5.775,3
Ajustes	-1.940,8	-2.004,3	-1.378,2	-1.422,7	-710,2	-763,5
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>38.411,3</b>	<b>37.354,7</b>	<b>26.069,4</b>	<b>24.413,1</b>	<b>19.201,8</b>	<b>18.839,2</b>

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultados antes de intereses e impuestos.

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

CUADRO 5

Millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007	1S08 <sup>1</sup>
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172	73.119
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78	0,77
	Deudas/ EBITDA <sup>2</sup>	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48	2,30
	EBIT <sup>3</sup> / Carga financiera	2,06	3,52	4,02	4,65	4,10	4,62
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312	14.899
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61	0,68
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82	2,02
	EBIT / Carga financiera/	3,99	6,64	6,5	5,71	5,93	5,09
Construcción e inmobiliario <sup>4</sup>	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933	140.364
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,1	3,08	3,17
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,51	11,52	10,83	16,27
	EBIT / Carga financiera	3,38	2,83	2,79	2,04	1,17	0,52
Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	96.941	106.478
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,7	2,52	1,70	1,92
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	3,01	3,45
	EBIT / Carga financiera	3,18	2,67	3,37	2,44	3,23	2,81
Ajustes <sup>5</sup>	Deudas	-208	-5.566	-7.943	-11.199	-17.390	-23.245
	TOTAL AGREGADO <sup>6</sup>	123.966	136.405	167.438	266.198	300.967	311.614
	Deudas/ Patrimonio	1,01	1,26	1,27	1,71	1,48	1,51
	Deudas/ EBITDA	2,8	2,9	2,9	3,86	3,96	4,17
	EBIT / Carga financiera/	2,63	3,33	3,82	3,29	3,03	2,49

Fuente: CNMV.

1 Para calcular la ratio financiera Deuda/EBITDA, se ha anualizado el EBITDA del primer semestre de 2008.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultado antes de intereses e impuestos.

4 Se han incluido en la muestra las magnitudes financieras de Martinsa-Fadesa a 31 de marzo, salvo el endeudamiento, que es el correspondiente a la fecha de la solicitud del concurso.

5 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

6 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Critería Caixacorp. se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.



El endurecimiento de las condiciones de financiación de estas entidades se refleja en la atonía de las emisiones de renta fija (véase cuadro 12) y en la desaceleración del crédito bancario que, además, se ha encarecido notablemente. El crecimiento del crédito concedido por las entidades de crédito españolas para la financiación de actividades productivas ha ido descendiendo desde tasas cercanas al 30% a finales de 2006 hasta el entorno del 18% en el primer trimestre de 2008. Sin embargo, la moderación no ha sido homogénea entre sectores: el crédito a la industria (sin construcción) crece a tasas interanuales mayores que en algunos trimestres de 2006 y 2007 (en términos anuales). Por el contrario, el crédito destinado a construcción y a servicios inmobiliarios ha pasado de crecer del 34% al 12% y del 51% al 17% respectivamente entre diciembre de 2006 y marzo de 2008. La disminución de las tasas de crecimiento del crédito ha dado lugar a una estabilización del nivel de endeudamiento de las sociedades (medido sobre el activo o sobre los recursos generados), que en los últimos años había crecido de forma notable. Por el contrario, los diversos indicadores de la carga financiera que soportan estas entidades mantienen su tendencia al alza como consecuencia del incremento de los tipos de interés de referencia y la moderación de los resultados empresariales.

En términos agregados, el endeudamiento de las sociedades no financieras cotizadas superaba los 311.000 millones de euros a mediados de 2008, un volumen que representa 1,51 veces su patrimonio, ligeramente por encima de los valores de finales de 2007 (1,48 veces). Los riesgos más importantes se concentran en los sectores y entidades cuyo endeudamiento ha crecido con mayor firmeza en los últimos años, es decir, en las sociedades pertenecientes a la construcción y al sector inmobiliario. El volumen de la deuda de estas sociedades, que representaba casi la mitad de la deuda total de las sociedades no financieras cotizadas, era de 3,2 veces su patrimonio al finalizar el primer semestre de 2008. Además, es importante señalar que en este sector los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) no cubrían la totalidad de los gastos financieros. El endeudamiento de las sociedades de otros sectores también mantuvo una tendencia creciente en el primer semestre de 2008, pero se sitúa en unos niveles más confortables.

En cuanto al comportamiento de los inversores minoristas, cabe destacar la intensificación de su naturaleza marcadamente conservadora en los primeros meses del año, debido al aumento de la desconfianza generada por el empeoramiento de la actividad económica y por el endurecimiento de las condiciones de financiación. Así, en términos del PIB, la información financiera referente al primer trimestre de 2008<sup>14</sup> pone de relieve que los hogares invirtieron menos recursos en activos financieros y también que obtuvieron menos financiación. La adquisición de activos financieros<sup>15</sup> alcanzó el 5,8% del PIB en este periodo de tiempo, prosiguiendo una tendencia a la baja ininterrumpida desde finales de 2006, cuando alcanzaba el 10,9%. Además, la elección entre los diferentes activos financieros muestra una elevada preferencia por instrumentos de alta liquidez y reducido riesgo, particularmente por los depósitos (incentivados además por una política agresiva por parte de las entidades financieras que están ofreciendo altas rentabilidades por estos instrumentos) y las fuertes desinversiones en participaciones de fondos de inversión y en instrumentos de renta variable cotizados y no cotizados. Estos últimos perdie-

*...en un marco de endurecimiento de las condiciones de financiación.*

*Los mayores riesgos permanecen en el sector de la construcción e inmobiliario.*

*El aumento de la incertidumbre ha acentuado aún más el carácter conservador de la inversión de los hogares, que continúan sustituyendo fondos de inversión por depósitos bancarios.*

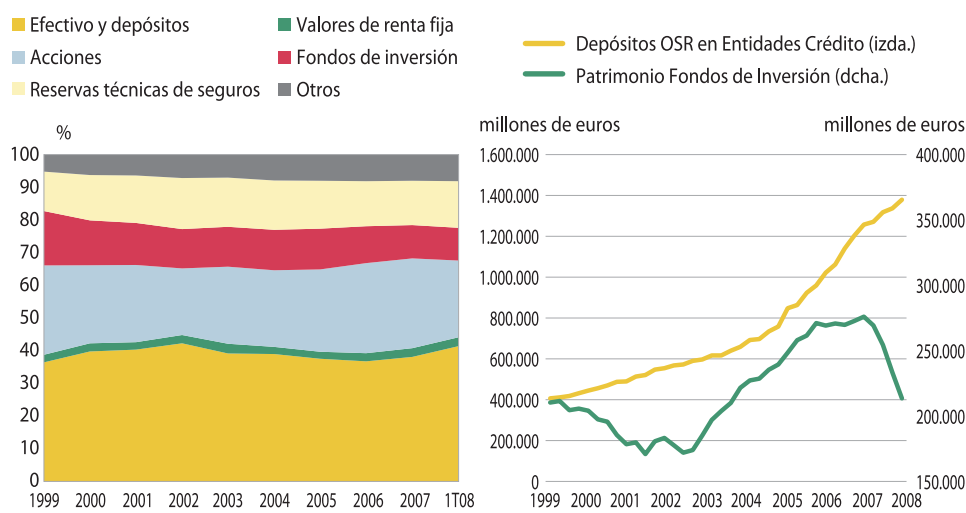
14 Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España.

15 Datos acumulados de cuatro trimestres.

ron un peso notable en la cartera de los hogares como consecuencia de la desinversión mencionada y también de los fuertes descensos en los precios.

### Composición del activo financiero de los hogares y evolución de los depósitos frente a los fondos de inversión

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España-

*Las ratios de endeudamiento se estabilizan y aumenta la presión financiera para los hogares como consecuencia del aumento de los tipos de interés y la moderación del crecimiento de su renta.*

En los últimos trimestres se ha producido una moderación en la adquisición de pasivos financieros, desde niveles que superaban el 12% del PIB en 2006 hasta el 7,4% del PIB registrado en el primer trimestre de 2008, como consecuencia de los condicionantes de oferta y demanda ya expuestos anteriormente. Ello ha permitido una cierta estabilización de las ratios de endeudamiento. Como en el caso de las sociedades no financieras, los mayores riesgos se concentran en los hogares más endeudados que sufran un deterioro mayor en su renta en el entorno de tipos de interés crecientes y aumento, por tanto, de la presión financiera.

### Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)

CUADRO 6

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T07	4T07	1T08	2T08	3T07	4T07	1T08	2T08
Rta. fija <sup>1</sup>	30.581	26.566	37.511	22.581,5	28.983	32.606	35.049	32.357,6
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.142	956	620	315,9	2.050	2.128	2.862	1.891,3
Rta. vble. Mixta <sup>3</sup>	635	452	279	606,0	999	1.107	1.676	1.245,2
Rta. vble. ncal.	483	943	415	344,4	1.429	1.683	1.980	733,9
Rta. vble. intercal <sup>4</sup>	3.215	2.971	1.867	1.545,7	5.242	5.834	6.457	2.735,1
Gar. rta. fija	2.191	2.981	3.286	2.983,5	1.897	1.712	2.086	1.867,5
Gar. rta. vble.	1.316	3.096	1.089	3.120,4	2.142	4.437	3.648	5.929,2
Fondos globales	3.046	3.543	1.949	1.953,1	5.906	6.942	8.276	5.302,1
IIC de IL <sup>5</sup>	62,2	243,0	164,1	77,8	0,45	2,1	50,9	26,5
IIC de IIC de IL <sup>5</sup>	232,8	215,5	200,1	447,3	11,1	53,2	98,7	234,5
<b>TOTAL</b>	<b>42.610,5</b>	<b>41.508,2</b>	<b>47.016,2</b>	<b>33.450,6</b>	<b>48.647,5</b>	<b>56.448,9</b>	<b>62.032,7</b>	<b>52.061,9</b>

Fuente: CNMV

1 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios.

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

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

4 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

5 Datos estimados y provisionales para IIC de IIC de inversión libre e IIC de inversión libre.

## 2.3 Perspectivas

El escenario macroeconómico y financiero que prevén diversas instituciones nacionales e internacionales recoge una moderación de la actividad económica mundial en los próximos trimestres, en los que no se descarta que alguna de las economías más desarrolladas entre en recesión, que se irá revirtiendo a lo largo de 2009. Las previsiones están sometidas, no obstante, a un grado de incertidumbre notable sobre la evolución de algunos factores. Los riesgos más importantes que se ciernen sobre este escenario serían los derivados de la fragilidad de los mercados financieros, el mantenimiento o incremento de las presiones inflacionistas y los posibles efectos de los desequilibrios mostrados en algunas economías (por ejemplo, el elevado déficit por cuenta corriente estadounidense). La crisis reciente del sector de banca de inversión en EEUU y los problemas de alguna entidad de crédito en algunos países europeos han supuesto una agudización de la crisis de confianza en los mercados cuyas consecuencias macroeconómicas son difíciles de precisar. En todo caso, la permanencia de la inestabilidad en los mercados puede acabar teniendo consecuencias notables en la economía real, al dañar el normal desarrollo del ciclo del crédito-inversión-consumo.

El panorama económico-financiero español ha empeorado con respecto a la última publicación de este informe, de manera que las previsiones más recientes indican que la desaceleración económica se prolongará al menos varios trimestres más. Los principales riesgos que se ciernen sobre este escenario son similares a los riesgos generales, es decir, la prolongación de las dificultades de financiación en los mercados financieros y el mantenimiento de las presiones inflacionistas. En el ámbito nacional habría que destacar además, como factor singular, el ajuste del sector de la construcción e inmobiliario, que está siendo más intenso y rápido de lo previsto y podría llegar a tener un alcance sustancial. Como fortaleza de la economía española se mantiene la solidez patrimonial de las entidades financieras, cuyo elevado nivel de provisiones y capital las sitúa en una posición relativamente confortable para afrontar el previsible incremento de la morosidad de su cartera crediticia.

*Las previsiones de las principales instituciones prevén una recuperación del crecimiento a lo largo de 2009, pero están sometidas a dos riesgos: la permanencia de la fragilidad de los mercados financieros y de las presiones inflacionistas.*

*El escenario nacional contempla riesgos similares a los generales, a los que se añade como factor específico el ajuste del sector de la construcción.*

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

Los diferentes índices de renta variable nacional, que mostraron un comportamiento moderadamente alcista en abril y buena parte del mes de mayo, acabaron mostrando pérdidas al finalizar el segundo y tercer trimestre de 2008<sup>16</sup>, marcando nuevos mínimos del ejercicio. Concretamente, el Ibex-35 alcanzó niveles que no se observaban desde 2006 como consecuencia del debilitamiento de las perspectivas macroeconómicas y de la profundización de la crisis de confianza en los mercados

*Los precios de los instrumentos de renta variable nacional, que crecieron en abril y parte de mayo, registran nuevos descensos en los últimos meses...*

<sup>16</sup> Datos hasta 19 de septiembre.

financieros. Así, el Ibex-35 cedió un 9,2% en el segundo trimestre del año y un 4,1% en lo que va de tercero. Los índices de sociedades de pequeña y mediana capitalización registraron caídas aún mayores (véase cuadro 7). En lo que va de año, el Ibex-35 ha perdido casi un 24% de su valor, en línea con las pérdidas de otras plazas europeas y significativamente por encima de las pérdidas de las bolsas norteamericanas.

### Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	I-08 <sup>1</sup>	II-08 <sup>1</sup>	III 08 (hasta 19 de sept.)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual
Ibex-35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-4,1	-23,9	-19,9
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-12,4	-9,8	-4,6	-24,6	-21,8
Ibex Medium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-9,8	-15,0	-8,5	-29,8	-35,7
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-13,6	-11,6	-18,9	-38,1	-44,6
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-10,5	14,5	-21,6	-19,7	-7,9
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-6,2	15,8	-18,7	-11,7	-7,0

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Variación sobre el trimestre anterior.

*... especialmente en los sectores de consumo, inmobiliarias, construcción y entidades financieras.*

Por sectores destacan las pérdidas en los de consumo básico y también del hotelero, todo ello reflejo de la desaceleración de la demanda interna que experimenta la economía española. También sobresalen las caídas de los precios de las acciones de las empresas pertenecientes al sector inmobiliario y de la construcción como resultado del fuerte ajuste que vive el sector. Finalmente, la caída en las cotizaciones de las entidades financieras, que se han moderado en el tercer trimestre, reflejan el aumento de la incertidumbre sobre la cuenta de resultados de las mismas no sólo como consecuencia de las dificultades de financiación derivadas de la crisis financiera, sino también debido al grado de erosión de sus ingresos y a las potenciales pérdidas asociadas al deterioro de una parte de la cartera crediticia en el presente entorno de debilidad económica (véase cuadro 8).

*La tendencia bajista de los mercados ha impulsado la operativa de venta en descubierto, ...*

La elevada volatilidad de los mercados y su tendencia bajista han impulsado la operativa de venta en corto, que la regulación española contempla a través de dos figuras: el crédito de títulos para la venta y el préstamo de valores<sup>17</sup>. En España la CNMV ha recordado a todos los miembros de los mercados secundarios ofi-

<sup>17</sup> Las operaciones en las que se otorga crédito de valores no dejan de ser otra forma de préstamo de valores, pero están sujetas a una regulación específica (Orden ministerial de 25 de marzo de 1991) en la que se establecen determinadas limitaciones que afectan a estas operaciones pero no al conjunto de las operaciones de préstamo amparadas por el artículo 36 de la LMV. Las limitaciones afectan a: los valores procedentes de las operaciones de crédito, que sólo se podrán utilizar para ventas en contado (lo que descarta otras posibles utilidades como el re préstamo); el importe de la operación, que será como mínimo de 1.200 euros cada orden de compra o venta; el plazo de vencimiento, que será como máximo de tres meses, y las garantías, que son fijadas por las sociedades rectoras de las bolsas (el depósito y su eventual ejecución también están reguladas). Por su parte, los préstamos bilaterales de valores contemplados en el artículo 36 de la LMV actualmente no tienen limitaciones en cuanto a volumen ni utilización de los valores, gestión de las garantías o plazos de vencimiento, si bien en otras normas se establecen algunas limitaciones específicas.

En la práctica, estas diferencias implican que la operativa de crédito de valores es realizada por inversores minoristas mientras que la de préstamo bilateral es utilizada por inversores institucionales tanto nacionales

## Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 8

	III 08 (hasta 29 de agosto)								
	2004	2005	2006	2007	I-08 <sup>1</sup>	II-08 <sup>1</sup>	% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	2,9	-12,8	-12,2	-21,2	-29,6
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-13,0	-18,6	-16,5	-40,9	-38,8
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-14,8	5,3	-9,4	-18,6	-30,1
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-4,9	2,8	-7,5	-9,5	-13,2
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-13,2	-10,5	-12,9	-32,3	-41,1
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	0,0	-3,4	-3,3	-6,5	-12,2
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-16,4	-19,4	4,5	-29,7	-38,3
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-9,4	-6,6	-0,9	-16,1	-15,3
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-12,6	-13,0	-4,9	-27,7	-31,7
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-14,1	-19,5	-10,0	-37,8	-56,3
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-7,0	-21,0	-19,9	-41,1	-52,8
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-12,5	-18,2	-4,3	-31,6	-48,1
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-6,9	-22,2	-3,7	-30,3	-58,7
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,0
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-17,2	-9,9	0,3	-25,2	-10,5
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-8,8	-6,7	-2,9	-17,4	-16,7

Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales, hasta 29 de agosto.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

ciales de valores la existencia de normas que prohíben y penalizan las ventas en corto descubiertas y ha acordado exigir a cualquier persona física o jurídica que ostente posiciones cortas sobre acciones o cuotas participativas de un total de veinte instituciones financieras que haga pública cualquier posición corta en dichos valores que supere el 0,25% del capital social admitido a negociación de dichos emisores.

La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas, que mostró cierta estabilidad en los meses centrales del año, volvió a descender hasta niveles inferiores a 10, por debajo de los niveles mostrados por los índices europeos, cuya trayectoria también ha sido descendente pero mucho menos acusada. Este comportamiento marca una diferencia notable con respecto al ejercicio de 2007, cuando dicha ratio estuvo buena parte del ejercicio al mismo nivel o por encima de las ratios de los índices estadounidenses (entre el 16 y el 20).

El *earning yield gap* (que es un indicador de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo) ha acentuado su tendencia al alza como consecuencia de las renovadas caídas de los precios y también del descenso de los tipos de interés a largo plazo desde finales de julio. El último valor estimado para este parámetro supera el 5%, que contrasta con la media desde 1999 cercana al 2%.

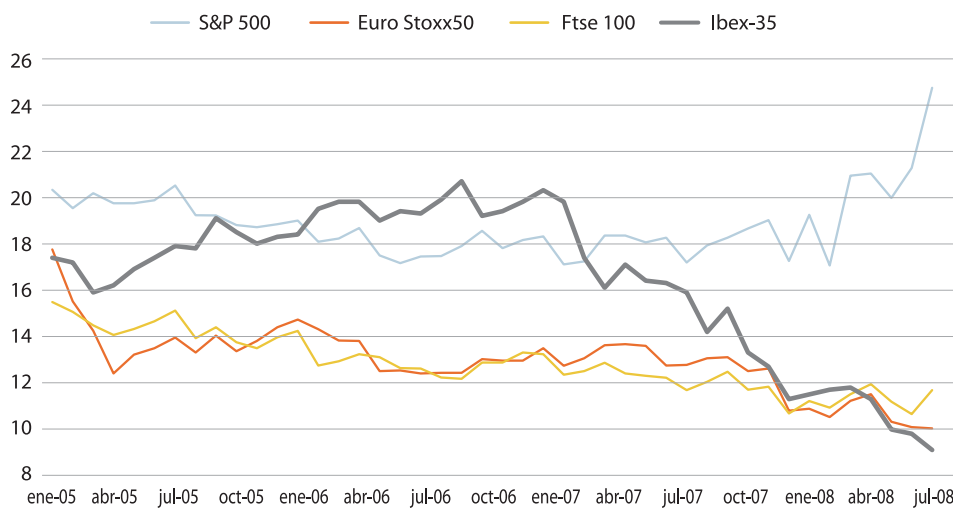
*... y ha dado lugar a nuevas caídas en la ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas.*

*Se ha acentuado la tendencia al alza del *earning yield gap*.*

como extranjeros. Por este motivo el volumen de la operativa de préstamo de valores (en términos de contratación o de saldos vivos) es significativamente mayor que el de la operativa de crédito. A pesar de estas diferencias de tamaño, se aprecia un notable crecimiento en la contratación tanto de préstamos de valores como de créditos de títulos para la venta.

### Ratio precio beneficios históricos de índices internacionales

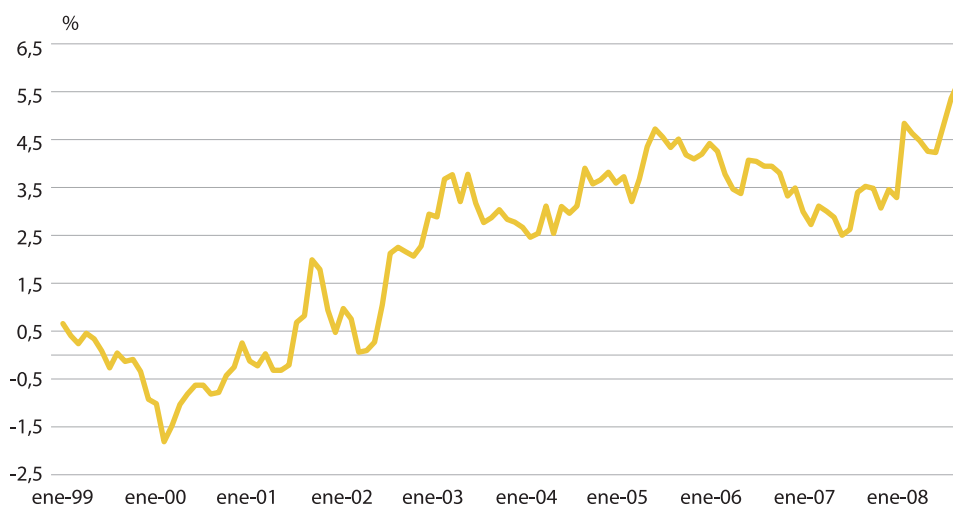
GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales, hasta 29 de agosto.

### Earning yield gap (Ibex 35)

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos mensuales, hasta 1 de septiembre.

*Las condiciones de volatilidad y liquidez de los mercados, que también experimentaron cierta mejora al principio del segundo trimestre del año, han vuelto a empeorar.*

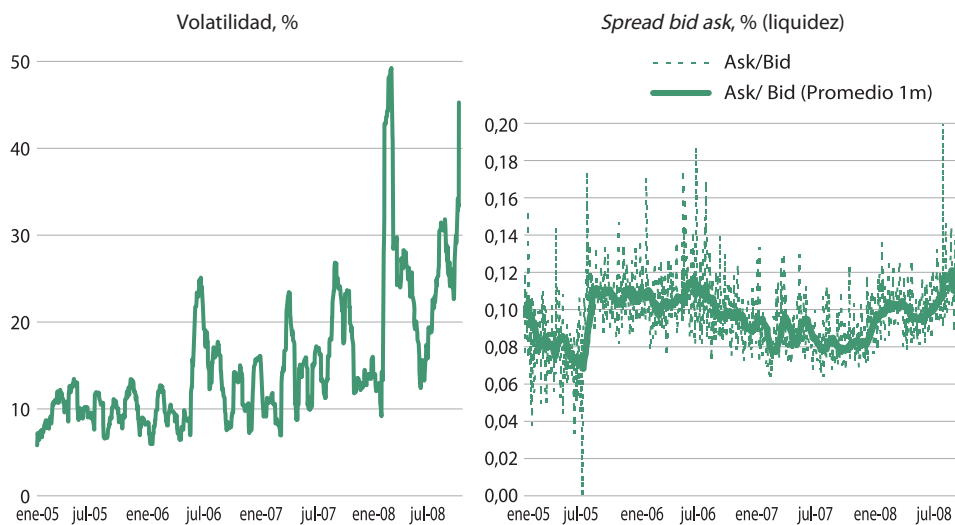
Las condiciones de volatilidad y liquidez de los mercados mejoraron ligeramente a lo largo de abril y mayo y empeoraron en el periodo posterior. La volatilidad, con un comportamiento algo más irregular, está marcando el segundo máximo de los últimos años con cifras cercanas al 45%, sólo por detrás del fuerte aumento mostrado en enero, cuando alcanzó el 50%. Por su parte, las condiciones de liquidez del Ibex-35 evaluadas a través de la diferencia entre los precios de compra y de venta, que habían mejorado desde mediados de 2006, empezaron a deteriorarse en los meses centrales del año.

El análisis de niveles de *free-float*<sup>18</sup> de las sociedades cotizadas en los mercados de renta variable nacional pone de manifiesto que, en términos agregados, el porcen-

<sup>18</sup> Se trata de la parte del capital (en porcentaje) de una sociedad que cotiza libremente en el mercado. Habitualmente se calcula restando al capital total de la sociedad la autocartera y las participaciones significativas.

## Volatilidad histórica y spread bid ask (Ibex 35)

GRÁFICO 7



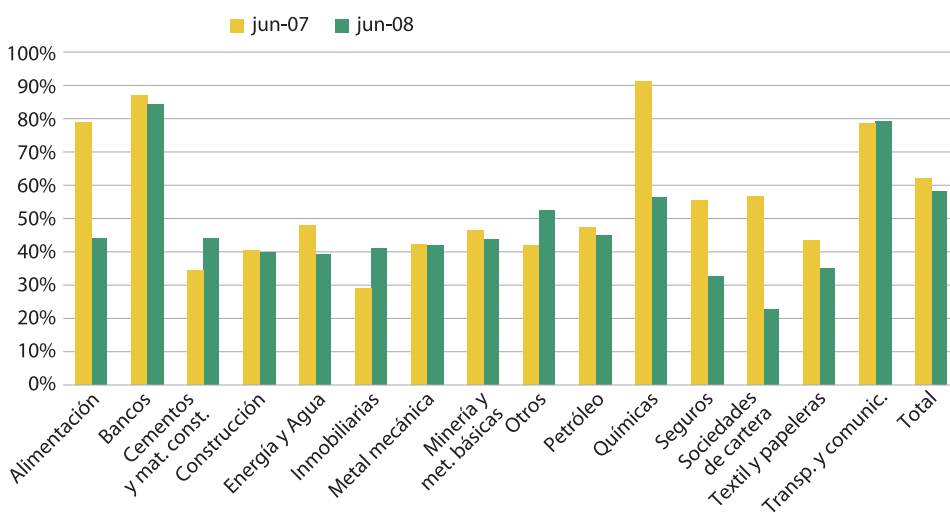
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 19 de septiembre.

taje de capital que cotiza libremente en los mercados de renta variable españoles permanece, en general, en unos niveles aceptables, si bien se aprecia una cierta tendencia a la baja a lo largo del último año. En términos agregados, el *free-float* de los valores que pertenecen al mercado continuo ha descendido desde el 62% hasta el 58% entre junio de 2007 y junio de 2008<sup>19</sup>. Los sectores con mayor porcentaje de capital libre en los mercados son los bancos (84%) y transportes y comunicaciones (79%). Por el contrario, los sectores con menor *free-float* (en todos inferior al 40%) son los de seguros, textil y papeleras y energía y agua.

*Los niveles de free-float de los valores que cotizan en el mercado continuo han descendido aunque, en general, permanecen en niveles aceptables.*

## Evolución del *free-float* por sectores del mercado continuo

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

Los niveles de *free-float* se redujeron prácticamente en todos los sectores analizados y fueron apreciables en el caso de las sociedades de alimentación, químicas y

*Pero resulta pertinente reforzar el control de la difusión de las acciones cotizadas.*

<sup>19</sup> Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.



seguros. Únicamente en las sociedades relacionadas con la industria de la construcción o en las inmobiliarias se observó un crecimiento significativo en los niveles de *free-float* (superiores a 0,10 puntos porcentuales). En las diez sociedades cotizadas de mayor tamaño la variación del *free-float* en el último año ha sido negativa o nula. En todo caso, un nivel excesivamente reducido del *free-float* impide un funcionamiento correcto del mercado, aumenta el riesgo de manipulación de las cotizaciones y dificulta que las acciones reflejen el valor real de los títulos. Por ello, resulta pertinente reforzar los mecanismos de vigilancia de la difusión de las acciones de las empresas cotizadas a través de la revisión del Reglamento de Bolsas.

### **Recuadro 3: Condiciones de admisión a cotización y permanencia relacionadas con la distribución de las acciones en manos del público en los principales mercados europeos**

La normativa comunitaria establece requisitos mínimos de capital y de distribución de las acciones en manos del público para las sociedades que solicitan su admisión a cotización bursátil. Sin embargo, no establece requisitos similares de permanencia para las empresas que ya han sido admitidas a cotización. Así, el artículo 43 de la Directiva Consolidada de Admisión e Información (CARD) exige una capitalización de mercado predecible de 1.000.000 de euros para dichas sociedades o, si no es posible determinarla, el mismo importe mínimo en capital y reservas de acuerdo con las cuentas del año anterior. De acuerdo con el artículo 48 de la misma directiva, se exige que un número suficiente de acciones estén distribuidas entre el público en uno o varios Estados miembros no más tarde de la fecha de admisión, entendiéndose que el criterio de suficiencia se cumple si las acciones así distribuidas suponen, por lo menos, el 25% del capital social.

La CARD concede cierta flexibilidad en la aplicación de los dos requisitos señalados a los Estados miembros. Así, estos pueden prever la admisión a cotización de sociedades con un capital social inferior al indicado, siempre que se aprecie la existencia de un mercado adecuado para los valores. Los Estados también pueden exigir importes mínimos superiores de capitalización, pero en este caso se demanda la existencia, en el Estado en cuestión, de otros mercados “abiertos, reconocidos, regulados y que operen regularmente”, para los que se exija el importe mínimo contemplado en la Directiva. En cuanto a la distribución de las acciones entre el público, también cabe admitir a cotización valores con una distribución inferior al 25% si se estima que el mercado puede operar apropiadamente, a la vista de un elevado número de acciones de la misma clase y de su distribución entre el público.

Las normativa comunitaria en esta materia se completa con la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), que asume los requisitos establecidos en la CARD y reconoce a los mercados regulados la posibilidad de establecer sus propias normas de admisión y permanencia, siempre que estas sean claras y transparentes. En su mayor parte, los principales mercados europeos han establecido requisitos de capitalización más estrictos que el mínimo con-



templado en la CARD, aunque la diferencia sólo es realmente sustantiva en el caso italiano. En cuanto a la distribución de las acciones entre el público, las condiciones adicionales que se observan afectan al cómputo del criterio de suficiencia del 25%, aunque también debe reseñarse que tanto el Reino Unido como el mercado NYSE Euronext disponen de condiciones de permanencia en este apartado.

Las condiciones imperantes en los principales mercados europeos se resumen como sigue:

- Reino Unido. Mientras que los principales países continentales de la Unión Europea han transpuesto con escasas variaciones las directivas comunitarias en materia de admisión a negociación, dejando que sean los propios mercados quienes las introduzcan, en todo caso, a través de sus propias normas, la regulación pública británica ha adoptado un papel más activo. La FSA mantiene un sistema de exigencias diferenciadas para las empresas británicas (Primary List) y las extranjeras (Secondary List) en materia de admisión y permanencia. En ambos casos requiere, para la admisión a cotización, un capital mínimo de 700.000 libras esterlinas. Sin embargo, respecto a la distribución de las acciones, excluye las participaciones significativas (consejeros y tenencias superiores al 5%) para el cómputo del 25% y convierte, además, este criterio en un criterio de permanencia para las empresas británicas, mientras que se ajusta estrictamente a la CARD para las empresas extranjeras.
- NYSE Euronext. Este mercado fija como requisito de admisión un capital mínimo de 5.000.000 de euros. En materia de distribución de las acciones entre el público, adopta, también como criterio de admisión, el criterio del 25% sobre el total de las acciones, pero establece, como requisito de permanencia en cotización, un umbral mínimo del 5%.
- Borsa Italia. En este caso, el capital mínimo exigido por el mercado es considerablemente más elevado que el fijado en la CARD, pues se eleva a 40.000.000 de euros. También se establece un criterio particularmente estricto respecto a la distribución de las acciones entre el público, al excluirse del cómputo del criterio del 25% las tenencias superiores al 2%, además de las correspondientes a los consejeros. En ambos casos se trata, exclusivamente, de criterios de admisión.
- Alemania. Los requisitos de la bolsa alemana en materia de capitalización y distribución de las acciones se ajustan a los mínimos comunitarios.

Por lo que se refiere a España, la regulación reproduce con pocas variaciones los requisitos establecidos en las directivas comunitarias. El Real Decreto 1310/2005, que desarrolla, entre otros, los requisitos de admisión recogidos en la Ley del Mercado de Valores, fija un mínimo más elevado, de 6.000.000 de euros, respecto al valor esperado de las acciones y se atiene exclusivamente al criterio de la CARD respecto a la distribución de las acciones. En ambos casos, se establece un requisito de admisión, no de permanencia.

Por su parte, las bolsas españolas aún no han desarrollado sus propias normas en estas materias por lo que, de acuerdo con una disposición transitoria del citado R.D. 1310/2005, se mantiene provisionalmente en vigor el capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio en aquello que no se oponga a la nueva normativa. Este Reglamento, que data de 1967, precisa ser actualizado tan pronto como sea posible.

*Las turbulencias de los mercados y el deterioro de las perspectivas económicas han propiciado un incremento en la incertidumbre de los agentes, que han contraído notablemente la contratación en los mercados.*

La contratación en los mercados de renta variable está mostrando un notable descenso a lo largo del ejercicio debido a la bajada de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación. En términos diarios, la contratación media se ha reducido progresivamente desde los 6.181 millones de euros en el primer trimestre de 2008 hasta los 4.224 millones de euros en el tercero.

### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros	2005	2006	2007	I 08	II 08	III 08 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>854.145</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>383.254</b>	<b>318.939</b>	<b>185.865</b>
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	380.935	317.051	184.862
Corros	5.899	5.318	1.154	44	25	15
de los que SICAV <sup>2</sup>	4.864	3.980	362	6	3	2
MAB <sup>3</sup>	-	1.814	6.985	1.966	1.646	883
Segundo Mercado	26	49	193	3	18	6
Latibex	557	723	868	306	199	99
<b>Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)</b>						
	57,1	58,2	61,6	nd	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados hasta el 31 de agosto.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

### Emisiones de renta variable y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 10

	2004	2005	2006	2007	I-08	II-08	III-08 <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	21.735,6	2.960,5	5.021,7	23.757,9	9,5	356,6	40,8
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	21.689,5	0,0	356,6	40,8
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	8.502,7	0,0	292,0	0,0
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	4.821,4	0,0	292,0	0,0
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	1.517,1	9,5	0,0	0,0
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	42	27	30	35	1	4	2
Ampliaciones de capital	37	25	21	26	0	4	2
De ellas, mediante OPS	4	0	8	8	0	2	0
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	14	12	1	1	0

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

2 Datos disponibles: 31 de agosto de 2008.

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

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

El endurecimiento de las condiciones de financiación y la situación irregular de los mercados también se percibe en la escasez de emisiones de instrumentos de renta variable en el segundo y tercer trimestre del año. El importe de las ampliaciones de capital en este periodo apenas alcanzó los 400 millones de euros<sup>20</sup> y no se produjo ninguna oferta pública de venta (OPV). En el apartado de emisiones, únicamente cabe señalar la primera emisión de cuotas participativas de Cajas de Ahorros, efectuada por la CAM el pasado mes de julio (véase un mayor detalle sobre las características de las cuotas participativas en recuadro 4). La emisión alcanzó 50 millones de cuotas que equivalían al 7,5% del patrimonio de la CAM.

#### Recuadro 4: Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro

En 1988 se introdujo el ordenamiento español la figura de las cuotas participativas<sup>1</sup>, pero dicha normativa fracasó y sólo hubo una emisión de “cuotas asociativas” (que únicamente podían ser suscritas por las propias Cajas) realizada en 1998 por la CECA. Posteriormente la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero dio nueva redacción al Art. 7 de la Ley 13/1985 para regular las cuotas y un nuevo Real Decreto 302/2004, sobre cuotas participativas de las Cajas de Ahorros derogó al anterior. Este vigente régimen jurídico señala que les será aplicable una parte del régimen de las acciones contenido en la Ley de Sociedades Anónimas y somete la emisión de estos valores a la Ley del Mercado de Valores y a las disposiciones que la desarrollan.

Las cuotas participativas son valores negociables que únicamente pueden ser emitidos por Cajas de Ahorro y representan aportaciones dinerarias de duración indefinida. Su configuración es la de un instrumento de renta variable pura (similares a las acciones, aunque revisten una mayor complejidad), desprovisto de derechos políticos y que por su propia naturaleza forma parte de los recursos propios básicos del emisor. Se trata de valores que obligatoriamente deben cotizar en un mercado organizado.

En orden de prelación, las cuotas se sitúan por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de la Caja, incluso por detrás de las participaciones preferentes, y al mismo nivel que la obra benéfico-social. Las cuotas en circulación no pueden superar el 50% del patrimonio de la Caja. El control directo o indirecto de cuotas por cualquier inversor está limitado al 5% y en caso de superarse se suspenderán todos los derechos económicos.

La constitución de un sindicato de cotapartícipes, que podría servir como instrumento para la defensa de los intereses de los mismos y de interlocutor con la Caja, es una decisión voluntaria de la entidad.

1. Reforma del Art. 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que posteriormente desarrolló el Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las Cajas de Ahorro.

20 Frente a 21.690 millones de euros en 2007 o 2.563 millones de euros en 2006.

Las cuotas se aplican a compensar pérdidas de la Caja emisora en la misma proporción y orden que su fondo fundacional y sus reservas, pudiendo llegar al extremo de que la compensación de pérdidas con cargo a las cuotas consume la totalidad de los fondos de las mismas.

Para emitir cuotas la Caja interesada tiene que estimar su valor económico o valor de mercado que servirá para establecer la prima de emisión de los valores. Tratándose de la primera emisión de la entidad, y siempre que se haga una oferta pública con participación mínima del 20% de inversores cualificados, además de la valoración interna se precisa un informe externo que sirva de contraste. El precio de emisión de las cuotas se compone de valor nominal más prima de emisión; esta última se distribuye entre las reservas generales de la Caja (recursos de la Caja) y el Fondo de Reserva de los cuotapartícipes (recursos de los inversores). Como consecuencia de la emisión de cuotas se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables que integrarán el patrimonio de la Caja:

- El Fondo de Participación, igual a la suma del valor nominal de las cuotas, que sólo podrá ser distribuido entre los cuotapartícipes en caso de amortización de las cuotas o de liquidación de la Caja.
- El Fondo de Reserva de los cuotapartícipes, dotado: a) por un porcentaje de la prima de emisión de las cuotas y b) posteriormente por la parte del excedente de libre disposición de los cuotapartícipes que no sea satisfecha en efectivo a los mismos ni destinada al Fondo de Estabilización. Su distribución requiere la autorización del Banco de España.
- El Fondo de Estabilización, que podrá ser constituido voluntariamente por la Caja y se dotará con una parte del excedente de libre disposición de los cuotapartícipes y cuyos recursos pueden ser distribuidos entre los inversores para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas.

Las cuotas confieren a sus titulares los siguientes derechos económicos:

- Obtener una remuneración variable y no acumulativa participando en el reparto del excedente de libre disposición (resultado neto del ejercicio) de la Caja en proporción a su participación en el patrimonio. Anualmente la asamblea general de la Caja acordará el reparto del resultado o excedente de libre disposición, con la limitación del cumplimiento del coeficiente de solvencia, según determinadas reglas.
- Derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones de cuotas, salvo que sea suprimido por la asamblea general de la Caja.
- Obtener el valor liquidativo en caso de liquidación de la Caja.
- En caso de fusión de la Caja emisora, derecho a ceder las cuotas a la Caja y obtener el valor de mercado.

La participación de los cuotapartícipes en cada momento, tanto en las pérdidas como en los beneficios de la Caja, se calcula siempre como proporción del volumen de cuo-

tas en circulación sobre el patrimonio contable de la caja más el volumen de cuotas en circulación. La fórmula que se aplicará para el reparto en cada momento del resultado entre los cuotapartícipes y el resto (las reservas generales de la Caja y la obra benéfico-social) tomará como base la participación de la suma de los fondos de los cuotapartícipes en el patrimonio contable de la Caja. De este modo, si los cuotapartícipes reciben proporcionalmente más retribución efectiva de la que se distribuya a la obra benéfico-social, los cuotapartícipes irán perdiendo peso en el reparto del resultado. Dado que el ajuste de proporciones se hace en función del patrimonio contable de la Caja y no sobre su valor de mercado, esta pérdida de peso podría implicar también la dilución progresiva respecto de la parte atribuida inicialmente a los cuotapartícipes de las plusvalías latentes de la Caja no realizadas. En concreto, los cuotapartícipes perderían progresivamente la propiedad de la porción inicialmente asignada a los mismos de la parte del valor real de la entidad no reflejado en los libros.

Por ello, las cuotas participativas revisten una complejidad mayor que las acciones de sociedades anónimas, al estar su rentabilidad afectada por diversas actuaciones discrecionales que la Caja pueda adoptar. Así, los precios de mercado de las cuotas deberían recoger no sólo las expectativas de beneficios futuros de la entidad, sino también la política de distribución de beneficios en efectivo a los cuotapartícipes y a la obra benéfico-social que decida, discrecionalmente, la asamblea general de la Caja y de cualquier actuación de la misma que afecte al volumen de plusvalías que no se reflejen en la cuenta de resultados de la entidad. Por ello, la CNMV requirió a la CAM para que extremara el rigor en la comercialización del producto entre inversores minoristas y, en concreto, realizara un test de conveniencia a la clientela potencialmente interesada.

No obstante, de conformidad con lo previsto en el artículo 9.1 segundo párrafo del Real Decreto de Cuotas, la Caja emisora podrá adoptar medidas destinadas a atenuar el efecto de las diferencias en los porcentajes de retribución efectiva a los cuotapartícipes y de dotación a la obra benéfico-social sobre el porcentaje de participación de los cuotapartícipes. La aplicación de este ajuste, que no se ha previsto en el caso de la emisión de la CAM, puede contribuir a la reducción de la complejidad de las cuotas, haciéndolas más similares a las acciones convencionales, por lo que puede resultar atractiva en futuras emisiones de este tipo de instrumentos.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Tras el descenso del primer trimestre del año, los tipos de interés a corto plazo de los mercados domésticos retomaron una senda alcista que se intensificó en los primeros días de junio, igual que en otras economías europeas, como consecuencia del cambio en las expectativas de la política monetaria del BCE. Posteriormente, el comportamiento de los tipos de interés de la renta fija pública y privada ha sido relativamente estable. Los incrementos de tipos se produjeron en todos los plazos aunque de forma más intensa en el plazo a 12 meses y en los de renta fija privada. Los tipos de interés de los pagarés de empresa superaron ampliamente el 5%.

A medio y largo plazo, los tipos de la renta fija pública y privada crecieron de forma sustancial en el segundo trimestre de 2008. El aumento fue cercano a un punto porcentual (dependiendo del plazo, véase cuadro 11) en el caso de la renta fija pública y

*Tras el notable ascenso de los tipos de interés de la renta fija pública y privada en junio como consecuencia del cambio en el tono de la política monetaria del BCE, se ha producido una estabilización de los mismos.*

En los plazos largos, los tipos de interés han descendido recientemente después de la notables subidas del segundo trimestre. Destaca la considerable ampliación del diferencial de tipos entre la renta fija pública y privada...

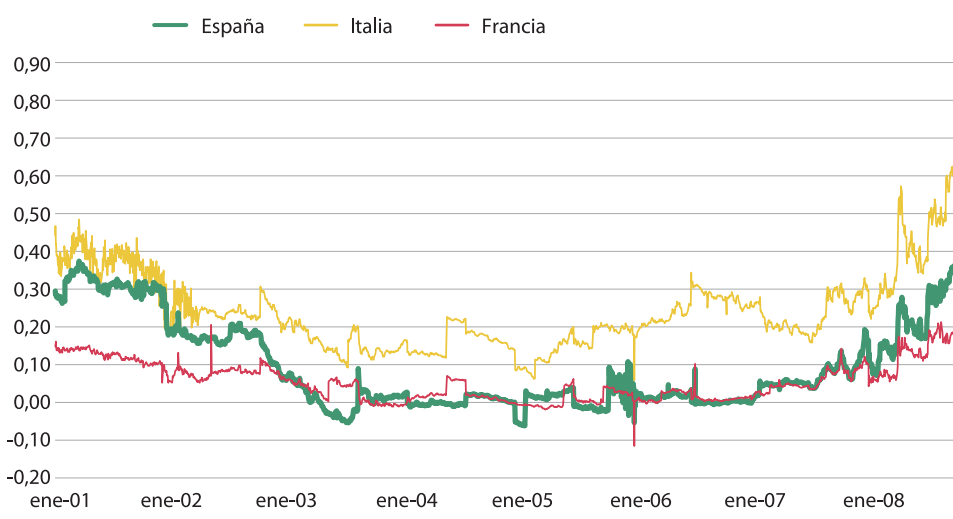
... y también entre la deuda pública española y alemana.

cercano a un punto y medio en el caso de la renta fija privada, lo que dio lugar a un sustancial aumento del diferencial entre ambas. El comportamiento de los mercados cambió en julio cuando los tipos de interés se estabilizaron, retomando una tendencia descendente. Los diferenciales cedieron ligeramente en este periodo más reciente pero continúan siendo elevados respecto a los observados en los últimos años.

En el ámbito de los tipos de interés a largo plazo cabe señalar igualmente la ampliación del diferencial de rentabilidades del bono español a diez años frente al bono alemán de idéntico plazo. Este diferencial, que osciló en torno a cero durante 2004, 2005 y 2006, mantiene una senda ascendente desde los meses centrales de 2007, superando los 50 puntos porcentuales a mediados de septiembre (véase gráfico 9). Este comportamiento, que se ha observado con diferentes intensidades en otras economías de la zona euro, refleja la variación de la percepción sobre el riesgo país que se atribuye a dichas economías.

### Diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán a 10 años

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 19 de septiembre.

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

CUADRO 11

%	dic-05	dic-06	dic-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08
<b>Renta fija privada<sup>2</sup></b>								
3 años	3,15	4,04	4,59	4,35	4,59	4,21	5,79	5,35
5 años	3,48	4,14	4,65	4,42	4,65	4,41	5,97	5,42
10 años	3,89	4,26	4,94	4,68	4,94	4,82	5,94	5,60
<b>Deuda pública</b>								
3 años	2,91	3,74	4,07	4,09	4,07	3,50	4,69	4,18
5 años	3,06	3,77	4,14	4,20	4,14	3,62	4,67	4,21
10 años	3,36	3,81	4,27	4,37	4,27	3,87	4,80	4,51
<b>Diferencial<sup>3</sup></b>								
3 años	25	30	52	26	52	71	110	117
5 años	42	37	51	22	51	79	130	121
10 años	54	45	67	31	67	94	114	109

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

1 Promedio de datos diarios. El dato de septiembre va desde el 1 al 19.

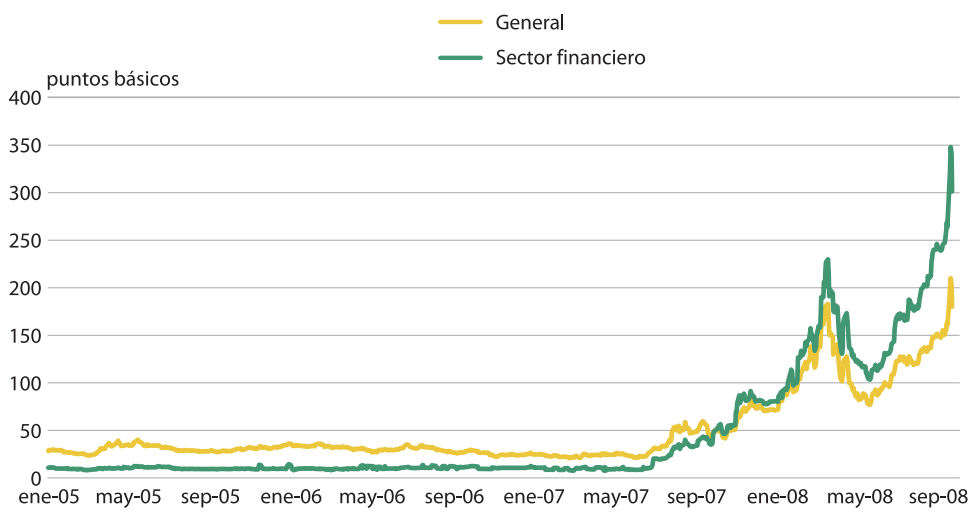
2 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

3 En puntos básicos.

La percepción de riesgo de crédito de emisores españoles mejoró notablemente en abril y buena parte del mes de mayo, dando lugar a un descenso en las primas por riesgo de crédito del orden de 100 p.b. en promedio (con información procedente de los CDS a cinco años). A partir de ese momento, el deterioro de las condiciones económicas y el aumento de la morosidad propició un renovado ascenso en las primas de riesgo que, en promedio para el conjunto de emisores españoles, quedó en torno a 180 p.b. a mediados de septiembre, lo que supone un nuevo máximo (véase gráfico 10).

**Prima de riesgo agregada<sup>1</sup> con información de CDS a cinco años de emisores españoles**

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 19 de septiembre.

1 Media simple.

El endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades también se observa en el número y el importe efectivo de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV (véase cuadro 12). El volumen emitido hasta la fecha es inferior al del ejercicio 2007 y sigue concentrándose en los pagarés de empresa (69% en lo que va de año<sup>21</sup>) y en los bonos de titulización (24%), aunque se aprecia una cierta recuperación en las emisiones de algunos segmentos pertenecientes a cédulas hipotecarias y a bonos y obligaciones<sup>22</sup>. Los bonos de titulización siguen siendo adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras con el objetivo de dotarse de activos que puedan utilizar como garantía para obtener financiación del Eurosistema.

*... y también en la escasez de emisiones de renta fija, si bien se aprecia cierta recuperación en algunos segmentos concretos.*

21 Hasta 31 de agosto.

22 De hecho, una parte importante de las emisiones de renta fija a largo plazo de estas entidades fue realizada en el exterior. Entre el 1 de enero y el 31 de julio de 2008 el importe nominal de las emisiones de emisores españoles en el exterior a largo plazo (bonos, obligaciones y bonos de titulización) superó los 29.000 millones de euros. El importe de las emisiones exteriores a corto plazo fue incluso superior (más de 33.000 millones de euros).

## Emisiones brutas de renta fija registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 12

	2005	2006	2007	2008		
				I-08	II-08	III-08 <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>263</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>74</b>	<b>94</b>	<b>56</b>
Cédulas hipotecarias	21	37	32	11	20	6
Cedulas territoriales	3	6	8	7	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	7	22	18
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	54	82	101	18	30	20
Programas de pagarés	80	83	106	27	21	10
De titulización	3	3	3	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	27	20	10
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	4	1	2
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>414.254</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>117.527</b>	<b>134.468</b>	<b>67.779</b>
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	1.250	10.120	1.610
Cedulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.020	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	604	3.744	4.215
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	163	68	0	0	0	0
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	28.657	34.386	14.336
Tramo nacional	63.908	85.100	141.627	28.657	34.386	14.336
Tramo internacional	5.136	6.508	0	0	0	0
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	264.360	334.457	442.433	85.900	86.118	47.567
De titulización	2.768	1.993	465	133	48	48
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	85.767	86.070	47.519
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	96	100	50
<b>Pro memoria:</b>						
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	2.313	1.945	943
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	121.608	6.534	7.573	1.115

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

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

3 Datos disponibles: 31 de agosto de 2008

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>23</sup>

*La industria de fondos de inversión se resiente como consecuencia de las turbulencias en los mercados y la competencia de las entidades de crédito. Disminuye el patrimonio,...*

El aumento de la incertidumbre de los inversores como consecuencia del deterioro de la economía nacional y de las turbulencias bursátiles y la fuerte competencia de las entidades financieras para captar depósitos (véase gráfico 4) están teniendo consecuencias importantes en la industria de fondos de inversión, que desde 2007 viene mostrando pérdidas notables en términos de patrimonio y de participes. Así, en los dos primeros trimestres de 2008, el patrimonio de los fondos de inversión

<sup>23</sup> Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial sobre estas instituciones, debido a la existencia de un sub-epígrafe específico para ellas.



descendió un 16% hasta los 214 mil millones de euros por el fuerte volumen de reembolsos<sup>24</sup>, que se concentró fundamentalmente en la categoría de fondos globales, renta fija, renta variable internacional y garantizados de renta variable (véase cuadro 6). Como en otros trimestres, las únicas categorías que registraron entradas de fondos (en términos netos) fueron los garantizados de renta fija y, en mucha menor cuantía, los fondos de inversión libre (tanto en la versión pura como en los fondos de fondos).

El número de partícipes también registró un descenso notable en el primer semestre del año, momento en que la cifra total quedó ligeramente por encima de los 7 millones, lo que supone una caída superior al millón de partícipes respecto a las cifras de finales de 2007. Los mayores descensos fueron protagonizados por las categorías de fondos de renta fija, que perdieron cerca de 265.000, los fondos globales, los garantizados de renta variable y los de renta fija mixta, con pérdidas de entre 134.000 y 151.000 partícipes.

Las rentabilidades que están ofreciendo los fondos de inversión se están viendo notablemente afectadas por las fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles, que han dado lugar a resultados negativos en el primer y segundo trimestre de 2008 (-2,0% y -0,6% respectivamente para el conjunto de fondos de inversión) en casi todas las categorías de fondos, con excepción de las que no realizan inversión alguna en renta variable o esta representa una parte reducida de la cartera. Las rentabilidades más negativas se produjeron, por tanto, en las categorías de renta variable pura (nacional e internacional).

No obstante, la quiebra de Lehman Brothers ha afectado de manera modesta a las IIC españolas. Como publicó la CNMV en nota de prensa del 17 de septiembre de 2008, el grado de exposición directa de las IIC al riesgo de contraparte de Lehman, tanto a través de inversiones de contado como de derivados, representaba el 0,13% del patrimonio global de las IIC (300,2 millones de euros) a 31 de julio. De ellos, 242,7 millones correspondían a inversiones de fondos de inversión (en 129 FI) y 57,5 millones a SICAV (en 330). La mitad de los fondos de inversión afectados eran garantizados o de renta fija a corto plazo. En este marco sigue siendo prioritario facilitar una información adecuada a los partícipes y garantizar máxima transparencia.

*...el número de partícipes,*

*..y la rentabilidad de casi todas las categorías de fondos.*

#### **Recuadro 5: Los fondos monetarios: características y evolución reciente**

Los fondos monetarios constituyen la categoría más conservadora de fondos de inversión. Los partícipes aspiran con esta inversión a minimizar el riesgo de pérdidas. Aunque la gran mayoría de los fondos monetarios en España sigue mostrando rentabilidades positivas, la crisis *subprime* ha puesto de manifiesto que algunos fondos han manifestado pérdidas como consecuencia de su inversión en activos cuyo valor se ha deteriorado de manera significativa. También se ha observado en este periodo un incremento en el número de fondos cuya volatilidad mensual ha

<sup>24</sup> Superior a 33.600 millones de euros en el primer semestre del año.

superado el 0,1%, que es el límite máximo que la normativa<sup>1</sup> establece para considerar que un fondo tiene baja volatilidad.

Los fondos monetarios están regulados en la Circular 1/2007 de la CNMV sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la UE que modificó la Circular 2/1998 de la CNMV. Se definen como aquellas IIC cuya cartera tiene una duración media inferior a 1 año y cumple las siguientes condiciones:

- Los activos no deben superar los 18 meses de vencimiento residual, salvo si son de cupón variable referenciado a índices monetarios y con revisión al menos anual.
- Como máximo el 40% de los activos puede tener un plazo remanente de amortización superior a 1 año.
- No puede incluir activos de renta variable en su cartera de contado ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija.

Esta definición no impide, en principio, que los fondos monetarios inviertan un porcentaje significativo de su cartera en activos sometidos a riesgo de crédito y vencimiento prolongado. Ello implicaría que la volatilidad de su valor exceda a la deseada por el inversor final en este tipo de IIC. Por ello, la CNMV está considerando reformular la Circular 1/2007 con el fin de limitar algo más el riesgo máximo asumible por las IIC que decidan definirse como Fondo Monetario. En concreto, la nueva definición incorporará límites más estrictos al porcentaje de la cartera invertido en activos que no sean de elevada calidad crediticia y tengan vencimientos superiores a los instrumentos tradicionales de los mercados monetarios.

La limitación del riesgo de crédito de los activos en los que pueden invertir los fondos monetarios podría llevar a algunos fondos a modificar su vocación de monetario a renta fija para tener una mayor libertad en la inversión, en cuyo caso el número de fondos monetarios se vería reducido.

1. Circular 3/98 de la CNMV.

*El aumento de la incertidumbre de los agentes remarca el perfil de bajo riesgo de las IIC de carácter financiero...*

El aumento de la incertidumbre de los agentes ha acentuado el perfil de bajo riesgo que tradicionalmente ha caracterizado a las IIC españolas de carácter financiero. La importancia relativa en el patrimonio de los fondos más conservadores (renta fija y garantizados) ha aumentado progresivamente en el último año desde el 66% del patrimonio de los fondos hasta más del 71% en junio de 2008. El incremento de la presencia de fondos de menor riesgo se ha plasmado en la distribución de las inversiones, con un descenso sustancial de los instrumentos financieros de renta variable, que han pasado de representar el 30% del patrimonio de los fondos en junio de 2007 al 19% en junio de 2008, y un aumento de la importancia de las inversiones en instrumentos de renta fija (desde el 63% hasta el 71% del patrimonio de los fondos en el mismo periodo). También cabe señalar el aumento de la importancia de la cartera interior de los fondos de inversión como conse-

## Principales magnitudes de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 13

Número	2006	2007	2007		2008	
			III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.822</b>	<b>2.926</b>	<b>2.920</b>	<b>2.926</b>	<b>2.942</b>	<b>2.950</b>
Renta fija <sup>2</sup>	606	600	604	600	609	614
Renta fija mixta <sup>3</sup>	212	204	203	204	203	197
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	207	216	207	206	205
Renta variable nacional	118	123	121	123	123	122
Renta variable internacional <sup>5</sup>	467	481	485	481	477	482
Garantizado renta fija	220	251	241	251	256	251
Garantizado renta variable	559	590	589	590	592	601
Fondos globales	418					
	470	461	470	476	478	
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>270.406,3</b>	<b>255.040,9</b>	<b>269.907,0</b>	<b>255.040,9</b>	<b>234.043,9</b>	<b>214.251,8</b>
Renta fija <sup>2</sup>	116.511,9	113.234,1	118.489,4	113.234,1	116.544,0	107.349,4
Renta fija mixta <sup>3</sup>	15.314,5	13.011,9	14.142,3	13.011,9	10.551,0	8.488,5
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.149,2	8.848,0	9.753,4	8.848,0	6.811,6	5.990,9
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	8.353,3	7.839,4	5.369,9	4.584,1
Renta variable internacional <sup>5</sup>	24.799,6	22.698,4	26.453,8	22.698,4	14.962,8	13.433,5
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	16.291,2	17.674,4	19.253,8	19.841,0
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	43.365,6	42.042,1	38.521,4	36.633,2
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	33.058,2	29.692,6	22.029,4	18.931,4
<b>Partícipes</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>8.637.781</b>	<b>8.053.049</b>	<b>8.467.203</b>	<b>8.053.049</b>	<b>7.420.379</b>	<b>7.023.292</b>
Renta fija <sup>2</sup>	2.960.879	2.763.442	2.869.191	2.763.442	2.620.712	2.498.451
Renta fija mixta <sup>3</sup>	524.827	493.786	511.811	493.786	434.935	359.904
Renta variable mixta <sup>4</sup>	357.013	331.214	359.667	331.214	289.184	263.926
Renta variable nacional	317.386	288.210	343.208	288.210	219.842	204.259
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.258.426	1.089.868	1.184.871	1.089.868	942.733	907.345
Garantizado renta fija	497.540	549.108	540.637	549.108	552.116	542.500
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.754.596	1.715.144	1.639.760	1.575.766
Fondos globales	937.843	822.277	903.222	822.277	721.097	671.141
<b>Rentabilidad<sup>6</sup>(%)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5,59</b>	<b>2,73</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,10</b>	<b>-1,96</b>	<b>-0,56</b>
Renta fija <sup>2</sup>	1,95	2,71	0,63	0,68	0,54	0,57
Renta fija mixta <sup>3</sup>	4,18	1,93	-0,16	0,18	-2,32	-1,29
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10,34	2,69	-1,17	-0,40	-7,56	-2,91
Renta variable nacional	33,25	8,02	-2,42	2,53	-12,01	-7,66
Renta variable internacional <sup>5</sup>	14,98	2,13	-2,80	-3,28	-15,06	-2,73
Garantizado renta fija	0,83	2,78	1,03	0,84	1,02	-0,01
Garantizado renta variable	4,66	2,44	0,13	0,12	-2,56	-1,94
Fondos globales	4,01	1,47	-0,70	-0,38	-2,56	-0,29

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). Los datos referentes a suscripciones y reembolsos están disponibles en el cuadro 5.

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

3 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

6 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007 y 2008.

cuencia, fundamentalmente, de las inversiones en renta fija privada a corto plazo, que representan más del 16% del patrimonio de los fondos (frente al 11% de hace un año).

*...en el que la inversión en activos de liquidez reducida sigue siendo, en general, limitada.*

Como ya se explicó en el primer informe sobre “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” de hace seis meses, las IIC españolas han tenido una exposición directa a los productos relacionados con las hipotecas *subprime* prácticamente residual. Sin embargo, la desaparición de la liquidez en algunos mercados financieros desencadenada a raíz de la crisis ha añadido complejidad a las políticas de gestión de las carteras y a la valoración de los instrumentos negociados en mercados poco activos. La exposición de las IIC financieras a productos de reducida liquidez se mantiene en la mayor parte de los casos limitada. El porcentaje del patrimonio de los fondos de inversión invertidos en instrumentos que carecen de referencias en el difusor de precios elegido se situaba en junio de 2008 en el 8,4%, algo por encima del 6,3% observado en diciembre de 2007 (véase cuadro 14). Este aumento relativo de la exposición a productos menos líquidos tiene origen en el fuerte aumento de los reembolsos sufridos por las IIC en este periodo de tiempo, que se habrían producido gracias a la venta de los instrumentos más líquidos (y por tanto, aumentando la importancia relativa de los menos líquidos).

### Tenencias de instrumentos de renta fija privada (jun-08)

CUADRO 14

#### a) Volumen y composición de la cartera de renta fija privada

Tipo de activo	Volumen (millones de euros)			% Renta Fija Privada		
	Interior	Exterior	Total	Interior	Exterior	Total
Pagarés de empresa	35.776,0	-	35.776,0	38,9%	-	38,9%
Cédulas hipotecarias	3.236,4	-	3.236,4	3,5%	-	3,5%
Estructurados	4.229,6	3.321,1	7.550,7	4,6%	3,6%	8,2%
Titulización	9.847,5	6.813,4	16.660,9	10,7%	7,4%	18,1%
Otra renta fija privada	3.449,4	25.257,7	28.707,1	3,8%	27,5%	31,2%
TOTAL	56.538,9	35.392,2	91.931,1	61,5%	38,5%	100,0%

#### b) Importancia de los activos con y sin referencia de mercado

Tipo de activo (% cartera)	Con precios Bloomberg	Sin precios Bloomberg
Cédulas hipotecarias	1,5%	-
Estructurados	1,7%	1,8%
Titulización	5,1%	2,8%
Otra renta fija privada	9,8%	3,8%
TOTAL	18,1%	8,4%

Fuente: CNMV.

*Se mantiene la importancia de utilizar criterios apropiados de valoración de instrumentos financieros.*

Finalmente, en la medida en que se mantienen los problemas de liquidez en algunos mercados financieros y la tendencia al aumento en los reembolsos, es importante que las entidades gestoras continúen evaluando convenientemente y con la periodicidad adecuada la profundidad de los mercados financieros donde operan y, además, que mantengan unos criterios apropiados de valoración de los instrumentos financieros con liquidez reducida.

### IIC inmobiliarias

*Las IIC inmobiliarias también pierden patrimonio...*

El comportamiento de las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2008 fue similar al observado para el resto de IIC. El patrimonio alcanzó los 8.753 millones de euros, un 8% inferior al máximo alcanzado en agosto de 2007. Los continuos descensos del patrimonio de los fondos de inversión se han producido como consecuencia del fuerte aumento de los reembolsos en el último año. La rentabilidad de

estos fondos sigue siendo positiva (0,9%) aunque ligeramente inferior a la de los últimos trimestres.

El ajuste que se está produciendo en el sector inmobiliario español se está reflejando gradualmente en los resultados de este segmento de fondos. La incertidumbre sobre la intensidad del ajuste y su duración sigue siendo el principal riesgo para este tipo de fondos. La utilización de metodologías adecuadas de valoración de los activos inmobiliarios en este contexto ha cobrado especial relevancia.

*...y su evolución permanece condicionada a la intensidad y duración del ajuste del sector inmobiliario.*

### Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
					III	IV	I	II
<b>FONDOS</b>								
Número	7	7	9	9	10	9	9	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	151.916	145.510	144.197	141.037
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.905	8.608,5	8.563,8	8.394,0
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,53	1,26	1,16	0,89
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	2	6	8	9	9	9	8	8
Participes	121	256	749	843	661	843	839	839
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	504,3	512,9	349,0	359,2

Fuente: CNMV.

### IIC de inversión libre

La industria de IIC de inversión libre (en su versión pura o en fondos de fondos), que es el segmento más joven en el ámbito de la inversión colectiva, continúa en periodo de expansión a pesar de las turbulencias en los mercados financieros. De hecho, junto con los fondos de renta fija, fueron la única modalidad de fondos de inversión que recibieron entradas netas de fondos en el primer semestre del año. El número de IIC de inversión libre fue de 29 a mitad de año, ocho más que a finales de 2007. También fue notable el incremento en el número de participes de estas entidades que prácticamente se dobló en este periodo de tiempo (véase cuadro 16), hasta superar los 8.500. El patrimonio se incrementó desde 1.000 millones de euros en diciembre de 2007 hasta 1.390 millones de euros en junio de 2008. Las IIC de IL también mostraron crecimientos, aunque más modestos, en sus cifras principales. El número de IIC de IL quedó en 23 en junio de 2008 (frente a 21 a finales de 2007), el número de participes se incrementó desde 1.335 hasta 1.429 y el patrimonio desde 446 hasta 604 millones de euros.

*El segmento de IIC de inversión libre sigue en periodo de expansión...*

La implantación de las IIC de inversión libre en España ha coincidido en el tiempo con un periodo de turbulencias en los mercados financieros que ha perjudicado el desarrollo normal de la actividad de estas instituciones, fundamentalmente a través de dos vías: la falta de liquidez en algunos mercados financieros y el aumento de la dificultad para obtener financiación, casi indispensable para desarrollar algunas estrategias. Estos factores siguen configurando el conjunto de riesgos más relevante para el desarrollo de este sector.

*... a pesar de que sus implantación ha coincidido con un periodo de turbulencias que dificulta algunas estrategias.*

## Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2006		2007				2008	
	IV	I	II	III	IV	I	II	
<b>IIC de IIC de inversión libre</b>								
Número	2	2	22	30	31	38	39	
Participes	2	26	1.456	3.142	3.950	5.488	8.582	
Patrimonio (millones de euros)	0,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6	
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	-0,55	1,08	-2,14	1,22	-2,31	2,20	
<b>IIC de inversión libre</b>								
Número	5	6	9	17	21	25	23	
Participes	21	108	183	251	1.127	1.335	1.429	
Patrimonio (millones de euros)	24,4	119,9	152	210,2	445,8	546,3	603,9	
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	1,26	3,18	-2,2	-1,31	-1,95	1,48	

1. Rentabilidad trimestral no anualizada.

ns: Dato no significativo.

*Las empresas de servicios de inversión (ESI) que ejercen, junto con las entidades de crédito, diversas funciones relacionadas con los mercados financieros...*

*...han mostrado una reducción considerable en los beneficios agregados como consecuencia del descenso de la contratación en los mercados y de la atonía de la industria de IIC.*

*Descienden tanto los ingresos derivados de las actividades ordinarias como los de las extraordinarias al tiempo que aumentan las dotaciones...*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión (ESI) ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores que incluyen la tramitación de órdenes en los mercados financieros, la colocación de emisiones, el depósito de valores, la gestión de carteras, la suscripción y reembolso de IIC y el asesoramiento en materia de inversión.

El descenso de la contratación en los mercados financieros, la escasez de emisiones en los mercados primarios y la atonía de la industria de IIC se han traducido en un notable descenso de los ingresos percibidos por las sociedades y agencias de valores en el primer semestre de 2008 respecto al mismo periodo de 2007.

**En el caso de las sociedades de valores**, los beneficios agregados antes de impuestos fueron de 174,8 millones de euros en los seis primeros meses de 2008<sup>25</sup>, significativamente por debajo de los 458,2 millones de 2007 (véase cuadro 17). La causa de tal comportamiento se encuentra en la moderación de los ingresos, tanto de las actividades ordinarias (ingresos vía comisiones) como de las extraordinarias, unido a un incremento de las dotaciones.

Así, de los tres componentes que integran el margen ordinario (margen financiero, beneficios netos en valores y comisiones netas), solamente el margen financiero obtenido por las sociedades de valores creció respecto al año anterior. La operativa en valores mostró pérdidas superiores a 11,5 millones de euros, mientras que las comisiones netas obtenidas derivadas de sus actividades recurrentes (la prestación de servicios de inversión) ascendieron a 307 millones de euros, un 30% menos que en 2007. Respecto a los diferentes tipos de comisiones percibidas, destaca el descenso de los ingresos por tramitación de órdenes (un 17%), en línea con el comportamiento de la contratación de los mercados de renta variable, y de las comisiones por suscripción y reembolso de IIC (un 39%), como consecuencia de la reducción de la demanda de participaciones en estos vehículos de inversión.

<sup>25</sup> Se prescinde de los datos de una sociedad de valores que contabiliza parte de su operativa por cuenta propia como "Otras pérdidas y ganancias", distorsionando gravemente agregados como "beneficios netos en valores", y por tanto, "margen ordinario" o "margen de explotación".

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	15-07	15-08	% var.	15-07	15-08	% var.
I. MARGEN FINANCIERO	56.641	78.974	39,4	6.884	5.973	-13,2
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	83.815	-11.556	-113,8	1.120	-1.363	-221,7
III. COMISIONES NETAS	435.607	307.088	-29,5	121.236	81.830	-32,5
Comisiones percibidas (=1 a 9)	573.211	435.954	-23,9	159.500	93.180	-41,6
1. Tramitación y ejecución de órdenes	365.738	302.749	-17,2	66.060	33.645	-49,1
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	31.775	25.057	-21,1	1.470	3.010	104,8
3. Depósito y anotación de valores	12.344	11.142	-9,7	1.005	165	-83,6
4. Gestión de carteras	14.570	9.623	-34,0	14.534	11.916	-18,0
5. Diseño y asesoramiento	38.310	10.264	-73,2	1.119	1.534	37,1
6. Búsqueda y colocación de paquetes	9	9	0,0	0	0	-
7. Operaciones de crédito al mercado	11	7	-36,4	1	0	-
8. Suscripción y reembolso en IIC	70.425	42.820	-39,2	37.345	15.609	-58,2
9. Otras	40.029	34.283	-14,4	37.966	27.301	-28,1
Comisiones satisfechas	137.604	128.866	-6,4	38.264	11.350	-70,3
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	576.063	374.506	-35,0	129.240	86.440	-33,1
10. Gastos de explotación	210.990	190.570	-9,7	75.796	72.225	-4,7
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	365.073	183.936	-49,6	53.444	14.215	-73,4
11. Amortizaciones y otras dotaciones	10.538	30.947	193,7	4.322	4.139	-4,2
12. Otras ganancias y pérdidas	103.723	21.778	-79,0	15.040	6.409	-57,4
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	458.258	174.767	-61,9	64.162	16.485	-74,3
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	458.258	174.767	-61,9	64.162	16.485	-74,3

Fuente: CNMV.

En el caso de las agencias de valores, los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos en los seis primeros meses de 2008 ascendieron a 16,5 millones de euros, lo que en términos porcentuales revela un descenso incluso mayor que en las sociedades de valores respecto a las cifras de 2007<sup>26</sup> (64,2 millones de euros).

Así, el margen ordinario agregado de estas entidades se situó en 86,4 millones de euros en el primer semestre de 2008 frente a 129,2 millones en 2007 como resultado de la moderación de las comisiones. El hecho de que las agencias de valores no puedan operar por cuenta propia hace que la contribución del resto de ingresos al margen ordinario sea reducida. En el marco de las comisiones percibidas, se observa una disminución de los ingresos por intermediación en los mercados (del 49% hasta los 33,6 millones) y por suscripción y reembolso de IIC (del 58% hasta los 15,6 millones de euros) similar al de las sociedades de valores, pero también descensos sustanciales en otras comisiones importantes, como son las obtenidas por la gestión de carteras.

La reducción de estos ingresos junto con los menores resultados extraordinarios explica, a pesar del ligero descenso de los gastos de explotación, la moderación de los beneficios de estas entidades.

Como consecuencia de esta evolución en las cuentas de resultados, los ratios de rentabilidad agregada sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financie-

*... lo que ha dado lugar a un notable descenso de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores...*

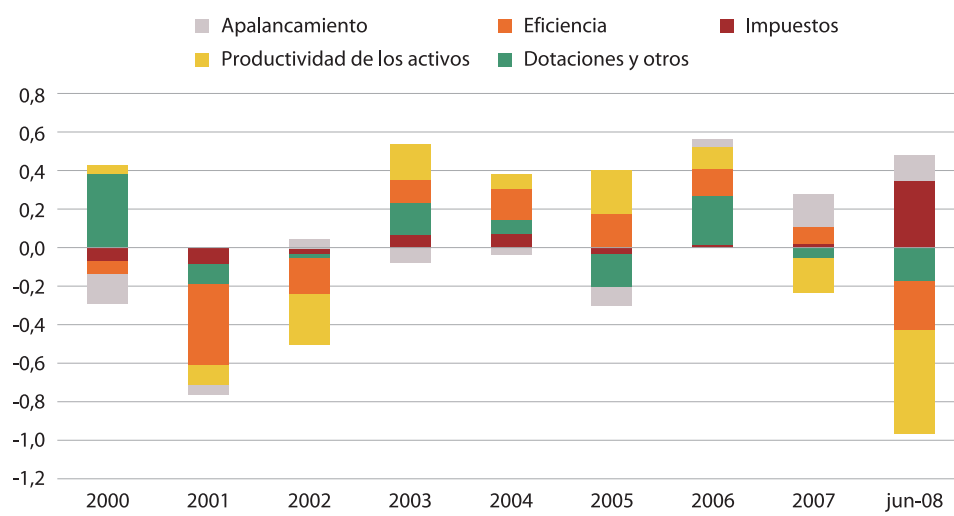
26 En el caso de las agencias de valores, la comparación de la cuenta de resultados agregada de 2008 respecto a la de 2007 no es totalmente homogénea, como consecuencia del elevado número de bajas en el registro de la CNMV de este tipo de entidades producido a lo largo de 2008 (seis bajas, tres de ellas definitivas y otras tres transformaciones en sociedades de valores), si bien los descensos de los distintos márgenes se pueden atribuir fundamentalmente a los mismos condicionantes expuestos para las sociedades de valores.



ros mostraron un descenso respecto a las cifras de finales de 2007. El ROE agregado de las sociedades de valores y agencias de valores quedó en el 27,2% en junio de 2008 frente al 44% de diciembre de 2007<sup>27-28</sup>. El análisis de los componentes que explican la variación de la rentabilidad<sup>29</sup> de las sociedades y agencias de valores muestra que la moderación de la rentabilidad de estos intermediarios financieros se atribuye al descenso de la productividad de los activos, a una cierta pérdida de eficiencia de estas entidades y a la menor contribución de los resultados extraordinarios a los resultados (véase gráfico 11).

### Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y elaboración propia.

*...y a un aumento del número de entidades en pérdidas que, no obstante, se mantiene reducido.*

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión ha elevado el número de intermediarios financieros en pérdidas (antes de impuestos), aunque este se mantiene reducido. El número de sociedades de valores en pérdidas creció desde 2 en diciembre de 2007 a 9 en junio de 2008, mientras que el número de agencias en pérdidas aumentó de 6 a 16 (ninguna miembro de bolsa<sup>30</sup>). Las pérdidas conjuntas de estas entidades representaban el 13,5% de los resultados agregados de todas las entidades. Sin embargo, cabe señalar que una única entidad en proceso de reestructuración concentra más de tres cuartas partes de las pérdidas, por lo que se puede concluir que, a pesar del aumento del número de intermediarios en pérdidas, en la mayor parte de los casos dichas pérdidas son reducidas.

27 El ROE de las sociedades de valores descendió desde el 44% hasta el 28% y el de las agencias de valores desde el 45% hasta el 21%.

28 En el cálculo se han anualizado los resultados obtenidos.

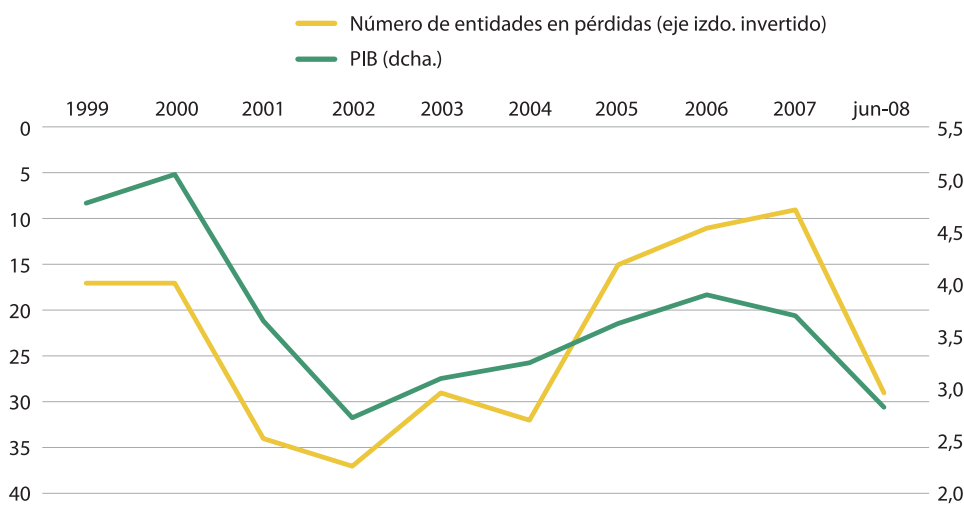
29 Para mayor detalle sobre los componentes que explican la variación del ROE véase recuadro en el primer informe sobre los mercados de valores y sus agentes publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV Trimestre I 2008.

30 A pesar de que no se contemplan de forma específica en este epígrafe, cabe mencionar también el aumento del número de sociedades gestoras de cartera en pérdidas (de 1 a 4, en un total de 11).



## Número de ESI en pérdidas y PIB

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y elaboración propia.

La posición de solvencia de los intermediarios financieros analizados en este epígrafe no se ha visto deteriorada, por el momento, por el empeoramiento de los resultados de estas entidades que, al contrario, han elevado significativamente sus reservas fortaleciendo aún más la posición ya holgada de que disponían en términos de recursos propios. Así, los recursos propios de las sociedades de valores eran casi seis veces superiores a los recursos propios exigidos (véase gráfico 13) en junio de 2008, y casi cuatro veces superiores en el caso de las agencias de valores. Únicamente dos entidades mostraban recursos propios computables inferiores a los exigibles (una sociedad de valores y una agencia de valores) e incluso disminuyó el número de entidades con un margen de solvencia más ajustado (inferior al 50%), desde 14 a 8.

*A pesar de los desfavorables resultados, la solvencia de estos intermediarios financieros se ha fortalecido gracias a la acumulación de reservas...*

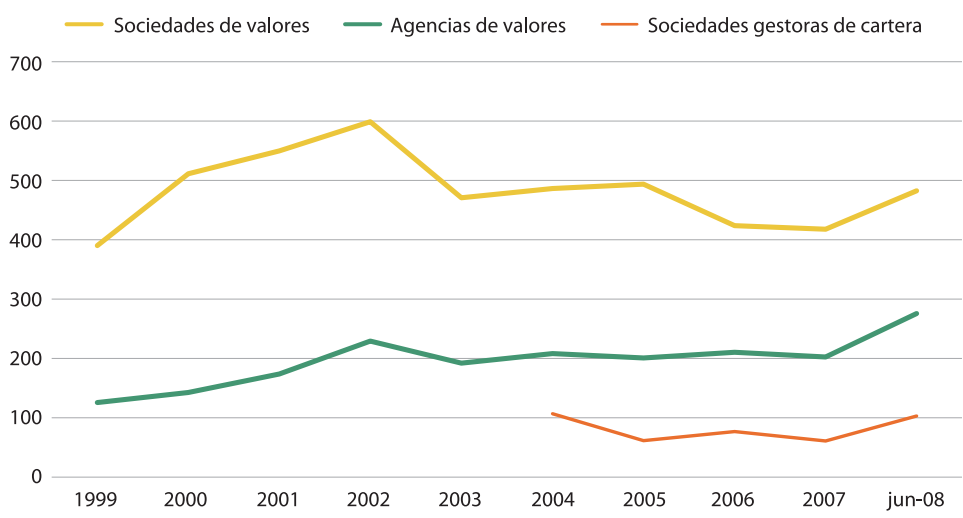
En lo que se refiere a las perspectivas de estas entidades, es previsible que en los próximos trimestres continúe el deterioro en sus cuentas de resultados, ya que no

*...lo que les proporciona una posición más holgada para afrontar este periodo de mayores dificultades en su negocio.*

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 13

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



Fuente: CNMV y elaboración propia.

se atisba, por el momento, una recuperación sustancial ni en los volúmenes de contratación de los mercados ni en la industria de la inversión colectiva, toda vez que la actividad en los mercados primarios sigue siendo reducida. Como fortaleza, cabe señalar la buena salud del sector en términos de solvencia, lo que proporciona a los intermediarios financieros una posición más holgada a la hora de afrontar este periodo de mayores dificultades en su negocio. El entorno de competencia entre estas entidades continuará en aumento y no se descartan movimientos corporativos de diversos tipos que persigan una mejor posición para enfrentar los retos que se derivan de la adaptación a la nueva normativa en vigor (MiFID).

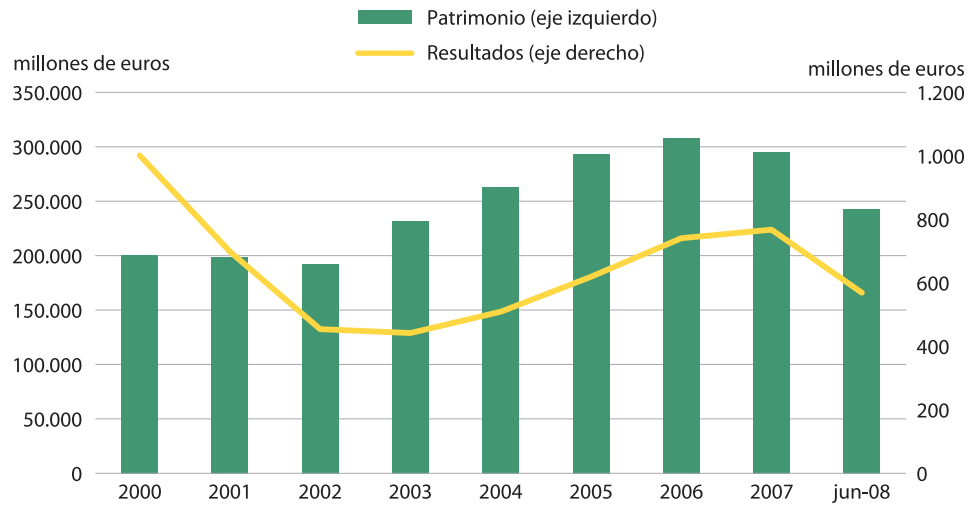
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*El deterioro de la industria de inversión colectiva se ha traducido en un descenso significativo del patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC...*

Las dificultades existentes en la industria de la inversión colectiva recaen con mayor fuerza sobre estas entidades, ya que prácticamente basan su actividad en la gestión, la suscripción y el reembolso de IIC. Las cifras agregadas correspondientes al primer semestre de 2008 evidencian un notable descenso del patrimonio gestionado por estas instituciones, que quedó en 243 mil millones de euros, significativamente por debajo de los casi 296 mil millones de euros bajo gestión de finales de 2007. El volumen del patrimonio gestionado viene descendiendo desde finales de 2006 y actualmente se aproxima a las cifras de 2004.

**Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos<sup>1</sup>**

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.  
<sup>1</sup> Resultados de 2008 anualizados.

*... con la consiguiente ralentización de sus ingresos y aumento del número de entidades en pérdidas.*

De forma paralela al descenso del patrimonio gestionado se ha producido una ralentización en los ingresos percibidos por la gestión de estas instituciones que dio lugar a una moderación notable de los beneficios agregados antes de impuestos. Estos quedaron cerca de los 572 millones de euros en junio de 2008<sup>31</sup>, frente a los 791 de finales de 2007. Junto con el descenso de los beneficios se aprecia, al mismo

<sup>31</sup> Resultados anualizados.

tiempo, un aumento sustancial en el número de entidades en pérdidas en el primer semestre del año (desde 19 en 2007 a 31, de un total de 119 SGIIC). Más de diez de ellas han mostrado resultados negativos de forma relativamente persistente a lo largo de los últimos años.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios descendió desde el 61% en 2007 hasta el 35% en junio de 2008<sup>32</sup> lo que se explica tanto por la moderación de los beneficios como por el incremento de los fondos propios (28%).

Por el momento, las perspectivas que existen sobre el sector se ven erosionadas por la competencia creciente con las entidades de crédito a la hora de captar los recursos de los inversores y la persistencia de las turbulencias en los mercados.

*La rentabilidad agregada de estas instituciones se moderó sustancialmente en el primer semestre de 2008...*

*...y sus perspectivas no son demasiado optimistas.*

#### Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE CUADRO 18

Importes en millones de euros	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos
2000	1.005,8	84
2001	701,7	63
2002	457,1	44
2003	445,3	44
2004	512,3	49
2005	622,8	53
2006	744,0	69
2007	790,6	61
jun-08 <sup>1</sup>	571,9	35

Fuente: CNMV.

1 Resultados antes de impuestos y ROE anualizado.

#### Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio CUADRO 19

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC <sup>1</sup>	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>2</sup>
2000	200.832	2.869	1,429	63,46
2001	199.427	2.465	1,236	65,78
2002	192.982	2.259	1,171	72,70
2003	232.915	2.304	0,989	73,78
2004	263.369	2.672	1,015	73,58
2005	294.372	2.976	1,011	72,17
2006	308.476	3.281	1,063	71,55
2007	295.907	3.206	1,084	70,22
jun-08	243.458	2.528	1,038	71,61

Fuente: CNMV.

1 Los datos de 2008 están anualizados.

2 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

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR) de la CNMV, desde el final de 2007 hasta el 11 de agosto de 2008 se registraron 40 nuevas entidades de capital

<sup>32</sup> Anualizado.

*El número de altas de ECR en el registro de la CNMV continúa siendo elevado.*

riesgo. De estas entidades, 19 fueron sociedades de capital riesgo, 16 fueron fondos y 5 fueron sociedades gestoras de ECR. El ritmo de crecimiento de las altas de los dos últimos años en este registro voluntario aún no ha decaído y se debe en gran medida a la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las ECR y sus sociedades gestoras<sup>33</sup>.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2008

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2007	Altas	Bajas	Situación a 11/08/2008
<b>Entidades</b>	<b>276</b>	<b>40</b>	<b>4</b>	<b>312</b>
Fondos de capital-riesgo	76	16	1	91
Sociedades de capital-riesgo	134	19	2	151
Sociedades gestoras de ECR	66	5	1	70

Fuente: CNMV.

*El patrimonio de los fondos de capital riesgo creció un 24% en 2007...*

Según las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV, el patrimonio total de los Fondos de Capital Riesgo (FCR) ascendió en 2007 a un total de 2.716 millones de euros, casi un 24% por encima del nivel de 2006. La distribución de dicho patrimonio en función de la naturaleza de los partícipes no varió significativamente a lo largo del 2007, siendo las cajas de ahorro las instituciones que ostentan una mayor participación, con un 22% del patrimonio en 2007 y un 25% en 2006, seguidas de otras empresas financieras, excluidos los bancos, con aproximadamente el 18% en ambos años, y las AA.PP. y empresas no financieras, con un 12% y un 11% respectivamente. El patrimonio correspondiente a los FCR de nuevo registro en 2007 llegó a los 208 millones de euros, y su distribución siguió unos patrones diferentes a los de las entidades ya existentes. Las cajas de ahorro representaron tan sólo el 11,5%, mientras que otras empresas financieras alcanzaron el 35% y las IIC, antes con una presencia testimonial del 0,1% y el 2% en 2005 y 2006 respectivamente, supusieron el 18% del patrimonio total a finales de 2007<sup>34</sup>.

*...de forma análoga al aumento del capital social de las sociedades de capital riesgo (28%).*

El capital social de las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) llegó a un total de 5.285 millones de euros en 2007, situándose un 28% por encima de los niveles de 2006. Aproximadamente la mitad de dicho capital estuvo suscrito por empresas no financieras (49% en 2007 y 46% en 2006). La presencia de bancos, aun siendo importante, descendió desde el 27% hasta el 19% a lo largo de 2007. La tercera mayor representación fue para otras empresas financieras, excluidas las cajas de ahorros, con un 10% y un 13% en 2006 y 2007 respectivamente. Las cajas de ahorros supusieron aproximadamente un 5% en ambos años. Las nuevas SCR creadas en 2007

<sup>33</sup> Esta Ley introdujo incentivos para que las sociedades y fondos que se dedican al capital riesgo se inscribieran en el registro de la CNMV. Hasta la introducción de la Ley 25/2005 había un número significativo de entidades que se dedicaban a actividades de capital riesgo que no estaban inscritas en el registro de entidades de capital riesgo. Esta Ley introdujo la posibilidad de crear ECR de régimen simplificado. Estas entidades son un vehículo de inversión más flexible y menos proteccionista para inversores cualificados. La Ley también permitió flexibilizar las reglas de inversión de las ECR. Actualmente las ECR pueden invertir en empresas que cotizan con el objetivo de excluirlas de cotización y en otras ECR. Esta última posibilidad de inversión ha permitido que se constituyan fondos de capital riesgo que invierten en otras ECR y que están dirigidas principalmente a un público minorista.

<sup>34</sup> Las IIC comenzaron a invertir en ECR a raíz de la promulgación del reglamento 1309/2005, que regula a las IIC y que amplía la gama de instrumentos en que pueden invertir incluyendo en los nuevos instrumentos a las ECR.

## Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en euros	FCR		SCR	
	2006	2007	2006	2007
<b>Personas Físicas</b>				
Residentes	208.347.489	237.555.822	103.626.290	181.607.647
No Residentes	214.600	182.600	873.485	1.045.943
<b>Personas Jurídicas</b>				
Bancos	86.242.621	133.527.409	1.130.947.568	1.026.033.294
Cajas de Ahorro	556.817.092	603.358.750	212.226.190	307.171.769
Fondos de Pensiones	167.671.947	231.897.998	24.727.335	26.623.865
Compañías de Seguros	42.182.043	66.925.990	47.160.597	17.531.003
Sociedades y Agencias de Valores	-	34.530	5.665.232	3.224.672
IIC	1.866.469	58.859.119	41.507.138	40.439.372
Otras Empresas Financieras	385.658.361	503.927.684	426.815.331	684.285.762
Empresas no Financieras	250.210.163	275.802.833	1.919.404.896	2.571.148.263
Administraciones Públicas	276.565.233	332.433.991	94.596.270	134.476.084
Instituciones Académicas	-	-	1.860.291	1.217.083
Mercados de Valores	-	-	-	621.683
Otros	213.863.034	224.900.047	124.443.428	290.365.431
Plusvalías realizadas disponibles	-	16.916.725	-	-

Fuente: CNMV.

lo hicieron con un capital total de 1.186 millones de euros, participado en casi un 60% por bancos, un 14% por otras empresas financieras, un 13% por empresas no financieras y un 5% por cajas de ahorros. Es relevante, tanto en el caso de los FCR como en el de las SCR, la escasa participación de los fondos de pensiones en los patrimonios de las entidades de nueva creación de 2007, representando tan sólo un 0,25% frente al casi 4% de las entidades ya establecidas. Es de suponer que estas cifras se eleven a lo largo de 2008 a raíz de la aprobación del Real Decreto 1684/2007 de 14 de Diciembre, por el cual se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, flexibilizando el régimen de las ECR como inversiones aptas para los fondos de pensiones.

Los activos totales de las ECR crecieron un 26% a lo largo de 2007, llegando hasta los 9.758 millones de euros, de los cuales el 71% correspondieron a SCR y el 29% a fondos FCR. Este aumento de los activos por parte de las ECR registradas se debió en su práctica totalidad a los activos de las ECR registradas durante 2007. Del activo total, las ECR mantenían invertidos a finales de 2007 en actividades de capital riesgo un volumen de 6.048 millones de euros, cifra muy superior a los 3.463 millones de 2006. Esto se debe a que a finales de 2006 las ECR mantenían un 18% de su activo total en valores cotizados, especialmente en repos y deuda del estado. Como ocurre con los activos totales, las SCR representan la mayor parte del capital invertido, un 76% frente al 24% de los FCR. Esta tendencia se acentúa en el caso de las entidades registradas a lo largo de 2007 con una razón del 94% frente al 6%. El ratio capital invertido / activo total se ha incrementado notablemente en el caso de las SCR, pasando de un 50% en 2006 a más de un 67% en 2007. En el caso de los FCR la variación no ha sido tan llamativa, aumentando del 43% al 50% a lo largo de 2007. El apalancamiento del sector descendió durante 2007. El ratio acreedores a largo plazo sobre el total del pasivo pasó del 5,26% en 2006 al 2,51% en 2007. No obstante, su evolución no ha sido la misma para las SCR que para los FCR, puesto que las primeras han pasado del 7,16% al 3,41%, mientras que los segundos han aumentado levemente su grado de apalancamiento desde el 0,17% al 0,35%. Para

*Los activos totales de las ECR alcanzaron los 9.758 millones de euros en 2007, de los que 6.048 millones estaban invertidos en actividades de capital riesgo.*

las nuevas entidades creadas en 2007 el apalancamiento es más bajo, nulo para los FCR y de tan sólo un 0,80% para las SCR.

*Los datos de ASCRI para el primer semestre de 2008 indican una contención sustancial en el volumen de inversión en el sector...*

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) (que incluyen a una muestra representativa de las ECR que operan en España) para el primer semestre de 2008 indican una destacable contención en el volumen de inversión del sector, siendo de 1.195 millones de euros frente a los 2.022 millones del primer semestre de 2007. El descenso del volumen de inversión podría estar relacionado con un menor acceso a la deuda bancaria, lo cual tendría como última consecuencia una mayor dificultad en realizar operaciones apalancadas y un descenso en el número de las mismas. De hecho, durante el primer semestre de 2008 tan sólo se llevaron a cabo 13 operaciones de apalancamiento, lo que representa un descenso notable respecto a las 22 realizadas durante el mismo período de 2007.

*... a pesar de que el número de operaciones ha aumentado.*

En el lado positivo destaca el número total de operaciones que se han efectuado en este plazo, ligeramente superior al del mismo período del año anterior. Frente a las 300 operaciones ejecutadas en el primer semestre de 2007, en el de 2008 se concluyeron 360, si bien fueron operaciones de menor tamaño. Sólo dos de ellas superaron los 100 millones de inversión (Gamesa Solar por First Reserve y Unión Radio por 3i), en contraste con las 5 operaciones de gran tamaño realizadas en 2007.

*Las dificultades de acceso al crédito bancario están condicionando el desarrollo de las operaciones apalancadas (LBO)...*

Las dificultades de acceso al crédito bancario favorecieron la búsqueda de capital. Las ECR captaron 1.700 millones de euros, frente a los 1.311 millones de euros registrados en el mismo período de 2007 y los 1.559 millones del primer semestre de 2006.

El ámbito de las desinversiones refleja también el delicado momento del mercado: las ECR, advirtiendo que el momento no era propicio para la venta, realizaron en el primer semestre de 2008 menos operaciones de desinversión que en el mismo período de años anteriores, con un volumen de 328 millones de euros, muy inferior a los 716 millones de los seis primeros meses de 2007.

*...si bien estas operaciones son menos importantes en España que en otros países.*

Todo parece indicar que en lo que resta de 2008 el sector continuará con un proceso de moderación en los volúmenes de inversión ante la permanencia de condiciones poco propicias en los mercados financieros. En especial, la escasez de crédito seguirá dificultando las operaciones apalancadas, lo que obligará a realizar operaciones con una mayor aportación de capital propio por parte de las ECR. Sin embargo, habida cuenta de la limitada importancia relativa en España de las operaciones LBO, las perspectivas de las ECR españolas son algo más halagüeñas que las de sus análogas europeas.

## **5 Iniciativas de los supervisores financieros a raíz de la crisis *subprime***

En el verano de 2007 se inició un período de importantes turbulencias en los mercados internacionales que está todavía condicionando la actividad financiera y el desarrollo de la economía real. Las persistentes distorsiones en algunos mercados

mayoristas de renta fija privada, la escasa actividad en los mercados interbancarios, el deterioro de las expectativas que muestran las cotizaciones bursátiles y la elevada penalización del riesgo de crédito en los mercados son las consecuencias más visibles de la crisis.

Estos desarrollos son en gran parte la consecuencia de una pérdida generalizada de confianza entre los participantes en los mercados. Esta está a su vez ligada a un déficit de transparencia sobre algunos factores determinantes de las decisiones financieras y a las imperfecciones del sistema de incentivos con el que cuentan algunos agentes relevantes.

De este modo, la crisis ha puesto de manifiesto deficiencias notables en el marco regulatorio en el que se desenvuelve la actividad financiera, por lo que se han sucedido diversas iniciativas que pretenden subsanarlas. Entre ellas, cabe destacar la aportación realizada por el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) por encargo del G7 (véase recuadro 6). Estas iniciativas están siendo actualmente consideradas y desarrolladas en diversos foros internacionales. En esta sección se describen algunos puntos centrales de la discusión actual entre supervisores de valores, así como algunas actuaciones concretas realizadas por la CNMV.

*Las turbulencias en los mercados han propiciado un debate global sobre el marco regulatorio...*

*... y la aparición de iniciativas de reforma como las propuestas por el FSF.*

#### **Recuadro 6: Recomendaciones del *Financial Stability Forum* para mejorar la resistencia institucional y de los mercados**

En octubre de 2007, los Ministros de Economía y Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales de los países del G7 solicitaron al *Financial Stability Forum* (FSF) un análisis sobre las causas y debilidades de las recientes turbulencias en los mercados financieros que contuviera un conjunto de recomendaciones para mejorar la resistencia tanto de los mercados como de las instituciones. A mediados de abril, el FSF publicó un documento con el resultado del análisis y un conjunto de recomendaciones, entre las que destacan las siguientes:

- **Fortalecimiento de la supervisión prudencial de la gestión del capital, la liquidez y el riesgo.** Para ello, Basilea II se configura como el marco adecuado. Su implementación y el fortalecimiento de algunos de sus elementos debería ser prioritaria. También se deberían revisar las normas de liquidez en el ámbito de la supervisión, así como fortalecer el marco prudencial sobre los productos de titulización y las actividades fuera de balance de las entidades.
- **Impulso de la transparencia y de la valoración.** En este bloque se proponen diversas medidas con el fin de restaurar la confianza de los agentes de los mercados que hacen referencia a la información cualitativa y cuantitativa que ofrecen las entidades sobre su exposición al riesgo, los métodos de valoración, la información de los vehículos fuera de balance, etc. También se hacen propuestas respecto a la contabilidad, los modelos de valoración y los estándares sobre información pública periódica que se ofrecen respecto de algunos instrumentos financieros. Se resalta la importancia de incrementar la transparencia en los procesos y mercados de titulización.



- **Cambios en el papel de las *agencias de rating* y uso de su información.** Estas deberían mejorar la calidad de sus procesos gestionando adecuadamente los potenciales conflictos de interés. También deberían proporcionar *ratings* diferentes de los habituales respecto a los productos estructurados y mejorar el análisis de los activos subyacentes de dichos instrumentos. Finalmente, se proponen medidas sobre el uso de los *ratings* por parte de los inversores y los reguladores.
- **Fortalecimiento de la capacidad de reacción de las autoridades ante situaciones de riesgo.** Se indica que los supervisores deben dar algunos pasos para traducir los análisis de riesgos que realizan en acciones que contribuyan a mitigar dichos riesgos, además de mejorar el intercambio de información y la cooperación entre autoridades. Las instituciones internacionales reforzarán la velocidad, el establecimiento de prioridades y la coordinación en el ámbito de sus funciones.
- **Acuerdos robustos para el tratamiento de situaciones de estrés en el sistema financiero.** Por una parte se recomienda que los marcos operativos de los bancos centrales sean lo suficientemente flexibles para hacer frente a situaciones excepcionales. Por otra, se propone la necesidad de establecer acuerdos que mejoren la gestión de situaciones protagonizadas por bancos en dificultades (división de responsabilidades entre autoridades, bancos transfronterizos, sistemas de seguros de depósitos, etc...).

El FSF facilitará la colaboración entre el sector público y privado para desarrollar las diferentes iniciativas y vigilará la idoneidad del momento de su implementación. En el futuro, el FSF publicará informes sobre el progreso realizado hasta el momento.

## 5.1 Transparencia

*La recuperación de la confianza requiere una mayor transparencia sobre emisores, productos y mercados.*

Garantizar un adecuado nivel de transparencia se revela como uno de los pasos claves para mitigar crisis de confianza. Ello exige esfuerzos en tres ámbitos relevantes: transparencia sobre la situación patrimonial de emisores o prestatarios, transparencia sobre la naturaleza de los productos financieros que se intercambian y transparencia sobre las condiciones reales de oferta y demanda en los mercados<sup>35</sup>.

### 5.1.1 Transparencia de emisores

*Resulta pertinente reforzar la transparencia sobre exposiciones a productos y vehículos complejos...*

En este ámbito, cabe identificar, a su vez, dos dimensiones relevantes: la información disponible sobre la exposición de las entidades a los productos complejos y los vehículos de inversión afectados por la crisis *subprime* y la problemática de la valoración de productos intercambiados en mercados poco líquidos.

En los últimos meses, las entidades financieras internacionales han reconocido pérdidas derivadas de la inversión en productos complejos que se han visto afectados

<sup>35</sup> Para mayor información, véase la Monografía nº 31 de la CNMV "The subprime crisis: some lessons for financial supervisors", cuyo autor es Fernando Restoy.



por las turbulencias del mercado. La percepción mayoritaria es que las pérdidas reconocidas por las entidades se van aproximando a las realmente ocasionadas por el deterioro de los activos directamente ligados a las hipotecas *subprime*. No obstante, la información financiera regular no permitía en muchos casos una identificación ex-ante de los riesgos materializados por parte de los inversores e incluso de los supervisores. La implementación completa del acuerdo de Basilea II y un mayor control de la aplicación y, quizás, una mayor precisión de las normas internacionales de contabilidad en lo referente a la consolidación de los vehículos con sus patrocinadores son las principales herramientas del sistema para corregir esta deficiencia. Al mismo tiempo el IASB, que elabora las normas internacionales de contabilidad, está trabajando en la revisión de las normas de desglose de información, con el objeto, primordialmente, de hacer más explícita la exposición de las entidades a los riesgos de los vehículos no consolidados.

En lo que se refiere a la valoración de activos, la crisis de liquidez ha supuesto un reto para la aplicación de normas vigentes en esta materia. Estas obligan a las entidades a medir una parte de sus activos financieros –y, en particular, los pertenecientes a su cartera de negociación– a valor razonable: es decir a precios de mercado o mediante técnicas de valoración que permitan aproximarlos. A pesar del comportamiento anormal de diversos mercados, salvo situaciones excepcionales de falta de representatividad (como ventas forzosas), los precios observados siguen siendo la mejor referencia para determinar la contribución de los activos negociables a la realidad económica de la entidad, que debe ser el fin fundamental de las normas de información financiera.

En cualquier caso, el mercado parece requerir algún tipo de precisión sobre los procedimientos a emplear en condiciones de mercado como las actuales. Esto afecta tanto a la decisión de emplear directamente precios de mercado o aplicar técnicas de valoración, como a la selección de los *inputs* necesarios para la aplicación de estas últimas. Todo ello está actualmente siendo considerado por el IASB. Al mismo tiempo, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) acaba de publicar<sup>36</sup>, tras un proceso de consulta pública, un documento que persigue facilitar la aplicación adecuada por parte de las empresas cotizadas de las normas de valoración vigentes y la identificación de los desgloses de información pertinentes sobre los procedimientos de valoración empleados para cada tipo de activos.

En el caso español, a pesar de que no se han producido prácticamente pérdidas por exposición a productos *subprime* y que las entidades han integrado en sus cuentas consolidadas los vehículos de inversión, según las normas internacionales de contabilidad correspondientes, la CNMV está dedicando una especial atención a la supervisión del cumplimiento de las normas de medición de activos y, en particular, a la forma en la que las sociedades emisoras y las empresas supervisadas por la CNMV reflejan el impacto de los cambios en los precios de mercado en el valor de sus activos.

La importancia de contar con una metodología adecuada de valoración se extiende también a otro tipo de activos, como pueden ser los activos inmobiliarios. En este sentido, a principios del mes de julio la CNMV publicó un conjunto de recomen-

*... y aumentar el rigor en la valoración contable de activos y pasivos basada en el criterio de valor razonable.*

*Diversos organismos están contribuyendo a la mejor aplicación de las normas de valoración vigentes.*

*Ello constituye una prioridad para la actuación de la CNMV en relación con las empresas cotizadas y las supervisadas.*

<sup>36</sup> "Consultation paper - CESR statement on Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets" Referencia: [08-437].

daciones a las sociedades de valoración e inmobiliarias cotizadas, tras varias reuniones con el sector, con el objetivo de facilitar que los emisores mantengan procedimientos adecuados de valoración de este tipo de activos.

### 5.1.2 Transparencia de productos

*La transparencia sobre la naturaleza de los productos financieros estructurados requiere una mayor estandarización...*

La innovación financiera y, en particular, el desarrollo de los mercados de productos estructurados ha facilitado mejoras de eficiencia al favorecer la distribución del riesgo de crédito, aumentar las posibilidades de inversión e incrementar las fuentes de financiación de las entidades bancarias.

Sin embargo, la intensidad de dicho proceso -alimentada en ocasiones por el arbitraje regulatorio- ha conllevado un crecimiento progresivo de la complejidad de los productos ofertados, lo que ha dificultado su adecuada valoración y reducido la liquidez de los mercados donde se intercambian.

*... y la mejora de la información disponible sobre todo el proceso de titulización.*

De este modo, resulta preciso un esfuerzo combinado entre reguladores, emisores e intermediarios para aumentar el grado de transparencia sobre estos productos. De hecho, esta es un área en la que existe un campo de actuación para la autorregulación. En particular, la industria podría avanzar hacia una mayor estandarización de los productos con el fin de favorecer una mejor comprensión y de incrementar la liquidez de los mercados.

*La CNMV ha venido exigiendo mejoras en los folletos de las emisiones y está diseñando un sistema de información pública periódica para los fondos de titulización.*

Al mismo tiempo, tal y como recomienda el FSF, los reguladores deben aumentar la información disponible sobre todas las etapas del proceso de titulización de activos. En este contexto, la CNMV ha hecho un esfuerzo para incrementar la transparencia de los folletos de las emisiones de bonos de titulización. Así, el emisor debe declarar si la entidad originadora de los activos titulizados tiene intención de suscribir total o parcialmente las emisiones. Asimismo, ha puesto especial celo en asegurarse de que los precios de las emisiones adquiridas en su totalidad por el originador -por ejemplo, para utilizarlas como colateral del crédito otorgado por el Eurosistema- no sean utilizadas como referencia para la valoración de instrumentos similares. Finalmente, la CNMV tiene en fase de elaboración el diseño de un sistema de información pública periódica para los fondos de titulización, que contribuirá de manera efectiva a la mejora de la información disponible sobre los activos titulizados a lo largo de toda la vida de estos.

### 5.1.3 Transparencia de mercados

*Los episodios recientes han mostrado la insuficiente transparencia en los mercados de renta fija...*

Una deficiencia puesta de manifiesto por la crisis *subprime* ha sido el insuficiente nivel de información existente sobre las transacciones realizadas en los mercados de productos estructurados. La normativa europea (contenida en la MiFID) incorpora exigentes requisitos respecto de la transparencia de las operaciones realizadas en los mercados de renta variable, tanto con carácter previo a la negociación (precios ofertados) como posteriormente a ella (precios y volúmenes de las transacciones realizadas). Sin embargo, estos requisitos no son exigidos a los mercados de renta fija y de derivados.

Esta situación contrasta con la existente en EEUU, donde el sistema de información TRACE, implantado desde 2002, proporciona información detallada post-negociación de un importante conjunto de valores de renta fija.

Las autoridades europeas habían mantenido hasta la fecha la posición de que la falta de transparencia en los mercados de renta fija no constituye un fallo de mercado. Esta posición está siendo revisada, en el marco de CESR, en estos momentos a raíz de las recomendaciones del FSF. En todo caso, la propia industria está desarrollando iniciativas para aumentar la información que suministra regularmente. En este sentido, cabe destacar los esfuerzos realizados por el European Securitisation Forum, que, junto con otras ocho asociaciones europeas (como por ejemplo la Federación Bancaria Europea), emitieron recientemente (julio de 2008) diez iniciativas para incrementar la transparencia en los mercados europeos de titulización<sup>37</sup>.

*...lo que está impulsando una revisión de la posición de las autoridades europeas al respecto.*

En el caso de España, los niveles de transparencia de los mercados de renta fija son superiores a los de la mayoría de los restantes mercados europeos. A pesar de ello, existe margen de mejora. Así, por ejemplo, sería posible avanzar algo en la información proporcionada acerca de precios de negociación ya que, en este momento, sólo están disponibles los precios medios resultantes de cada sesión. Adicionalmente, sería posible establecer mecanismos de contrapartida mediante la introducción de la figura de especialistas, lo cual redundaría además en una mayor liquidez. Todo ello, teniendo en cuenta el actual marco europeo, de forma que se garantice que dichos cambios no impliquen un deterioro de la competitividad de los mercados españoles.

*Aunque la transparencia de los mercados españoles de renta fija es superior a otros, existe margen de mejora.*

## 5.2 Las agencias de *rating*

En un marco de deficiente transparencia sobre la naturaleza de los nuevos instrumentos financieros, las agencias de calificación crediticia han jugado un papel esencial en el desarrollo de los mercados de productos estructurados. Su incapacidad para incorporar en sus valoraciones los riesgos materializados a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo ha contribuido a extender los efectos de la crisis y agudizar la desconfianza de los agentes participantes en los mercados.

*Existe consenso sobre la deficiente actuación de las agencias de rating...*

Existe cierto consenso, observable en los trabajos realizados al respecto por diversos organismos internacionales como el FSF, la IOSCO o el CESR e incluso por las propias agencias, en que el funcionamiento de estas se ha visto afectado por cuatro tipos de deficiencias: metodológicas, problemas de organización interna, insuficiente transparencia y excesivo peso en la regulación financiera.

Estas deficiencias han puesto de manifiesto que el enfoque esencialmente autorregulatorio seguido hasta el momento en la UE no parece haber funcionado adecuadamente, por lo que resulta pertinente introducir elementos de regulación y supervisión directa, tal y como se hace en EEUU desde hace algunos años.

*... y sobre la necesidad de reforzar el marco regulatorio.*

En este contexto, la Comisión Europea ha puesto recientemente a consulta pública un documento en el que se incluye una propuesta de Directiva o Reglamento y en

*La iniciativa de la Comisión Europea es un paso adelante...*

<sup>37</sup> En un principio, el objetivo era dar respuesta a la hoja de ruta definida por el ECOFIN en octubre de 2007, pero el resultado final tuvo un alcance más amplio, con propuestas que van desde la creación de un informe trimestral estadístico de los mercados de titulización europeos y norteamericanos hasta medidas para permitir un mayor acceso a la información acerca de las transacciones, pasando por un código de conducta de desglose de información de los emisores de productos estructurados.

el que, entre otros aspectos, plantea dos modelos alternativos de autorización y supervisión. En el primero de ellos, la petición de autorización se dirigiría a CESR y sus miembros acordarían la designación de un supervisor nacional como autoridad competente del Estado miembro de origen (siguiendo el conocido esquema *home/host*) y que sería el responsable de decidir sobre la autorización de la agencia de calificación crediticia y de su supervisión. La autorización concedida por este supervisor nacional sería válida en toda la Unión Europea<sup>38</sup>.

En el segundo de los modelos planteados por la Comisión Europea se opta por que una nueva agencia europea (o el propio CESR) sea la responsable de la autorización y la designación de un supervisor nacional como autoridad competente del Estado Miembro de origen<sup>39</sup>.

*...pero las autoridades europeas deben considerar también opciones más ambiciosas.*

El enfoque seguido por la Comisión Europea resulta una respuesta pertinente ante la escasez de mecanismos de control del comportamiento de estas agencias en Europa. Ahora bien, habida cuenta de la estructura de esta industria -un oligopolio global de facto-, la solución óptima descansa en el establecimiento de un régimen coordinado de reconocimiento y supervisión a nivel internacional. Mientras esto no sea factible, la estrategia europea debería pasar idealmente por un sistema único de control que sea vinculante en todos los Estados miembros. De otro modo, se corre el riesgo de generar nuevos elementos de heterogeneidad en la regulación financiera que provoquen ineficiencias y perturben el funcionamiento del mercado único. Por ello, además de las opciones barajadas por la Comisión, las autoridades europeas deberían explícitamente considerar el establecimiento de un organismo que se encargue tanto de la autorización como de la supervisión de las agencias en la UE o, en su defecto, dotar a CESR de competencias y medios para realizar ambas tareas que, en EEUU, efectúa la Securities Exchange Commission (SEC).

### 5.3 El riesgo de liquidez

*La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reformar el control del riesgo de liquidez.*

El deterioro de la liquidez en diversos mercados mayoristas y el impacto que ello ha tenido sobre las entidades participantes en los mercados ha propiciado la reflexión de las autoridades sobre el tratamiento del riesgo de liquidez en la regulación financiera.

En el ámbito de los supervisores de conducta o de mercados de valores existen al menos dos ámbitos regulatorios relevantes donde algún tipo de reforma puede resultar pertinente. En primer lugar, los principios de información financiera vigentes exigen escasos desgloses informativos sobre la posición de liquidez de las entidades. Por ejemplo, aunque se exige información sobre el vencimiento de los pasivos, no existen requerimientos similares de información sobre el vencimiento de los activos, por lo que los inversores podrían carecer de información completa

<sup>38</sup> Los restantes supervisores nacionales no perderían su capacidad de actuación respecto de la supervisión en los casos en los que fuera necesario (como problemas con la utilización de una calificación en su territorio o en caso de dejación de funciones por parte del supervisor designado inicialmente). CESR garantizaría la coordinación y la convergencia supervisora.

<sup>39</sup> El supervisor designado se encargaría de la supervisión con las mismas consideraciones que en la anterior opción, pero concediendo poder a la nueva agencia (o a CESR) para intervenir si los miembros no logran ponerse de acuerdo en las medidas a adoptar.

sobre el riesgo de liquidez derivado de un problema de *mismatch* de activos y pasivos. El IASB debería contemplar una revisión de las normas relevantes en esta materia.

Un segundo ámbito de interés es el control del riesgo de liquidez en las IIC. La Directiva UCITS, que constituye el marco regulatorio en Europa para los fondos de inversión convencionales, no impone límites a las tenencias de activos admitidos a negociación en mercados organizados en función de la liquidez de estos. Algunos países, entre los que se encuentra España, han introducido en sus normativas nacionales algún control adicional, como la exigencia al gestor para que vigile la profundidad de los mercados donde cotizan los instrumentos que poseen en su balance.

En todo caso resulta pertinente revisar los requisitos de liquidez exigibles a los fondos de inversión comercializados en Europa. Estos requisitos deberían, probablemente, ser especialmente estrictos para los fondos adheridos a la etiqueta “monetarios” y a los que, como ha demostrado la experiencia reciente, la normativa no les impedía tener una exposición elevada a productos sujetos a riesgo de crédito y liquidez. En estos momentos la CNMV tiene en estudio un proyecto de revisión de las categorías de fondos de inversión que, entre otros cambios, acotará en mayor medida la cartera de los fondos monetarios, con objeto de que esta responda principalmente a la vocación altamente conservadora que los inversores esperan de estos fondos (véase recuadro 5 sobre fondos de inversión monetarios en el epígrafe 4.1).

*Ello invita a reflexionar sobre la regulación europea de IIC convencionales...*

*... y justifica la revisión de la definición de los fondos monetarios.*