

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

Índice

| | | |
|-----|---|----|
| 1 | Resumen ejecutivo | 13 |
| 2 | Entorno macrofinanciero | 16 |
| 2.1 | La evolución económica y financiera internacional | 16 |
| 2.2 | La evolución económica y financiera nacional | 24 |
| 2.3 | Perspectivas | 34 |
| 3 | La evolución de los mercados nacionales | 37 |
| 3.1 | Los mercados bursátiles | 37 |
| 3.2 | Los mercados de renta fija | 44 |
| 4 | Los agentes de los mercados | 49 |
| 4.1 | Vehículos de inversión | 49 |
| 4.2 | Empresas de servicios de inversión | 57 |
| 4.3 | Sociedades gestoras de IIC | 65 |
| 4.4 | Otros intermediarios: capital-riesgo | 66 |

Índice de recuadros

| | | |
|-------------|--|----|
| Recuadro 1: | Constitución de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) | 27 |
| Recuadro 2: | El sistema bancario en la sombra: últimas recomendaciones del FSB | 35 |
| Recuadro 3: | Modificación de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores | 43 |
| Recuadro 4: | Directrices de ESMA sobre remuneraciones en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD) | 54 |
| Recuadro 5: | Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA sobre requisitos de idoneidad | 63 |

1 Resumen ejecutivo

- La actividad económica internacional se deterioró con cierta intensidad a lo largo del segundo semestre de 2012, sobre todo en las economías europeas, como consecuencia de los efectos contractivos de la política fiscal en algunas de ellas, del menor dinamismo del comercio exterior y de las consecuencias sobre la economía real que se derivan de los múltiples periodos de turbulencias en los mercados de deuda de los últimos años. En este último ámbito, la adopción de diferentes medidas de carácter nacional y europeo, junto con el avance en los procesos de saneamiento del sistema financiero de la zona, permitió un descenso sustancial de la incertidumbre de los agentes desde los meses centrales de 2012, que se ha prolongado hasta la actualidad¹. La ausencia de presiones inflacionistas en las áreas económicas más relevantes hizo posible que los tipos de interés oficiales permanecieran en mínimos históricos. Las previsiones más recientes indican que el PIB mundial crecerá a tasas del 3,5% en 2013 y del 4,1% en 2014, liderado por el avance de las economías emergentes.
- La evolución de los mercados financieros internacionales a lo largo de la segunda mitad de 2012 y los primeros meses de 2013 reflejó el descenso significativo de las tensiones presentes en los mercados, que alcanzaron niveles máximos en julio. Así, en los mercados de deuda revirtieron con intensidad algunas de las tendencias habituales en momentos de turbulencias, produciéndose descensos sustanciales en los tipos de interés cotizados en el mercado secundario para las emisiones de las economías más frágiles y leves aumentos en los de las economías más sólidas, y, en los mercados de renta variable, las revalorizaciones de los principales índices fueron prácticamente constantes desde los meses centrales de 2012. En los mercados primarios de deuda también se observó un cierto dinamismo que fue particularmente relevante en el sector corporativo privado. Es también destacable el descenso del contagio del riesgo de crédito entre los sectores públicos de las diferentes economías europeas.
- El PIB de la economía española se contrajo un 1,9% anual en el último trimestre de 2012, situándose el retroceso medio de la actividad en el conjunto del ejercicio en el 1,4% (-0,9% y -0,6% en los mismos periodos en la zona del euro). La tasa de inflación, que se situó en máximos del 3,5% en octubre de 2012 como consecuencia de la subida del IVA y del encarecimiento de los precios energéticos, se ha reducido de forma notable desde entonces (el 2,8% en febrero), dejando el diferencial con la zona del euro hasta niveles ligeramente superiores a un punto porcentual. El empleo cayó un 4,4% en 2012 y la tasa de paro se incrementó hasta el 26% de la población activa a finales del ejercicio, en un marco de descenso de los costes laborales unitarios. Por su parte, el déficit de

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

las AAPP, excluyendo las ayudas al sector financiero, se aproximó al 7,0% del PIB en 2012 (9,4% del PIB en 2011). El importe de dichas ayudas ascendió al 3,3% del PIB. Las previsiones de los principales organismos indican que la economía española permanecerá en recesión en 2013 y mostrará un ligero avance de su actividad en 2014.

- El sistema financiero español continúa inmerso en un proceso de recapitalización y reestructuración, que se intensificó desde junio con la petición de asistencia financiera a la UE, y por el cual las entidades ya han empezado a segregarse sus activos problemáticos a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). El negocio del sector continuará viéndose afectado a corto plazo por el escaso dinamismo de la actividad doméstica.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 45% en el conjunto de 2012 hasta los 12.646 millones de euros, en consonancia con la debilidad de la actividad. Su endeudamiento se redujo un 4,1%, hasta los 296 mil millones de euros.
- Los mercados de renta variable domésticos han mostrado un incremento sustancial de las cotizaciones desde los últimos días de julio de 2012, que ha tendido a prolongarse en los primeros meses de 2013, en un marco de mejoría notable de las condiciones de liquidez en el mercado de acciones y de descenso de su volatilidad. Así, el Ibex 35, que perdió un 4,7% de su valor en el conjunto de 2012, ha avanzado un 5,5% en el primer trimestre del año, en conformidad con el comportamiento mostrado por otros índices europeos de referencia. Las revalorizaciones han sido prácticamente generalizadas entre los diferentes índices y sectores del mercado bursátil doméstico, si bien los volúmenes negociados continuaron siendo históricamente reducidos. El aumento de las tensiones en los mercados financieros domésticos a finales de julio propició que la CNMV, junto con la autoridad supervisora de valores italiana, decidiera nuevamente prohibir la operativa de ventas en corto sobre los valores. En el caso español, esta medida se prorrogó hasta el 31 de enero de 2013.
- Los mercados de renta fija domésticos, que vivieron momentos de gran tensión a mediados de 2012, mostraron síntomas notables de estabilización durante los últimos meses del ejercicio pasado, situación que se han mantenido a lo largo del primer trimestre de 2013. En línea con el descenso de la incertidumbre, se han observado descensos sustanciales de los tipos de interés a corto y largo plazo de los diferentes agentes de la economía y de sus primas de riesgo de crédito. En particular, el tipo de interés del bono español de deuda pública a diez años se situaba en el 4,9% a mediados de marzo, casi tres puntos porcentuales por debajo de los niveles máximos registrados a finales de julio (7,6%), y el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán caía hasta los 344 p.b. (tras los 635 p.b. de máximo). Además, se observó una desvinculación significativa entre los movimientos de los precios de la deuda pública española y los de las acciones. En los mercados primarios, las emisiones de deuda registradas en la CNMV crecieron un 23,8% en 2012 hasta los 357,8 mil millones de euros, aunque perdieron intensidad en los primeros meses de 2013.

- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 6,3% en 2012, hasta los 124 mil millones de euros, como consecuencia exclusivamente de los reembolsos efectuados por los partícipes (el rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo). Las condiciones de liquidez de estas instituciones continuaron mejorando a lo largo del año y dieron lugar a un descenso del volumen de activos de liquidez reducida sobre el patrimonio total de los fondos de 1,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 4,3% a finales de 2012. En este marco, los beneficios de las gestoras se incrementaron un 4,1% por la contención de los gastos y el aumento de otros ingresos no relacionados con la gestión de IIC. La industria ha empezado el año con un tono más favorable como consecuencia de un cierto trasvase de fondos desde los depósitos bancarios, pero sus perspectivas continúan siendo algo complejas debido a la limitada capacidad de ahorro de los hogares.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en 2012 se vio profundamente afectada por las turbulencias presentes en los mercados financieros, que redujeron notablemente los volúmenes contratados, principal fuente de ingresos de estos intermediarios financieros. En este marco, el beneficio agregado antes de impuestos del sector descendió un 78%, hasta los 50,3 millones de euros, y el número de entidades en pérdidas se mantuvo constante, si bien el volumen de dichas pérdidas fue muy superior. En 2012 continuó a la baja el número de entidades registradas, si bien el proceso de reestructuración del sistema bancario está teniendo un impacto limitado en términos societarios. Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo muy holgadas.
- El informe contiene cinco recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se describen las principales características de la constitución y los mecanismos de funcionamiento de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).
 - El segundo recuadro expone los puntos más relevantes de los análisis efectuados sobre las cinco áreas de interés que ha detectado el FSB en el ámbito de las actividades relacionadas con la banca en la sombra.
 - El tercer recuadro resume las principales modificaciones de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores.
 - El cuarto recuadro analiza los elementos más relevantes de las directrices que ha aprobado ESMA en relación a la remuneración de gestores de fondos alternativos en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD).
 - Finalmente, el quinto recuadro detalla las directrices publicadas por ESMA en 2012 orientadas a la clarificación de determinados aspectos de los requisitos de idoneidad previstos por la MiFID y describe las decisiones adoptadas por la CNMV para que las entidades cumplan con dichas directrices.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

En los últimos meses, el entorno financiero internacional ha mostrado ciertos signos de mejora...

El entorno financiero internacional ha mostrado ciertos signos de mejora desde el tercer trimestre de 2012, particularmente en las economías europeas más afectadas por la crisis de la deuda, que se han traducido, en términos generales, en revalorizaciones de los instrumentos de renta variable y en descensos notables en las primas de riesgo de estas economías. Los flujos de capitales hacia las economías emergentes también han dado señales de fortaleza. Los programas de ajuste puestos en marcha por los diferentes Estados, junto con los procesos de reestructuración de los sistemas financieros más afectados por la crisis económica y las diferentes decisiones adoptadas a escala europea en favor de la estabilidad financiera de la zona, han originado un descenso relevante de la incertidumbre de los agentes participantes en los mercados.

...mientras que el avance de la actividad ha seguido siendo débil, particularmente en Europa.

En este marco, la evolución de la actividad económica, que sorprendió favorablemente en el tercer trimestre del año, volvió a dar ciertos signos de debilidad en los últimos meses de 2012. El crecimiento del PIB en el conjunto de 2012 fue desigual entre las principales áreas económicas. Los avances fueron más pronunciados en EEUU y en Japón, con tasas cercanas al 2%, y en las economías emergentes, que en conjunto mostraron un crecimiento superior al 5%. En Europa, se observó una cierta dicotomía entre las economías del núcleo duro, particularmente Alemania y Francia, que mostraron un comportamiento relativo mejor en los primeros trimestres de 2012, y las de la periferia, que prácticamente se mantuvieron en recesión a lo largo de todo el año (véase cuadro 1).

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | FMI ¹ | |
|---------------|------|------|------|------|------------------|------------|
| | | | | | 2013P | 2014P |
| Mundial | -0,7 | 5,3 | 3,9 | 3,2 | 3,5 (-0,1) | 4,1 (-0,1) |
| EEUU | -3,0 | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 2,0 (-0,1) | 3,0 (0,1) |
| Zona del euro | -3,8 | 2,0 | 1,6 | -0,5 | -0,2 (-0,3) | 1,0 (-0,1) |
| Alemania | -5,1 | 4,0 | 3,1 | 0,9 | 0,6 (-0,3) | 1,4 (0,1) |
| Francia | -3,0 | 1,6 | 1,7 | 0,0 | 0,3 (-0,1) | 0,9 (-0,2) |
| Italia | -5,5 | 1,8 | 0,6 | -2,2 | -1,0 (-0,3) | 0,5 (=) |
| España | -3,7 | -0,3 | 0,4 | -1,4 | -1,5 (-0,1) | 0,8 (-0,2) |
| Reino Unido | -3,9 | 1,8 | 0,9 | 0,0 | 1,0 (-0,1) | 1,9 (-0,3) |
| Japón | -5,5 | 4,7 | -0,5 | 1,9 | 1,2 (=) | 0,7 (-0,4) |
| Emergentes | 2,8 | 7,5 | 6,3 | 5,1 | 5,5 (-0,1) | 5,9 (=) |

Fuente: FMI, Thomson Datastream y Eurostat.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2013 respecto a octubre de 2012.

La inflación de las economías avanzadas continuó en niveles reducidos...

Tras los fuertes descensos de los primeros meses de 2012, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas se han mantenido relativamente estables² desde la segunda mitad de 2012, en tasas que oscilaban a principios de 2013 entre el 1,6% de

2 En la zona del euro, el descenso de la tasa de inflación anual ha sido más intenso desde octubre de 2012 al pasar del 2,5% en dicho mes al 1,8% en febrero de 2013.

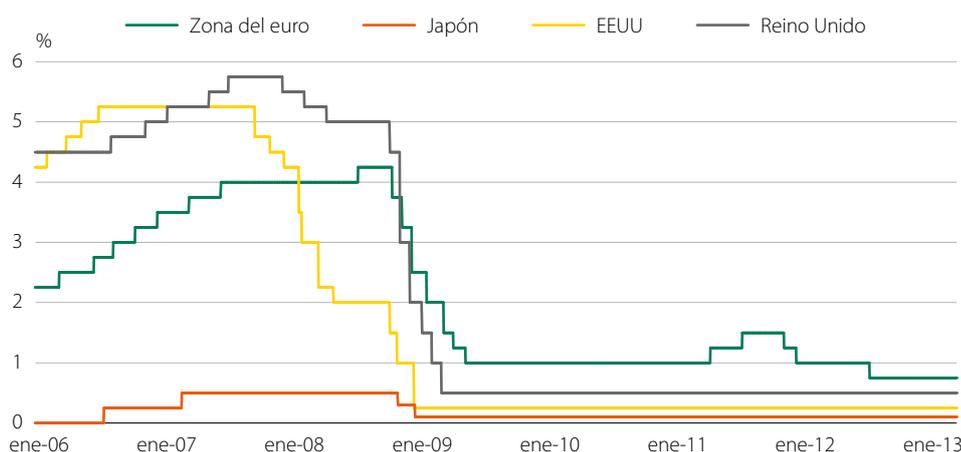
EEUU y el 2,7% del Reino Unido. En Japón, la variación anual de los precios era nula. La estabilidad en el crecimiento de los precios de consumo tuvo su origen tanto en el escaso vigor de la demanda interna en la mayor parte de las economías como en la menor presión de los precios de las materias primas, particularmente energéticas. Las tasas subyacentes también se mantuvieron sin grandes cambios y solo en algunas economías crecieron de forma puntual como consecuencia de la introducción de diferentes medidas impositivas o sobre algunos precios administrados.

El anclaje de las expectativas de inflación en niveles reducidos en la mayor parte de las economías permitió que, en términos generales, los tipos de interés oficiales permanecieran sin cambios desde mediados de 2012 o que descendieran aún más, como en el caso de la zona del euro³. Así, a finales de febrero, en EEUU, la zona del euro, el Reino Unido y Japón estos tipos de interés se situaban en niveles históricamente reducidos (del 0-0,25%, 0,75%, 0,5% y 0,1%, respectivamente). Como viene ocurriendo a lo largo de los últimos ejercicios, son las medidas de política monetaria no convencional, que fundamentalmente han tomado la forma de programas de compra de instrumentos financieros, las que han mostrado un mayor dinamismo.

...permitiendo que los tipos de interés se mantuvieran en mínimos históricos en las principales economías avanzadas.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 15 de marzo.

Las tensiones presentes en los mercados financieros internacionales se han reducido sensiblemente desde el tercer trimestre de 2012, particularmente en Europa. La mejora de las condiciones financieras, que se han traducido en descensos de las primas de riesgo soberano más elevadas, en incrementos de las cotizaciones bursátiles y en una cierta apertura de los mercados de deuda para las entidades financieras europeas, que les ha permitido reducir su exposición a la financiación del Eurosistema, es producto de diversos factores. Algunos están relacionados con la decisión del BCE de hacer «lo que sea necesario» en favor del mantenimiento de la moneda única, y en particular, de la publicación de un programa de deuda soberana bajo determinadas condiciones, y también de algunas decisiones adoptadas en el seno europeo, como aquellas relacionadas con el impulso hacia una unión bancaria y fiscal de la

Las medidas implementadas a escala nacional y europea han reducido sensiblemente las tensiones en los mercados financieros internacionales desde el tercer trimestre de 2012...

3 En los primeros días de julio de 2012, el BCE rebajó el tipo de interés oficial de la zona del euro en 25 p.b. hasta el 0,75%.

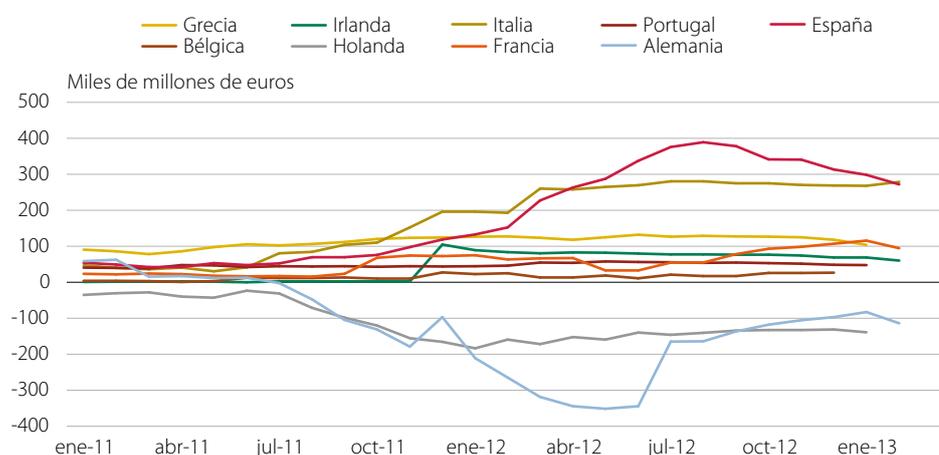
zona. También han sido determinantes los programas de ajuste fiscal puestos en marcha por un número elevado de economías de la zona.

...y permitiendo una ligera reducción de la dependencia de la financiación del Eurosistema por parte de las entidades financieras de la zona.

La financiación bruta de las entidades financieras europeas procedente del Eurosistema ha descendido ligeramente a lo largo de los últimos meses en consonancia con la mejora de las condiciones de financiación del sistema bancario europeo en los mercados de deuda, si bien se mantiene aún en niveles muy elevados (por encima de 1,1 billones de euros). Como se observa en el gráfico 2, el desglose por países de la evolución de la financiación neta del Eurosistema apunta a una menor dependencia de las entidades financieras españolas y a una cierta estabilidad en las italianas. A pesar de que las entidades han devuelto cerca de 236 mil millones de euros del importe total obtenido en las dos operaciones especiales de financiación a largo plazo (LTRO) celebradas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, el coste de este tipo de financiación continúa siendo muy atractivo para un conjunto amplio de entidades europeas, para las que los mercados primarios de deuda no funcionan con total normalidad.

Financiación (neta) del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Bloomberg, Banco de España y Banco Central de Grecia. Datos hasta febrero para España, Italia, Francia, Alemania e Irlanda y datos hasta enero para el resto de los países, salvo Bélgica (diciembre). En el caso de Grecia, se proporciona información sobre el pasivo neto de las OIFM (Otras Instituciones Financieras Monetarias) contraído con el Banco de Grecia, ya que incorpora no solo las operaciones de financiación con el Eurosistema, sino también el esquema de emergencia del Banco de Grecia (ELA: *Emergency Liquidity Assistance*) que sustituyó provisionalmente a las operaciones de financiación con el Eurosistema.

La moderación de las tensiones ha permitido descensos notables de las rentabilidades de los bonos de deuda pública de las economías más frágiles...

En los mercados de deuda pública a largo plazo, la reducción de las tensiones a lo largo de los últimos meses de 2012 y los primeros de 2013 se tradujo en una disminución de los tipos de interés de los bonos de las economías europeas más afectadas por la crisis y en un ligero repunte de los tipos de interés de los bonos de aquellas economías consideradas como activo refugio en los periodos de mayores turbulencias. Así, como se observa en el gráfico 3, los mayores descensos en las rentabilidades fueron protagonizados por los bonos portugués e irlandés, que a mediados de marzo se situaban cerca del 6% y por debajo del 4%, respectivamente. Estas economías han reanudado sus emisiones de deuda pública en los mercados primarios⁴

4 En general, las emisiones se han efectuado con un plazo de vencimiento inferior a cinco años, salvo una efectuada en Irlanda a diez años.

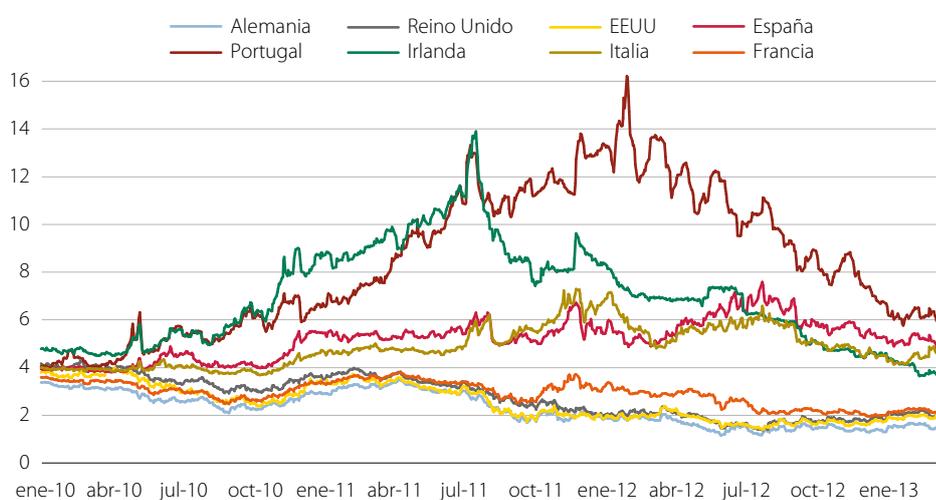
con éxito, tras los programas de asistencia financiera europea. Las rentabilidades de los bonos soberanos español e italiano, afectados con mayor intensidad por el último periodo de turbulencias en los mercados, se redujeron más de dos puntos porcentuales desde los máximos de mediados de 2012, hasta situarse en el 4,9% y el 4,6%, respectivamente, a mediados de marzo.

Finalmente, los tipos de interés de las economías más sólidas, que en los momentos de mayor tensión de 2012 habían alcanzado mínimos históricos cercanos al 1,15% en el caso del bono alemán a diez años, al 1,38% en el caso del bono británico y al 1,40% en el del bono estadounidense, tendieron a estabilizarse e incluso a aumentar ligeramente en las primeras semanas de 2013. A mediados de marzo, las rentabilidades de estos bonos oscilaban entre el 1,5% del bono alemán y el 2% del bono estadounidense.

...y ligeros ascensos en aquellos de las economías más sólidas...

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 3



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

En línea con la evolución de las rentabilidades, las primas de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas, evaluadas tanto a través de los diferenciales de tipos de interés como de los CDS, se han reducido sensiblemente a lo largo de los últimos meses. Como se observa en el gráfico 4, las primas de riesgo soberano de los CDS a cinco años en España e Italia⁵ descendían hasta niveles inferiores a los 300 p.b. a mediados de marzo tras los máximos cercanos a los 600 p.b. de mediados de 2012, y hasta niveles inferiores a los 200 p.b. en otras economías europeas más sólidas. Para algunas de ellas, estos niveles de los CDS eran similares a los existentes antes de producirse los primeros episodios de turbulencias en los mercados de deuda europeos en 2010.

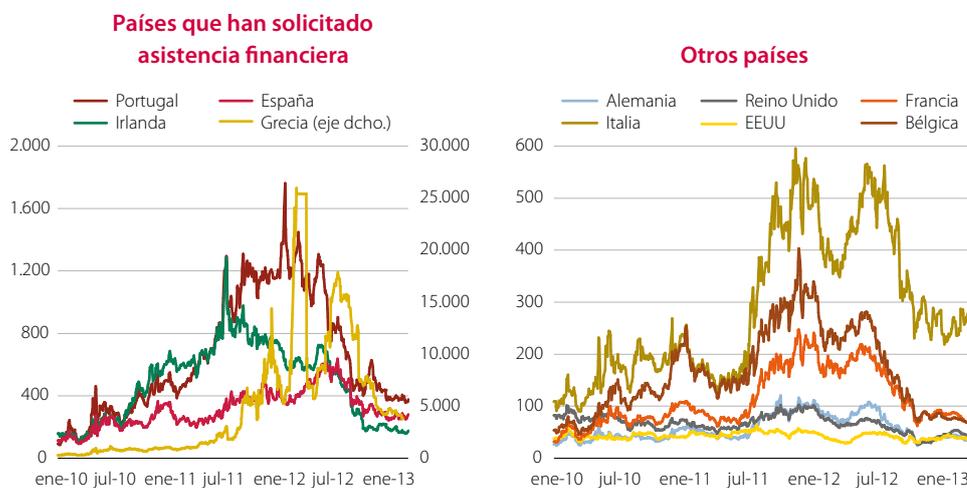
...propiciando, en último término, una fuerte caída de las primas de riesgo de crédito soberano.

5 En Italia, la incertidumbre política generada tras los resultados de las elecciones del 24 y 25 de febrero y la posterior rebaja de la calificación de la deuda italiana anunciada por la agencia Fitch el 8 de marzo (desde A- hasta BBB+ con perspectiva negativa) revirtieron parte del descenso de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de esta economía y de su prima de riesgo. La incertidumbre política mencionada, junto con la ausencia de un programa de reformas estructurales, constituye un shock adverso para la economía italiana, inmersa en una profunda recesión, y justifican, según la agencia, el descenso de su calificación.

En este marco de descenso del riesgo de crédito, los diferentes indicadores de contagio también han señalado un descenso notable de dicho contagio entre los diferentes sectores públicos de la zona, y también entre el sector financiero y el soberano (véase gráfico 5).

Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

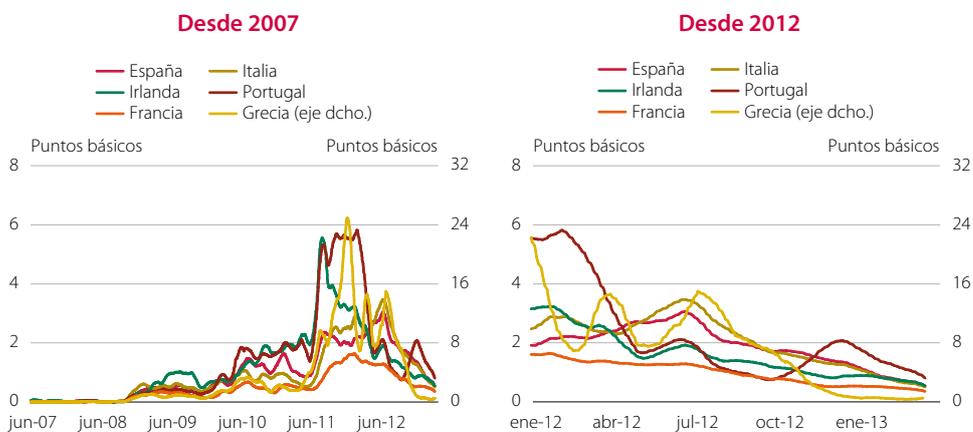
GRÁFICO 4



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

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo de 2013.

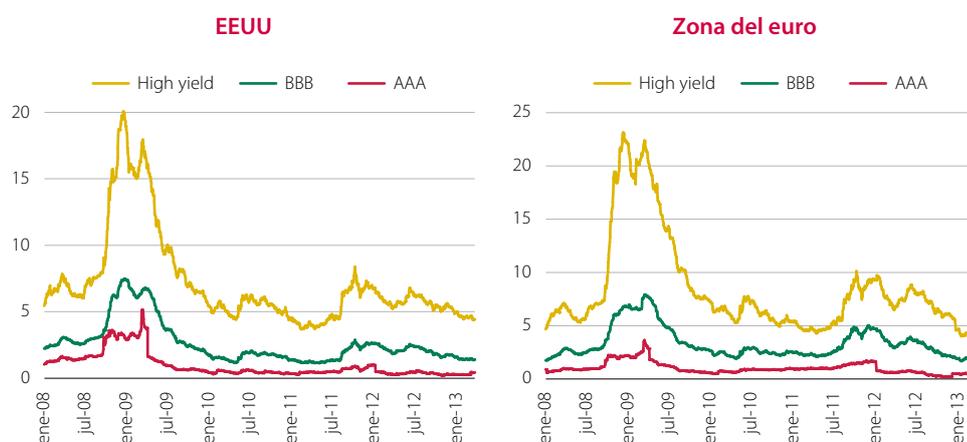
1 Se define como el impacto en el CDS del bono soberano alemán que resulta de un *shock* contemporáneo en el CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia y equivalente al 1% del nivel del CDS en cuestión en ese momento. Se calcula como el producto de dos componentes. El primer componente mide el grado de contagio de un país a otro y se aproxima como el porcentaje de variación del CDS del bono soberano alemán exclusivamente explicado por una variación contemporánea en el CDS del bono soberano de uno de los seis países anteriormente mencionados. Este porcentaje se calcula a partir de la descomposición de la varianza del error de predicción estimado mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con dos variables –la variable impactada (variación del CDS del bono soberano alemán) y la variable generadora del *shock* (variación del CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia)–, y dos retardos. La estimación se implementa mediante una ventana móvil de los cien periodos anteriores al primer periodo de predicción. El segundo componente mide el nivel del riesgo de crédito del emisor del *shock*, aproximado por su CDS. Finalmente, la serie obtenida como el producto de estos dos componentes es suavizada mediante una media móvil de treinta sesiones hábiles.

El desarrollo de la crisis de deuda soberana en Europa a lo largo de los últimos ejercicios no solo ha dado lugar a un fenómeno de huida a la calidad hacia instrumentos de deuda soberana emitidos por las economías más sólidas, sino que también ha propiciado un fuerte incremento de las adquisiciones de deuda del sector corporativo privado. Como se observa en el gráfico 6, el crecimiento de las compras de deuda corporativa se ha traducido en una contención de los *spreads* de estos instrumentos, incluso en los momentos de mayores turbulencias, y en un notable crecimiento de las emisiones en los mercados primarios de estas entidades tanto en EEUU como en Europa.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 6

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos básicos¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

En los mercados internacionales de deuda, el volumen de emisiones netas ascendió a 4,6 billones de dólares en 2012, un 22,2% menos que en 2011. El descenso del volumen emisor se debió principalmente al retroceso de las emisiones netas del sector público (un 17%, hasta los 3,6 billones de dólares) como consecuencia de los diferentes programas de ajuste fiscal puestos en marcha en un conjunto amplio de economías y, en menor medida, del escaso dinamismo de las emisiones efectuadas por las entidades financieras en la primera parte del año. Como se observa en el gráfico 7, el volumen de emisiones en términos netos (es decir, descontando los vencimientos) de las entidades financieras de EEUU y de Europa permaneció en terreno negativo en 2012, si bien se observó una mejora gradual del mismo a lo largo del segundo semestre del año, como consecuencia del descenso de las tensiones en los mercados financieros en este periodo de tiempo. Por tipo de instrumento, se produjo una recuperación notable de las emisiones brutas de deuda de elevada calidad crediticia (*investment grade*), de menor calidad crediticia (*high yield*) y también de las titulizaciones (ABS), sobre todo en EEUU. El comportamiento más dinámico en los mercados primarios de deuda se produjo en el sector corporativo no financiero de todas las áreas geográficas contempladas. El volumen total de deuda emitido por el sector empresarial se duplicó en 2012, hasta superar el billón de dólares. El 37% de las emisiones del sector correspondieron a entidades no financieras estadounidenses y el 32%, a entidades europeas.

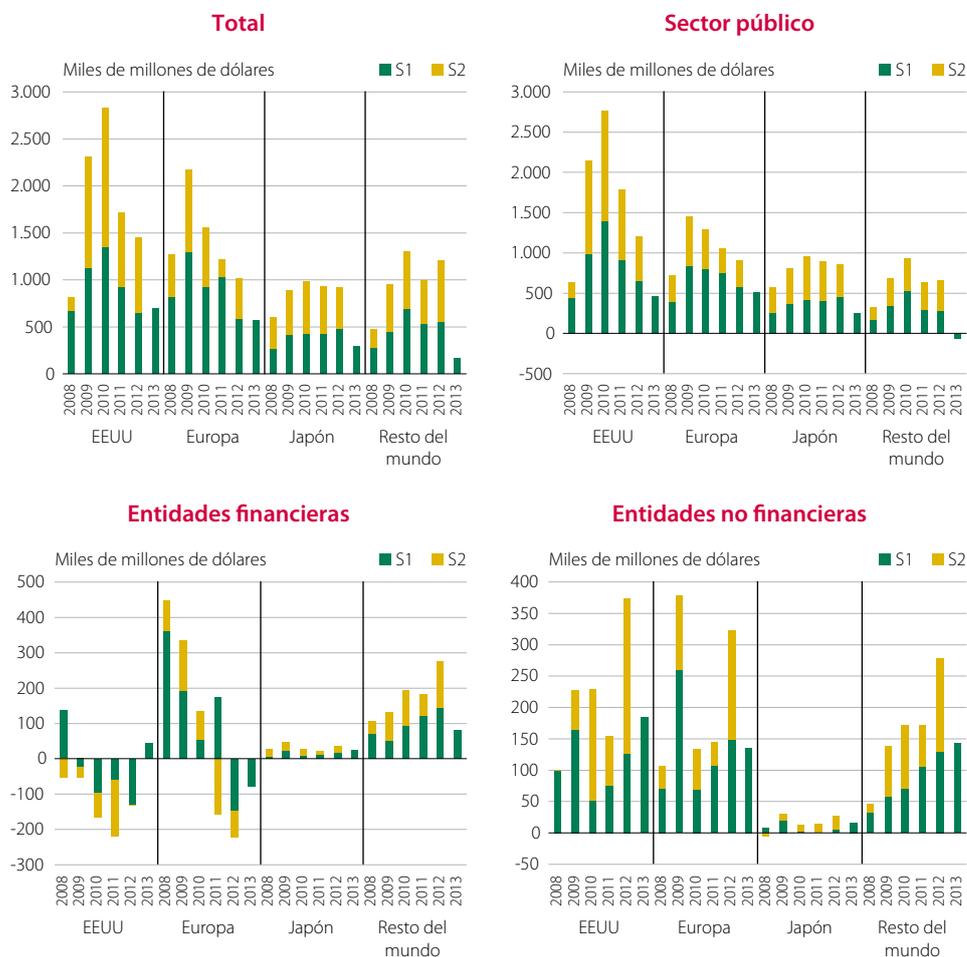
...y se observa una ligera recuperación en las emisiones de las entidades financieras. Las emisiones del sector público continúan a la baja.

En los primeros meses de 2013 se mantienen estas tendencias en los mercados primarios de deuda.

La información correspondiente a los primeros meses de 2013 apunta a una cierta continuidad de estas tendencias, es decir, de moderación en las emisiones de deuda pública, de una cierta mejora de las emisiones efectuadas por el sector bancario y de dinamismo de las emisiones del sector corporativo.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 7



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2013 son hasta el 15 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los principales índices de renta variable han comenzado el año con incrementos de sus cotizaciones, más intensos en EEUU y Japón,...

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que en 2012 presentaron, en términos generales, revalorizaciones superiores al 10%, han continuado al alza en los primeros meses de 2013, con mucha más intensidad en el conjunto de índices estadounidenses y japoneses. Así, en el periodo transcurrido hasta mediados de marzo, los índices estadounidenses se revalorizaban cerca de un 10% y los japoneses más de un 20%. En EEUU la mayor fortaleza relativa de su actividad económica, junto con el acuerdo alcanzado en torno a la cuestión del denominado precipicio fiscal y los mayores estímulos efectuados por la Reserva Federal⁶, habrían

6 Los más importantes estarían relacionados con el anuncio en septiembre del tercer programa de expansión cuantitativa de su balance (QE3), la renovación del plan de compras de deuda pública en diciembre y, especialmente, su decisión de mantener los tipos de interés en niveles muy bajos mientras la tasa de paro sea superior al 6,5%.

sido los factores subyacentes a la evolución de los índices. En Europa, los crecimientos de los índices oscilaban entre el 0,7% del Mib 30 italiano y el 10% del FTSE 100 británico (véase cuadro 2). En general, el descenso de la incertidumbre de los agentes a lo largo de los últimos meses ha permitido revalorizaciones de cierto nivel en estos índices, si bien la debilidad del crecimiento económico, acentuada tras los datos del cuarto trimestre de 2012, continúa siendo un lastre para las cotizaciones bursátiles.

La volatilidad de los mercados de renta variable internacional se ha mantenido en niveles reducidos a lo largo de los últimos meses, si bien ha mostrado un comportamiento ligeramente alcista en los índices europeos desde los primeros días de febrero. Con todo, los niveles observados en términos tanto de volatilidad histórica como de volatilidad implícita siguen estando en línea con aquellos observados en periodos de ausencia de turbulencias en los mercados.

...en un entorno de volatilidad reducida.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 2

| % | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | I-12 | II-12 | III-12 | IV-12 | I-13 (hasta el 15 de marzo) | | |
|-----------------------|------|-------|-------|------|------|-------|--------|-------|--------------------------------|-------------|--------------------------------|
| | | | | | | | | | % s/ trim. ant. | % s/dic. | % inter- anual ² |
| Mundo | | | | | | | | | | | |
| MSCI World | 27,0 | 9,6 | -7,6 | 13,2 | 10,9 | -5,8 | 6,1 | 2,1 | 7,9 | 7,9 | 9,4 |
| Zona del euro | | | | | | | | | | | |
| Euro Stoxx 50 | 21,1 | -5,8 | -17,1 | 13,8 | 6,9 | -8,6 | 8,4 | 7,4 | 3,4 | 3,4 | 4,5 |
| Euronext 100 | 25,5 | 1,0 | -14,2 | 14,8 | 8,3 | -4,7 | 5,0 | 6,0 | 6,4 | 6,4 | 8,8 |
| Dax 30 | 23,8 | 16,1 | -14,7 | 29,1 | 17,8 | -7,6 | 12,5 | 5,5 | 5,7 | 5,7 | 12,4 |
| Cac 40 | 22,3 | -3,3 | -17,0 | 15,2 | 8,4 | -6,6 | 4,9 | 8,5 | 5,6 | 5,6 | 6,9 |
| Mib 30 | 20,7 | -8,7 | -24,0 | 10,2 | 7,9 | -11,3 | 8,6 | 6,0 | 0,7 | 0,7 | -2,8 |
| Ibex 35 | 29,8 | -17,4 | -13,1 | -4,7 | -6,5 | -11,3 | 8,5 | 6,0 | 5,5 | 5,5 | 1,6 |
| Reino Unido | | | | | | | | | | | |
| FTSE 100 | 22,1 | 9,0 | -5,6 | 5,8 | 3,5 | -3,4 | 3,1 | 2,7 | 10,0 | 10,0 | 8,8 |
| Estados Unidos | | | | | | | | | | | |
| Dow Jones | 18,8 | 11,0 | 5,5 | 7,3 | 8,1 | -2,5 | 4,3 | -2,5 | 10,8 | 10,8 | 9,7 |
| S&P 500 | 23,5 | 12,8 | 0,0 | 13,4 | 12,0 | -3,3 | 5,8 | -1,0 | 9,4 | 9,4 | 11,1 |
| Nasdaq-Composite | 43,9 | 16,9 | -1,8 | 15,9 | 18,7 | -5,1 | 6,2 | -3,1 | 7,6 | 7,6 | 6,3 |
| Japón | | | | | | | | | | | |
| Nikkei 225 | 19,0 | -3,0 | -17,3 | 22,9 | 19,3 | -10,7 | -1,5 | 17,2 | 20,8 | 20,8 | 24,0 |
| Topix | 5,6 | -1,0 | -18,9 | 18,0 | 17,3 | -9,9 | -4,2 | 16,6 | 22,3 | 22,3 | 21,3 |

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB español descendió un 0,8% en el cuarto trimestre de 2012, dejando el retroceso en el conjunto del año en el 1,4%,...

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional referidos al último trimestre de 2012 revelaron una aceleración de la contracción de la economía española de cinco décimas hasta el 0,8% en términos intertrimestrales, y de tres décimas, hasta el 1,9% interanual. En el conjunto de 2012, la caída real del PIB ascendió al 1,4%, frente al crecimiento del 0,4% en 2011. El empeoramiento de la actividad doméstica estuvo en línea con la evolución de la zona del euro, que intensificó su caída en cinco décimas, hasta el 0,6% intertrimestral, y tres décimas, hasta el 0,9% interanual.

...como consecuencia del mayor retroceso de la demanda doméstica,...

La mayor caída de la actividad nacional durante el cuarto trimestre de 2012 tuvo su origen en una contribución más negativa de la demanda doméstica, que ascendió a 4,7 p.p. (-4 p.p. en el tercer trimestre). Este mayor descenso de la demanda nacional fue generalizado entre sus componentes. El consumo privado descendió un 3% interanual (-2,1% en el trimestre precedente), parcialmente condicionado por el adelanto de las compras al tercer trimestre ante el incremento del IVA en septiembre. El consumo público aumentó una décima su caída interanual, hasta el 4,1%. Finalmente, la formación bruta de capital fijo aceleró su contracción en cinco décimas, hasta el 10,3% interanual, debido al mayor descenso de la inversión en bienes de equipo, de casi 1 p.p. hasta el 7,9% interanual, frente a una mayor moderación de la contracción de la inversión en construcción, concretamente de una décima, que se situó en el 12,3% interanual.

...que anuló la aportación positiva del sector exterior.

La mayor aportación positiva de la demanda exterior compensó parcialmente la evolución negativa de la demanda interna y se situó en 2,8 p.p. (2,4 p.p. en el trimestre previo). Este comportamiento fue el resultado de una mayor disminución de las importaciones, del -3,4% al -5,4% interanual, en sintonía con la debilidad de la demanda interna, y, en menor medida, de la moderación del crecimiento de las exportaciones, en 1 p.p. hasta el 3,2%, debido a la desaceleración en la Unión Europea, el principal mercado para las exportaciones de la economía española.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | FMI ¹ | | CE ² | |
|---|-------|-------|-------|-------|------------------|-------|-----------------|-------|
| | | | | | 2013P | 2014P | 2013P | 2014P |
| PIB | -3,7 | -0,3 | 0,4 | -1,4 | -1,5 | 0,8 | -1,4 | 0,8 |
| Consumo privado | -3,8 | 0,7 | -0,9 | -2,2 | -2,4 | 0,7 | -2,7 | -0,2 |
| Consumo público | 3,8 | 1,5 | -0,5 | -3,7 | -5,5 | -1,4 | -5,4 | -1,1 |
| Formación bruta de capital fijo, de la que: | -17,9 | -6,2 | -5,3 | -9,1 | -5,8 | -1,3 | -6,6 | -1,0 |
| Construcción | -16,6 | -9,8 | -9,0 | -11,5 | -7,6 | -1,2 | n.d. | n.d. |
| Bienes de equipo y otros | -23,6 | 2,7 | 2,4 | -6,6 | -4,2 | -1,8 | -3,0 | 0,1 |
| Exportaciones | -9,8 | 11,2 | 7,7 | 3,0 | 3,9 | 4,1 | 4,2 | 5,7 |
| Importaciones | -16,8 | 9,3 | -0,8 | -5,0 | -3,1 | 1,6 | -3,8 | 2,0 |
| Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.) | 2,5 | 0,3 | 2,3 | 2,5 | 2,1 | 0,9 | 2,6 | 1,3 |
| Empleo³ | -6,3 | -2,5 | -1,7 | -4,4 | -2,4 | 1,6 | -3,1 | 0,0 |
| Tasa de paro | 18,0 | 20,1 | 21,6 | 25,0 | 27,0 | 26,0 | 26,9 | 26,6 |
| Índice de precios de consumo | -0,3 | 1,8 | 3,2 | 2,4 | 2,0 | 1,4 | 1,7 | 1,0 |
| Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB) | -4,8 | -4,5 | -3,5 | -0,8 | 0,4 | 1,0 | 1,0 | 2,5 |
| Saldo de las AAPP (% PIB)⁴ | -11,2 | -9,7 | -9,4 | -10,0 | -6,4 | -6,7 | -6,7 | -7,2 |
| Deuda pública (% PIB) | 53,9 | 61,5 | 69,3 | 83,9 | 93,2 | 98,7 | 95,8 | 101,0 |
| Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁵ | -93,7 | -88,9 | -91,8 | -92,9 | -92,1 | -88,8 | n.d. | n.d. |

Fuente: Banco de España, FMI e INE.

1 Las previsiones del FMI corresponden a enero de 2013.

2 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2013.

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

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011 y 2012, por una cuantía del 0,5% y el 3,3% del PIB, respectivamente.

5 El dato de la PII neta de 2012 corresponde a la previsión del FMI en enero de 2013.

n.d.: dato no disponible.

Desde la perspectiva de la oferta, todas las ramas de actividad, a excepción de las primarias, presentaron un comportamiento negativo durante el último trimestre de 2012. La industria desaceleró su caída en cinco décimas hasta el 2,9% interanual. En el caso de la industria manufacturera, la caída fue dos décimas superior a la registrada en el trimestre previo, hasta el 3,6% interanual. La construcción moderó su descenso interanual en cuatro décimas hasta el 8,5%. Por su parte, el sector servicios intensificó su contracción en seis décimas hasta el 1,2% interanual. Las mayores caídas correspondieron a las actividades financieras y de seguros y a las asociadas con el comercio, el transporte y la hostelería. Por último, el sector primario desaceleró en cinco décimas su crecimiento, hasta el 1,9% interanual.

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad, a excepción de las primarias, presentaron un comportamiento negativo en el último trimestre del año.

La tasa de inflación española, que alcanzó máximos del 3,5% en octubre como consecuencia de la subida del IVA y de algunos precios administrados, junto con un nuevo encarecimiento de los precios energéticos, se ha reducido progresivamente hasta el 2,8% registrado en febrero (2,7% en enero). Por su parte, la infla-

La tasa de inflación se ha reducido sensiblemente desde los máximos de octubre debido a la moderación de la tasa energética.

ción subyacente, que también alcanzó máximos del 2,5% en octubre, descendió hasta el 2,1% en diciembre y se incrementó ligeramente, hasta el 2,3%, en febrero de 2013. El diferencial de inflación general de España con la zona del euro, que se mantuvo en terreno negativo en la primera mitad de 2012, se anuló en agosto y desde entonces ha aumentado progresivamente hasta situarse en 1,1 puntos porcentuales en febrero.

En el mercado laboral, el empleo caía a tasas del 4,7% en el último trimestre de 2012 y la tasa de paro ascendía al 26%.

Los datos más recientes sobre empleo y paro continúan en la línea de los últimos años, confirmando la fragilidad del mercado laboral doméstico. Así, el empleo aceleró su caída una décima hasta el 4,7% interanual en el último trimestre de 2012 (-4,4% en el conjunto del año), lo que supone una destrucción neta de 805 mil puestos de trabajo en un año. Por su parte, la tasa de paro ascendió al 26% en el último trimestre de 2012 (25% en el tercer trimestre y 22,9% en el cuarto trimestre de 2011) y el número de hogares con todos sus miembros activos en paro aumentó en 258.700, hasta 1.833.700. Los costes laborales unitarios continuaron cayendo en 2012 (-3,4%) como consecuencia del avance de la productividad por ocupado (3,2%) y el ligero descenso de la remuneración por asalariado (-0,3%).

El déficit de las AAPP ascendió al 10% del PIB en 2012, del que 3,3 p.p. correspondieron a las ayudas de las entidades de crédito.

De acuerdo con el avance de los datos de ejecución presupuestaria, el déficit conjunto de las AAPP en 2012, excluyendo las ayudas al sector financiero, ascendió a 70.822 millones de euros, un 6,7% del PIB, inferior al saldo deudor registrado en 2011, de 95.266 millones (9% del PIB), sin considerar también el efecto de tales ayudas⁷. La distribución del déficit por administraciones reveló un mayor desfase por parte del Estado (del 3,8% del PIB, frente al 3% del PIB en 2011), seguido de las CCAA (del 1,7% del PIB, por debajo del 5% del PIB en 2011), las Corporaciones Locales (0,2% del PIB, frente al 0,8% del PIB en 2011) y la Seguridad Social (del 1% del PIB, inferior al 0,1% del PIB en 2011). Las ayudas a las entidades de crédito supusieron el 3,3% del PIB en 2012 (el 0,5% del PIB en 2011), elevando el déficit de las AAPP hasta el 10% del PIB (frente al 9,4% del PIB en 2011). Por su parte, la deuda agregada de las AAPP se elevó hasta el 84,1% del PIB en 2012 desde el 69,3% del PIB en 2011⁸.

7 En marzo, Eurostat, la oficina estadística de la UE, situó el déficit de las AAPP españolas durante el pasado ejercicio, excluidas las ayudas al sector financiero, en el 6,98% del PIB.

8 El incremento de 14,8 p.p. de la ratio de deuda pública sobre PIB en 2012 tuvo su origen fundamentalmente en el desfase entre los gastos y los ingresos públicos (incluida la carga de intereses para financiar la deuda y las ayudas a las entidades de crédito), pero también intervinieron otros factores. Entre ellos destacan: i) el préstamo recibido del MEDE a través del FROB, para recapitalizar las entidades de crédito del Grupo 1 y para la aportación de capital a la SAREB; ii) el Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores (FFPP); iii) la contribución de España al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF); iv) las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE); y, v) la caída del PIB nominal, del 1,1% en 2012. Cabe señalar que la creación del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) no supone un aumento adicional de la deuda pública, ya que los recursos captados por el Estado a través de este fondo se destinan a financiar las amortizaciones de deuda viva de las CCAA, así como sus necesidades de financiación, consolidando, por tanto, las relaciones cruzadas entre el Estado y las CCAA.

Recuadro 1: «Constitución de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)»

La SAREB se constituyó en noviembre de 2012 para cumplir uno de los objetivos contemplados en el memorando de entendimiento de asistencia al sector financiero doméstico acordado entre las autoridades españolas y europeas en julio de 2012¹. Su función principal es la adquisición, gestión eficiente y venta ordenada de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades de crédito que reciban ayudas públicas. Se trata, por tanto, de optimizar el valor de estos activos en función de su diferente naturaleza y minimizar su impacto negativo sobre los agentes de la economía española.

Se crea como sociedad anónima no cotizada cuya supervisión recae sobre el Banco de España y cuya duración máxima estipulada es de quince años². En cuanto a su estructura de financiación, sus recursos propios están compuestos por capital y deuda subordinada, mientras que la financiación ajena procede de la emisión de deuda avalada por el Estado³. Esta última es adquirida como contraprestación por las entidades de crédito que transfieren sus activos a la SAREB y puede ser utilizada como colateral en las operaciones de financiación del BCE. La deuda emitida por la SAREB podrá cotizar en AIAF.

El consejo de administración está integrado por quince miembros (cinco de ellos independientes, de los cuales cuatro nombrados por el FROB y el resto propuestos por los inversores privados), cuyo régimen se asimila al establecido para los consejeros de las entidades de crédito en el RD 1245/1995. Estas condiciones también se hacen extensibles a los directores generales y asimilados. Para realizar el seguimiento de la actividad de la SAREB, se crean una serie de comités y una Comisión de Seguimiento.

En un primer momento, ante las dificultades operativas que supone desplegar una gestión eficaz de los recursos en un periodo relativamente breve, los servicios de gestión de los activos transferidos serán efectuados por las entidades de crédito cedentes, que no tendrán facultad discrecional sobre los activos. La prestación de tales servicios será asignada progresivamente a proveedores de servicios elegidos mediante licitación.

La desinversión de activos de la SAREB podrá realizarse mediante fondos de activos bancarios (FAB). Se trata de patrimonios separados, sin personalidad jurídica, constituidos por agrupaciones de activos y pasivos de la SAREB. Cada FAB podrá configurarse en compartimentos independientes, contra los cuales podrán emitirse valores o asumirse otras obligaciones. Los FAB se registrarán en la CNMV y su gestión se reserva a las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos (SGFTA) que adapten su régimen jurídico a la Ley 9/2012 y su normativa de desarrollo y cuya supervisión continuará recayendo en la CNMV.

La SAREB deberá cumplir con las obligaciones generales de formulación de cuentas anuales según la Ley de Sociedades de Capital, si bien no podrá formularlas abreviadamente. Adicionalmente, elaborará un informe de actividad de periodicidad semestral que contenga los datos esenciales de su actuación durante ese pe-

riodo, el grado de cumplimiento de su plan de negocio y las razones que expliquen las posibles desviaciones del mismo. El informe se remitirá al Banco de España y a la Comisión de Seguimiento, que podrán requerir que sea completado con la información adicional que consideren necesaria. La SAREB deberá facilitar al público en general la información legalmente requerida referida a sus cuentas anuales y al informe de actividad.

Los activos a transferir a la SAREB por las entidades de crédito consisten en los bienes inmuebles adjudicados cuyo valor contable neto de provisiones supere los cien mil euros, los préstamos a promotores inmobiliarios cuyo valor contable neto exceda de doscientos cincuenta mil euros y las participaciones en el capital de sociedades inmobiliarias que permitan ejercer el control conjunto o una influencia significativa sobre ellas. Asimismo, se faculta al FROB para ordenar la transferencia de créditos al consumo o a pymes, de préstamos hipotecarios residenciales y los activos cuyo deterioro ponga en riesgo la viabilidad de la entidad. El ejercicio de tal facultad requerirá un informe previo del Banco de España. En un principio, el valor de los activos totales transmitidos a la SAREB no será superior a 90 mil millones de euros, y se abre la posibilidad de ampliar esta limitación previo informe favorable del FROB.

La determinación del precio de transferencia de los activos adquiridos por la SAREB corresponde al Banco de España, que lo calcula con base en una estimación del valor económico de los activos y unos recortes adicionales⁴. La aplicación de estos ajustes adicionales hace que los precios de transferencia calculados para las adquisiciones de la SAREB no constituyan necesariamente una referencia válida para determinar el valor de los activos inmobiliarios de las entidades de crédito no participantes en esta segregación. El precio de transferencia medio estimado por el Banco de España es un 63% inferior al valor contable bruto para los activos adjudicados (mayor en el caso del suelo, del 79,5%, seguido por las promociones en curso, del 63,2%, y las viviendas terminadas, del 54,2%). En el caso de los préstamos inmobiliarios, el recorte medio es inferior, del 45,6%, con descuentos medios entre el 32,4%, para proyectos terminados, y el 53,6%, para créditos destinados al desarrollo de suelo urbano.

La rentabilidad sobre el capital (ROE) prevista durante la vida de la SAREB en un escenario conservador se estima en el 14% anual. La SAREB adquirió activos de las entidades del Grupo 1 con un valor contable bruto de 71 mil millones de euros, 54 mil millones en concepto de préstamos inmobiliarios y 17 mil millones en inmuebles adjudicados⁵. En contraprestación, las entidades cedentes recibieron títulos de deuda emitidos por la SAREB por importe de 37 mil millones de euros. La diferencia entre este importe, que refleja el valor efectivo o el precio de transferencia de los activos traspasados, y el valor contable bruto de los activos produjo un desfase patrimonial de 34 mil millones de euros, que fue cubierto por una inyección de capital público (a través del FROB) financiada, a su vez, mediante recursos aportados por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), por un importe total de 37 mil millones de euros. El traspaso de estos activos, entre los que se encuentran préstamos inmobiliarios dudosos, tuvo su reflejo en un notable descenso del saldo de créditos dudosos del conjunto de entidades de crédito en el mes de diciembre y, por tanto, de la tasa de

morosidad. Así, este saldo se redujo en dicho mes en 24 mil millones de euros, hasta los 167 mil millones, y la tasa de morosidad disminuyó en un 1%, hasta el 10,4%.

- 1 La SAREB se crea mediante la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y su norma de desarrollo, el RD 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.
- 2 La participación del Estado (a través del FROB) en el capital de la SAREB nunca podrá ser superior al 50%. En consecuencia, esta sociedad no se consolida como administración pública, ya que figura dentro de la categoría de institución financiera no monetaria, en el sector «Otros intermediarios financieros» donde se encuentran, por ejemplo, los fondos de titulización o las sociedades de valores.
- 3 Con el fin de recibir los activos problemáticos de las entidades del Grupo 1 (bancos nacionalizados) y del Grupo 2 (entidades con déficit de capital que reciben ayudas públicas pero siguen ostentando titularidad privada), la SAREB se dotó de fondos propios por 4.800 millones de euros, compuestos en un 25% por capital (1.200 millones de euros, un 55% aportado por inversores privados y el resto por el FROB) y deuda subordinada (3.600 millones de euros en bonos obligatoriamente convertibles en acciones, un 54% de los cuales se distribuyó entre inversores privados y el resto fue adquirido por el FROB). Los recursos propios captados equivalen al 9,4% del valor efectivo de los activos gestionados actualmente (51.000 millones de euros).
- 4 La estimación del valor económico de los activos toma como referencia el escenario base de la prueba de resistencia de la consultora Oliver Wyman finalizada en septiembre de 2012, que contemplaba un horizonte de valoración de dos años. El establecimiento de recortes viene justificado por la mayor duración del plan de negocio de la SAREB, de quince años, la volatilidad de mercado de los activos transferidos, los costes de explotación y financiación de los mismos, los descuentos asociados a la venta de carteras en bloque, los costes de ejecución, los costes de recuperación de los préstamos deteriorados y los gastos generales.
- 5 El valor contable bruto de los activos transferidos por las entidades del Grupo 2 a la SAREB en febrero de 2013 fue de 20 mil millones de euros. El valor de transferencia de dichos activos ascendió a 14 mil millones de euros. Su adquisición fue financiada mediante la emisión de deuda *senior* por parte de la SAREB.

El sistema financiero español, cuyo negocio continuó lastrado por el escaso dinamismo de la actividad doméstica, ha estado inmerso en un proceso de recapitalización y reestructuración, que se intensificó desde junio con la petición de asistencia financiera a la UE. Las entidades de crédito que presentaron las mayores necesidades de capital en las pruebas de resistencia realizadas en verano de 2012 segregaron a finales de año sus activos problemáticos a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, por un importe efectivo total cercano a 51 mil millones de euros (véase recuadro 1). De las necesidades de capital identificadas, 56 mil millones de euros en el escenario adverso, 39 mil millones de euros corresponden a ayudas públicas materializadas en la compra de acciones y deuda subordinada por el FROB⁹.

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración,...

El saneamiento del sector impactó negativamente en la cuenta de resultados de las entidades durante 2012, como consecuencia de las pérdidas registradas por la constitución de provisiones para cubrir el deterioro de los activos (los financieros y, en menor medida, los no financieros). Así, el resultado antes de impuestos agregado de

...caracterizado por notables pérdidas por el deterioro de activos financieros y no financieros...

9 El resto de las medidas que completarían el volumen total de las necesidades de capital detectadas, entre las que destacan aquellas relacionadas con la gestión de instrumentos híbridos y de deuda subordinada o los esfuerzos privados en la captación de fondos, pueden consultarse en el informe del FMI *Spain: Financial Sector Reform – Second Progress Report*, de marzo de 2013.

las entidades de depósito en el conjunto de 2012 revelaba pérdidas cercanas a 85 mil millones de euros, a pesar de la leve mejoría del margen bruto, que ascendió a 59 mil millones frente a los 57 mil millones en 2011, y de la reducción de los gastos de explotación en dos mil millones de euros, hasta 27 mil millones. En 2013 es previsible una mejora gradual de la cuenta de resultados del sistema bancario español, como consecuencia de la segregación de los activos problemáticos de las entidades más débiles y de la recapitalización del sistema.

... y descensos pronunciados en la financiación a las empresas y a los hogares.

La financiación a los sectores no financieros del sector privado de la economía continuó descendiendo a lo largo de la segunda mitad de 2012 y principios de 2013 a tasas cada vez más elevadas¹⁰. En conjunto, dicha financiación retrocedía un 5,3% en términos interanuales en enero (-2,2% en enero de 2012), como consecuencia del descenso de la financiación a las sociedades no financieras (-6,3%) y, en menor medida, a los hogares (-3,7%). En términos absolutos, el saldo de financiación a estos sectores se ha reducido en 150 mil millones de euros a lo largo del último año. En la zona del euro, los datos más recientes revelan una cierta contracción del crédito en el segmento de empresas y de familias para consumo, aunque menos intensa que en España, e incluso una cierta expansión del crédito a familias para la adquisición de vivienda. La contracción en el crédito bancario a las sociedades no financieras españolas continúa viéndose aliviada parcialmente por la apelación a los mercados de capitales, particularmente los de renta fija. Así, el saldo vivo de valores de deuda aceleró su crecimiento interanual hasta el 13,5% en enero (en contraste con la caída interanual del 8,5% en el crédito bancario en ese mes).

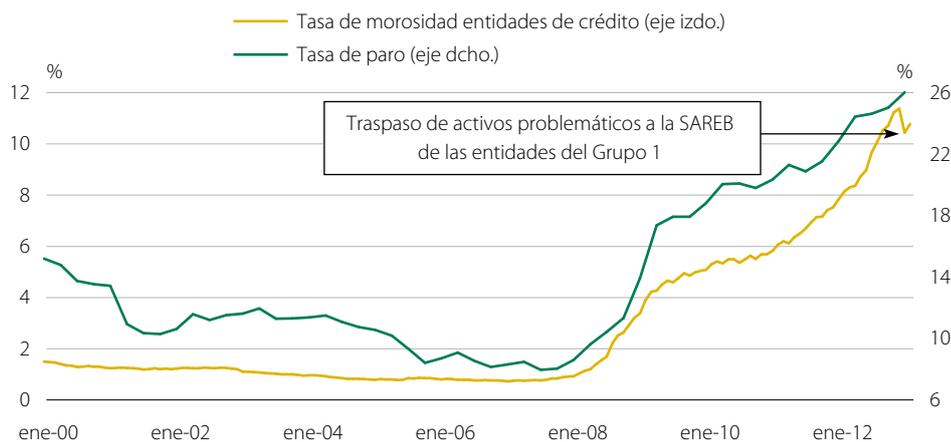
La tasa de morosidad de las entidades descendió un 1% en diciembre, hasta el 10,4%, por el inicio del traspaso de activos problemáticos a la SAREB.

La tasa de morosidad de las entidades de crédito repuntó en enero cuatro décimas hasta el 10,8%, tras el descenso del mes anterior como consecuencia del primer traspaso de activos problemáticos a la SAREB (véase gráfico 9). En aquel mes, la tasa de morosidad descendió hasta el 10,4% desde el 11,4% de noviembre, que supuso el valor máximo de la serie histórica disponible. Por finalidad de crédito, las tasas de morosidad asociadas a las actividades inmobiliarias y de construcción continuaron registrando los valores más altos a finales de 2012, del 29,6% y del 24,5%, respectivamente, tras un descenso de entre uno y dos puntos porcentuales en el último trimestre de aquel año como consecuencia del trasvase de este tipo de activos a la SAREB. Por su parte, la tasa de morosidad del resto de actividades productivas ascendió 1,2 p.p. en el mismo periodo, hasta el 8,7%. En cuanto a la ratio de morosidad de los hogares, esta aumentó hasta el 4,9% en diciembre de 2012 (4,4% en septiembre) debido principalmente al incremento en la mora de la financiación sin garantía hipotecaria (del 6,8% en septiembre hasta el 8,1% en diciembre) y, en menor medida, al aumento en la morosidad de los créditos con garantía hipotecaria (tres décimas en el cuarto trimestre de 2012, hasta el 4,3%).

10 Las cifras comentadas incluyen los préstamos transferidos a la SAREB. La absorción por esta sociedad de un saldo elevado de créditos al sector privado hace necesaria su inclusión en el análisis de la financiación de la economía.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta enero de 2013 para la tasa de morosidad y hasta diciembre de 2012 para la tasa de paro.

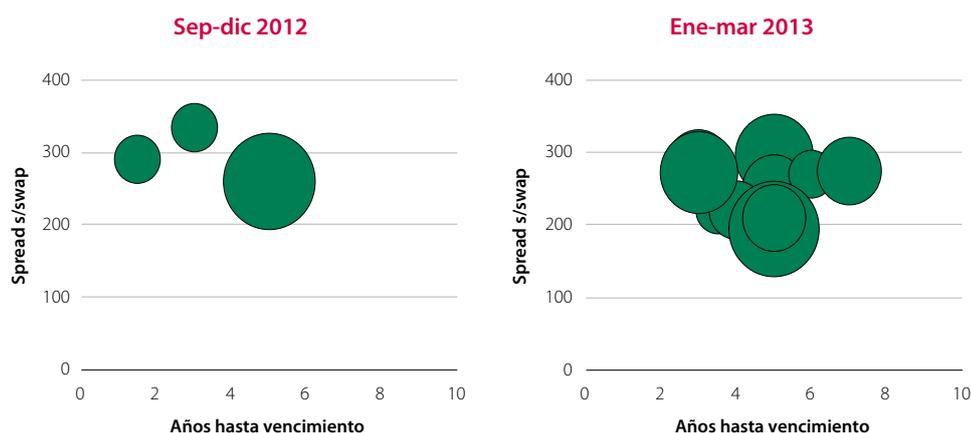
¹ Sobre la población activa.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas empeoraron en la primera mitad de 2012 como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, la posibilidad de realizar emisiones de deuda avaladas por el Estado y el incremento del recurso a la financiación del Eurosistema permitieron que dichas entidades pudieran afrontar sus necesidades de recursos con cierta normalidad. Además, en los últimos meses se ha observado una cierta reapertura en los mercados internacionales de deuda para las entidades más saneadas, que se ha traducido en un incremento notable en el número y el volumen de emisiones no aseguradas a un plazo mayor y un menor coste.

Las condiciones de financiación de las entidades de depósito han mejorado recientemente, si bien su dependencia del Eurosistema continúa siendo muy estrecha.

Emisiones de deuda de entidades financieras españolas¹

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic.

¹ Bonos *senior* y cédulas hipotecarias. Emisiones a tipo de interés variable. El tamaño de la burbuja es proporcional al volumen de la emisión.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 45,4% en el conjunto de 2012 hasta los 12.646 millones de euros (véase cuadro 4), en línea con la debilidad de la actividad doméstica. Este comportamiento tuvo su

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras disminuyó un 45% en 2012...

origen en la fuerte disminución de los beneficios de las sociedades pertenecientes al sector del comercio y los servicios, de un 51% hasta los 4.632 millones de euros, y en el incremento de las pérdidas de las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que superaron los 5.100 millones de euros. El mejor comportamiento en términos relativos se observó en las empresas energéticas, cuyo beneficio apenas disminuyó un 3% en 2012. Los beneficios agregados de las empresas industriales pasaron de 2.767 millones de euros en 2011 a 2.467 millones en 2012.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 4

| Millones de euros | EBITDA ² | | EBIT ³ | | Resultado ejercicio | |
|-----------------------------|---------------------|---------------|-------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| Energía | 26.643 | 27.949 | 17.144 | 17.588 | 10.741 | 10.421 |
| Industria | 6.716 | 7.237 | 4.455 | 4.845 | 2.767 | 2.467 |
| Comercio y servicios | 29.557 | 28.924 | 15.500 | 14.176 | 9.453 | 4.632 |
| Construcción e inmobiliario | 5.095 | 5.079 | 2.207 | 1.579 | -166 | -5.108 |
| Ajustes | 231 | 63 | 354 | 197 | 353 | 234 |
| TOTAL AGREGADO | 68.242 | 69.252 | 39.660 | 38.385 | 23.148 | 12.646 |

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

...y su endeudamiento lo hizo un 4,1% hasta los 296 mil millones de euros.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se redujo en 2012 un 4,1% hasta los 296.300 millones de euros, un 60% del cual se concentró en las empresas de la construcción y las inmobiliarias y un 37%, en las empresas energéticas (véase cuadro 5). La ratio de apalancamiento agregada se redujo ligeramente, al pasar de 1,44 a 1,40 entre 2011 y 2012. Por sectores, se observaron descensos de la ratio de apalancamiento en todos ellos salvo en el de la construcción y las actividades inmobiliarias. La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se mantuvo prácticamente estable en 4,3, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) tendió a empeorar entre 2011 y 2012. Este último indicador se deterioró en todos los sectores contemplados salvo en las empresas del sector industrial, si bien, en niveles, el indicador más reducido se observó en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Estabilización de la ratio de endeudamiento de los hogares y descenso de su patrimonio. Las notables desinversiones en depósitos, deuda y fondos de inversión de mediados de 2012 han tendido a atenuarse.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al tercer trimestre de 2012 apuntan a un mantenimiento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias en relación a la renta bruta disponible en niveles algo superiores al 120% y al 15%, respectivamente. La estabilidad de estos cocientes se debió a la disminución del crédito de los hogares y de sus ingresos en proporciones similares. Por su parte, continuó reduciéndose la riqueza neta de las familias, como consecuencia de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios. En relación

a las decisiones de inversión de los hogares, cabe señalar la intensificación de sus desinversiones financieras, que en el tercer trimestre de 2012 ascendían al 0,9% del PIB¹¹. Las mayores desinversiones se produjeron en los depósitos a plazo, en los instrumentos de renta fija y en los fondos de inversión. Este comportamiento, que contrasta notablemente con el carácter tradicionalmente inversor de los hogares españoles (véase gráfico 11), parece haberse atenuado en los últimos meses de 2012, a la vista de la recuperación de los depósitos bancarios.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

| Millones de euros | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------------|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Energía | Deudas | 82.608 | 100.572 | 98.283 | 95.853 | 91.233 |
| | Deudas/patrimonio | 0,89 | 1,08 | 0,95 | 0,92 | 0,85 |
| | Deudas/EBITDA ¹ | 2,82 | 3,46 | 2,81 | 3,27 | 3,26 |
| | EBIT ² /carga financiera | 3,67 | 3,38 | 4,15 | 3,30 | 3,14 |
| Industria | Deudas | 15.645 | 15.953 | 14.948 | 17.586 | 16.836 |
| | Deudas/patrimonio | 0,69 | 0,69 | 0,58 | 0,63 | 0,62 |
| | Deudas/EBITDA | 2,71 | 3,05 | 2,11 | 2,54 | 2,33 |
| | EBIT/carga financiera | 3,41 | 3,15 | 5,00 | 3,90 | 3,98 |
| Construcción e inmobiliario | Deudas | 119.788 | 104.762 | 99.917 | 83.716 | 76.213 |
| | Deudas/patrimonio | 3,77 | 4,08 | 3,42 | 2,98 | 3,50 |
| | Deudas/EBITDA | 31,87 | 22,48 | 11,18 | 15,00 | 15,01 |
| | EBIT/carga financiera | 0,01 | 0,31 | 0,98 | 0,52 | 0,33 |
| Comercio y servicios | Deudas | 112.322 | 108.579 | 115.413 | 113.142 | 113.466 |
| | Deudas/patrimonio | 2,14 | 1,78 | 1,60 | 2,01 | 1,99 |
| | Deudas/EBITDA | 3,58 | 3,70 | 3,38 | 3,78 | 3,92 |
| | EBIT/carga financiera | 2,86 | 3,28 | 3,94 | 2,45 | 2,06 |
| Ajustes ³ | | -20.802 | -1.908 | -1.792 | -1.404 | -1.378 |
| TOTAL AGREGADO | Deudas | 309.561 | 327.958 | 326.769 | 308.893 | 296.320 |
| | Deudas/patrimonio | 1,63 | 1,63 | 1,43 | 1,44 | 1,40 |
| | Deudas/EBITDA | 4,63 | 4,82 | 3,84 | 4,29 | 4,28 |
| | EBIT/carga financiera | 2,01 | 2,42 | 3,12 | 2,30 | 2,09 |

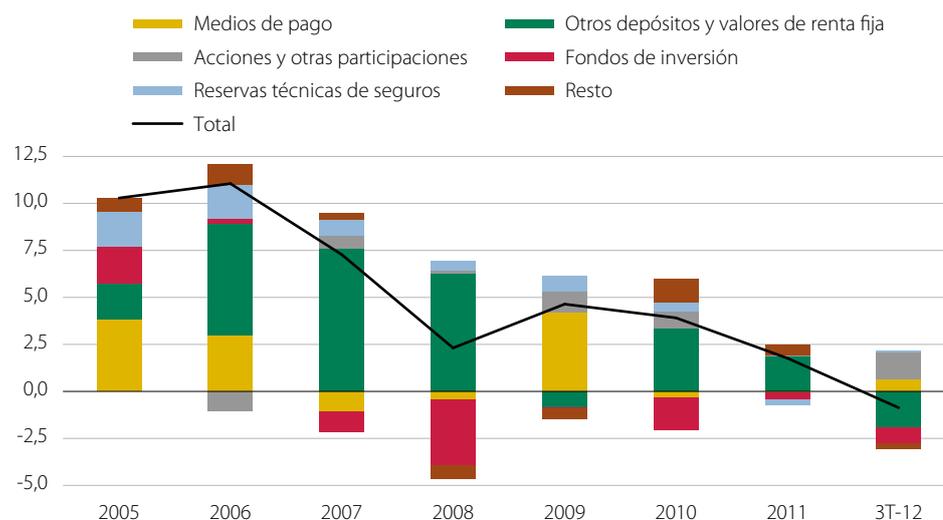
Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 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.

11 Datos acumulados de cuatro trimestres.



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

2.3 Perspectivas

El FMI pronostica un crecimiento mundial del 3,5% en 2013 y del 4,1% en 2014...

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en enero, revelan que el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,5% en 2013 y al 4,1% en 2014, retomando un ritmo similar al de 2011. La actividad de las economías avanzadas aumentaría un 1,4% este año, una tasa similar a la de 2012, y un 2,2% en 2014, mientras que la de las economías emergentes avanzaría un 5,5% este ejercicio y cerca de un 6% en 2014, algo por debajo del 6,3% de 2011.

...en un escenario amenazado por la posibilidad de reanudación de las tensiones en los mercados de deuda soberana y por los retos en materia fiscal en las economías más relevantes.

Los principales riesgos que se ciernen sobre estas previsiones continúan siendo a la baja, a pesar del mejor tono presente en los mercados financieros internacionales. En Europa aún no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias asociados a la crisis de deuda soberana, lo que pone de manifiesto la necesidad de finalizar el saneamiento del sistema financiero de la zona y de avanzar en aquellos proyectos integradores a escala europea, tales como la unión bancaria y fiscal. La necesidad de consolidación fiscal continúa siendo un reto de medio y largo plazo que no afecta solo a las economías europeas, sino también a otras avanzadas como EEUU o Japón. Por su parte, los riesgos que afrontan las economías emergentes son de diferente naturaleza, si bien, en términos generales, se puede afirmar que la tarea más importante para la mayoría de ellas está relacionada con la adopción de políticas económicas que logren un modelo de crecimiento más equilibrado en relación a la posible generación de desequilibrios internos y a la exposición a *shocks* en la demanda global.

En España, se mantendrá la atonía de la actividad en los próximos trimestres, en un marco caracterizado por un intenso ajuste fiscal y por la reestructuración del sistema bancario.

En cuanto a la economía española, las previsiones del FMI correspondientes al mes de enero apuntaban a un descenso de la actividad del 1,5% en 2013 y a un incremento de la misma del 0,8% en 2014. Estas cifras suponen una revisión ligeramente a la baja en relación a las previsiones publicadas anteriormente, en octubre. A pesar de la mejoría de las condiciones presentes en los mercados financieros domésticos observada en los últimos meses, el grado de incertidumbre que rodea el escenario macroeconómico previsto continúa siendo muy elevado, como consecuencia de la

prolongada debilidad del mercado laboral doméstico y de la necesidad de finalizar diversos ajustes en la economía (sector inmobiliario, sector financiero, proceso de desapalancamiento, etc.). En general, el proceso de reforma y reestructuración del sistema bancario español, junto con la adopción de medidas de carácter menos contractivo en un marco de mantenimiento del compromiso de ajuste fiscal, son factores que pueden reducir estos riesgos a la baja.

Recuadro 2: «El sistema bancario en la sombra: últimas recomendaciones del FSB»

El sistema bancario en la sombra, más conocido como *shadow banking*, ha sido definido como el sistema de intermediación financiera conformado por las entidades y las actividades que están fuera del sistema bancario tradicional. Este tipo de intermediación puede tener efectos muy positivos para la economía, ya que amplía el conjunto de posibilidades de inversión y de financiación de los agentes. Sin embargo, tal y como la crisis reciente ha puesto de manifiesto, la operativa y el elevado volumen de las transacciones realizadas por algunas entidades han puesto en riesgo la estabilidad financiera del sistema, de forma análoga a como lo ha hecho el sistema bancario tradicional. El incremento del riesgo sistémico asociado al *shadow banking* tuvo su origen tanto en la actividad directa de este sistema como en la indirecta, a través de las conexiones con el sistema bancario. A pesar de ello, el *shadow banking* no ha constituido uno de los focos centrales de la regulación prudencial, por lo que no ha estado sujeto a los mismos controles y requisitos que las entidades y transacciones llevadas a cabo en el ámbito bancario tradicional.

Tras las peticiones realizadas por el G-20 en las cumbres de Seúl (2010) y Cannes (2011), el Financial Stability Board, con la colaboración de otros organismos internacionales, está elaborando un conjunto de recomendaciones en el ámbito de la regulación y la supervisión de esta actividad con el fin de evitar y/o minimizar los riesgos identificados. En este contexto, el FSB ha identificado cinco áreas que, con base en la experiencia reciente, se consideran claves para mitigar el riesgo sistémico asociado al sistema bancario en la sombra. Estas áreas son las siguientes:

- i. La mitigación de las repercusiones que puede tener el *shadow banking* sobre el sistema bancario tradicional.
- ii. La reducción de la fragilidad de los fondos del mercado monetario (MMF, en sus siglas en inglés), ante los incrementos masivos de los reembolsos.
- iii. La valoración y la reducción del riesgo sistémico causado por otras entidades diferentes de los fondos del mercado monetario que operan dentro del sistema bancario en la sombra.
- iv. La valoración y la alineación de los incentivos asociados a la titulización.
- v. La eliminación de los riesgos e incentivos procíclicos asociados a las operaciones de financiación con garantías, esencialmente los repos y el préstamo de valores.

El análisis de estas cinco áreas de interés por parte de diferentes instituciones ha desembocado en la publicación de varios informes. Por una parte, el 18 de noviembre de 2012, el FSB publicó dos documentos a consulta¹ con una serie de recomendaciones relativas a la regulación de las entidades que conforman el sistema bancario en la sombra (apartado iii) y a las operaciones de préstamo de valores y repos (apartado v). Por su parte, IOSCO publicó en octubre y noviembre del último año sus recomendaciones finales en relación a las áreas ii (fondos monetarios) y iv (titulización²), respectivamente, mientras que el Comité de Basilea para la supervisión bancaria (BCBS, en sus siglas en inglés) está trabajando en el desarrollo de recomendaciones en el ámbito del apartado i, que serán publicadas a mediados del presente año.

En relación a las actividades relacionadas con la titulización, el documento de IOSCO, después de efectuar una consulta a los distintos agentes implicados, realiza una serie de recomendaciones con el objetivo de alinear los incentivos entre los distintos agentes implicados, aumentar la confianza en este tipo de mercados y eliminar en la medida de lo posible los impedimentos a la actividad transfronteriza. Para ello, establece como medida adecuada el requisito de retención del riesgo por parte del originador, que ya es obligatoria en muchas jurisdicciones, y recomienda aumentar y mejorar la publicación de información mediante, por ejemplo, tests de estrés periódicos a los activos subyacentes, así como promover la estandarización de este tipo de productos, siguiendo las iniciativas promovidas por la propia industria.

IOSCO también ha publicado una serie de recomendaciones para mejorar el funcionamiento de los fondos del mercado monetario, especialmente en relación a los problemas que han experimentado en momentos de retiradas masivas de fondos, como ha sucedido en los últimos años. En primer lugar se establece la necesidad de que estos fondos estén catalogados dentro de las instituciones de inversión colectiva, debiendo cumplir, por tanto, toda la legislación correspondiente a dichas instituciones. Además, se recomienda a las autoridades que se encarguen de que los fondos del mercado monetario estén obligados a valorar sus activos a precio de mercado (frente al de coste amortizado) y a disponer de un mínimo de activos líquidos para poder satisfacer posibles reembolsos y evitar las ventas forzadas.

En su documento relacionado con las entidades diferentes de los fondos del mercado monetario que conforman el *shadow banking*, el FSB plantea una clasificación de las entidades sobre la base de un marco de cinco funciones económicas predefinidas (no por su forma o nombre «legal»), debiendo las autoridades correspondientes establecer una serie de obligaciones y requisitos a las entidades según pertenezcan a uno u otro grupo. Todas las políticas llevadas a cabo deberán, si es necesario, ser reformuladas para una aplicación consistente entre las diferentes jurisdicciones.

Los riesgos planteados por el mercado de préstamo de valores y repos también han sido analizados por parte del FSB, que ha establecido una serie de recomendaciones para mejorar su funcionamiento. Dichas recomendaciones se basan esencialmente en el aumento de la transparencia, estableciendo obligaciones de

publicación de datos por parte de los distintos agentes implicados; en el cambio de regulación de ciertos aspectos, esencialmente en los *haircuts* aplicados a las transacciones, que deberían basarse en el riesgo a largo plazo y podrían introducir suelos en el caso de observarse un posible riesgo de prociclicidad; y en aspectos estructurales de estos mercados, como un mayor uso de las cámaras de contrapartida central y la adopción de cambios en la ley de bancarrota dada su dificultad de implementación.

Según el calendario previsto por el FSB, la publicación del documento completo con las recomendaciones definitivas relativas a las cinco áreas de interés está prevista para septiembre de este año.

- 1 *A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118a.pdf) y *Policy Recommendations to Address Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos* (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118b.pdf).
- 2 *Policy Recommendations for Money Market Funds* (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>) y *Global Developments in Securitisation Regulation* (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>).

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados domésticos de renta variable iniciaron un periodo de fuertes revalorizaciones en sus cotizaciones desde finales de julio de 2012, tras el anuncio del BCE de nuevas medidas orientadas a mantener la estabilidad financiera de la zona del euro que mitigaban, al menos parcialmente, el potencial impacto negativo asociado a la consecución del proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero doméstico. En el primer trimestre de 2013, los precios de las acciones continuaron creciendo, aunque su evolución estuvo condicionada por un cierto aumento de la incertidumbre política, particularmente en Italia. En estos meses se observó, además, una mejoría notable de las condiciones de liquidez del mercado y unos niveles de volatilidad reducidos, en un marco en el que los volúmenes de contratación continuaron siendo similares a los mínimos observados desde el inicio de la crisis. A su vez, la relajación de las tensiones en los mercados financieros permitió el levantamiento, el 1 de febrero de 2013, de la prohibición relacionada con la operativa de ventas en corto en vigor desde el 23 de julio de 2012¹².

Así, el Ibex 35 se revalorizó un 5,5% en el primer trimestre del año, tras el fuerte repunte del segundo semestre de 2012 que, no obstante, no pudo compensar el retroceso de los primeros meses, dejando una caída anual del Ibex 35 en 2012 del 4,7% (véase cuadro 6). En cuanto a los índices bursátiles referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización, que experimentaron una evolución contrapuesta durante 2012, se observó un avance en ambos en los primeros meses de 2013, mayor

Notable incremento de las cotizaciones bursátiles desde finales de julio de 2012, acompañado de una mejoría de la liquidez y un descenso de la volatilidad del mercado. Los volúmenes contratados siguieron siendo reducidos.

El repunte de las cotizaciones se prolongó en el primer trimestre de 2013 en la mayoría de los índices de renta variable domésticos...

12 Para más información véase <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={41e79f71-3fe9-48a7-8bee-a679032dd6cd}>

en el caso de las empresas de pequeña capitalización. De este modo, en el primer trimestre del año estos índices aumentaban el 5,7% y el 11,9%, respectivamente (aumento del 13,8% y caída del 24,4%, respectivamente, en 2012). Los índices referentes a los valores latinoamericanos negociados en los mercados bursátiles domésticos presentaban una evolución dispar durante el primer trimestre de 2012, que se reflejó en un descenso del 2% en el FTSE Latibex All-Share y en un avance del 4,6% en el FTSE Latibex Top, tras caídas del 10,7% y del 2,6%, respectivamente, en 2012.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 6

| Índices | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | III-12 ¹ | IV-12 ¹ | I-13 (hasta el 15 de marzo) | | |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------------|--------------------------------|-------------|----------------------|
| | | | | | | | % s/trim. ant. | % s/dic. | % inter- anual |
| Ibex 35 | 29,8 | -17,4 | -13,1 | -4,7 | 8,5 | 6,0 | 5,5 | 5,5 | 2,3 |
| Madrid | 27,2 | -19,2 | -14,6 | -3,8 | 8,2 | 6,1 | 5,7 | 5,7 | 2,7 |
| Ibex Medium Cap | 13,8 | -5,6 | -20,7 | 13,8 | 4,0 | 12,6 | 5,7 | 5,7 | 10,1 |
| Ibex Small Cap | 17,6 | -18,3 | -25,1 | -24,4 | 11,0 | -6,0 | 11,9 | 11,9 | -10,7 |
| FTSE Latibex All-Share | 97,2 | 9,0 | -23,3 | -10,7 | 2,6 | -6,7 | -2,0 | -2,0 | -21,1 |
| FTSE Latibex Top | 79,3 | 9,7 | -17,1 | -2,6 | -1,2 | -2,9 | 4,6 | 4,6 | -11,6 |
| Sectores² | | | | | | | | | |
| Servicios financieros e inmobiliarios | 47,3 | -31,7 | -18,9 | -4,7 | 11,5 | 5,4 | 3,6 | 3,6 | -2,1 |
| Banca | 50,0 | -33,1 | -20,3 | -4,8 | 11,2 | 5,0 | 3,3 | 3,3 | -2,5 |
| Seguros | 18,9 | -26,4 | 12,5 | -2,0 | 27,8 | 8,5 | 17,9 | 17,9 | 10,3 |
| Inmobiliarias y otros | -31,8 | -53,3 | -47,5 | -14,4 | 36,5 | 31,7 | -3,0 | -3,0 | 0,3 |
| Petróleo y energía | -2,7 | -8,6 | -2,7 | -16,0 | 5,8 | 10,6 | 6,7 | 6,7 | -0,3 |
| Petróleo | 12,4 | 10,2 | 14,9 | -35,4 | 19,4 | 1,6 | 11,9 | 11,9 | -10,5 |
| Electricidad y gas | -8,4 | -14,2 | -10,8 | -5,4 | 0,1 | 15,2 | 4,5 | 4,5 | 4,0 |
| Mat. básicos, industria y construcción | 22,5 | -15,2 | -14,3 | -8,0 | 4,6 | 8,8 | 3,6 | 3,6 | -2,9 |
| Construcción | 17,7 | -14,9 | -6,9 | -9,3 | 4,0 | 14,6 | 3,0 | 3,0 | -1,6 |
| Fabricación y montaje de bienes de equipo | 9,9 | -29,2 | -12,2 | -8,8 | 4,7 | 6,7 | 2,1 | 2,1 | -0,4 |
| Minerales, metales y transformación de productos metálicos | 36,4 | -9,1 | -33,7 | -8,7 | -0,6 | 3,2 | -2,7 | -2,7 | -18,8 |
| Ingeniería y otros | 92,7 | -0,1 | -29,0 | 3,8 | 14,5 | -4,8 | 5,2 | 5,2 | 2,1 |
| Tecnología y telecomunicaciones | 22,8 | -12,8 | -20,9 | -18,3 | 1,1 | -0,3 | 11,5 | 11,5 | -5,7 |
| Telecomunicaciones y otros | 23,3 | -12,8 | -20,8 | -23,0 | 0,1 | -1,5 | 12,4 | 12,4 | -9,1 |
| Electrónica y <i>software</i> | 3,0 | -12,0 | -21,3 | 39,4 | 7,7 | 7,9 | 6,0 | 6,0 | 29,6 |
| Bienes de consumo | 26,3 | 17,0 | 5,7 | 55,6 | 16,5 | 9,1 | -0,2 | -0,2 | 40,3 |
| Textil, vestido y calzado | 38,3 | 28,6 | 12,7 | 66,2 | 18,5 | 9,1 | -3,0 | -3,0 | 45,4 |
| Alimentación y bebidas | 7,0 | 25,3 | -6,3 | 25,0 | 7,0 | 12,2 | -4,1 | -4,1 | 12,6 |
| Productos farmacéuticos y biotecnología | 14,5 | -22,2 | -7,3 | 68,3 | 23,1 | 4,4 | 14,8 | 14,8 | 60,6 |
| Servicios de consumo | 32,3 | -0,1 | -24,2 | 12,7 | 2,4 | 13,0 | 17,5 | 17,5 | 19,0 |
| Autopistas y aparcamientos | 36,2 | -10,1 | -3,7 | 5,7 | 7,6 | 8,5 | 8,0 | 8,0 | 8,8 |
| Transporte y distribución | 3,8 | 55,3 | -34,9 | 29,7 | -4,9 | 20,2 | 40,2 | 40,2 | 49,8 |

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

En relación a la evolución de las cotizaciones por sector, en el primer trimestre del año el sector más dinámico fue el de servicios de consumo (17,5%, tras avanzar un 12,7% en 2012), seguido de tecnología y telecomunicaciones (11,5%, en contraste con la caída del 18,3% en 2012), petróleo y energía (6,7%, frente al descenso del 16% en 2012), materiales básicos, industria y construcción y servicios financieros e inmobiliarios (ambos sectores avanzaron un 3,6%, frente a sendos retrocesos en 2012 del 8% y del 4,7%). El sector de bienes de consumo fue el único que experimentó un descenso durante el primer trimestre del año, si bien fue muy leve (del 0,2%, en contraste con un aumento del 55,6% en 2012). Un mayor nivel de detalle revela que los subsectores que registraron mayores crecimientos en el primer trimestre de 2013 correspondieron a transporte y distribución (dentro del sector de servicios de consumo), seguros (sector de servicios financieros e inmobiliarios), productos farmacéuticos y biotecnología (sector de bienes de consumo), telecomunicaciones y otros (sector de tecnología y telecomunicaciones) y petróleo (sector de petróleo y energía), con avances que oscilaron entre el 11% y el 41%. La mayoría de los subsectores contemplados presentaron revalorizaciones en el primer trimestre de 2013, con excepción de los subsectores de alimentación y bebidas y de textil, vestido y calzado (dentro del sector de bienes de consumo), inmobiliarias y otros (sector de servicios financieros e inmobiliarios) y minerales, metales y transformación de productos metálicos (sector de materiales básicos, industria y construcción). No obstante, todas las caídas de los anteriores subsectores fueron inferiores al 5%.

...y de los sectores.

En los primeros meses de 2013, la ratio entre el precio y los beneficios por acción¹³ (PER) del Ibex 35 moderaba el avance experimentado durante el segundo semestre de 2012, producido como consecuencia del fuerte repunte de los precios desde el tercer trimestre de 2012 y, en menor medida, de la caída en los beneficios esperados. El modesto avance del PER de la bolsa española en el primer trimestre del año estuvo en línea con la evolución de los PER de las bolsas de las principales economías avanzadas, manteniendo la posición intermedia entre los PER de estos índices en la que se situó desde el tercer trimestre de 2012. Así, el PER del Ibex 35 ascendía a 12,1 en marzo, ligeramente por encima del 11,7 de finales de 2012 y notablemente superior a los niveles de cierre de 2011 (9,2).

La ratio PER del Ibex 35 se incrementó con menos intensidad en los primeros meses de 2013...

El *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, se mantuvo relativamente estable desde el último trimestre de 2012, después del notable descenso registrado en el tercer trimestre de 2012, en el cual los movimientos al alza en el PER y a la baja en la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo fueron más intensos. Como consecuencia de estas variaciones, este indicador se situaba en 3,4 a mediados de marzo, ligeramente por encima de los valores de finales de 2012 (3,3) y considerablemente por debajo de los de junio de aquel año (5,2). Con todo, este indicador se situaba cerca del valor promedio histórico desde 1999 (3,2).

...mientras que el earning yield gap se estabilizó, tras el fuerte descenso que mostró en el tercer trimestre de 2012.

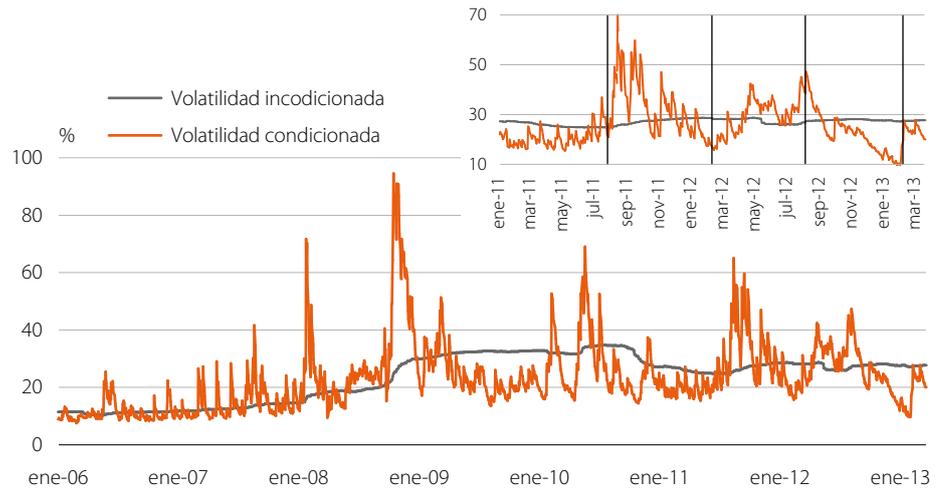
La volatilidad del Ibex 35, que había descendido notablemente desde el máximo alcanzado a finales de julio de 2012 (próximo al 50%) hasta finales de año, mostró un comportamiento algo más errático en los primeros meses de 2013, pero se mantuvo en niveles reducidos en términos históricos (ligeramente por encima del 20%).

Fuerte descenso de la volatilidad del mercado desde los máximos de mediados de 2012...

13 Según los beneficios previstos a un año.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 12



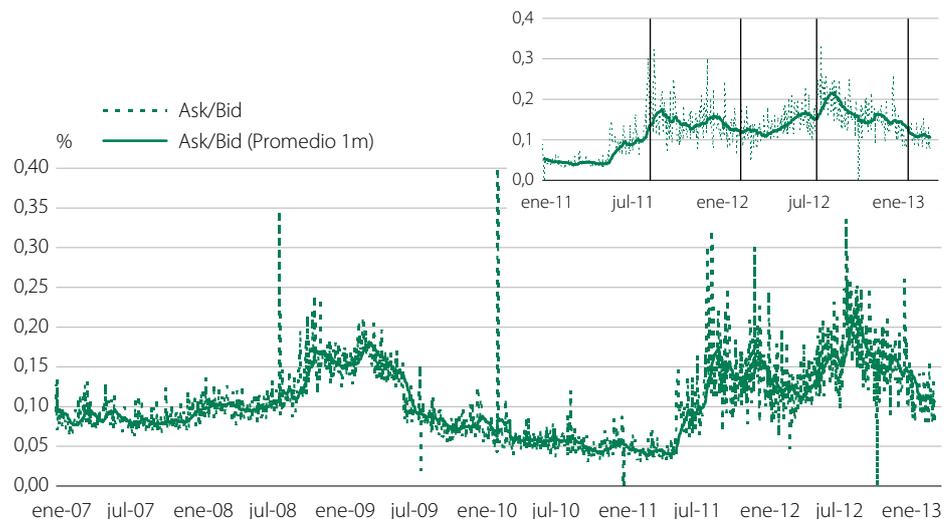
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva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

...y mejora notable de la liquidez.

En el primer trimestre de 2013, se reanudó la tendencia de mejora en las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial entre precios de compra y venta (*bid-ask spread*), que tuvo lugar en los meses de septiembre y octubre de 2012 y que se interrumpió durante los dos últimos meses de aquel año, como muestra la relativa estabilidad de este indicador en dicho periodo (véase gráfico 13). Así, esta magnitud se situaba en el 0,11% en marzo, desde el 0,15% de finales de 2012 y el 0,21% en agosto del mismo año, e igualaba el valor promedio de la serie histórica disponible desde 2003.

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 13



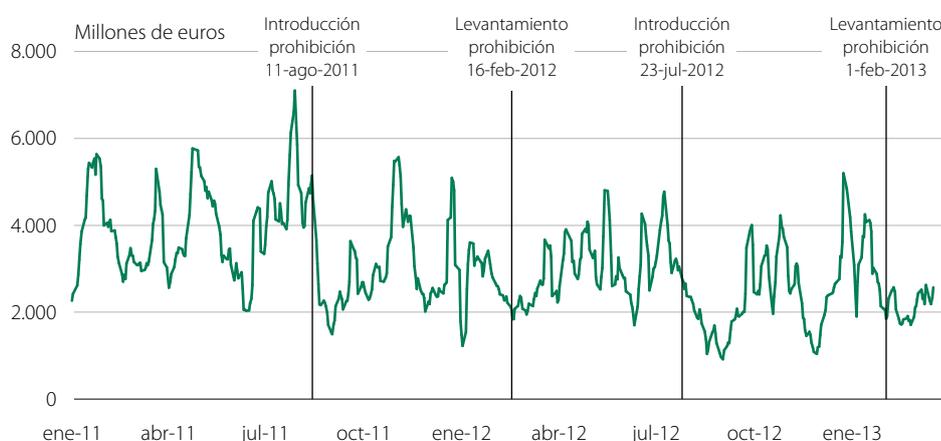
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva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

La contratación del mercado bursátil nacional en los tres primeros meses de 2013 (hasta el 15 de marzo) alcanzó los 138.674 millones de euros, un 4,3% menos que en el periodo análogo del año anterior (véase cuadro 7). La contratación media diaria ascendió a 2.616 millones en el primer trimestre del año, por encima del nivel promedio del segundo semestre de 2012 (2.261 millones) y por debajo del registrado en el primer semestre de aquel año (2.964 millones). Como ilustra el gráfico 14, tras la introducción de restricciones a la operativa de ventas en corto, se observa una caída en los volúmenes de contratación en un periodo cercano a las veinte sesiones hábiles, frente al aumento de la contratación que tuvo lugar en las siete sesiones hábiles posteriores a su levantamiento¹⁴. No obstante, los volúmenes de contratación en los mercados de renta variable domésticos en el primer trimestre de 2013 continuaban en niveles mínimos desde el inicio de la crisis¹⁵.

Los volúmenes de contratación en el mercado de renta variable continúan siendo muy reducidos en términos históricos.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de marzo de 2013.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 4.988 millones de euros en los tres primeros meses de 2013, importe un 57% superior al volumen emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 8). El capital captado en el periodo transcurrido de 2013 está condicionado por una gran operación de saneamiento de una entidad de crédito efectuada por el FROB previamente a su venta a un tercero, en contraste con las emisiones realizadas en el mismo periodo del año anterior, que tuvieron su origen en la fusión por absorción de una entidad de crédito sobre otra (36% del total en ese periodo), en la ampliación de capital de un banco mediano (28%) y en una oferta de suscripción de acciones dirigida a titulares de determinadas emisiones de participaciones preferentes y de deuda subordinada efectuadas por otro banco mediano (27%).

Las emisiones de renta variable han aumentado de forma notable en el primer trimestre de 2013 debido a las operaciones relacionadas con el proceso de saneamiento del sistema financiero.

14 Para un análisis más detallado del impacto derivado de las restricciones a las ventas en corto que ha tenido lugar desde 2011 sobre las acciones cotizadas en la zona del euro, véase el artículo de este Boletín Trimestral con el título «Estudio empírico sobre las prohibiciones de las ventas en corto en Europa en 2011 y 2012», de Carlos Aparicio Roqueiro.

15 Tomando en consideración volúmenes medios diarios en el año, este mínimo corresponde al año 2012 (2.607 millones de euros), frente a los volúmenes superiores registrados desde 2008 hasta 2011 (4.895 millones en 2008, 3.489 millones en 2009, 4.052 millones en 2010 y 3.616 millones en 2011).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | III-12 | IV-12 | I-13 ¹ |
|---|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Total bolsas | 886.135 | 1.037.284 | 925.667 | 667.443 | 153.483 | 138.303 | 138.674 |
| Mercado continuo | 880.544 | 1.032.447 | 920.879 | 663.076 | 152.438 | 137.463 | 137.516 |
| Corros | 73 | 165 | 48 | 40 | 8 | 8 | 5 |
| de los que SICAV ² | 20 | 8 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MAB ³ | 5.080 | 4.148 | 4.380 | 4.025 | 947 | 755 | 1.070 |
| Segundo mercado | 3 | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Latibex | 435 | 521 | 358 | 302 | 90 | 77 | 84 |
| Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas) | 64,5 | 75,3 | 81,3 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 15 de marzo.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado Alternativo Bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 8

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | III-12 | IV-12 | I-13 ² |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-------------------|
| IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros) | 11.391 | 16.017 | 17.146 | 21.142 | 5.695 | 6.962 | 4.988 |
| Ampliaciones de capital | 11.389 | 15.407 | 17.019 | 19.911 | 5.291 | 6.186 | 4.988 |
| De ellas, mediante OPS | 17 | 959 | 6.239 | 2.457 | 75 | 0 | 0 |
| Tramo nacional | 15 | 62 | 5.827 | 2.457 | 75 | 0 | 0 |
| Tramo internacional | 2 | 897 | 412 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) | 2 | 610 | 127 | 1.231 | 405 | 776 | 0 |
| Tramo nacional | 2 | 79 | 125 | 1.231 | 405 | 776 | 0 |
| Tramo internacional | 0 | 530 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴ | 53 | 69 | 92 | 105 | 27 | 30 | 26 |
| Ampliaciones de capital | 53 | 67 | 91 | 103 | 26 | 29 | 26 |
| De ellas, mediante OPS | 2 | 12 | 8 | 7 | 1 | 0 | 0 |
| De ellas, liberadas | 11 | 15 | 22 | 22 | 10 | 4 | 9 |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) | 1 | 3 | 2 | 3 | 1 | 1 | 0 |

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.

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.

Recuadro 3: «Modificación de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores»

El 31 de diciembre de 2012 se publicó el Real Decreto 1698/2012, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folletos y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores. De este modo se terminan de trasponer las disposiciones recogidas en la Directiva 2010/73/UE y que hasta la fecha habían sido introducidas en la legislación española tan solo parcialmente. Tal y como el propio legislador manifiesta en el preámbulo del nuevo real decreto, se persigue reducir las cargas administrativas conexas a la publicación de un folleto informativo, al tiempo que modernizar y mejorar algunas cuestiones del régimen aplicable a dichos folletos.

En concreto, las novedades más relevantes introducidas son las siguientes:

- Se actualizan algunos de los parámetros de consideración de oferta pública de venta de valores, de modo que con la nueva legislación quedan exceptuados de la obligación de elaborar un folleto informativo las ventas de valores en los casos siguientes:
 - a) Cuando el valor nominal unitario o el importe mínimo de suscripción sea mayor o igual a 100.000 euros (anteriormente, 50 mil euros).
 - b) Cuando el número de personas a las que vaya dirigida la venta de valores sea menor o igual a 150 (anteriormente, 100 personas).
 - c) Cuando el importe total de la oferta sea igual o inferior a cinco millones de euros (anteriormente, 2.500.000 euros), considerando un periodo total de doce meses.
- En el caso de reventas posteriores de valores a través de intermediarios financieros, no se exigirá otro folleto informativo cuando ya exista un folleto válido y el emisor o la persona responsable de la elaboración de dicho folleto haya autorizado su uso mediante consentimiento escrito.
- La vigencia de un folleto informativo comenzará con el registro del mismo en la CNMV, en vez de en el momento de su publicación. Así mismo, se introduce la obligación de publicar el folleto en formato electrónico en la página web del emisor.
- Se introduce el concepto de información fundamental, definida como la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado. Asimismo, se modifica la definición de inversor cualificado para unificarla con lo establecido en otras legislaciones, en concreto con la definición de inversor profesional recogida en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID).
- Existen varias disposiciones que se refieren al resumen de los folletos informativos. En primer lugar, se introduce un formato específico, armonizado

con el resto de los países europeos, para la elaboración de este documento, el cual deberá contener, en todo caso, la información fundamental mencionada anteriormente. En segundo lugar, no será necesaria la elaboración del resumen en las admisiones a negociación de valores no participativos con importe nominal unitario superior a cien mil euros. Por último, la persona que solicita la admisión a negociación de valores en mercados secundarios españoles deberá traducir al castellano el resumen cuando el folleto informativo no esté redactado en este idioma.

- Hay dos novedades que afectan a las condiciones finales elaboradas al amparo de folletos de base. Por un lado se clarifica el tratamiento de las condiciones finales en los folletos con pasaporte comunitario, estableciéndose la obligación de comunicación de las mismas a las autoridades del Estado miembro de acogida. Por otro lado, se exige a los pagarés con plazo de vencimiento inferior a doce meses de la obligación de presentar condiciones finales con cada una de las ofertas o admisiones a negociación.

Finalmente, cabe mencionar que la reforma de la legislación aplicable a folletos de ofertas públicas y admisión a negociación se completa con la aplicación del Reglamento de la Comisión Europea 486/2012, de 30 de marzo de 2012, que modifica el Reglamento de Folletos y que está en vigor desde el 1 de julio del año pasado. Entre las novedades incluidas en dicho Reglamento cabe mencionar la introducción de un modelo simplificado de folleto para ciertas operaciones y del modelo normalizado de condiciones finales.

3.2 Los mercados de renta fija

Descenso sustancial de las tensiones en los mercados de deuda domésticos a lo largo de los últimos meses,...

Las tensiones presentes en los mercados de deuda domésticos, que fueron sustanciales en los meses centrales de 2012, se han relajado sensiblemente desde el tercer trimestre del año, como consecuencia del anuncio del BCE de un nuevo programa de compra de deuda soberana europea en los mercados secundarios¹⁶, de los avances en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español y del esfuerzo en materia de consolidación fiscal. El descenso de la incertidumbre de los agentes ha dado lugar a: (i) caídas significativas en los tipos de interés de los instrumentos de renta fija del sector público y privado de la economía, (ii) disminuciones sustanciales de las primas de riesgo de crédito de estos sectores, (iii) fuertes aumentos de la contratación de deuda pública en los mercados secundarios y (iv) notable incremento de la proporción de deuda del Estado en manos de no residentes. También se ha observado una desvinculación notable entre la evolución de los precios de los instrumentos financieros emitidos por el sector público y aquellos emitidos por el sector bancario.

...que ha permitido una reducción significativa de los tipos de interés del sector público y privado a corto plazo...

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaban el año en niveles del 1,1%, el 1,7% y el 2,2% en los plazos de tres, seis y doce meses,

¹⁶ Este programa de compra de deuda soberana (denominado en inglés *outright monetary transactions*, OMT) tiene como objetivo la deuda con vencimiento en el tramo corto de la curva (entre uno y tres años) y exige previamente la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno a los mecanismos europeos habilitados a tal efecto (véase http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

respectivamente, prosiguieron a la baja en el primer trimestre de 2013 hasta situarse en el 0,3%, el 0,9% y el 1,4% en el promedio mensual de marzo (véase cuadro 9). La caída de los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo, que en el segundo semestre de 2012 fue muy intensa en el plazo de doce meses, fue relativamente homogénea entre los diferentes plazos a lo largo del primer trimestre de 2013, al oscilar entre los 76 p.b. y los 88 p.b. Por su parte, los tipos de interés de los pagarés, que se habían mantenido relativamente estables a lo largo del último trimestre de 2012, mostraron fuertes descensos en los primeros meses de 2013, que oscilaron entre los 138 p.b. en el plazo de tres meses y los 190 p.b. en el plazo de doce meses.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

| % | dic-10 | dic-11 | dic-12 | sep-12 | dic-12 | mar-13 ³ |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| Letras del Tesoro | | | | | | |
| 3 meses | 1,60 | 2,20 | 1,14 | 0,93 | 1,14 | 0,33 |
| 6 meses | 2,71 | 3,47 | 1,68 | 1,74 | 1,68 | 0,92 |
| 12 meses | 3,09 | 3,27 | 2,23 | 2,52 | 2,23 | 1,35 |
| Pagarés de empresa² | | | | | | |
| 3 meses | 1,37 | 2,74 | 2,83 | 2,85 | 2,83 | 1,45 |
| 6 meses | 2,52 | 3,52 | 3,58 | 3,56 | 3,58 | 1,75 |
| 12 meses | 3,04 | 3,77 | 3,80 | 3,69 | 3,80 | 1,90 |

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de marzo.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que en los momentos de mayor tensión en los mercados en julio del año anterior superaron ampliamente el 7%, descendieron sustancialmente desde entonces. Como se observa en el cuadro 10, el promedio de marzo de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 2,8%, el 3,6% y el 4,9%, respectivamente, unos niveles notablemente inferiores a los registrados a finales de 2010, 2011 y 2012. Esta evolución fue paralela a la experimentada por las rentabilidades de la renta privada a largo plazo, que se situaban en marzo en el 3,2%, el 4,1% y el 6,8% en los plazos de tres, cinco y diez años, valores inferiores en 270 p.b. a los máximos registrados en la parte central de 2012.

...a largo plazo...

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

| % | dic-10 | dic-11 | dic-12 | sep-12 | dic-12 | mar-13 ² |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| Renta fija pública | | | | | | |
| 3 años | 3,87 | 4,01 | 3,40 | 3,88 | 3,40 | 2,78 |
| 5 años | 4,65 | 4,65 | 4,22 | 4,84 | 4,22 | 3,60 |
| 10 años | 5,38 | 5,50 | 5,33 | 5,92 | 5,33 | 4,90 |
| Renta fija privada | | | | | | |
| 3 años | 4,31 | 5,63 | 3,76 | 5,32 | 3,76 | 3,19 |
| 5 años | 5,44 | 6,35 | 4,71 | 6,47 | 4,71 | 4,07 |
| 10 años | 6,42 | 9,24 | 7,70 | 9,13 | 7,70 | 6,79 |

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

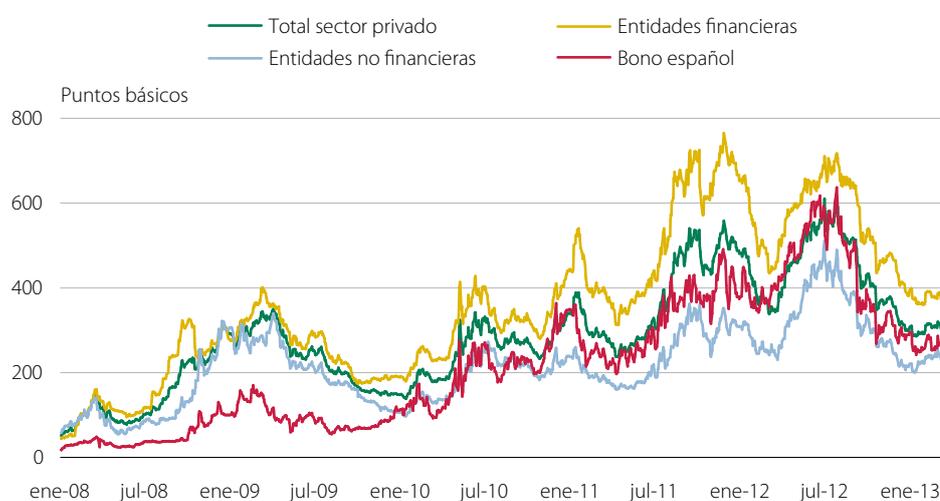
2 Datos a 15 de marzo.

...y también de las primas de riesgo de crédito, en un marco de descenso del contagio entre las economías europeas.

En línea con la evolución de los tipos de interés de la economía, la prima de riesgo soberano aproximada por el CDS del bono español a cinco años, que había alcanzado máximos cercanos a los 640 p.b. a finales de julio, descendió intensamente desde entonces, hasta situarse en niveles cercanos a los 300 p.b. a finales de año y a los 270 p.b. a mediados de marzo (véase gráfico 15). Por su parte, el diferencial de tipos de interés entre el bono español de deuda pública a diez años y el bono alemán pasó de valores cercanos a los 635 p.b. a finales de julio hasta los 396 p.b. a finales de diciembre y los 344 p.b. a mediados de marzo de 2013. El descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano fue generalizado entre las diferentes economías europeas, en un marco de notable descenso de los indicadores de contagio de riesgo de crédito desde las economías más frágiles hacia las más sólidas (véase gráfico 5).

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 15

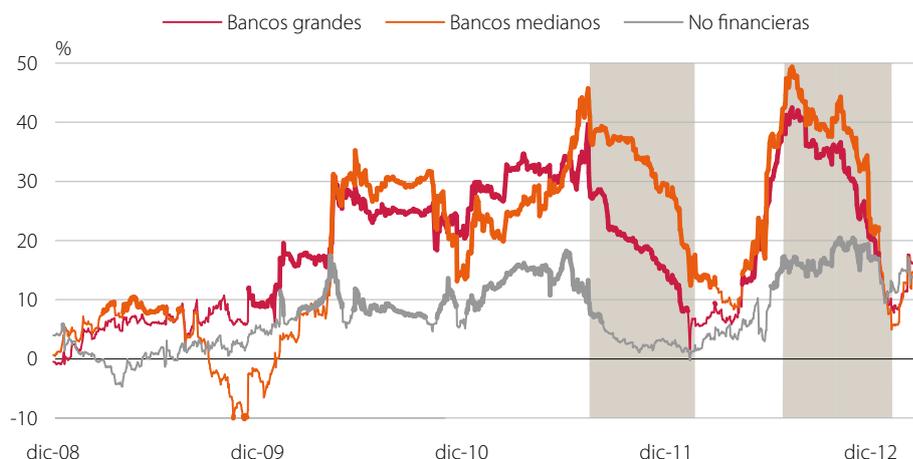


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de marzo.

También se observa una cierta desvinculación entre los movimientos del precio de la deuda pública y de las acciones españolas.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado mostraron una evolución similar a la de la deuda pública a lo largo de 2012 y los primeros meses de 2013, con fuertes ascensos hasta el mes de julio y reversión de esta tendencia desde entonces. Como se observa en el gráfico 15, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de los emisores privados, que en periodos de normalidad en el mercado de deuda se sitúa en niveles superiores a la prima de riesgo de la deuda pública, fue similar a esta durante el periodo de mayor incertidumbre como consecuencia del fuerte incremento de la prima de riesgo de las entidades financieras. Así, el promedio de la prima de riesgo de los CDS del sector privado de la economía española, que alcanzó unos máximos superiores a los 600 p.b. a finales de julio de 2012, descendía hasta valores inferiores a los 300 p.b. a mediados de marzo. Entre esas mismas fechas, la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras (en media) descendió desde máximos superiores a los 700 p.b. hasta niveles cercanos a los 370 p.b., y la de las sociedades financieras disminuyó desde valores máximos cercanos a los 500 p.b. hasta niveles ligeramente superiores a los 220 p.b. En este marco de sustancial descenso de las primas de riesgo de crédito de los diferentes sectores de la economía española, cabe señalar la notable desvinculación entre los movimientos de los precios de la deuda pública y de las acciones españolas desde el mes de agosto de 2012 (véase gráfico 16).



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 Para cada cartera se realiza una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), en ventanas móviles de seis meses, donde la variable del lado izquierdo de la ecuación es la rentabilidad (log) de la cartera de acciones y la del lado derecho la rentabilidad (log) del Eurostoxx 300 y la de una cartera larga en deudas nacionales y corta en deuda alemana (índices Iboxx). El coeficiente correspondiente a la cartera de deuda pública se multiplica por la desviación típica en el periodo de la rentabilidad de la cartera de deuda pública y se divide por la desviación típica en el mismo periodo de la rentabilidad de la cartera de acciones.
- 2 La zona sombreada indica el periodo de vigencia de las prohibiciones de ventas en corto en España.
- 3 Para cada indicador de correlación se muestra la línea como gruesa o delgada. Que sea gruesa representa que para la estimación de dicho periodo, no se puede rechazar que el coeficiente de la regresión para la variable que representa la inversa de la prima de riesgo sea significativamente distinto de cero al 10%.

La relajación de las tensiones en los mercados financieros que tuvo lugar desde finales de julio de 2012 hasta finales de aquel año y su estabilización desde principios de 2013 ha sido aprovechada por las entidades españolas, especialmente, las entidades de crédito, para efectuar emisiones de valores negociables de deuda y, simultáneamente, reducir su dependencia neta de la financiación del Eurosistema. Así, en el conjunto de 2012, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 357.830 millones de euros, un 23,8% más que en 2011. Este incremento en el volumen emitido en 2012 supone un acercamiento a los niveles de 2009 y tuvo su origen en el aumento de las emisiones de bonos simples avalados por el Estado, cédulas hipotecarias y pagarés, que compensaron la caída de las emisiones de bonos de titulización.

No obstante, el dinamismo de las emisiones de renta fija en el periodo transcurrido de 2013 ha sido notablemente inferior al observado a lo largo del año anterior, especialmente en pagarés y cédulas hipotecarias. Así, en los tres primeros meses del año las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 40.585 millones de euros, volumen un 60% inferior al contabilizado en el mismo periodo de 2012. Las mayores caídas, en términos interanuales, correspondieron a los pagarés y a las cédulas hipotecarias, que se redujeron, respectivamente, un 78% hasta 9.026 millones y un 60% hasta 8.195 millones, hasta suponer el 22% y el 20% de las emisiones totales, respectivamente. También fue significativa, aunque menos relevante por su reducido peso en el total, la caída de las emisiones de bonos convertibles, del 62%, hasta 425 millones de euros.

La actividad en los mercados primarios también mejoró sensiblemente desde mediados de 2012,...

...aunque ha perdido cierta intensidad en los primeros meses de 2013 debido a la moderación de las emisiones de pagarés y cédulas hipotecarias y,...

Por su parte, el descenso de la emisión de bonos simples fue menor, del 42% interanual, hasta registrar 15.562 millones de euros, equivalentes al 38% del total (29% en el primer trimestre de 2012 y 24% en el conjunto de aquel año). La práctica totalidad de las emisiones de bonos simples en el último trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013 correspondió a los bonos avalados por el Estado emitidos por la SAREB como contrapartida a la transferencia de activos de las entidades de crédito del Grupo 1 y del Grupo 2 a aquella sociedad. La mayoría de los bonos simples emitidos en el primer trimestre de 2012 también tuvieron su origen en la emisión de bonos avalados por el Estado pero, a diferencia de lo anterior, fueron emitidos por las entidades de crédito con el fin de utilizarlos como colateral en las operaciones de financiación del BCE.

...en menor medida, de bonos simples, la mayoría avalados por el Estado.

Por su parte, las emisiones de bonos de titulización se situaron en 7.377 millones de euros (18% del total emitido, frente al 7% en 2012), importe un 20% inferior al de hace un año, lo que refleja la continuación de la atonía en la actividad emisora en este tipo de instrumento. Finalmente, en el periodo acumulado de 2013 no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes, como ocurriera en el periodo análogo del año anterior, ni de cédulas territoriales (frente a 2.500 millones registrados en el primer trimestre de 2011).

Las emisiones de bonos de titulización continuaron en niveles muy reducidos.

En cuanto a las emisiones de renta fija en el exterior por parte de las entidades domésticas, las mismas se situaron por encima de 92 mil millones de euros en 2012, un 23,3% menos que en 2011 (véase cuadro 11). La menor actividad emisora en instrumentos a corto plazo explicó esta caída, pues las emisiones a largo plazo mantuvieron el dinamismo observado en los años previos hasta suponer el 54,7% del total (42,8% en 2011).

Las emisiones de renta fija en el exterior descendieron en 2012 por el retroceso de los instrumentos a corto plazo.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁷

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 6,3% en el conjunto de 2012 hasta situarse en algo más de 124 mil millones de euros a finales de año, marcando un nuevo mínimo histórico no observado desde la segunda mitad de la década de los noventa. La pérdida de patrimonio de los fondos, superior a 8.300 millones de euros, tuvo su origen exclusivamente en el volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes (que ascendió a 11.500 millones de euros), ya que la cartera de estas instituciones se revalorizó un 5,5% en el conjunto del ejercicio (véase cuadro 13). Más del 80% de la caída del patrimonio de los fondos se concentró en el segundo trimestre, ya que el incremento de las tensiones en los mercados financieros a lo largo de aquellos meses propició fuertes salidas de recursos en la industria y pérdidas notables en el valor de los instrumentos de la cartera. Por ca-

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 6,3% en 2012 hasta los 124 mil millones de euros, por los fuertes reembolsos efectuados por los partícipes.

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

tegorías, las mayores disminuciones de patrimonio se produjeron en los fondos de renta fija (6.280 millones de euros), en los garantizados de renta variable (3.600 millones de euros) y, en menor medida, en los fondos de retorno absoluto (1.388 millones de euros). Únicamente fueron destacables las entradas de recursos, aunque con un patrón algo irregular en el tiempo, en los fondos garantizados de renta fija y en los fondos de gestión pasiva.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

| Millones de euros | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 | | | |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | I | II | III | IV |
| Total fondos de inversión | -25.580,9 | -10.839,0 | -11.495,4 | -1.652,3 | -3.095,8 | -3.176,6 | -3.570,7 |
| Rta. fija ¹ | -27.150,0 | -10.427,7 | -5.662,5 | -726,9 | -1.781,3 | -1.880,9 | -1.273,4 |
| Rta. fija mixta ² | -1.416,9 | -1.925,7 | -651,6 | -237,9 | -123,6 | -173,6 | -116,5 |
| Rta. vble. mixta ³ | -90,1 | -320,5 | -281,6 | -134,0 | -26,0 | -68,3 | -53,3 |
| Rta. vble. euro ⁴ | -696,9 | 152,0 | -109,7 | -151,5 | 67,8 | -2,1 | -23,9 |
| Rta. vble. internacional ⁵ | 1.151,9 | -817,6 | -370,2 | -14,0 | -113,8 | -55,9 | -186,5 |
| Gar. rta. fija | 4.716,0 | 7.228,3 | -334,5 | 584,1 | -2,6 | 58,5 | -974,5 |
| Gar. rta. vble. ⁶ | -2.500,1 | -3.061,6 | -3.353,1 | -731,6 | -700,6 | -805,1 | -1.115,8 |
| Fondos globales | 323,7 | 945,3 | -7,8 | 157,9 | -72,1 | -101,1 | 7,5 |
| De gestión pasiva ⁷ | -790,3 | -274,5 | 572,1 | 29,3 | 114,6 | 67,8 | 360,4 |
| Retorno absoluto ⁷ | 871,8 | -2.337,0 | -1.296,5 | -427,7 | -458,2 | -215,9 | -194,7 |

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

También continuó disminuyendo el número de fondos registrado...

Como en ejercicios previos, el número de fondos de inversión continuó disminuyendo en 2012. Así, el número de estas instituciones pasó de 2.310 a finales de 2011 a 2.185 a finales de 2012, lo que supone un descenso de 125 fondos. De forma paralela a la evolución de su patrimonio, la mayor reducción en el número de fondos se produjo en las categorías de renta fija (54) y en los garantizados de renta variable (59), mientras que en los garantizados de renta fija y en los fondos de gestión pasiva el número de fondos se incrementó.

| Número | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 | | | |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | | I | II | III | IV |
| Total fondos de inversión | 2.408 | 2.310 | 2.185 | 2.300 | 2.255 | 2.197 | 2.185 |
| Rta. fija ¹ | 537 | 508 | 454 | 491 | 479 | 459 | 454 |
| Rta. fija mixta ² | 160 | 140 | 125 | 140 | 132 | 128 | 125 |
| Rta. vble. mixta ³ | 138 | 128 | 117 | 130 | 122 | 119 | 117 |
| Rta. vble. euro ⁴ | 172 | 148 | 127 | 143 | 135 | 129 | 127 |
| Rta. vble. internacional ⁵ | 232 | 220 | 211 | 222 | 220 | 214 | 211 |
| Gar. rta. fija | 276 | 351 | 398 | 375 | 385 | 393 | 398 |
| Gar. rta. vble. ⁶ | 499 | 420 | 361 | 404 | 384 | 369 | 361 |
| Fondos globales | 192 | 203 | 192 | 200 | 198 | 194 | 192 |
| De gestión pasiva ⁷ | 61 | 59 | 85 | 64 | 75 | 75 | 85 |
| Retorno absoluto ⁷ | 141 | 133 | 115 | 131 | 125 | 117 | 115 |
| Patrimonio (millones de euros) | | | | | | | |
| Total fondos de inversión | 143.918,2 | 132.368,6 | 124.039,9 | 131.994,5 | 125.120,7 | 125.108,2 | 124.039,9 |
| Rta. fija ¹ | 56.614,6 | 46.945,5 | 40.664,6 | 45.101,8 | 42.837,8 | 41.512,2 | 40.664,6 |
| Rta. fija mixta ² | 7.319,0 | 5.253,6 | 5.500,9 | 5.686,9 | 5.430,9 | 5.512,9 | 5.500,9 |
| Rta. vble. mixta ³ | 3.470,5 | 2.906,1 | 3.179,9 | 3.234,2 | 3.040,3 | 3.116,2 | 3.179,9 |
| Rta. vble. euro ⁴ | 5.356,8 | 4.829,2 | 5.270,2 | 4.815,6 | 4.516,5 | 4.891,7 | 5.270,2 |
| Rta. vble. internacional ⁵ | 8.037,3 | 6.281,2 | 6.615,0 | 6.813,2 | 6.373,7 | 6.663,2 | 6.615,0 |
| Gar. rta. fija | 26.180,2 | 35.058,0 | 36.445,0 | 36.677,0 | 35.421,7 | 36.489,9 | 36.445,0 |
| Gar. rta. vble. ⁶ | 22.046,5 | 18.014,5 | 14.412,7 | 17.408,5 | 15.943,0 | 15.383,0 | 14.412,7 |
| Fondos globales | 4.440,3 | 5.104,7 | 4.358,6 | 4.545,5 | 4.272,1 | 4.288,4 | 4.358,6 |
| De gestión pasiva ⁷ | 2.104,8 | 1.986,2 | 2.991,2 | 2.053,9 | 2.190,9 | 2.456,2 | 2.991,2 |
| Retorno absoluto ⁷ | 8.348,1 | 5.989,7 | 4.601,9 | 5.657,8 | 5.093,9 | 4.794,4 | 4.601,9 |
| Participes | | | | | | | |
| Total fondos de inversión | 5.160.889 | 4.835.193 | 4.410.741 | 4.759.243 | 4.634.772 | 4.531.940 | 4.410.741 |
| Rta. fija ¹ | 1.622.664 | 1.384.946 | 1.261.634 | 1.362.443 | 1.326.504 | 1.297.686 | 1.261.634 |
| Rta. fija mixta ² | 270.341 | 206.938 | 188.574 | 204.653 | 195.137 | 193.992 | 188.574 |
| Rta. vble. mixta ³ | 171.336 | 145.150 | 138.096 | 145.472 | 141.784 | 140.387 | 138.096 |
| Rta. vble. euro ⁴ | 266.395 | 237.815 | 220.433 | 224.886 | 225.774 | 220.342 | 220.433 |
| Rta. vble. internacional ⁵ | 501.138 | 448.539 | 398.664 | 442.753 | 432.816 | 417.276 | 398.664 |
| Gar. rta. fija | 790.081 | 1.042.658 | 1.075.852 | 1.071.544 | 1.070.002 | 1.082.897 | 1.075.852 |
| Gar. rta. vble. ⁶ | 1.065.426 | 912.298 | 727.867 | 874.249 | 832.332 | 783.203 | 727.867 |
| Fondos globales | 105.720 | 127.336 | 101.321 | 113.396 | 105.966 | 105.824 | 101.321 |
| De gestión pasiva ⁷ | 90.343 | 100.416 | 125.003 | 101.901 | 108.166 | 110.678 | 125.003 |
| Retorno absoluto ⁷ | 277.445 | 229.097 | 173.297 | 217.946 | 196.291 | 179.655 | 173.297 |
| Rentabilidad⁸ (%) | | | | | | | |
| Total fondos inversión | 0,35 | -0,08 | 5,50 | 2,41 | -1,75 | 2,72 | 2,08 |
| Rta. fija ¹ | 0,11 | 1,56 | 3,54 | 1,51 | -0,47 | 1,35 | 1,12 |
| Rta. fija mixta ² | -0,54 | -1,34 | 4,95 | 2,3 | -1,55 | 2,41 | 1,75 |
| Rta. vble. mixta ³ | -0,98 | -5,64 | 7,83 | 3,25 | -2,9 | 4,12 | 3,3 |
| Rta. vble. euro ⁴ | -2,94 | -11,71 | 12,31 | 3,34 | -6,34 | 8,16 | 7,28 |
| Rta. vble. internacional ⁵ | 14,22 | -10,83 | 13,05 | 8,91 | -3,63 | 5,27 | 2,32 |
| Gar. rta. fija | -0,67 | 3,28 | 4,85 | 2,48 | -2,32 | 2,42 | 2,27 |
| Gar. rta. vble. ⁶ | -1,79 | 0,14 | 5,07 | 1,63 | -2,43 | 3,89 | 1,99 |
| Fondos globales | 3,22 | -4,64 | 7,44 | 3,56 | -1,23 | 2,95 | 2,03 |
| De gestión pasiva ⁷ | -2,36 | -7,33 | 7,1 | 1,97 | -4,31 | 5,50 | 4,04 |
| Retorno absoluto ⁷ | 1,53 | -1,87 | 3,84 | 1,68 | -1,04 | 1,81 | 1,36 |

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2009, 2010 y 2011. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... y de partícipes,...

El número de partícipes en fondos de inversión se situó en 4.410.000 a finales de 2012, 424 mil menos que a finales de 2011. La disminución del número de partícipes, que tuvo una intensidad relativamente estable a lo largo del año, se concentró en los fondos garantizados de renta variable (184 mil partícipes) y en los fondos de renta fija (123 mil partícipes).

...si bien estas tendencias parecen haberse revertido parcialmente en los primeros meses de 2013.

Los datos preliminares correspondientes al mes de enero de 2013 parecen apuntar a una cierta reversión de estas tendencias. El patrimonio de los fondos de inversión se habría incrementado un 2% en dicho mes, hasta los 126,5 mil millones de euros, como consecuencia tanto de la revalorización de la cartera (1,1%) como de las suscripciones netas de fondos (superiores a los mil millones de euros). La reciente limitación impuesta sobre la remuneración de los depósitos bancarios habría favorecido las entradas de recursos en las categorías de fondos que se pueden considerar como cuasi-sustitutas de los depósitos, que son fundamentalmente las de renta fija (incluidos los garantizados). También fueron notables las suscripciones de fondos de gestión pasiva.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguieron mejorando en 2012.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del segundo semestre de 2012, tanto en términos absolutos como relativos. Así, como se observa en el cuadro 14, el volumen de activos de liquidez reducida pasó de 6.448 millones de euros en junio de 2012 a 5.390 millones de euros en diciembre, lo que supone un descenso superior a los mil millones de euros (-16,4%). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 5,2% del patrimonio total de los fondos en junio de 2012 al 4,3% en diciembre del mismo año. En relación a la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, cabe señalar el aumento de la importancia relativa de la deuda de entidades financieras con calificación inferior a AA (desde el 69% hasta el 76%) y el descenso de la importancia relativa de las titulizaciones (desde el 21% hasta el 14%).

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

| Tipo de activo | Inversiones de liquidez reducida | | | | | |
|--|----------------------------------|--------------|--------------|-------------------------|------------|------------|
| | Millones de euros | | | % s/total de la cartera | | |
| | jun-12 | sep-12 | dic-12 | jun-12 | sep-12 | dic-12 |
| Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA | 466 | 425 | 348 | 24% | 27% | 23% |
| Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA | 4.443 | 4.514 | 4.120 | 19% | 20% | 19% |
| Renta fija no financiera | 165 | 132 | 148 | 6% | 4% | 5% |
| Titulizaciones | 1.374 | 966 | 774 | 50% | 41% | 42% |
| Titulización AAA | 65 | 53 | 44 | 95% | 96% | 97% |
| Resto de titulizaciones | 1.309 | 912 | 730 | 49% | 40% | 40% |
| Total | 6.448 | 6.037 | 5.390 | 21% | 20% | 20% |
| % sobre patrimonio FI | 5,2 | 4,8 | 4,3 | | | |

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

El ajuste del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias en el ámbito nacional continuó complicando la actividad de las IIC inmobiliarias en 2012, cuya rentabilidad volvió a empeorar en dicho ejercicio. A finales de aquel año, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2011. De ellos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) permaneció en ocho a lo largo de todo el año 2012.

El ajuste del sector inmobiliario y de la construcción continuó complicando la actividad de las IIC inmobiliarias en 2012.

En relación con los FII, la evolución de sus variables más representativas en 2012 fue similar a la observada a lo largo de los últimos ejercicios, aunque los retrocesos fueron de una magnitud inferior (salvo en rentabilidad). Así, el patrimonio de estas instituciones descendió un 6,5% en 2012, hasta los 4.202 millones de euros, y el número de partícipes disminuyó en 4.517, hasta los 25.218. La rentabilidad del conjunto de FII fue negativa en todos los trimestres del año, dando lugar a un retroceso anual del 5,96% (véase cuadro 15). En estas instituciones, una parte mayoritaria del patrimonio continuaba en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora.

En los FII, el patrimonio cayó un 6,5% en 2012 y la rentabilidad fue del -6,0%.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 15

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 | | | |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | I | II | III | IV |
| FONDOS | | | | | | | | |
| Número | 8 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Partícipes | 83.583 | 75.280 | 29.735 | 25.218 | 29.754 | 27.716 | 27.587 | 25.218 |
| Patrimonio (millones de euros) | 6.465 | 6.116 | 4.495 | 4.202 | 4.447 | 4.386 | 4.314 | 4.202 |
| Rentabilidad (%) | -8,31 | -4,74 | -3,23 | -5,96 | -0,86 | -1,23 | -1,83 | -2,17 |
| SOCIEDADES | | | | | | | | |
| Número | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Accionistas | 928 | 943 | 943 | 937 | 939 | 939 | 935 | 937 |
| Patrimonio (millones de euros) | 309 | 322 | 313 | 284,1 | 310,8 | 305,1 | 294,7 | 284,1 |

Fuente: CNMV.

¹ IIC que han remitido estados reservados.

Por su parte, el patrimonio de las SII descendió un 9,2% en 2012 hasta los 284 millones de euros, mientras que el número de partícipes se redujo ligeramente desde los 943 en 2011 hasta los 937 a finales de 2012.

En las SII el patrimonio cedió un 9,2%.

IIC de inversión libre

En la industria de IIC de inversión libre continuó la atonía en el segmento de IIC de inversión libre, profundamente afectadas por la crisis, y la expansión del segmento de IIC de IL, tanto en relación al volumen de patrimonio como al número de partícipes. En ambos tipos de IIC se observó un número significativo de entidades en proceso de liquidación.

En 2012, la evolución del sector de IIC de inversión libre continuó siendo heterogénea...

...entre el segmento de fondos de fondos de inversión libre, cuyo patrimonio descendió un 4,7% hasta los 546 millones de euros,...

...y el segmento de fondos puros, cuyo patrimonio se incrementó un 15% hasta los 838 millones de euros.

Como se observa en el cuadro 16, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos de fondos) retrocedió un 4,7% entre diciembre de 2011 y noviembre de 2012, hasta situarse en 546 millones de euros, y su número de partícipes disminuyó en 420 hasta los 3.385. El volumen de reembolsos de los partícipes en estas instituciones fue superior al de las suscripciones en todos los trimestres del año (salvo el último, del que no se dispone información en la fecha de cierre del informe).

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se incrementó un 15,1% entre diciembre de 2011 y noviembre de 2012, hasta superar los 838 millones de euros, y su número de partícipes pasó de 2.047 a 2.304 en las mismas fechas. El aumento del patrimonio tuvo su origen tanto en las suscripciones de fondos efectuadas por los partícipes a lo largo de todo el año como en la revalorización de la cartera, que solo cedió en el segundo trimestre de 2012 en los momentos de mayores turbulencias en los mercados.

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

CUADRO 16

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| | | | | I | II | III | IV ² |
| IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE | | | | | | | |
| Número ¹ | 38 | 28 | 27 | 27 | 28 | 26 | 24 |
| Partícipes | 5.321 | 4.404 | 3.805 | 3.592 | 3.607 | 3.513 | 3.385 |
| Patrimonio (millones de euros) | 810,2 | 694,9 | 573,0 | 568,0 | 561,4 | 561,3 | 545,8 |
| Rentabilidad (%) | 7,85 | 3,15 | -1,70 | 1,15 | -2,21 | 1,36 | |
| IIC DE INVERSIÓN LIBRE | | | | | | | |
| Número ¹ | 29 | 33 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| Partícipes | 1.917 | 1.852 | 2.047 | 2.077 | 2.169 | 2.305 | 2.304 |
| Patrimonio (millones de euros) | 652,0 | 646,2 | 728,1 | 775,3 | 774,5 | 828,7 | 838,1 |
| Rentabilidad (%) | 14,94 | 5,37 | -2,60 | 3,66 | -2,42 | 2,72 | 1,29 |

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta noviembre de 2012.

Recuadro 4: «Directrices de ESMA sobre remuneraciones en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD)»

La Directiva 2011/61/EU, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD), dispone que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) desarrolle unas directrices acordes con las características de política remunerativa establecidas en su Anexo II. La AIFMD exige a los gestores de las entidades que se recogen bajo su ámbito de aplicación (entidades que no son UCITS, como los fondos de inversión libre, los fondos de capital-riesgo y los fondos de inversión inmobiliaria en España) que implementen políticas y estructuras remunerativas adecuadas y prudentes, con el objetivo de incrementar la protección al inversor y evitar la aparición de conflictos de interés que pudiesen conllevar una toma de riesgos excesiva. Para dar cumplimiento a dicha exigencia, ESMA aprobó el 29 de enero de 2013 unas directrices que entrarán en vigor el 22 de julio de 2013.

Los asuntos más significativos a los que se refieren las directrices son los siguientes: 1) el concepto de remuneración, 2) la identificación del personal sujeto a las directrices, 3) la aplicación del principio de proporcionalidad, 4) el gobierno corporativo en materia de remuneraciones, 5) los requisitos para la alineación de intereses y riesgos y 6) la transparencia. A continuación se hace una breve referencia a estos aspectos.

De acuerdo con las directrices, se considera remuneración cualquier forma de retribución pagada por la gestora, cualquier cantidad pagada por el propio fondo, incluyendo el denominado *carried interest*, o cualquier transmisión de acciones o participaciones del fondo a cambio de los servicios profesionales prestados. Las remuneraciones pueden estar compuestas de una parte fija y otra parte variable (dependiente del desempeño o de otros criterios contractuales), y pueden ser monetarias (efectivo, acciones, opciones, planes de pensiones, etc.) o no monetarias (descuentos, coche, teléfono móvil, etc.).

El personal sujeto a estas directrices (*identified staff*) es aquel cuyas actividades profesionales tengan un impacto significativo en el perfil de riesgo de la gestora y de los fondos que esta gestiona, así como el personal de aquellas entidades en las que la gestora hubiera delegado funciones de gestión de riesgos o gestión de carteras. Es obligación de la gestora la identificación de este grupo del personal.

La existencia de gestoras con distintos perfiles de riesgo y características, principalmente en relación al tamaño tanto de la gestora como de los fondos que gestiona, la organización interna y la naturaleza, objetivos y complejidad de sus actividades justifican la aplicación de un principio de proporcionalidad, que supone adaptar algunos requisitos a la situación particular de cada gestora (establecimiento de un comité de remuneraciones, pago de remuneraciones variables con instrumentos financieros, establecimiento de periodos de retención para la remuneración en especie, entre otros).

Respecto a los criterios de gobierno corporativo en materia de políticas de remuneración, las directrices se centran principalmente en la función de supervisión y el comité de remuneraciones, considerados ambos bajo el enfoque del principio de proporcionalidad, hasta el punto de que el establecimiento de un comité de remuneraciones puede llegar a ser opcional. La función de supervisión se responsabilizará de la evaluación y revisión periódica de los procedimientos de la gestora. En particular, la función de supervisión será responsable de aprobar y supervisar la implementación de la política de remuneraciones, así como de su mantenimiento y, si fuera necesario, de la aprobación de los cambios y la monitorización de sus efectos. En relación al comité de remuneraciones, en caso de establecerse, estará compuesto por miembros de la función de supervisión, no ejecutivos y en su mayoría independientes, y entre sus principales funciones se encontrarán la de dar apoyo y asesoramiento a la función de supervisión en el diseño de la política de remuneración y asegurar que la política de remuneraciones sea consistente, en términos generales, con los objetivos e intereses de la gestora, de los fondos que gestiona y de los inversores de dichos fondos.

En cuanto a los requisitos destinados a propiciar una mayor alineación de intereses y riesgos, su aplicación es obligatoria para las remuneraciones del *identified*

staff, si bien también se recomienda su aplicación a todo el personal. De acuerdo con estos requisitos, la parte variable de la retribución debe caracterizarse por ser plenamente flexible, es decir, debe estar exclusivamente asociada a la consecución de los objetivos del personal sujeto a estas directrices. Respecto a la parte fija, se señala que esta debe ser suficiente para remunerar los servicios prestados, de conformidad con la educación, la antigüedad, la experiencia, etc. de los empleados.

La remuneración variable constituye el elemento clave en el diseño de un sistema de remuneración que pretenda incentivar la alineación de intereses y riesgos. ESMA señala que, para ser plenamente flexible, esta parte de la remuneración debe basarse en el rendimiento y ajustarse por el riesgo, asegurando que los incentivos a asumir riesgos están suficientemente compensados por los incentivos para gestionarlos de una forma adecuada. A tal efecto, las directrices distinguen tres fases o subprocesos en el proceso general de determinación y ejecución de la retribución variable.

La primera fase (*performance and risk measurement process*) hace referencia a la determinación del periodo de devengo de la retribución (*accrual period*) y a la medición del rendimiento ajustado por el riesgo que servirá de base al cálculo de aquella, aunque también se contempla la posibilidad de que el ajuste por riesgo se realice en una fase posterior. Se podrán utilizar tanto criterios cuantitativos como cualitativos, incluidos juicios de valor, en el proceso de evaluación, siempre que puedan ser justificados. En cuanto a la duración del periodo de devengo, se señala que debe tener una duración mínima de un año, al considerarse que, en la mayoría de los casos, el horizonte temporal relevante para las inversiones de los fondos gestionados es normalmente superior.

La segunda (*award process*) y la tercera fase (*payment process*) hacen referencia a la determinación de las recompensas individuales y al periodo y modalidades de pago de la retribución variable, respectivamente. En la segunda fase el gestor deberá traducir su evaluación del rendimiento y el riesgo en asignaciones individuales de recompensas. En esta fase deberá tenerse en cuenta tanto las dificultades propias de la determinación de las contribuciones individuales a la asunción de riesgos como la posibilidad de que estos se materialicen en el futuro, por lo que deberían introducirse en la recompensa los ajustes oportunos. Más allá de estos ajustes, en la fase de pago debe contemplarse también la posibilidad de ajustar las retribuciones a la hora de desembolsarlas, a través de cláusulas contractuales de devolución (*clawbacks*) o de recorte o anulación del pago por comportamiento malicioso (*maluses*), de forma que el pago refleje los riesgos realmente incurridos y el grado real de cumplimiento de los objetivos. Para facilitar, en su caso, la aplicación de ajustes *ex post* a la retribución variable, su pago, en una proporción comprendida entre el 40% y el 60%, deberá diferirse durante un periodo comprendido entre tres y cinco años. Asimismo, para favorecer el alineamiento de intereses entre gestores y clientes, se establece, como criterio general, que al menos el 50% de la remuneración variable, incluyendo tanto la parte abonada por adelantado como la parte diferida, se desembolse mediante instrumentos financieros emitidos o estrechamente relacionados con los vehículos gestionados (por ejemplo, participaciones o acciones emitidos por ellos), determinándose un periodo de retención para los mismos durante el cual no podrán venderse.

Finalmente, en relación a la transparencia, se aborda la obligación de las gestoras de divulgar información, fundamentalmente cualitativa, tanto internamente como hacia el exterior, sobre sus políticas remuneratorias. Esta información debe ser publicada con una periodicidad mínima anual y debe reflejar cuál ha sido el proceso seguido para determinar las remuneraciones, la relación entre estas y la consecución de objetivos, los criterios utilizados para valorar tales objetivos y cómo se han tomado en cuenta los riesgos presentes y futuros, todo ello expresado de forma clara y fácilmente entendible.

IIC extranjeras comercializadas en España

Tras el retroceso observado en el año 2011, el volumen de inversión de las IIC extranjeras creció un 26,8% en 2012, hasta quedar cerca de los 38.000 millones de euros. Este nivel de inversión, superior al de 2010, tuvo su origen en la expansión del volumen de inversión de las sociedades, ya que los fondos mostraron un ligero retroceso en sus magnitudes principales. El número de inversores y de instituciones también se incrementó, un 7,2% hasta los 816.417 y un 2% hasta las 754, respectivamente.

El volumen de inversión de las IIC extranjeras creció un 26,8% en 2012 hasta quedar cerca de los 38.000 millones de euros.

Perspectivas

La industria de la inversión colectiva ha sido uno de los sectores que más ha sufrido las consecuencias de la crisis a lo largo de los últimos años, mostrando un incremento histórico en el volumen de reembolsos efectuado por los partícipes. Este aumento de las salidas de recursos, intensificado por la pérdida de confianza de los inversores en los momentos de turbulencias en los mercados, ha sido parcialmente el resultado de la intensa competencia ejercida por otros productos de inversión de riesgo reducido ofrecidos por las entidades bancarias como los depósitos y, más recientemente, los pagarés. Las rentabilidades atractivas de estos productos bancarios respondían al deseo de las entidades de depósito de obtener recursos de su clientela en un contexto de fuertes necesidades de liquidez.

Las elevadas salidas de fondos de la industria de los últimos años, que han llevado el patrimonio del sector a mínimos históricos,...

A corto plazo, existen factores que previsiblemente actuarán en sentidos opuestos sobre la industria de fondos de inversión, introduciendo un cierto grado de incertidumbre sobre sus perspectivas. Por un lado, el avance del proceso de recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, que tenderá a facilitar el acceso de las entidades a fuentes de financiación alternativas (por ejemplo, de los mercados), y la reciente limitación a la remuneración de los depósitos bancarios son factores que pueden favorecer la entrada de recursos en la industria de fondos en los próximos meses. Sin embargo, la escasa capacidad de ahorro por parte de los hogares derivada de la disminución de su renta disponible puede limitar el recorrido alcista de la industria. Además, no es descartable que continúe el proceso de reorganización del sector a corto plazo, como consecuencia del elevado número de entidades en pérdidas y de la posibilidad de que se produzcan nuevas fusiones y/o adquisiciones de SGIIC en el contexto de reestructuración del sistema bancario.

...podrían atenuarse en los próximos meses por la previsible menor competencia de otros productos de inversión.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Por quinto año consecutivo, la actividad de las empresas de servicios de inversión se vio profundamente afectada por los episodios de turbulencias en los mercados fi-

Descenso histórico de la actividad de las ESI en 2012.

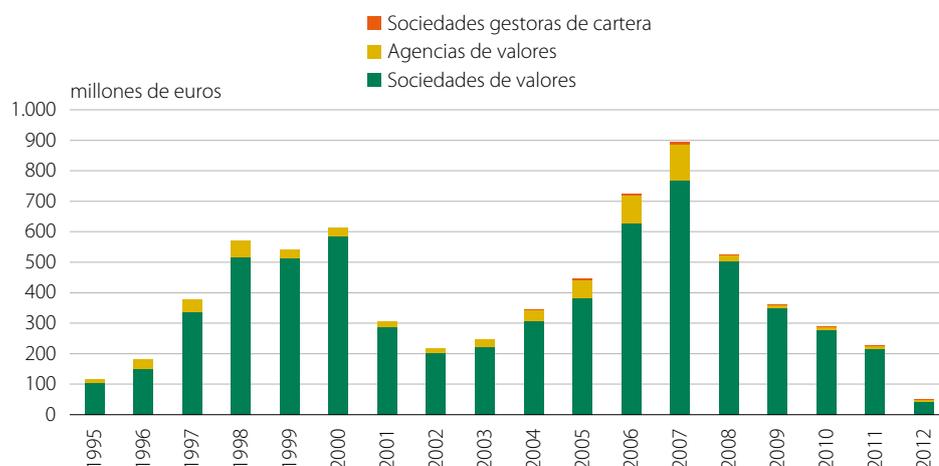
nancieros domésticos, observándose mínimos históricos en los ingresos relacionados con las principales líneas de negocio de estas entidades. En este marco, el número de entidades en pérdidas se mantuvo constante en relación a la cifra de 2011, pero el volumen de las mismas se incrementó sustancialmente. Las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas en 2012, si bien los márgenes de solvencia registraron un ligero descenso.

El beneficio agregado de las SV cayó un 81% en 2012 por las pérdidas de las inversiones financieras y el descenso de las comisiones percibidas...

En el caso de las sociedades de valores (SV), el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 42 millones de euros en 2012, un 81% menos que en 2011. La disminución del beneficio de estas entidades estuvo asociada principalmente al descenso de los resultados de inversiones financieras y de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión (véase cuadro 17). El desglose de estas comisiones reveló un fuerte retroceso de los ingresos asociados a la tramitación y ejecución de órdenes, de un 34% hasta los 348 millones de euros, en línea con la caída de la contratación de los mercados financieros domésticos. También cayeron con intensidad otros ingresos asociados, por ejemplo, al asesoramiento en materia de inversión (un 91%, hasta los 5,1 millones de euros) o a la comercialización de IIC (un 24%, hasta los 45 millones de euros). Cabe señalar el avance de la partida «otras comisiones», del 71% hasta los 149 millones de euros, y la reducción de las pérdidas originadas por diferencias de cambio, que, no obstante, no pudieron compensar la reducción del resto de los ingresos, por lo que el margen bruto de las sociedades de valores retrocedió un 32%, hasta los 448 millones de euros.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos^{1,2}

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2012 actualizados.

...y a pesar de la moderación de los gastos de explotación.

Los gastos de explotación de las sociedades de valores se redujeron un 12%, pero su elevado nivel (376 millones de euros) y el incremento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros hizo que el resultado de explotación de estas entidades se redujera hasta los 35,5 millones de euros en 2012 (un 83% menos que en 2011). Con todo, cabe señalar la notable influencia de las cuentas de una sola entidad, cuyos beneficios se redujeron sensiblemente en 2012, sobre el agregado del sector. Exceptuando la evolución de esta entidad, la reducción de los beneficios agregados de las sociedades de valores habría sido del 18%.

| Importes en miles de euros | Sociedades de valores | | | Agencias de valores | | | S. gestoras de cartera | | |
|--|-----------------------|----------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|------------------------|--------------|-------------|
| | dic-11 | dic-12 | %var. | dic-11 | dic-12 | %var. | dic-11 | dic-12 | %var. |
| 1. Margen de intereses | 91.542 | 56.185 | -38,6 | 2.481 | 1.910 | -23,0 | 682 | 732 | 7,3 |
| 2. Comisiones netas | 490.517 | 410.729 | -16,3 | 97.886 | 93.235 | -4,8 | 7.988 | 7.879 | -1,4 |
| 2.1. Comisiones percibidas | 776.641 | 588.890 | -24,2 | 112.351 | 108.187 | -3,7 | 18.477 | 17.887 | -3,2 |
| 2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes | 529.711 | 348.273 | -34,3 | 36.354 | 38.111 | 4,8 | - | - | - |
| 2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones | 7.446 | 6.869 | -7,8 | 2.870 | 3.128 | 9,0 | - | - | - |
| 2.1.3. Depósito y anotación de valores | 21.060 | 19.775 | -6,1 | 441 | 588 | 33,3 | - | - | - |
| 2.1.4. Gestión de carteras | 16.186 | 14.882 | -8,1 | 12.352 | 14.454 | 17,0 | 16.582 | 16.307 | -1,7 |
| 2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión | 55.025 | 5.138 | -90,7 | 5.349 | 3.092 | -42,2 | 1.894 | 1.579 | -16,6 |
| 2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes | 485 | 50 | -89,7 | 61 | 88 | 44,3 | - | - | - |
| 2.1.7. Operaciones de crédito al mercado | 8 | 8 | 0,0 | 42 | 30 | -28,6 | - | - | - |
| 2.1.8. Comercialización de IIC | 59.588 | 45.050 | -24,4 | 21.381 | 25.949 | 21,4 | 0 | 0 | - |
| 2.1.9. Otras | 87.133 | 148.846 | 70,8 | 33.500 | 22.745 | -32,1 | 0 | 0 | - |
| 2.2. Comisiones satisfechas | 286.124 | 178.160 | -37,7 | 14.465 | 14.952 | 3,4 | 10.489 | 10.008 | -4,6 |
| 3. Resultado de inversiones financieras | 271.956 | 9.403 | -96,5 | 622 | 1.254 | 101,6 | 186 | 4 | -97,9 |
| 4. Diferencias de cambio netas | -198.307 | -37.362 | 81,2 | 78 | -106 | - | 29 | -30 | - |
| 5. Otros productos y cargas de explotación | 3.952 | 8.841 | 123,7 | -1.617 | -1.356 | 16,1 | -40 | 29 | - |
| MARGEN BRUTO | 659.659 | 447.796 | -32,1 | 99.450 | 94.938 | -4,5 | 8.845 | 8.615 | -2,6 |
| 6. Gastos de explotación | 426.672 | 375.782 | -11,9 | 89.736 | 87.624 | -2,4 | 7.210 | 7.122 | -1,2 |
| 7. Amortizaciones y otras dotaciones | 21.532 | 23.556 | 9,4 | 1.944 | 2.781 | 43,1 | 109 | 87 | -20,2 |
| 8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros | 4.076 | 12.904 | 216,6 | 12 | -12 | - | 0 | 0 | - |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 207.379 | 35.555 | -82,9 | 7.758 | 4.545 | -41,4 | 1.526 | 1.406 | -7,9 |
| 9. Otras ganancias y pérdidas | 9.861 | 6.450 | -34,6 | 412 | 2.371 | 475,5 | 0 | 5 | - |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 217.240 | 42.005 | -80,7 | 8.170 | 6.916 | -15,4 | 1.526 | 1.411 | -7,5 |
| 10. Impuesto sobre beneficios | 68.687 | 53.786 | -21,7 | 2.681 | 3.383 | 26,2 | 484 | 458 | -5,4 |
| RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS | 148.553 | -11.782 | - | 5.489 | 3.533 | -35,6 | 1.042 | 952 | -8,6 |
| 11. Resultado de actividades interrumpidas | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - |
| RESULTADO NETO DEL EJERCICIO | 148.553 | -11.782 | - | 5.489 | 3.533 | -35,6 | 1.042 | 952 | -8,6 |

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 6,9 millones de euros, un 15,4% menos que la cifra de 2011 (8,2 millones). Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en términos netos, que suponen más del 98% del margen bruto agregado, descendieron un 4,8% hasta los 93,2 millones de euros. El comportamiento de los ingresos por la prestación de distintos tipos de servicios de inversión fue heterogéneo, destacando los incrementos de las comisiones asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes (4,8%, hasta los 38 millones de euros), a la comercialización de IIC (21,4%, hasta los 26 millones de euros) y a la gestión de carteras (17%, hasta los 14,4 millones de euros), frente al descenso de las comisiones por otros servicios (del 32,1%, hasta los 22,7 millones de euros). El margen bruto descendió un 4,5%, hasta los 94,9 millones de euros. Continuó el descenso de los gastos de explotación de estas entidades (2,4%), pero, como en el caso de las sociedades de valores, su nivel fue tan elevado (87,6 millones de

El beneficio agregado de las AV cayó un 15% en 2012, a pesar del avance de los ingresos en las líneas de negocio más tradicionales,...

euros), que absorbió una parte sustancial del margen bruto obtenido por estos intermediarios financieros.

...y el de las SGC cedió un 7,5%.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 1,4 millones de euros durante 2012, un 7,5% menos que en el ejercicio 2011. El margen bruto agregado descendió un 2,6% hasta los 8,6 millones de euros, como consecuencia de la disminución de los ingresos netos por comisiones (-1,4%, hasta 17,9 millones de euros), que conforman la partida más cuantiosa del margen bruto. Por su parte, los gastos de explotación cayeron un 1,2%, hasta los 7,1 millones de euros.

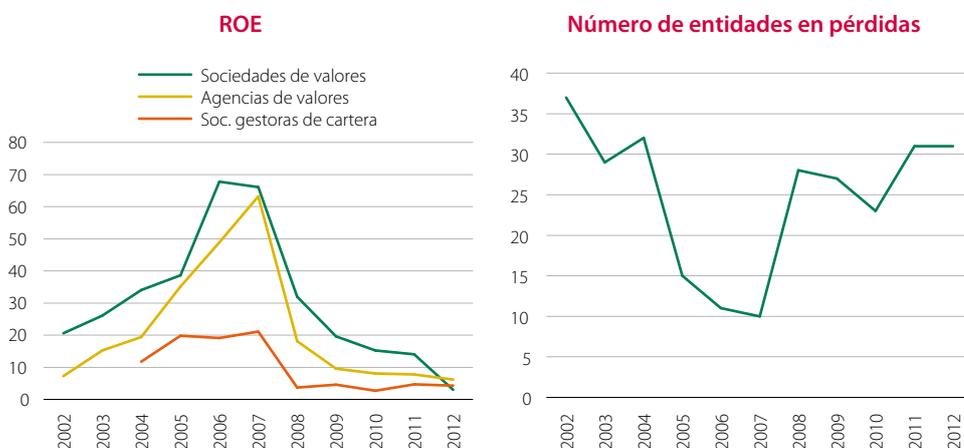
La rentabilidad sobre fondos propios del sector disminuyó desde el 11,8% en 2011 hasta el 3,0% en 2012.

En línea con la tendencia de los resultados del sector, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto de las ESI descendió desde el 11,8% en 2011 hasta el 3,0% en 2012. Por tipo de entidad, las sociedades de valores mostraron la mayor disminución en la rentabilidad, superior a once puntos porcentuales, hasta el 3%. La reducción de la rentabilidad del resto de los intermediarios fue sensiblemente inferior, algo más de un punto porcentual, hasta el 6,2%, en el caso de las agencias de valores, y menos de medio punto porcentual, hasta el 4,2%, en el caso de las sociedades gestoras de cartera (véase panel izquierdo del gráfico 18).

El número de entidades en pérdidas se mantuvo invariable en 31, si bien el volumen de las mismas se multiplicó por seis.

En este marco de descenso del volumen de negocio y de los resultados, cabe señalar el mantenimiento del número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) en 31 a finales de 2012, y el notable incremento de volumen de dichas pérdidas. En relación al número de entidades en pérdidas, cabe señalar que su mantenimiento tuvo lugar en un ejercicio en el que se produjeron ocho bajas de entidades. Del número total de intermediarios en pérdidas, 14 eran sociedades de valores (13 en 2011), 15 eran agencias de valores (17 en 2011) y dos eran sociedades gestoras de cartera (una en 2011). El volumen agregado de las pérdidas atribuidas a estas entidades ascendió a 154,5 millones de euros, casi seis veces más que en 2011, cuando las pérdidas fueron de 27 millones de euros. La cifra de pérdidas registrada en 2012 representa el triple de los beneficios agregados antes de impuestos de las ESI en el mismo año.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

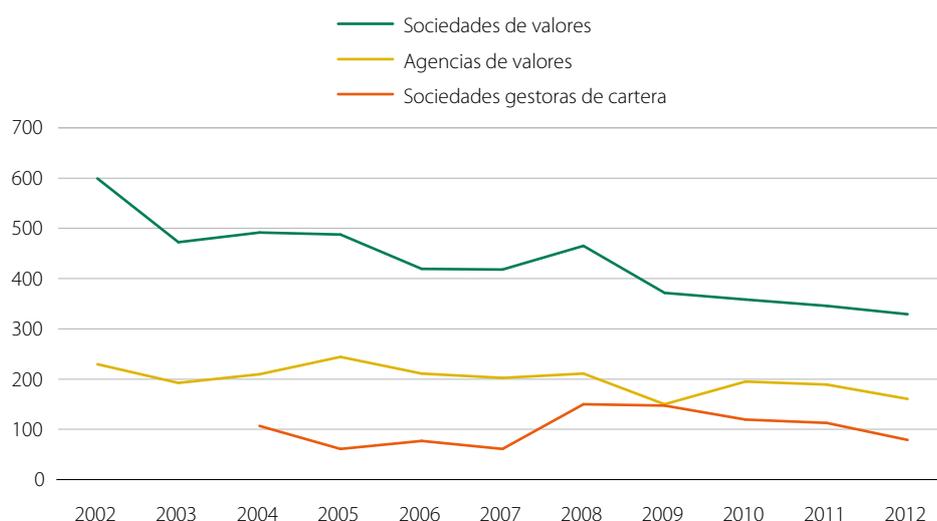
Las condiciones de solvencia del conjunto de las ESI continuaron siendo holgadas en 2012, a pesar de que el margen de solvencia se ha reducido en torno a un 30% desde la entrada en vigor, en junio de 2009, de la nueva normativa de solvencia, que es más estricta. Entre 2011 y 2012, los márgenes de solvencia agregados de los distintos tipos de ESI descendieron ligeramente. Así, a finales de 2012, el exceso de recursos propios sobre los recursos exigidos de las sociedades de valores era de 3,3 veces (3,5 en 2011), el de las agencias de valores era de 1,6 veces (1,9 en 2011) y el de las sociedades gestoras de cartera era de 0,8 veces (1,1 en 2011).

Las condiciones de solvencia continúan siendo favorables en términos generales.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 19

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



Fuente: CNMV.

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que nacieron en 2009 con la transposición a la legislación española de la MiFID, empezó a dar ciertos síntomas de ralentización en 2012. Aunque el número de estas instituciones creció desde 82 en 2011 hasta 101 en 2012, disminuyó tanto el volumen de patrimonio asesorado (un 8,3%, hasta los 14.700 millones de euros) como el número de contratos de asesoramiento financiero (un 5,7%, hasta los 3.468). La mayor parte del patrimonio asesorado (el 78% del total) correspondía a clientes profesionales, mientras que el 22% procedía de clientes minoristas. Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades se situaron en 25,3 millones de euros en 2012, un 18,4% menos que en 2011, y los beneficios ascendieron a 3,6 millones de euros, un 52,5% inferiores a los de 2011 (véase cuadro 18).

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero dio señales de agotamiento en 2012.

| Importes en miles de euros | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 | | % var. | % var. |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------|--------------|
| | | | | S-1 | S-2 | semestre | año |
| NÚMERO DE ENTIDADES | 52 | 82 | 101 | 97 | 101 | 4,1 | 23,2 |
| PATRIMONIOS ASESORADOS¹ | 15.802.743 | 16.033.109 | 14.708.739 | 14.663.856 | 14.708.739 | 0,3 | -8,3 |
| Clientes minoristas | 1.715.084 | 2.181.943 | 3.201.927 | 2.415.002 | 3.201.927 | 32,6 | 46,8 |
| Clientes profesionales | 13.995.206 | 13.831.973 | 11.452.681 | 12.205.216 | 11.452.681 | -6,2 | -17,2 |
| Otros | 92.453 | 19.193 | 54.132 | 43.638 | 54.132 | 24,1 | 182,0 |
| NÚMERO DE CONTRATOS¹ | 2.431 | 3.677 | 3.468 | 3.279 | 3.468 | 5,8 | -5,7 |
| Clientes minoristas | 2.345 | 3.542 | 3.265 | 3.099 | 3.265 | 5,4 | -7,8 |
| Clientes profesionales | 79 | 126 | 185 | 164 | 185 | 12,8 | 46,8 |
| Otros | 7 | 9 | 18 | 16 | 18 | 12,5 | 100,0 |
| INGRESOS POR COMISIONES² | 20.745 | 31.052 | 25.347 | 13.940 | 25.347 | 81,8 | -18,4 |
| Comisiones percibidas | 20.629 | 30.844 | 25.171 | 13.855 | 25.171 | 81,7 | -18,4 |
| De clientes | 17.132 | 26.037 | 20.525 | 11.668 | 20.525 | 75,9 | -21,2 |
| De otras entidades | 3.497 | 4.807 | 4.646 | 2.186 | 4.646 | 112,5 | -3,4 |
| Otros ingresos | 116 | 209 | 175 | 85 | 175 | 105,9 | -16,3 |
| PATRIMONIO NETO | 10.057 | 12.320 | 15.123 | 13.098 | 15.123 | 15,5 | 22,8 |
| Capital social | 3.014 | 3.895 | 4.448 | 4.328 | 4.448 | 2,8 | 14,2 |
| Reservas y remanentes | 242 | 950 | 7.125 | 5.904 | 7.125 | 20,7 | 650,0 |
| Resultado del ejercicio ² | 6.801 | 7.474 | 3.550 | 2.866 | 3.550 | 23,9 | -52,5 |

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

El fuerte volumen de pérdidas del sector de ESI hace probable un cierto proceso de reorganización del sector a corto plazo.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo inciertas como consecuencia de la elevada incertidumbre presente en los mercados financieros, que está perjudicando notablemente las líneas de negocio más tradicionales, como la contratación o la colocación de emisiones, y también de la debilidad de la industria de la inversión colectiva. Se observa, además, un incremento notable de los ingresos de estas entidades por la prestación de servicios de asesoramiento sobre empresas, una actividad que anteriormente tenía un carácter más ocasional. Por el momento, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI, ya que apenas ha originado dos bajas de entidades en 2012 (de un total de ocho) y para 2013 es previsible una baja adicional. Sin embargo, el sustancial incremento del volumen de pérdidas por entidad en 2012 sugiere que a corto plazo continuará un cierto proceso de reorganización dentro del sector, no siendo descartables nuevas fusiones y/o bajas de entidades.

Recuadro 5: «Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA sobre requisitos de idoneidad»

El 25 de junio de 2012 ESMA publicó un conjunto de directrices encaminadas a clarificar determinados aspectos de los requisitos de idoneidad previstos por la MiFID, a fin de asegurar una aplicación común, uniforme y coherente de los mismos¹.

La adopción de dichas directrices por parte de las autoridades nacionales debía notificarse expresamente a ESMA y así lo hizo la CNMV, publicando asimismo una comunicación al respecto.

Las directrices entraron en vigor el 21 de diciembre de 2012, con lo que han sido incorporadas a las prácticas de supervisión de la CNMV. No obstante, como se indicó en una comunicación de 19 de octubre del mismo año, la CNMV ya venía aplicando las precisiones especificadas por ESMA en estas directrices, que estaban de hecho recogidas en una guía publicada por la CNMV en el año 2010².

A continuación se mencionan los aspectos principales que caracterizan estas directrices:

1. Ámbito subjetivo de aplicación:

Las presentes directrices van dirigidas a las empresas de servicios de inversión (incluyendo a las entidades de crédito que prestan servicios de inversión), a las sociedades gestoras de IIC y a los supervisores.

2. Ámbito objetivo de aplicación:

Los requisitos de idoneidad se exigen en relación a la prestación de los servicios de asesoramiento en materia de inversión y de gestión discrecional de carteras, en virtud del artículo 19.4 de la MiFID y de los artículos 35 y 37 de la Directiva 2006/73/CE, por la que se desarrolla la MiFID. Aunque la redacción de las directrices está especialmente enfocada a la prestación de servicios a clientes minoristas, debe entenderse aplicable también, en la medida en que proceda, a los servicios prestados a clientes profesionales.

3. Modificaciones que deben ser implementadas por los sujetos afectados:

- Introducir mejoras en la información a proporcionar a los clientes. Se especifica la conveniencia de comunicar a los clientes la razón por la que se evalúa su idoneidad, de tal forma que estos faciliten información exacta y suficiente, pero sin que se les traslade la responsabilidad, puesto que la evaluación es en todo caso responsabilidad de la empresa de servicios de inversión o la sociedad gestora de IIC.
- Establecer políticas y procedimientos dirigidos a obtener información relevante sobre el cliente, a fin de poder evaluar la idoneidad de sus inversiones, y sobre las características de las inversiones que han recomendado. Dentro

de la información a recabar se incluye el estado civil, la situación familiar, la situación laboral, las necesidades de liquidez y la edad del cliente.

- Asegurar que aquellos empleados que llevan a cabo la evaluación poseen un nivel adecuado de conocimiento y experiencia, lo que supone reforzar la formación de la red comercial.
- Adecuar la información a recabar sobre conocimiento, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente a la complejidad de los productos y servicios a contratar. Particular atención en relación a este principio de proporcionalidad merecen dos situaciones: (i) los instrumentos financieros de escasa liquidez, que deben corresponderse con un horizonte temporal adecuado, que debe ser precisado por el cliente y comprobado exhaustivamente por la entidad y (ii) la diferencia entre prestación de servicio de asesoramiento y de gestión discrecional de carteras, ya que en el primer caso hay que determinar la capacidad del cliente para entender los riesgos y características de cada uno de los instrumentos financieros que las empresas pretenden recomendar al cliente, mientras que en el segundo caso la atención deben dirigirse al riesgo total de la cartera.
- Comprobar la información recogida de los clientes, a fin de evitar incoherencias o autoevaluaciones por su parte.
- Actualizar la información, en caso de prestar servicios de forma continuada.
- Introducir criterios para determinar quién debe someterse a la evaluación de la idoneidad en caso de que el cliente sea una persona jurídica, un grupo de dos o más personas físicas, o cuando una o más personas físicas estén representadas por otra persona física. Además se recoge la conveniencia de registrar cualquier acuerdo que se pueda haber llevado a cabo al respecto.
- Comprobar la idoneidad de la inversión, a fin de garantizar de forma sistemática (i) que se han tenido en cuenta todas las características específicas del cliente (incluyendo la cartera actual de inversiones); (ii) que estas se adecuan a las recomendaciones de inversión, en especial en lo referente a la diversificación de riesgos, costes, periodo temporal y conflictos de intereses; y (iii) que el cliente comprende suficientemente la relación existente entre riesgo y rendimiento.
- Mantener registros de los datos que conforman la evaluación de la idoneidad, así como de la información de los instrumentos financieros recomendados, con procedimientos de registro que sirvan para detectar posibles fallos en el proceso de evaluación de la idoneidad.

1 *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-387_es.pdf

2 *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={56cad31c-e05c-4edd-9d07-a4f84e3cd116}>

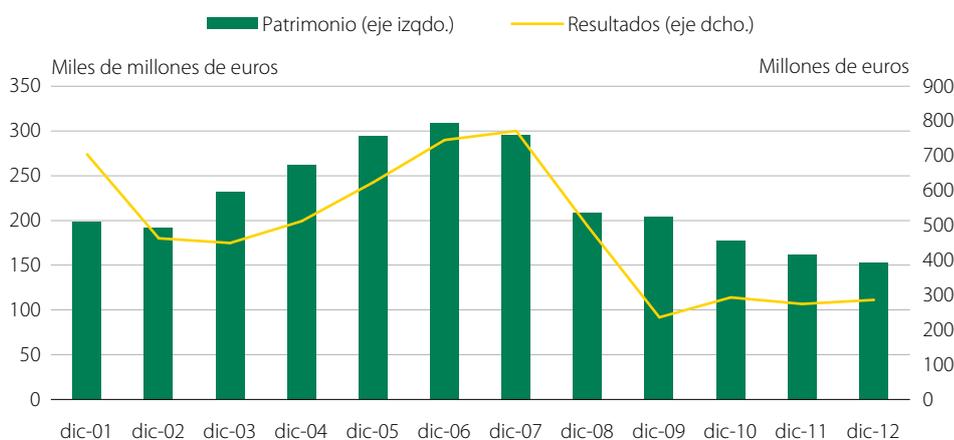
4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2012, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 5,5%, hasta situarse en 152.600 millones de euros. El 94% del retroceso del patrimonio gestionado por estas entidades tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, aunque también se observaron caídas de cierto calibre en el patrimonio de los fondos de inversión inmobiliarios y en las sociedades de inversión. El volumen de patrimonio gestionado por las SGIIC muestra una tendencia descendente desde que comenzó la crisis, aunque su contracción fue más leve en 2012 (véase gráfico 20).

El patrimonio bajo gestión de las SGIIC descendió un 5,5% en 2012 hasta los 152,6 mil millones de euros,...

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

A pesar del retroceso del patrimonio gestionado por el sector, los beneficios agregados de las SGIIC antes de impuestos se incrementaron un 4,1% en 2012 hasta los 286 millones de euros. El fuerte descenso de las comisiones pagadas por estas entidades (el 96% de las cuales correspondían a gastos por la comercialización de fondos) y el incremento de los ingresos asociados a la gestión de carteras compensaron la disminución de los ingresos asociados a la gestión de IIC, de un 4,3% hasta los 1.416 millones de euros (véase cuadro 19). La comisión media de gestión de IIC se incrementó ligeramente desde el 0,90% hasta el 0,93%, debido parcialmente a la mayor importancia relativa de las categorías de fondos más arriesgados que, en promedio, tienen comisiones superiores. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector se incrementó desde el 20,7% en 2011 hasta el 23,1% en 2012 y el número de entidades en pérdidas disminuyó desde 32 hasta 28. El volumen de las pérdidas ascendió a 10,2 millones de euros, algo inferior al nivel observado en 2011 (11,3 millones de euros).

...pero no impidió un aumento de los beneficios del sector, del 4,1%, hasta los 286 millones de euros.

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 | Comisión media de gestión de IIC (%) | Ratio de comisiones (%) ¹ |
|------|-----------------------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 2003 | 231.458 | 2.304 | 1,00 | 73,8 |
| 2004 | 262.132 | 2.670 | 1,02 | 73,6 |
| 2005 | 293.973 | 2.976 | 1,01 | 72,2 |
| 2006 | 308.476 | 3.281 | 1,06 | 71,5 |
| 2007 | 295.922 | 3.194 | 1,08 | 70,5 |
| 2008 | 209.014 | 2.302 | 1,10 | 70,8 |
| 2009 | 203.730 | 1.702 | 0,84 | 68,6 |
| 2010 | 177.055 | 1.622 | 0,91 | 68,1 |
| 2011 | 161.481 | 1.479 | 0,90 | 66,6 |
| 2012 | 152.644 | 1.416 | 0,93 | 64,6 |

Fuente: CNMV.

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

En 2012 continuó la fusión entre fondos de inversión y la reducción del número de gestoras.

Además de la continuidad del esfuerzo de las SGIIC en relación a la racionalización de su oferta de fondos, realizada a través de múltiples fusiones entre productos, continuó un cierto proceso reorganizativo en el sector, en el que se produjo el alta de una entidad y la baja de diez, situando el número total de entidades en 105 a final de año. De las diez bajas, siete estaban relacionadas con el proceso de reestructuración de las entidades de crédito nacionales.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo se incrementó ligeramente en 2012

En 2012, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó ligeramente, desde 336 a finales de 2011 hasta 340 (véase cuadro 20). De ellas, 139 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 119 eran fondos de capital-riesgo (FCR) y 82 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). A lo largo del ejercicio se produjeron 22 altas de entidades (diez SCR, ocho FCR y cuatro SGEGR) y 18 bajas, la mayoría de ellas (14) de sociedades de capital-riesgo. En relación a las nuevas entidades registradas, cabe señalar que la mayoría de ellas (83%) continuó acogéndose al régimen simplificado y también el descenso de la presencia del sector público en el sector (solo apareció en dos SCR).

| | Situación a 31/12/2011 | Altas | Bajas | Situación a 31/12/2012 |
|------------------------------|---------------------------|-----------|-----------|---------------------------|
| Entidades | 336 | 22 | 18 | 340 |
| Fondos de capital-riesgo | 114 | 8 | 3 | 119 |
| Sociedades de capital-riesgo | 143 | 10 | 14 | 139 |
| Sociedades gestoras de ECR | 79 | 4 | 1 | 82 |

Fuente: CNMV.

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las entidades de capital-riesgo en España ascendió a 2.525 millones de euros en 2012, lo que supone una caída del 22,5% respecto a la cifra de 2011. El 94% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de cinco millones de euros, lo que proporciona una idea del esfuerzo inversor en las pymes españolas y, en particular, en aquellas que se encuentran en sus etapas iniciales. Estas últimas concentraron el 38% de las operaciones. Además, el 54% del volumen total invertido correspondió a operaciones apalancadas, si bien estas solo concentraron el 1,7% del número total de operaciones. En relación a la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 60% del volumen total invertido se debió a este tipo de instituciones. Los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron «otros servicios» (26%), productos y servicios (14,5%), medicina y salud (13,6%) y comunicaciones (10,8%). Por número de operaciones, destacó el sector de la informática (32%). La captación de recursos para invertir ascendió a 2.172 millones de euros, un 9% menos que en 2011. De esta cifra, el 70% tuvo origen en la aplicación de fondos internacionales para sus inversiones en España.

De acuerdo con las cifras de ASCRI, la inversión del sector descendió un 22,5% en 2012...

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo altamente inciertas a corto plazo, como consecuencia de varios factores. Entre ellos continúa siendo muy relevante las dificultades de acceso a la financiación bancaria, que posiblemente persistirán hasta la finalización del proceso de saneamiento y reestructuración del sector, y el deterioro de la actividad económica doméstica. En este marco, la identificación de proyectos con potencial de crecimiento es prioritaria.

...en un entorno que seguirá siendo complicado a corto plazo.

