

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	28
2.3	Perspectivas	36
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	37
3.2	Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	53
4.1	Vehículos de inversión	53
4.2	Empresas de servicios de inversión	63
4.3	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)	68
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	71

Índice de recuadros

Recuadro 1:	«Tendencias recientes en los flujos financieros internacionales y desequilibrios globales»	18
Recuadro 2:	«Modificaciones en el Reglamento de las agencias de <i>rating</i> »	26
Recuadro 3:	«Procedimientos de salida a bolsa»	43
Recuadro 4:	«Criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija»	49
Recuadro 5:	«Modificación del Reglamento de IIC»	56
Recuadro 6:	«Revisión de la regulación sobre fondos monetarios en EE.UU.»	58
Recuadro 7:	«Consultas sobre la Circular 6/2009 de la CNMV sobre el control interno de las SGIIC: algunas cuestiones de interés»	70

1 Resumen ejecutivo

- La recuperación de la actividad económica continuó en la segunda mitad de 2010 de la mano, fundamentalmente, del elevado dinamismo de las principales economías emergentes y con un comportamiento dispar entre las economías industrializadas. El aumento de la inflación en el último semestre a escala mundial no ha venido acompañado, de momento, de aumentos en los tipos de interés de las principales economías avanzadas, pero sí de algunas emergentes. Los principales riesgos que se atisban a corto plazo están relacionados con los retos que plantea, para un grupo amplio de economías, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración de su sistema financiero; la posibilidad de que en varias economías emergentes se estén acumulando algunos desequilibrios macrofinancieros y la creciente complejidad del marco de actuación de la política monetaria, que debe ponderar los efectos combinados sobre la evolución futura de los precios de una perturbación de oferta negativa, asociada al notable encarecimiento de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos registrado en los últimos meses, y de una recuperación todavía débil de la actividad económica.
- Los índices de renta variable, que habían mostrado revalorizaciones desde mediados de 2010, retrocedieron a mediados de marzo¹, a raíz del terremoto de Japón. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las principales economías desarrolladas crecieron en el último trimestre de 2010, coincidiendo con el episodio de crisis de la deuda irlandesa, pero se han estabilizado desde entonces. Los indicadores de riesgo soberano se mantuvieron a lo largo del último trimestre de 2010 en niveles históricamente elevados para el conjunto de los países europeos periféricos, si bien, recientemente, se ha observado un comportamiento divergente entre los indicadores de Grecia, Irlanda y Portugal, que han repuntado con cierta intensidad desde principios de febrero de 2011, y los de España e Italia, que han tendido a estabilizarse desde entonces.
- La economía española creció un 0,2% en el cuarto trimestre (-0,1% en el conjunto de 2010), en un contexto marcado por un elevado nivel de desempleo (20,3%). El encarecimiento de las materias primas ha provocado un aumento sustancial de la inflación, que en febrero alcanzaba el 3,6%, y del diferencial con la zona del euro (0,9 p.p.). El tono restrictivo de la política fiscal permitió reducir el déficit público cerca de dos puntos porcentuales en 2010 hasta el 9,2% del PIB. Las perspectivas para la economía española a corto plazo indican que seguirá creciendo algo menos que otras avanzadas, en un contexto marcado por la incertidumbre asociada al proceso en marcha de reestructuración del sistema financiero y a la evolución macroeconómica.

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

- Las entidades de depósito nacionales continuaron desarrollando su actividad en un marco complejo caracterizado por el escaso avance de la actividad doméstica, el aumento de la morosidad, la compresión de los márgenes y las dificultades de financiación para algunas entidades, particularmente en los mercados mayoristas. En este marco, el Gobierno presentó en enero de 2010 el Plan de Reforzamiento del Sistema Financiero con el objetivo de restaurar la confianza de los mercados en la solidez del sistema financiero español.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 40% en 2010 hasta los 35.600 millones de euros, mientras que su apalancamiento se redujo ligeramente (del 1,6 al 1,5), tras el moderado descenso de su nivel de deuda (-0,5%).
- Tras los retrocesos de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales avanzaron con cierta intensidad en los primeros meses de 2011. El Ibex 35, que en los primeros meses de este año llegó a crecer un 13%, redujo su avance a finales del primer trimestre al 8,9%, tras las caídas de los precios producidas a mediados de marzo a raíz de los sucesos acaecidos en Japón. La volatilidad del mercado de renta variable español, que marcó máximos en mayo y en noviembre de 2010 (del 70% y el 40% respectivamente), ha descendido a lo largo del primer trimestre de 2011 hasta valores cercanos al 25%. La contratación del mercado continúa al alza y las condiciones de liquidez siguen siendo favorables. Dentro del Ibex 35, las entidades financieras sufrieron con más intensidad las turbulencias producidas en los mercados de deuda pública europea.
- En los mercados de renta fija nacionales se produjeron incrementos de cierta cuantía en los tipos de interés de la deuda pública y privada, tanto a corto como a largo plazo, en el cuarto trimestre de 2010, y descensos en el primer trimestre de 2011, más intensos en los plazos cortos. Por su parte, la prima de riesgo soberano descendió en los dos primeros meses del año, tras los máximos de noviembre de 2010, y después tendió a estabilizarse. Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV cayeron un 42% en 2010, hasta los 226 mil millones.
- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 15,6% en 2010, hasta los 144 mil millones de euros, por el elevado volumen de reembolsos, que se centraron, sobre todo, en los fondos de renta fija, que se vieron afectados por la competencia de los depósitos bancarios de alta rentabilidad. La proporción de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se mantuvo entre el 7,1% y el 7,4% del patrimonio durante la segunda mitad de 2010. Las IIC inmobiliarias experimentaron una caída del patrimonio durante 2010 del 5,4%. Las instituciones de inversión libre también retrocedieron en 2010, como consecuencia del elevado número de entidades que se dio de baja. En este marco recesivo, destacó el crecimiento del volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España (41%), cuya importancia en el conjunto de las IIC españolas aumentó desde el 12% en 2009 hasta el 20% en 2010.
- Los beneficios agregados de las sociedades gestoras de IIC crecieron un 24,5% en 2010, a pesar del descenso del patrimonio gestionado, como consecuencia del ligero incremento de las comisiones netas percibidas y del descenso de los gastos de explotación. Si bien las SGIIC están haciendo un esfuerzo notable de racional-

lización de su oferta de fondos, no se puede descartar que se intensifique la reestructuración en el sector a medio plazo, a la vista tanto de un cierto exceso de capacidad percibida en el mismo, como del proceso de consolidación del sector de cajas y bancos. Las perspectivas sobre el patrimonio de los fondos permanecen sujetas a un grado de incertidumbre elevado, en un entorno de incremento de la competencia de otros productos, como las IIC extranjeras o los ETF, y de descenso del ahorro de los hogares.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) siguió viéndose afectada por la crisis en 2010, aunque con diferencias entre tipos de entidades y líneas de negocio. Los beneficios agregados se redujeron tanto en el conjunto de las sociedades de valores (-20%) como en el de las agencias de valores (-6%). El número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas tendieron a reducirse en 2010 y las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas. Ninguna entidad presentaba déficit de recursos propios a finales de 2010. El exceso de capacidad del sector y el proceso de fusiones entre las cajas de ahorro también pueden dar lugar a una mayor reestructuración del sector.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se analizan las tendencias más recientes en los flujos de capitales internacionales, entre las que se destaca la intensidad de los flujos de entrada de inversiones en cartera en algunas economías emergentes en los últimos trimestres, y se señala la posibilidad de que algunas de estas economías estén acumulando ciertos desequilibrios macrofinancieros.
 - El segundo recuadro presenta los principales cambios introducidos en el Reglamento de las agencias de *rating*, entre los que destaca la atribución a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) de las competencias de registro y supervisión de las agencias a partir del 1 de julio de 2011.
 - El tercer recuadro subraya los requisitos necesarios para la adecuada formación de precios y la protección de los inversores en los procesos de salida a bolsa, a raíz del interés mostrado recientemente por algunas entidades financieras por emitir acciones cotizadas.
 - El cuarto recuadro expone los criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija, publicados por la CNMV en octubre de 2010, entre los que destacan las novedades relacionadas con los medios de contratación y los compromisos de información.
 - El quinto recuadro aborda las principales modificaciones introducidas en el Reglamento de IIC, entre las que cabe señalar la posibilidad de crear IIC de propósito especial, o *side pockets*, y varias medidas novedosas para flexibilizar la operativa de estas instituciones.
 - El sexto recuadro resume las características más relevantes de los fondos monetarios de EE.UU., los cambios regulatorios que han sufrido desde que comenzó la crisis y los aspectos básicos del actual debate acerca de la posible inclusión de nuevos elementos regulatorios.

- Finalmente, el séptimo recuadro expone las cuestiones de mayor interés que surgieron en el periodo de consultas de la Circular 6/2009 de la CNMV, sobre el control interno de las SGIIC, particularmente aquéllas relacionadas con la delegación de determinadas funciones.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

La recuperación de la actividad económica continuó su curso ...

Desde la última publicación de este informe, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico internacional se ha visto afectado por un nuevo episodio de turbulencias asociado a la crisis de deuda soberana irlandesa que se desencadenó a comienzos de noviembre de 2010 y, más recientemente, por el terremoto de Japón, cuyo impacto sobre el sistema financiero internacional es todavía incierto.

...a pesar de la crisis de deuda soberana europea y la incertidumbre generada por el terremoto en Japón.

El episodio de crisis irlandesa introdujo un elevado grado de incertidumbre agregada, particularmente en Europa, si bien no interrumpió de manera palpable el proceso de recuperación de la actividad económica en la región iniciado a mediados de 2009, ni modificó sustancialmente la evolución de los mercados financieros internacionales, particularmente los de renta variable, que sí se han visto posteriormente afectados por el terremoto japonés.

El crecimiento mundial en 2010 siguió liderado por el dinamismo de las economías emergentes, mientras que las economías desarrolladas crecieron de forma heterogénea.

Para el conjunto de la economía mundial, el FMI estima que el crecimiento durante el año 2010 fue cercano al 5%, frente a una caída del 0,6% en 2009, si bien siguió observándose un patrón de crecimiento dual, en el que destacó el mayor dinamismo de las economías emergentes (7,1%) frente a los países industrializados (3,0%). Esta recuperación en la actividad económica mundial ha tenido su reflejo en el elevado dinamismo mostrado por la actividad comercial internacional a lo largo del último año y medio. No obstante, en el conjunto de las economías desarrolladas se observa una elevada heterogeneidad entre las distintas áreas en cuanto a la fortaleza de la recuperación. Esta heterogeneidad es particularmente notable en el caso de las economías europeas, (véase gráfico 1), donde el crecimiento de la actividad en 2010 estuvo liderado por la economía alemana, que avanzó un 3,6%, mientras que el resto de los países crecieron a tasas más modestas (cerca de 1,5%) o incluso decrecieron. Fuera del contexto europeo, destacó el crecimiento de la economía japonesa (3,9%) y de la estadounidense (2,9%).

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2007	2008	2009	2010	FMI(*)		OCDE(*)	
					2011P	2012P	2011P	2012P
Mundial	5,2	3,0	-0,6	5,0	4,4 (+0,2)	4,5 (=)	-	-
EE.UU.	1,9	0,0	-2,6	2,9	3,0 (+0,7)	2,7 (-0,3)	2,2 (-1,0)	3,1
Zona del euro	2,8	0,4	-4,1	1,7	1,5 (=)	1,7 (-0,1)	1,7 (-0,1)	2,0
Alemania	2,7	1,0	-4,7	3,6	2,2 (+0,2)	2,0 (=)	2,5 (+0,4)	2,2
Francia	2,4	0,2	-2,6	1,6	1,6 (=)	1,8 (=)	1,6 (-0,5)	2,0
Italia	1,5	-1,3	-5,0	1,1	1,0 (=)	1,3 (-0,1)	1,3 (-0,2)	1,6
España	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,6 (-0,1)	1,5 (-0,3)	0,9 (=)	1,8
Reino Unido	2,7	-0,1	-4,9	1,4	2,0 (=)	2,3 (=)	1,7 (-0,8)	2,0
Japón	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,6 (+0,1)	1,8 (-0,2)	1,7 (-0,3)	1,3
Emergentes	8,3	6,1	2,6	7,1	6,5 (+0,1)	6,5 (=)	-	-

Fuente: Eurostat, FMI y OCDE.

(*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2011 respecto a octubre de 2010. OCDE, previsiones publicadas en noviembre de 2010 respecto a junio de 2010.

En este marco de progresiva consolidación en el proceso de recuperación, las tasas de inflación de las economías desarrolladas se movieron al alza, en términos generales, a lo largo de 2010, como consecuencia, fundamentalmente, del repunte de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas (véase gráfico 1). Las tasas subyacentes permanecieron relativamente estables por el exceso de capacidad productiva sin utilizar y unas tasas de desempleo aún elevadas que, por el momento, no reflejan el avance de la actividad. Con todo, las perspectivas de inflación en las principales economías avanzadas, a excepción de la economía nipona, que presenta deflación, permanecieron convenientemente ancladas, por lo que no se produjeron movimientos en los tipos de interés oficiales de estas economías. En EE.UU. y en Japón los tipos de interés oficiales permanecen invariables desde diciembre de 2008, en el 0%-0,25% y el 0,1% respectivamente; en el Reino Unido continúan en el 0,5% desde marzo de 2009 y en la zona del euro en el 1% desde mayo de 2009.

Sin embargo, en las últimas semanas se ha producido una revisión al alza generalizada de las expectativas de inflación, como consecuencia, fundamentalmente, de las tensiones geopolíticas en varios países árabes exportadores de petróleo, lo que ha impulsado un aumento en las expectativas de los tipos de interés oficiales en las principales economías industrializadas. Así, la información que proporcionan tanto los tipos de interés *forward* a tres meses como los informes de algunos analistas anticipan, con una probabilidad considerable, subidas en los tipos de interés en la zona del euro y en el Reino Unido en el próximo trimestre, mientras que en EE.UU. no se producirían hasta finales de 2011 o principios de 2012.

El aumento de las tasas de inflación no ha provocado todavía incrementos en los tipos de interés de las principales economías industrializadas...

...aunque comenzarán previsiblemente en Europa a lo largo del próximo trimestre.



Fuente: Thomson Datastream. (1) Índice Thomson Reuters Equal Weight Continuous Commodity Index (antiguo índice CRB).

En algunas emergentes ya se produjeron aumentos en los tipos oficiales en 2010.

En el ámbito de las economías emergentes, varios países endurecieron su política monetaria a lo largo del último semestre de 2010, en un marco de presiones inflacionistas crecientes como consecuencia de la fortaleza de la actividad exterior y la demanda doméstica. Éste ha sido el caso de la India, China y Corea del Sur, entre las economías asiáticas, y de Chile y Brasil, en Latinoamérica.

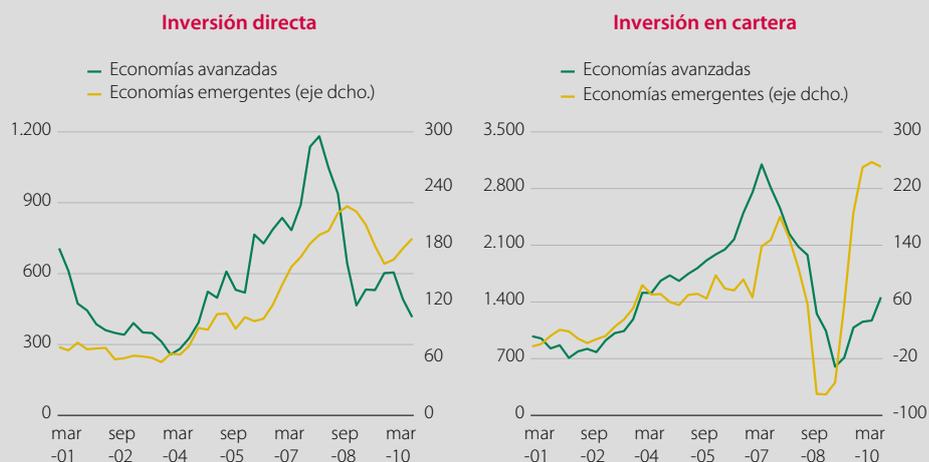
Recuadro 1: «Tendencias recientes en los flujos financieros internacionales y desequilibrios globales»

En la década anterior a la actual crisis, la actividad de las principales economías emergentes fue extraordinariamente dinámica. El rápido aumento de su nivel de renta estuvo acompañado, por lo general, de tasas de ahorro domésticas muy elevadas que permitieron satisfacer las elevadas necesidades de financiación de varias economías industrializadas, que constituyeron la dimensión más visible de los llamados desequilibrios globales. En este marco de financiación abundante, de tipos de interés bajos, precios elevados en algunos activos y rápido crecimiento del crédito privado en estas economías se gestó la actual crisis.

El incremento sustancial en la incertidumbre a nivel global que siguió al episodio de Lehman Brothers en septiembre de 2008 provocó una respuesta inmediata de los flujos internacionales de capital un tanto atípica ya que, al contrario que en otros episodios de crisis, durante ésta, los flujos de capital se dirigieron desde la periferia (economías emergentes) hacia el epicentro de la crisis (las economías industrializadas y, fundamentalmente, Estados Unidos). Estas salidas de fondos de los países emergentes se produjeron, sobre todo, mediante desinversiones en cartera, como se observa en el gráfico R1.1.

Entradas de capitales. Miles de millones de dólares

GRÁFICO R1.1



Fuente: Datastream. Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2010. Las economías avanzadas comprenden EE.UU., la zona del euro, Reino Unido y Japón (48% del PIB mundial en términos de la paridad del poder de compra en el periodo 2001-2010). En el conjunto de economías emergentes se han incluido Brasil, México, Chile, China, India, Indonesia, Malasia, Rusia y Corea del Sur (27% del PIB mundial en términos de la p.p.c. en el periodo 2001-2010).

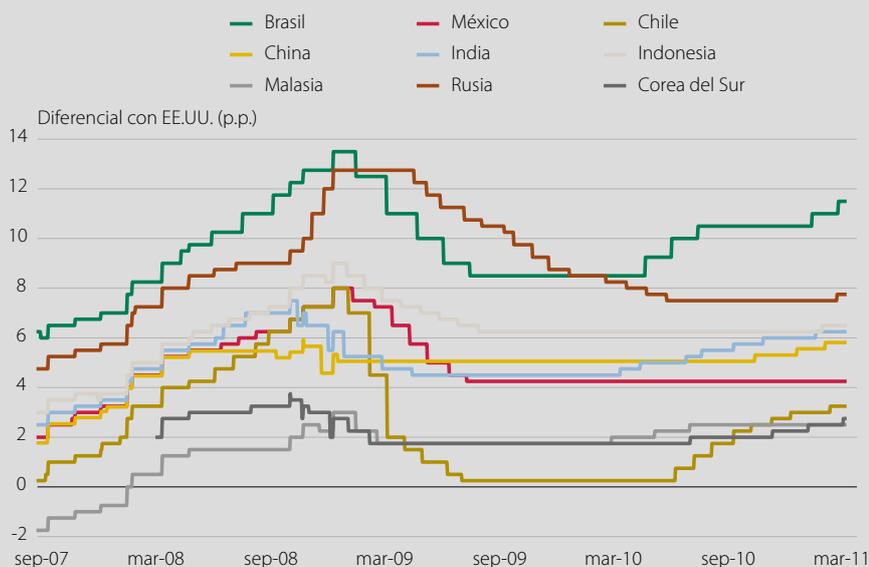
Sin embargo, la constatación posterior de que los sistemas financieros de las economías emergentes, menos desarrollados, apenas estaban expuestos a los productos y las prácticas que originaron la crisis, junto con la progresiva recuperación del comercio internacional, dieron un impulso notable a estas economías, que comenzaron a mostrar tasas de crecimiento incluso superiores a las del periodo previo a la crisis.

En los últimos trimestres, sin embargo, se han comenzado a observar ciertos signos que apuntan a la posible acumulación de riesgos macrofinancieros en algunas de estas economías. Entre estos riesgos, cabe destacar la rápida revalorización de los precios en algunos mercados de activos, las elevadas tasas de crecimiento del crédito y, en algunos casos, el notable incremento de la inflación y la fuerte apreciación del tipo de cambio. Por otro lado, no es descartable que algunos de estos desarrollos se hayan podido ver amplificadas, parcialmente, por las políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias llevadas a cabo por los países industrializados que pueden estar favoreciendo estrategias de *carry trade*. En particular, con este tipo de operaciones los inversores toman posiciones largas en activos de países con tipos de interés más elevados, normalmente denominados en su moneda nacional, mediante la financiación obtenida en países con tipos de interés más reducidos. El gráfico R1.2 ilustra cómo en los últimos meses se ha producido, efectivamente, una ampliación de los diferenciales de tipos de interés oficiales entre varias economías emergentes y EE.UU.

En este entorno, de cierta reversión en el sentido de los flujos de capital internacional que había predominado antes de la crisis, no es posible descartar la acumulación de ciertos desequilibrios en algunas economías emergentes, ni tampoco la presencia de ciertas dinámicas posiblemente inestables y/o de carácter especulativo en los precios de varios de sus activos, cuyas consecuencias pueden llegar a ser más relevantes en aquellos países más dependientes de la financiación exterior.

Diferenciales de tipos de interés oficiales con EE.UU.

GRÁFICO R1.2



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 15 de marzo.

En relación a esta última observación, conviene resaltar que los índices agregados de renta variable y de renta fija de las economías emergentes, que se sitúan en niveles similares a los registrados antes del comienzo de la crisis, podrían recoger, parcialmente, las mejores expectativas de crecimiento de estas economías, pero también podrían estar reflejando una cierta infravaloración de los riesgos presentes en algunos de estos mercados (véase gráfico R1.3).

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO R1.3



Fuente: Bloomberg y Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

Los índices de renta variable de las principales economías industrializadas, que habían superado el episodio de turbulencias asociado a la crisis irlandesa de finales de 2010 con aparente holgura (véase cuadro 2), mantuvieron una senda ascendente hasta que tuvo lugar el terremoto en Japón el día 11 de marzo. Desde entonces todos los índices de referencia han caído de forma notable, contrarrestando, en algunos casos, las ganancias acumuladas a lo largo del primer trimestre del año. A mediados de marzo, los índices de las bolsas japonesas cedían cerca de un 15% y los índices de las bolsas estadounidenses mostraban leves avances, mientras que los índices de las bolsas europeas registraban un comportamiento dispar, con ganancias en el Ibex 35 y en el Mib 30, y pérdidas en el Dax 30 o en el Cac 40. Las volatilidades de las bolsas, que apenas se vieron afectadas por el rebrote de incertidumbre asociado a la crisis irlandesa, tampoco han crecido de forma notable tras el terremoto, salvo en los índices japoneses donde, para el Topix y el Nikkei 225, superaban el 50% a mediados de marzo.

Los índices de renta variable superaron el episodio de turbulencias irlandés, pero han retrocedido tras el terremoto de Japón.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 2

	2007	2008	2009	2010	I-10	II-10	III-10	IV-10	I-11 (hasta el 15 de marzo)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	
Mundo												
MSCI World	7,1	-42,1	27,0	9,6	2,7	-13,3	13,2	8,6	-0,6	-0,6	7,6	
Zona del euro												
Euro Stoxx 50	6,8	-44,4	21,1	-5,8	-1,1	-12,2	6,8	1,6	-0,3	-0,3	-3,0	
Euronext 100	3,4	-45,2	25,5	1,0	2,2	-10,5	7,5	2,8	-1,5	-1,5	-0,1	
Dax 30	22,3	-40,4	23,8	16,1	3,3	-3,1	4,4	11,0	-3,9	-3,9	12,6	
Cac 40	1,3	-42,7	22,3	-3,3	1,0	-13,4	7,9	2,4	-0,6	-0,6	-2,8	
Mib 30	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	-0,4	-14,7	6,2	1,1	2,6	2,6	-4,1	
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-9,0	-14,8	13,5	-6,2	4,8	4,8	-5,7	
Reino Unido												
FTSE 100	3,8	-31,3	22,1	9,0	4,9	-13,4	12,8	6,3	-3,5	-3,5	1,8	
Estados Unidos												
Dow Jones	6,4	-33,8	18,8	11,0	4,1	-10,0	10,4	7,3	2,4	2,4	11,4	
S&P 500	3,5	-38,5	23,5	12,8	4,9	-11,9	10,7	10,2	1,9	1,9	11,4	
Nasdaq-Cpte	9,8	-40,5	43,9	16,9	5,7	-12,0	12,3	12,0	0,5	0,5	12,9	
Japón												
Nikkei 225	-11,1	-42,1	19,0	-3,0	5,2	-15,4	-0,1	9,2	-15,9	-15,9	-20,0	
Topix	-12,2	-41,8	5,6	-1,0	7,8	-14,0	-1,4	8,4	-14,7	-14,7	-18,3	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

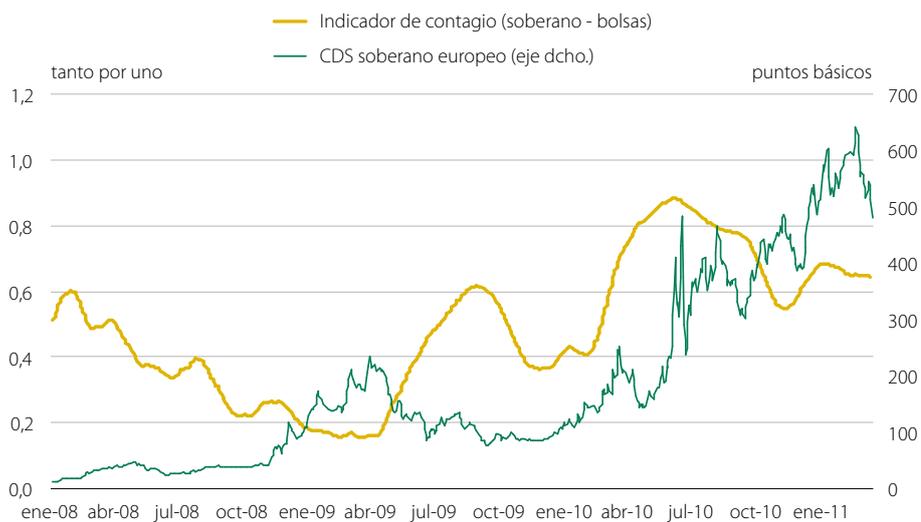
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

El periodo de contagio más intenso del riesgo soberano sobre los mercados de renta variable se produjo en la crisis griega.

El gráfico 2 muestra una estimación del efecto de contagio entre el sector soberano europeo y el mercado de renta variable, a partir de la información de los CDS de los bonos soberanos de las cinco economías europeas periféricas y de los rendimientos del Eurostoxx². En él se observa que el periodo de contagio más intenso del riesgo soberano sobre los mercados de renta variable se produjo en los momentos de mayor intensidad de la crisis griega (mayo de 2010). En el siguiente episodio de turbulencias, asociado a la crisis irlandesa, el contagio fue menor.

Efecto de contagio de la crisis soberana sobre la bolsa europea¹

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación neta del índice bursátil europeo Eurostoxx y el índice de CDS soberanos europeos que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los shocks contemporáneos en los rendimientos de ambos índices. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los shocks específicos de riesgo soberano sobre los rendimientos del Eurostoxx. El caso extremo en que el índice de contagio tome valor uno estaría indicando que los shocks contemporáneos del índice bursátil tienen un efecto nulo sobre dicho índice, mientras que un valor nulo indicaría que los shocks de riesgo soberano no tienen ninguna influencia contemporánea sobre el mercado bursátil. El índice del CDS soberano se obtiene como la media de los cinco países periféricos: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

La crisis de deuda soberana acentuó el papel de activo refugio de la deuda pública de EE.UU. y Alemania.

En el ámbito de los mercados de deuda pública, durante 2010, el aumento de la incertidumbre agregada generado por los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea intensificó notablemente el papel de «activo refugio» de las deudas públicas alemana y estadounidense y, en menor medida, de la británica. Como se refleja en el gráfico 3, durante los episodios de mayores turbulencias se produjeron

2 Para estimar este efecto, se ha construido una medida basada en el cálculo de los efectos cruzados o *spillovers* de un activo financiero sobre otro, a partir de la especificación usada por Diebold y Yilmaz para construir el *Global Equity Market Spillover Index*. Este índice está disponible en: <http://data.economicresearchforum.org/en/SpilloverIndex>. El cálculo de los efectos cruzados se realiza a partir de la estimación de un modelo de vectores autorregresivos. Dicha estimación se basa en la descomposición de la varianza de los errores de predicción y en el cálculo de la fracción de la varianza del error de predicción de cada variable que tiene origen en las innovaciones o *shocks* del resto de las variables. Esta metodología permite, por tanto, medir aquellos efectos que no se pueden explicar a partir de la información pasada extraída de estos índices, sino a partir de los acontecimientos contemporáneos que afectan, en primer lugar, a otras variables y que, a su vez, se transmiten (o «contagian») a la variable objeto de estudio.

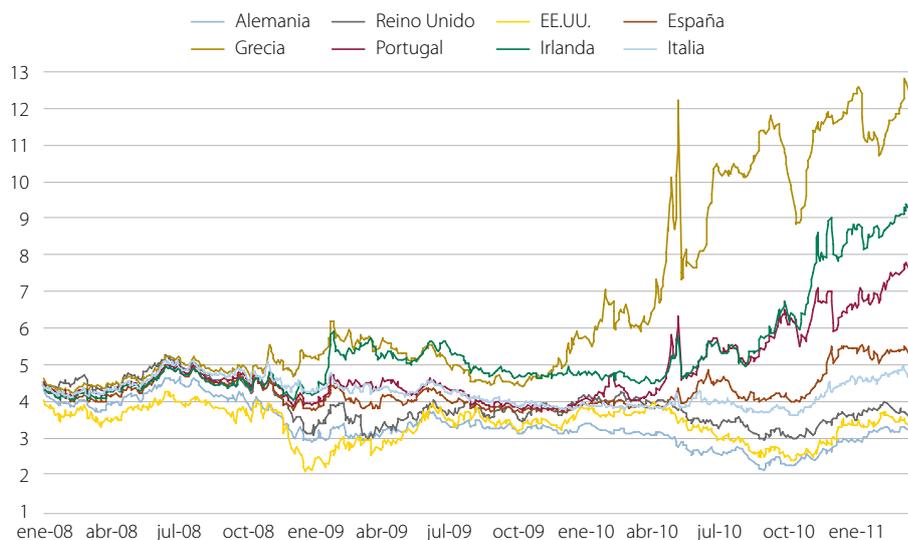
de forma paralela descensos en las rentabilidades de la deuda de estos países e incrementos de las rentabilidades y del riesgo percibido en la deuda de los países con mayores elementos de fragilidad (véase gráfico 4).

En enero de 2011 se observó un descenso de la percepción de riesgo soberano, que pudo estar asociado a la expectativa de una posible ampliación y reforzamiento del mecanismo de asistencia financiera en el marco de la UE y al avance de algunas reformas de carácter doméstico. Sin embargo, desde los primeros días de febrero, las primas de riesgo soberano volvieron a crecer en Grecia, Irlanda e Italia, mientras que la situación en España se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 4).

Los indicadores de riesgo soberano crecen desde febrero, aunque en España parecen haberse estabilizado.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)

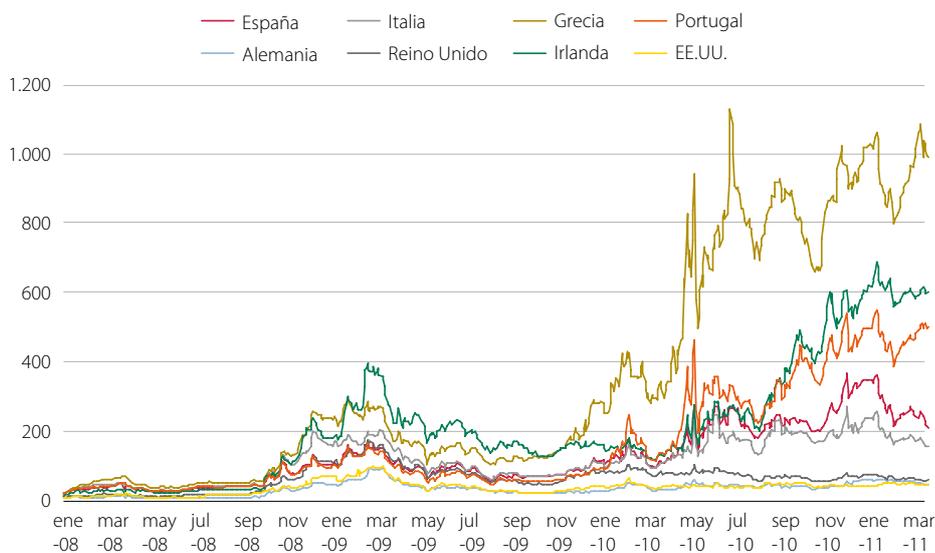
GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 4



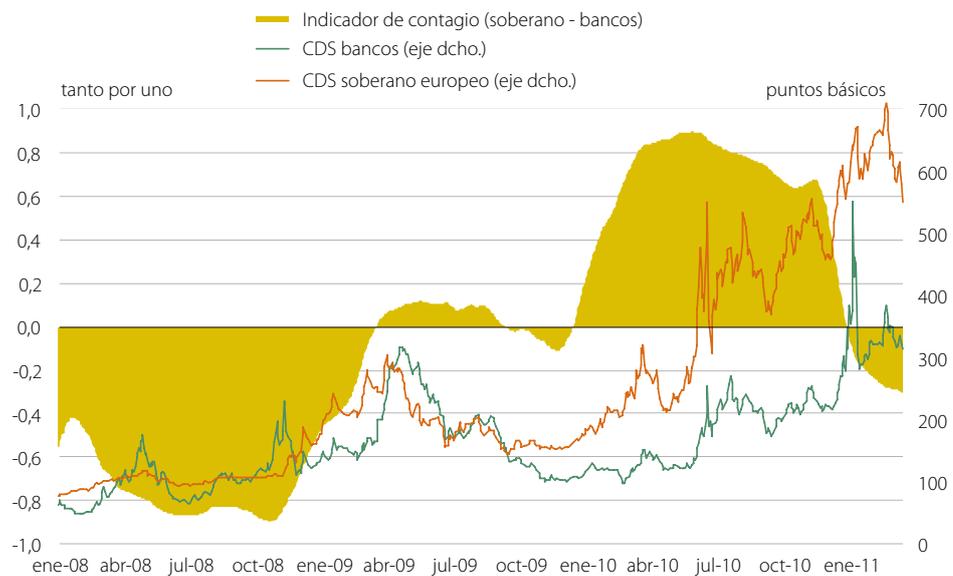
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

La transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa ha pasado por fases notablemente dispares desde el comienzo de la crisis.

El gráfico 5, que muestra los resultados de una estimación dinámica del grado de transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa, permite identificar varias fases desde el comienzo de la crisis. En concreto, puede distinguirse una primera fase, que se extendió a lo largo de todo el año 2008, en la que el riesgo de crédito se transmitía, en términos netos, desde el sector financiero a la deuda soberana. A la hora de interpretar estos resultados, conviene tener presente que 2008 estuvo marcado por un fuerte aumento de la incertidumbre en torno a la salud de las entidades financieras. Posteriormente, desde el segundo trimestre de 2009 hasta finales de ese año, que fue un periodo caracterizado por la reanudación del crecimiento internacional y la progresiva estabilización del sistema financiero en muchas economías industrializadas, y de manera especial en EE.UU., el contagio entre ambos sectores se redujo de forma sustancial. En la última fase, a partir de principios de 2010, que se corresponde con el inicio de la crisis de deuda griega, se aprecia cómo la fuente de contagio pasa a ser el sector público de la economía. Finalmente, el sentido del contagio entre estos dos sectores parece invertirse de nuevo a partir de finales de 2010. Como posible explicación para esta última observación cabe señalar el aumento en la incertidumbre acerca de la fortaleza del sector financiero europeo que se produjo a raíz del colapso repentino de dos bancos irlandeses que habían superado las pruebas de resistencia llevadas a cabo por las autoridades supervisoras europeas en julio de 2010.

Contagio neto entre el sector financiero y el sector público en Europa¹

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

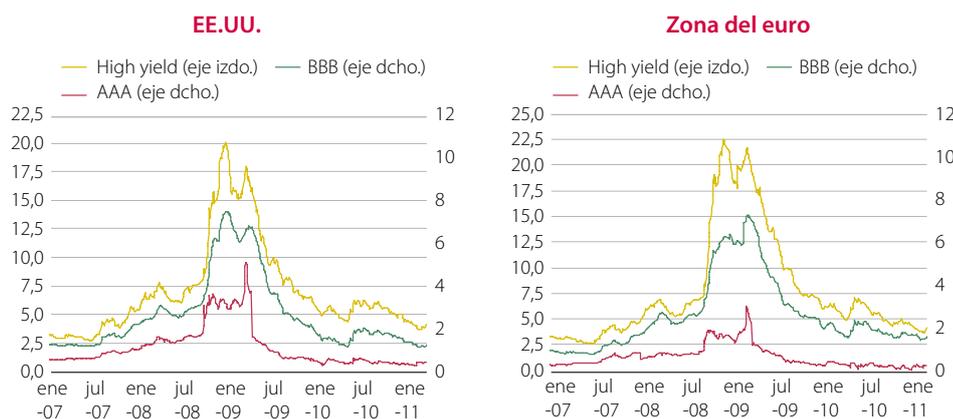
1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación neta de los índices de CDS correspondientes al sector bancario europeo y a varias referencias de deuda soberana europea que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los riesgos de crédito soberano y bancario. El indicador de contagio toma valores positivos cuando el efecto de los *shocks* en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto de los propios *shocks* específicos que afectan directamente al riesgo de crédito bancario. El índice del CDS bancario se obtiene como la media de los principales bancos de la Unión Europea. El índice del CDS soberano se obtiene como la media de los cinco países periféricos: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

En relación a la renta fija privada, como se aprecia en el gráfico 6, las primas de riesgo corporativo en EE.UU. y en la zona del euro finalizaron el año 2010 en niveles similares a los existentes antes de la crisis para todas las calidades crediticias de los emisores. Sin embargo, desde el segundo trimestre de 2010 se ha observado un descenso notable de las emisiones de deuda efectuadas por el sector corporativo privado a nivel global (véase gráfico 7), particularmente en el conjunto de entidades financieras europeas.

Las primas de riesgo corporativo se mantienen en los niveles existentes antes de la crisis.

Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa¹ (puntos básicos)

GRÁFICO 6



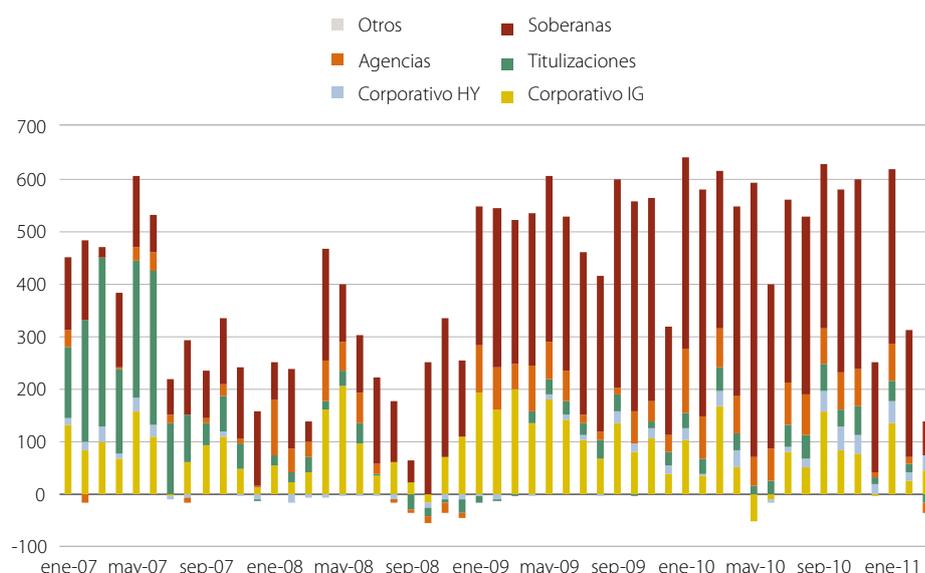
Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta 15 de marzo.

1 Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en caso de la zona del euro se utiliza un bono sintético).

Emisiones netas internacionales de renta fija, millones de dólares

GRÁFICO 7

Por tipo de instrumento financiero



Fuente: Dealogic. Datos mensuales hasta 15 de marzo.

Recuadro 2: «Modificación en el Reglamento de las agencias de *rating*»

El Reglamento sobre las agencias de *rating*¹, que está en vigor desde finales de 2009 en el marco de la Unión Europea, atribuye la supervisión y el registro de estas entidades a las autoridades supervisoras nacionales. Sin embargo, tras el establecimiento de las nuevas autoridades europeas de supervisión, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo han modificado dicho Reglamento con la finalidad de atribuir a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) las competencias de registro y supervisión de las agencias a partir del 1 de julio de 2011. Las autoridades nacionales seguirán siendo competentes para resolver las solicitudes de registro de agencias recibidas antes del 7 de septiembre de 2010.

Como consecuencia de esta reforma, ESMA tendrá facultad para solicitar información a las personas sujetas a su supervisión, realizar investigaciones y llevar a cabo inspecciones in situ. Ante un incumplimiento del Reglamento, ESMA podrá adoptar diversas medidas de supervisión tales como la baja registral de la agencia, la prohibición temporal de emisión de calificaciones con efectos en la UE o la publicación de advertencias. Además, podrá imponer multas a las agencias.

Funciones transitorias de la CNMV

La CNMV, designada como autoridad competente a efectos del Reglamento de agencias de *rating* por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, debe ejercer dos tipos de funciones de carácter transitorio. La primera de ellas está relacionada con la labor de registro de las agencias de *rating* y la segunda con la elaboración de los estándares técnicos vinculantes que ESMA debe remitir a la Comisión Europea:

- a) Labor de registro de las agencias de *rating*. Las solicitudes de registro de entidades pueden tener origen en agencias que operan de forma individual o en agencias que pertenecen a grupos. De acuerdo con el Reglamento, las solicitudes de registro por parte de grupos deben ser examinadas por colegios de autoridades. La CNMV participa en los colegios de supervisores de los grupos de Fitch, Moody's y Standard & Poors. La decisión final de autorización o denegación de registro de estas entidades corresponde a la autoridad del Estado donde la agencia está domiciliada, pero debe contar con el consenso de dicho colegio. En ausencia de consenso, la autoridad competente debe denegar el registro. Entre el 7 de junio y el 7 de septiembre de 2010, 45 agencias de *rating* solicitaron su registro en la Unión Europea, de las cuales 19 correspondían a agencias que operaban de forma individual y el resto a agencias que pertenecían a grupos.
- b) Elaboración de los estándares técnicos vinculantes que ESMA debe remitir a la Comisión Europea. Entre estos estándares se encuentran aquéllos relativos a la información que las agencias deben incorporar en sus solicitudes de registro, el contenido y el formato de la información estadística que deberán publicar las agencias registradas, el cumplimiento de los requisitos sobre las metodologías y la información a remitir por las agencias a ESMA con fines supervisores.

Funciones permanentes de la CNMV

Una vez que la modificación del Reglamento entre en vigor², las funciones de la CNMV respecto a las agencias registradas en la UE serán las siguientes:

- a) Participación en la supervisión de ESMA. Las decisiones que se tomen en ESMA respecto de las agencias de *rating* se discutirán y acordarán por sus miembros siguiendo los procesos generales de toma de decisión. Esto implica que cada autoridad nacional participará en la toma de decisiones a todos los niveles: i) en el ámbito del Consejo de supervisión de ESMA, los representantes nacionales tomarán las decisiones más relevantes respecto al registro y supervisión de las agencias; ii) a nivel técnico, ESMA ha acordado la creación de un comité de expertos compuesto por técnicos de las autoridades nacionales, que tendrá la función de asesorar al Consejo de supervisión en todos los asuntos relativos a la estrategia o la regulación de las agencias de *rating* y en aquéllos adicionales que decida el Consejo.
- b) Obligación de cooperar con ESMA. El Reglamento impone a las autoridades nacionales la obligación de cooperar con ESMA. Esto implica proporcionar a ESMA la información necesaria para el desarrollo de sus funciones y colaborar con esta autoridad en la realización de las actividades de supervisión. ESMA puede solicitar que el personal de la autoridad nacional colabore en las investigaciones que se realicen en su territorio, incluyendo inspecciones in situ.
- c) Delegación de actuaciones de supervisión. ESMA puede delegar determinadas tareas de supervisión (por ejemplo, requerimientos de información, investigaciones o inspecciones in situ) en las autoridades nacionales, sin que esto suponga una delegación de responsabilidad, que seguirá recayendo sobre ESMA. Con carácter previo a la delegación, ESMA deberá consultar a la autoridad nacional sobre la conveniencia de la misma y, una vez llevadas a cabo las tareas delegadas, ESMA reembolsará su coste a la autoridad nacional.
- d) Notificación a ESMA de actos contrarios al Reglamento. Cuando una autoridad competente considere que se están infringiendo las normas del Reglamento deberá notificarlo a ESMA, sugerir el uso de medidas de supervisión e, incluso, proponer a ESMA que suspenda el uso de los *ratings* a efectos regulatorios.

1 Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre agencias de calificación.

2 Se prevé su publicación en torno a mayo de 2011 y su entrada en vigor veinte días después de la publicación.

Con ciertos altibajos, el euro ha tendido a apreciarse respecto al dólar desde mediados de 2010.

En los mercados de cambios, tras la fuerte depreciación sufrida por el euro frente al dólar durante el primer semestre de 2010³, la divisa europea tendió a apreciarse en los meses posteriores, parcialmente impulsada por la decisión de la Reserva Federal estadounidense de retomar su política de relajación cuantitativa. Esta tendencia se vio interrumpida únicamente en los dos últimos meses de 2010 como consecuencia de la crisis irlandesa (véase gráfico 8). Con todo, desde los mínimos alcanzados en junio de 2010 hasta mediados de febrero de 2011, el euro se ha apreciado frente al dólar más de un 16%, mientras que se ha mantenido relativamente estable frente a la moneda japonesa, en torno a los 110 yenes por euro desde finales de mayo de 2010, tras una depreciación acumulada superior al 18% en los primeros meses del ejercicio.

Por su parte, el yen tendió a apreciarse sustancialmente tras el terremoto, por las expectativas de repatriación de capitales, pero se estabilizó posteriormente debido a la intervención de los bancos centrales del G-7.

Tras el terremoto en Japón, se observó durante varios días una notable presión apreciatoria sobre el yen, provocada, fundamentalmente, por las expectativas de ventas masivas de activos extranjeros desde Japón, principalmente del sector asegurador, con el objetivo de liquidar fondos para la reconstrucción del país. Posteriormente, la fuerte inyección de liquidez realizada por el Banco de Japón y la decisión de los miembros del G-7 de intervenir en los mercados de divisas de forma conjunta mediante la compra de dólares por parte de sus bancos centrales han tendido a reducir la presión sobre la divisa japonesa.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB español creció un 0,2% en el cuarto trimestre, dejando el promedio anual en el -0,1%,...

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2010 revelaron que el PIB español creció un 0,2% en términos trimestrales (frente a una variación nula en el tercer trimestre) y un 0,6% en términos anuales (un 0,2% en el tercer trimestre), dejando el promedio en el conjunto del año en un ligero retroceso del 0,1%. Estas cifras suponen un avance notable respecto a la fuerte caída del año anterior (-3,7%), pero revelan un comportamiento relativo peor que el de otras economías de referencia (la zona del euro creció un 1,7%). Como se aprecia en el cuadro 3, la incipiente recuperación de la actividad doméstica tuvo su origen en el avance del consumo privado (que pasó del -4,3% en 2009 al 1,2% en 2010), de la inversión en bienes de equipo (del -24,8% al 1,8%) y, también, en la aportación positiva del sector exterior, impulsado por el dinamismo de las exportaciones (que avanzaron un 10,3% en el conjunto del año).

...debido al avance del sector industrial y de los servicios.

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar el crecimiento trimestral del producto de las ramas industriales (0,2%) y de los servicios (0,2%). El retroceso del valor añadido ligado a la construcción se moderó, desde el -1,9% en el tercer trimestre del año hasta el -0,4% en el cuarto. En el conjunto de 2010, el PIB creció un 0,9% en la industria, un 0,5% en los servicios y descendió un 6,3% en la construcción.

El encarecimiento de las materias primas provoca un crecimiento sustancial de la inflación en España y del diferencial con la zona del euro.

La tasa de variación del IPC se incrementó progresivamente a lo largo de 2010, desde tasas cercanas al 1% a principios del mismo hasta el 3,6% en febrero de 2011, como consecuencia del encarecimiento de los precios de las materias primas, fundamentalmente energéticas, y del aumento de la imposición indirecta. Por el momento,

3 La depreciación acumulada del euro respecto al dólar en el primer semestre de 2010 fue cercana al 15%.

la modesta recuperación del consumo privado registrada hasta ahora no ha ejercido una presión notable sobre el crecimiento de los precios domésticos. La tasa subyacente también se incrementó a lo largo del año, desde el 0,1% en enero hasta el 1,5% en diciembre (1,8% en febrero de 2011). El diferencial de inflación con la zona del euro, que se había mantenido en terreno negativo en 2009, fue creciendo progresivamente a lo largo de 2010 hasta alcanzar los 0,7 puntos porcentuales en diciembre (0,9 puntos en febrero de 2011).

La leve recuperación de la actividad doméstica no se ha traducido, por el momento, en una mejora en las cifras del mercado de trabajo. Así, en 2010 continuó la caída del número de empleados, aunque lo hizo a un ritmo inferior al de 2009 (un 2,3% en 2010 frente a un 6,8% en 2009) y la tasa de paro se mantuvo, con pocas oscilaciones, en torno al 20% de la población activa, dos puntos más que en 2009.

La incipiente recuperación de la actividad aún no se ha traducido en mejoras del mercado laboral.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2007	2008	2009	2010	Comisión Europea*	
					2011P	2012P
PIB	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8 (+0,1)	1,7
Consumo privado	3,7	-0,6	-4,3	1,2	0,9 (-0,3)	1,6
Consumo público	5,5	5,5	3,2	-0,7	-1,3 (-0,1)	-0,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,6	-4,4	-16,0	-7,6	-3,1 (-1,3)	2,7
Bienes de equipo	9,0	-1,8	-24,8	1,8	3,7 (+3,5)	6,0
Exportaciones	6,6	-1,0	-11,6	10,3	5,5 (+0,8)	5,6
Importaciones	8,0	-4,9	-17,8	5,4	1,4 (-0,4)	4,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,9	1,4	2,7	1,1	1,1 (+0,4)	0,3
Empleo	3,1	-0,5	-6,8	-2,3	-0,3 (-0,2)	1,1
Tasa de paro¹	8,3	11,3	18,0	20,1	20,2 (+0,4)	19,2
IPC armonizado	2,8	4,1	-0,2	1,8	2,4 (+0,9)	1,4
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-10,0	-9,7	-5,5	-4,5	-3,8 (+0,7)	-3,6
Saldo AAPP (% PIB)	1,9	-4,1	-11,2	-9,2	-6,4 (-2,2)	-5,5

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea.

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en otoño de 2010 (respecto a la primavera de 2010), salvo las de PIB e inflación, que son de marzo de 2011 respecto al otoño de 2010.

El déficit público, que había crecido en 2009 desde el 4,2% del PIB hasta el 11,1%, mostró un descenso cercano a los dos puntos porcentuales del PIB en 2010 como consecuencia, fundamentalmente, de las medidas de reducción del gasto público adoptadas por el Gobierno. De hecho, de acuerdo con las estimaciones del FMI⁴, el tono de la política fiscal española habría sido el más restrictivo de entre las economías desarrolladas⁵. Por su parte, el saldo de deuda pública sobre el PIB creció por

El déficit público se redujo cerca de dos puntos porcentuales de PIB, hasta el 9,2% debido a la reducción del gasto.

4 IMF Fiscal Monitor, enero de 2011.

5 El déficit estructural estimado para la economía española habría descendido desde el 9,7% del PIB en 2009 hasta el 7,5% en 2010, frente al incremento desde el 5,5% hasta el 5,9% en el conjunto de las eco-

tercer año consecutivo, desde el 53,2% en 2009 hasta el 60% en 2010, aunque lo hizo de forma más moderada que en 2009 (cuando se incrementó más de 13 p.p. del PIB).

Las entidades de depósito nacionales afrontan una nueva etapa de incertidumbre tras la crisis de deuda.

Las entidades de depósito nacionales están afrontando una nueva etapa de incertidumbre agregada, tras los episodios de crisis de deuda soberana europea, que ha dado lugar a ciertas dificultades de financiación en determinados segmentos de los mercados de financiación mayoristas. Adicionalmente, la debilidad de la actividad económica doméstica y el deterioro de sus activos crediticios continúan ejerciendo una cierta presión sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades.

Los beneficios netos agregados de estas entidades retrocedieron sustancialmente en 2010.

Así, el resultado neto agregado de las entidades de depósito en España ascendió a 9.600 millones de euros en el conjunto de 2010, lo que supone un descenso del 26% respecto de 2009. La caída de los beneficios tuvo origen en el descenso del margen de intermediación (desde los 43 mil millones de euros en 2009 hasta los 34 mil millones en 2010), en el incremento de las dotaciones y en la caída de los resultados extraordinarios. Los gastos de explotación se mantuvieron relativamente estables mientras que las pérdidas por deterioro de activos (financieros y no financieros) se redujeron sensiblemente.

El saldo vivo de crédito inició una leve tendencia ascendente desde mediados de 2010...

Tras varios ejercicios de descensos acusados, la tasa de variación interanual del saldo vivo de crédito agregado a empresas y familias inició una leve tendencia ascendente en la segunda mitad de año, tras el mínimo alcanzado en abril (-1,5%). El último dato disponible, correspondiente al mes de diciembre de 2010, mostró un leve avance del crédito (0,8% interanual), aunque se observaron diferencias notables entre sus componentes. Así, el crédito a empresas creció un 1%, mientras que el crédito a los hogares avanzó un 0,4%. Esta evolución dispar del crédito a hogares y empresas, que se viene observando desde hace varios trimestres, contrasta con la observada en la zona del euro, donde el crecimiento total de los agregados crediticios es algo mayor, ya que el crédito empresarial continúa en terreno negativo mientras que el crédito a familias crece a tasas cercanas al 3%.

...en un marco en el que persiste el aumento de la morosidad.

La tasa de morosidad de las entidades de crédito españolas, con ciertos altibajos, continuó creciendo en 2010, pero a un ritmo menos intenso que en años previos. Entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, la morosidad aumentó desde el 5,1% hasta el 5,8% (3,4% en 2008 y 0,9% en 2007, véase gráfico 9). En enero volvió a aumentar hasta el 6,1%. La mayor parte del aumento de la morosidad continúa ligado a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, lo que contrasta con el buen comportamiento relativo de la morosidad ligada al crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria, que lleva cerca de un año descendiendo hasta situarse cerca del 2,6%.

La crisis de deuda soberana complicó la financiación de las entidades financieras en los mercados mayoristas...

Las condiciones de financiación de las entidades financieras españolas a lo largo de 2010 fueron complejas, particularmente en los mercados mayoristas, como consecuencia de la incertidumbre generada en los mercados de deuda soberana. En términos generales, las entidades financieras españolas fueron menos dependientes de las fuentes de financiación de carácter más extraordinario. Así, el volumen de emisión

nomías desarrolladas (el tono habría sido expansivo en todas ellas, salvo en el Reino Unido, donde se estima neutral).

de bonos avalados apenas superó los 13 mil millones de euros en 2010, frente a los cerca de 48 mil millones en 2009, mientras que el recurso de las entidades a la financiación del Eurosistema descendió sustancialmente, desde los máximos alcanzados a mediados de 2010 (130 mil millones) hasta los 49 mil millones en febrero de 2011 (véase gráfico 8).

Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas se tradujeron en un descenso sustancial del importe bruto emitido por las entidades financieras, que pasó de 376 mil millones de euros en 2009 a 223 mil millones en 2010. De forma paralela a la tendencia observada en el conjunto de entidades financieras europeas, muchas entidades españolas optaron por impulsar la emisión de productos de mayor calidad crediticia percibida, particularmente de cédulas hipotecarias. En efecto, como se observa en el gráfico 9, la importancia relativa de las emisiones de cédulas sobre las emisiones totales de deuda de las entidades financieras españolas creció desde el 22% en 2009 hasta el 35% en 2010. En el conjunto de entidades europeas, este incremento fue inferior, pasando del 20% en 2009 al 25% en 2010.

Finalmente, cabe señalar el creciente acceso de algunas entidades financieras nacionales a las plataformas LCH.Clearnet y Eurex Repo, que canalizan préstamos interbancarios con garantía de deuda pública y cubren el riesgo de impago. En el caso de LCH.Clearnet, el volumen de repos que han negociado las entidades españolas desde agosto de 2010, cuando comenzó esta operativa, hasta enero de 2011 ha superado los 800 mil millones de euros.

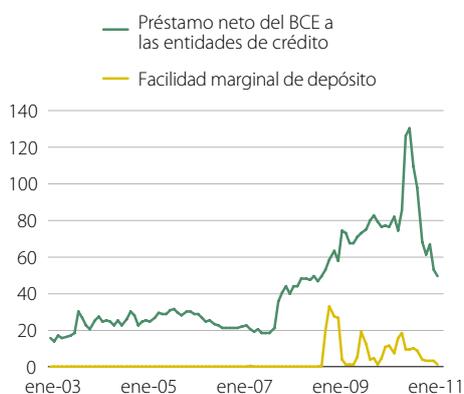
...que optaron por impulsar la emisión de productos de mayor calidad, como las cédulas hipotecarias.

Las entidades más grandes se benefician del acceso a las plataformas LCH.Clearnet y Eurex Repo.

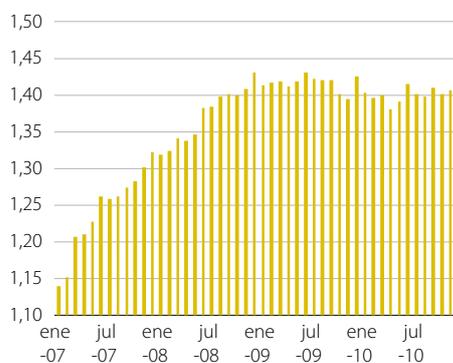
Financiación de las entidades de crédito españolas

GRÁFICO 8

Eurosistema (miles de millones de euros)

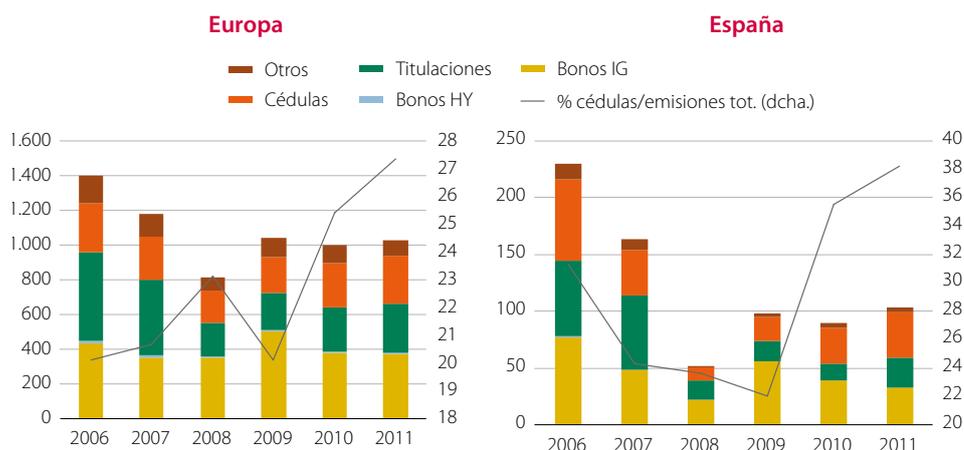


Captación de depósitos (billones de euros)



Fuente: Banco de España. Los datos del Eurosistema son hasta febrero, los de depósitos hasta diciembre.

Miles de millones de euros



Fuente: Dealogic. El dato de 2011 corresponde a la suma de las emisiones de los cuatro últimos trimestres hasta el primero de 2011.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 40% en 2010.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 33.595 millones de euros en 2010, un 40,1% superior a la cifra de 2009. Como se observa en el cuadro 5, el aumento de los beneficios fue generalizado en todos los sectores, en línea con la incipiente mejora de la actividad doméstica. Destaca especialmente, por su peso en el total, el aumento en más de cuatro mil millones de euros del beneficio conjunto de las empresas energéticas, que ascendió a 15.761 millones de euros. En términos relativos, el sector que experimentó un mayor crecimiento fue el industrial, que pasó de tener un beneficio de 140 millones de euros en 2009 a 1.607 millones en 2010. Los beneficios agregados de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios aumentaron un 27,4%, hasta los 14.350 millones de euros.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 10, panel izquierdo) muestra que el número de entidades con pérdidas relativamente elevadas (superiores a los 200 millones de euros) se redujo debido, parcialmente, al mejor comportamiento de algunas sociedades pertenecientes al sector de la construcción e inmobiliario. Por otro lado, durante 2010 se produjo un aumento de las entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros). Parte de este incremento tuvo lugar en empresas inmobiliarias e industriales, que habían sufrido pérdidas menores a 100 millones de euros durante el ejercicio de 2009. Además, para el conjunto de entidades que obtuvieron beneficios de forma consecutiva en 2009 y 2010, se observa, en general, un incremento del número de empresas cotizadas que vieron aumentar sus beneficios en el mismo ejercicio (véase gráfico 10, panel derecho).

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 5

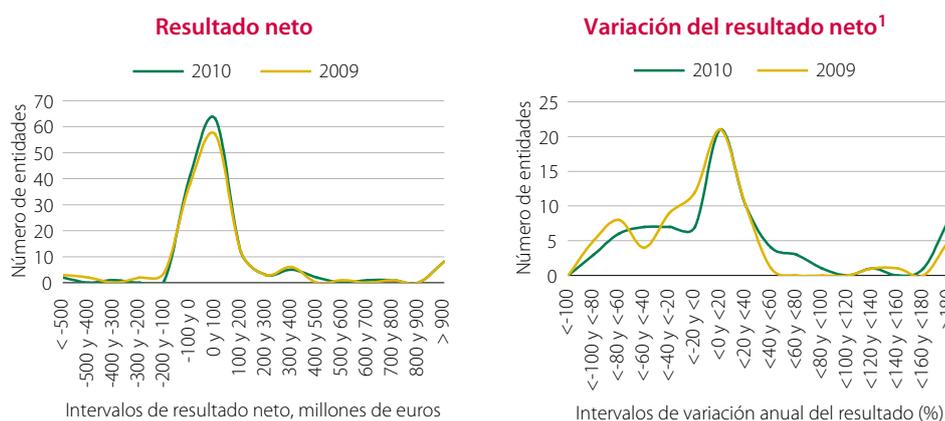
Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Energía	28.486	34.974	18.034	23.315	11.472	15.761
Industria	2.712	4.087	1.181	2.453	140	1.607
Comercio y servicios	29.780	34.197	17.933	21.863	11.268	14.356
Construcción e inmobiliario	4.644	8.936	1.596	5.658	1.084	1.855
Ajustes	-279	-178	-106	-38	15	16
TOTAL AGREGADO	65.343	82.016	38.638	53.251	23.979	33.595

Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el año.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de:

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

- 1 Se ofrece la distribución del número de entidades en función de la variación de su resultado neto, sujeto a que este resultado fuera positivo en ambos ejercicios.

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente durante 2010, en un 0,5% hasta los 326.168 millones de euros (véase cuadro 6), interrumpiendo, así, la tendencia alcista que había mostrado a lo largo de los últimos años (entre 2005 y 2009 el endeudamiento creció cerca de un 100%). Por sectores, se observó un comportamiento similar en los de las empresas energéticas, industriales y de la construcción e inmobiliarias, con retrocesos de entre un 2% y un 9% en el nivel de deuda. Por el contrario, la deuda de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios creció un 6,3%, hasta los 115 mil millones de euros. La ratio de apalancamiento (medida como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto) mostró un leve descenso, desde el 1,6 en 2009 hasta el 1,5 en 2010, en línea con la reducción de la deuda agregada. Todos los sectores, salvo el industrial, mostraron descensos en sus ratios de apalancamiento.

El apalancamiento de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente en 2010 (del 1,6 al 1,5)...

...y mejoran la ratio de cobertura de la deuda y los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades.

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 redujo desde 4,8 en 2009 hasta 4 en 2010, como consecuencia, principalmente, del crecimiento de los beneficios (véase cuadro 6). Cabe destacar la fuerte reducción de esta ratio en el sector de la construcción e inmobiliario, que pasó de 22,5 en 2009 a 11,2 en 2010. Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las sociedades cotizadas no financieras en su conjunto mejoraron ligeramente (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,4 en 2009 hasta 3 en 2010) como consecuencia del crecimiento de los beneficios antes de intereses e impuestos. El comportamiento de esta ratio por sectores fue similar al observado para el conjunto de entidades, salvo en el caso de las empresas pertenecientes al sector industrial, en las que el aumento de la carga financiera fue superior al del EBIT, dando lugar a una reducción de la ratio de cobertura desde 3,1 hasta 2,7.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 6

Millones de euros		2006	2007	2008	2009	2010
Energía	Deudas	59.191	69.172	82.608	100.572	98.283
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,8	0,9	1,1	0,9
	Deudas/ EBITDA ¹	2,2	2,5	2,8	3,5	2,8
	EBIT ² / Carga financiera	4,7	4,1	3,7	3,4	4,2
Industria	Deudas	15.684	13.312	15.645	15.953	14.508
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
	Deudas/ EBITDA	2,1	1,8	2,7	3,0	3,5
	EBIT / Carga financiera	5,7	5,9	3,4	3,1	2,7
Construcción e inmobiliario	Deudas	111.000	138.933	119.788	104.762	99.763
	Deudas/ Patrimonio	3,1	3,1	3,8	4,1	3,4
	Deudas/ EBITDA	11,5	10,8	31,9	22,5	11,2
	EBIT / Carga financiera	2,0	1,2	0,0	0,3	1,0
Comercio y servicios	Deudas	91.522	96.941	112.322	108.579	115.407
	Deudas/ Patrimonio	2,5	1,7	2,1	1,8	1,6
	Deudas/ EBITDA	3,6	3,0	3,6	3,7	3,4
	EBIT / Carga financiera	2,4	3,2	2,9	3,3	3,9
Ajustes ³	Deudas	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-1.908	-1.793
TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	266.198	300.967	309.561	327.958	326.168
	Deudas/ Patrimonio	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5
	Deudas/ EBITDA	3,9	4,0	4,6	4,8	4,0
	EBIT / Carga financiera	3,3	3,0	2,0	2,4	3,0

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

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al tercer trimestre de 2010 indican que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo hasta valores algo inferiores al 15% de la renta disponible, tras los fuertes incrementos de 2008 y 2009, como consecuencia tanto de la disminución de su renta como del moderado incremento de su gasto en consumo final. Por su parte, la ratio de endeudamiento del sector permanece estabilizada desde hace varios trimestres en valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible, mientras que su riqueza neta, tras experimentar un descenso notable durante 2008 y la primera mitad de 2009, ha tendido a estabilizarse como consecuencia de una cierta revalorización de los activos financieros de los hogares, que ha compensado el descenso, menos pronunciado, del valor de sus activos inmobiliarios.

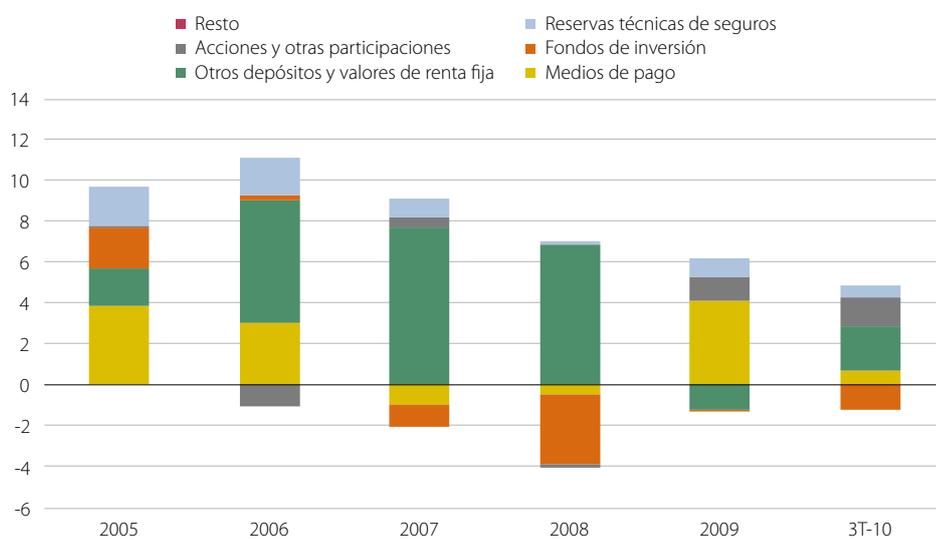
El ahorro de los hogares desciende, tras los fuertes aumentos de 2008 y 2009, y se estabiliza su ratio de endeudamiento.

Por lo que se refiere a las variaciones de activos financieros y pasivos, se observan algunos patrones novedosos. En particular, la adquisición neta de activos financieros de los hogares, que se mantuvo en septiembre en niveles ligeramente inferiores a los de 2009⁶, mostró un cambio sustancial en la composición de los instrumentos adquiridos, a favor de los depósitos a plazo y de las acciones y en detrimento de los medios de pago y de los fondos de inversión (véanse gráfico 11 y cuadro 13). El fuerte aumento de la oferta de depósitos con remuneraciones relativamente elevadas habría jugado un papel relevante en esta recomposición de la cartera de los hogares. Por su parte, los pasivos de los hogares, que habían descendido un 1,3% del PIB en 2009, volvieron a crecer en 2010 (0,7% del PIB).

La inversión de los hogares muestra una mayor preferencia por depósitos a plazo y acciones.

Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 11



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

6 Ascendió al 4,1% del PIB (con datos acumulados de cuatro trimestres), frente al 4,5% del PIB en 2009.

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes apuntan al mantenimiento del crecimiento mundial en tasas cercanas al 4,5% en 2011 y 2012.

Las previsiones más recientes del FMI y de la OCDE efectuadas antes del terremoto de Japón, que ha añadido un cierto grado de incertidumbre sobre ellas, apuntaban al mantenimiento del crecimiento de la actividad mundial en 2011 y 2012 en tasas cercanas al 4,5%, ligeramente por debajo de la cifra estimada para 2010 (5%). De acuerdo a estas previsiones, continuaría el dinamismo de las economías emergentes, particularmente de las asiáticas, para las que se pronostica un crecimiento agregado del 6,5%, mientras que las economías desarrolladas avanzarían a tasas del 2,5%, lideradas por la economía estadounidense.

Los riesgos más relevantes están relacionados con los efectos del terremoto de Japón, con las perspectivas de las finanzas públicas, con la posibilidad de que en algunos emergentes se estén acumulando algunos desequilibrios y con la complejidad del marco de actuación de la política monetaria.

Con carácter general, además de la mencionada incertidumbre en torno a los posibles efectos del terremoto en Japón sobre la economía mundial que, con la información disponible hasta la fecha, no parecen demasiado graves, los riesgos más relevantes que pueden afectar a los escenarios centrales contemplados por los principales organismos están relacionados con: (i) los retos que plantea, para un grupo amplio de economías, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración de su sistema financiero; (ii) la posibilidad de que se estén acumulando algunos desequilibrios en determinadas economías emergentes, a la vista del fuerte incremento en los flujos de capitales hacia ellas, del sustancial incremento de los precios de sus activos y del fuerte descenso del precio de su riesgo de crédito; y, finalmente, (iii) la creciente complejidad del marco de actuación de la política monetaria, que debe ponderar con especial cautela los efectos combinados sobre la evolución futura de los precios de una perturbación de oferta negativa, asociada al notable encarecimiento de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos registrado en los últimos meses, y de una recuperación todavía débil de la actividad económica, en un entorno en el que el funcionamiento de los mecanismos normales de transmisión monetaria puede verse afectado por la fragilidad de algunas piezas importantes del sistema financiero, como el mercado interbancario. Esta complejidad es particularmente relevante en la zona del euro, donde existe una elevada heterogeneidad respecto al impacto del encarecimiento del petróleo sobre los precios finales, a la intensidad de la recuperación y al efecto de una variación en los tipos de interés sobre la situación patrimonial de las empresas y las familias. En el contexto europeo, además, persisten ciertas dudas acerca de la salud del sector financiero y del grado de saneamiento efectivo alcanzado hasta el momento que, de mantenerse, continuarían dificultando la financiación de las economías más vulnerables.

La economía española, que seguirá creciendo algo menos que otras avanzadas, afronta riesgos relacionados con la situación de una parte de su sistema financiero y con su capacidad de crecimiento a medio plazo.

En cuanto a la economía española, los principales organismos internacionales manejan previsiones para 2011 algo menos optimistas que para el resto de las principales economías avanzadas. Así, el PIB español crecería entre un 0,6% y un 0,9%, frente al 1,5% en la zona del euro o el 3% en EE.UU., mientras que en 2011 se produciría una cierta convergencia entre el crecimiento doméstico y el de la zona del euro, en tasas próximas al 1,5%. En este marco de incipiente recuperación, no se esperan avances sustanciales en el mercado laboral en los próximos dos años. Los riesgos más relevantes que pueden afectar a este escenario de recuperación están relacionados con la incertidumbre asociada al proceso en marcha de reestructuración del sistema financiero y con la evolución macroeconómica. Estos factores podrían condicionar la pauta de normalización de las condiciones de financiación tanto del sector público como del privado. Entre los elementos que pueden favorecer la reducción de la incertidumbre se encuentran el notable esfuerzo realizado en materia de consolidación fiscal, el avan-

ce en algunas reformas estructurales relevantes (mercado de trabajo, sistema de pensiones) y, más recientemente, el Plan de Reforzamiento del Sistema Financiero, que aumenta los requisitos de capital básico de las entidades financieras españolas, adelantando los requisitos previstos en Basilea III para 2013 y estableciendo de forma inmediata un mínimo de capital básico del 8% de los activos ponderados por riesgo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Tras las caídas de las cotizaciones observadas en el último trimestre de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales, a excepción de las plataformas de valores latinoamericanos, experimentaron durante el primer trimestre de 2011 avances de diversa intensidad⁷, que fueron superiores a los registrados en otras plazas internacionales de referencia, todas ellas afectadas por la incertidumbre generada tras el terremoto en Japón (véanse cuadro 2 y cuadro 7).

Tras los retrocesos de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales avanzaron en los primeros meses de 2011.

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

CUADRO 7

Índices	2007	2008	2009	2010	III-10 ¹	IV-10 ¹	I-11 (hasta 15 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	13,5	-6,2	4,8	4,8	-5,7
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	12,9	-7,5	5,5	5,5	-6,8
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	13,7	-0,5	2,6	2,6	-2,5
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	3,6	-4,3	9,8	9,8	-7,9
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	1,5	8,3	-7,0	-7,0	-3,9
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-2,2	7,3	-6,3	-6,3	-1,4
Sectores²									
Petróleo y gas	1,8	-30,8	-20,1	0,3	7,1	11,0	15,5	15,5	24,2
Químicas	-58,4	-67,8	3,4	-60,0	-49,8	-6,2	21,0	21,0	-51,9
Materiales básicos	-17,2	-45,4	23,1	-5,6	3,0	0,5	2,0	2,0	-0,4
Construcción y mat. de construcción	-12,0	-51,0	25,5	-14,4	15,1	-0,1	9,0	9,0	-0,2
Bienes industriales y servicios	6,9	-41,9	29,3	-1,9	16,9	-1,3	-1,7	-1,7	-1,5
Salud	19,2	-45,0	17,7	-22,2	17,1	-9,5	9,5	9,5	-15,0
Utilities	18,5	-31,0	-7,8	-14,3	10,2	3,4	5,8	5,8	-3,5
Bancos	-4,5	-47,9	46,3	-32,3	8,8	-16,2	9,9	9,9	-15,6
Seguros	-13,3	-25,0	19,8	-26,8	2,0	-7,1	19,5	19,5	-7,5
Inmobiliaria	-42,6	-58,6	-43,8	-53,2	-13,5	-29,7	17,3	17,3	-44,9
Servicios financieros	-35,6	-44,3	20,8	12,8	14,1	2,5	20,1	20,1	26,8
Telecomunic. y medios de comunic.	26,3	-31,4	23,5	-13,4	18,1	-5,8	2,0	2,0	-3,1
Consumo discrecional	-7,7	-39,2	37,0	20,6	22,2	-1,7	-3,8	-3,8	10,7
Consumo básico	6,9	-22,5	-8,4	15,8	4,3	10,6	-4,6	-4,6	9,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

7 Hasta el 15 de marzo.

El Ibex 35 se revalorizó un 4,8% en el primer trimestre de 2011 (-17,4% en 2010)...

Así, el Ibex 35, que había caído un 6,2% en el cuarto trimestre de 2010 (un 17,4% en el conjunto del año), repuntó un 4,8% en el primer trimestre de 2011⁸ (véase cuadro 7). Este índice, que a lo largo de este último trimestre llegó a mostrar avances cercanos al 13%, finalizó el mismo con descensos de cierta cuantía como consecuencia de los acontecimientos acaecidos en Japón. Por su parte, los índices de renta variable de las empresas de pequeña y mediana capitalización crecieron en el primer trimestre del año un 9,8% y un 2,6% respectivamente, tras registrar sendos descensos del 4,3% y del 0,5% en el cuarto trimestre de 2010 (y del 18,3% y el 5,6% en el conjunto de 2010). Por el contrario, los mercados nacionales de negociación para valores latinoamericanos (Latibex) invirtieron la fuerte tendencia alcista iniciada en 2009, que fue más moderada en 2010. Así, en el primer trimestre de 2011, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top acumularon descensos superiores al 6%, tras registrar crecimientos cercanos al 8% en el cuarto trimestre de 2010 y superiores al 9% en el conjunto de ese año.

...por el avance de las empresas químicas, inmobiliarias, aseguradoras y financieras.

Los sectores que lideraron los avances durante el primer trimestre de 2011 fueron los mismos que registraron las mayores pérdidas en 2010, concretamente, los sectores químico (21% en el primer trimestre de 2011 frente a la caída del 60% en 2010), asegurador (19,5%, con una caída del 26,8% en 2010), inmobiliario (17,3%, tras descender un 53,2% en 2010), bancario (9,9%, frente a un descenso del 32,3% en 2010) y de construcción y materiales asociados (9% frente a la caída del 14,4% en 2010). También se registraron otros avances notables en el sector que agrupa a las entidades no bancarias que ofrecen servicios financieros, en el energético y en el de la salud. Únicamente retrocedieron las cotizaciones de los sectores relacionados con el consumo y, en menor medida, el de los bienes industriales y servicios.

Las cotizaciones de las empresas financieras pertenecientes al Ibex 35...

El gráfico 12 muestra la evolución relativa de los precios de las empresas financieras y no financieras que componen el Ibex 35. En él se pueden observar tres fases diferenciadas desde enero de 2010, que están relacionadas, principalmente, con los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea.

... han caído más que las de las no financieras a lo largo de los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana...

A lo largo de la primera fase, que transcurrió durante el primer semestre de 2010 y que coincidió con la crisis de deuda griega, se produjeron caídas notables de las cotizaciones en ambos grupos de empresas, en un marco de elevada incertidumbre que aumentó la volatilidad del mercado hasta valores cercanos al 70%. El retroceso de las cotizaciones en esta fase fue más intenso en el conjunto de las entidades financieras (superior al 35%) que en el conjunto de las entidades no financieras.

...a pesar del avance sustancial que mostraron en los meses centrales de 2010.

La segunda fase tuvo lugar en los meses centrales de 2010. Varios factores permitieron un avance notable en los precios de las entidades financieras, que convergieron en poco tiempo hacia niveles de precios próximos a los de las entidades no financieras. Entre estos factores destacaron el rescate de la economía griega, la aprobación de un mecanismo de asistencia europea en el marco de la Unión Europea, la adopción de varios planes de ajuste fiscal en diversas economías europeas, las medidas impulsadas por el BCE para favorecer la liquidez en los mercados de deuda pública europeos y, la publicación de las pruebas de resistencia sobre la solvencia del sector financiero europeo.

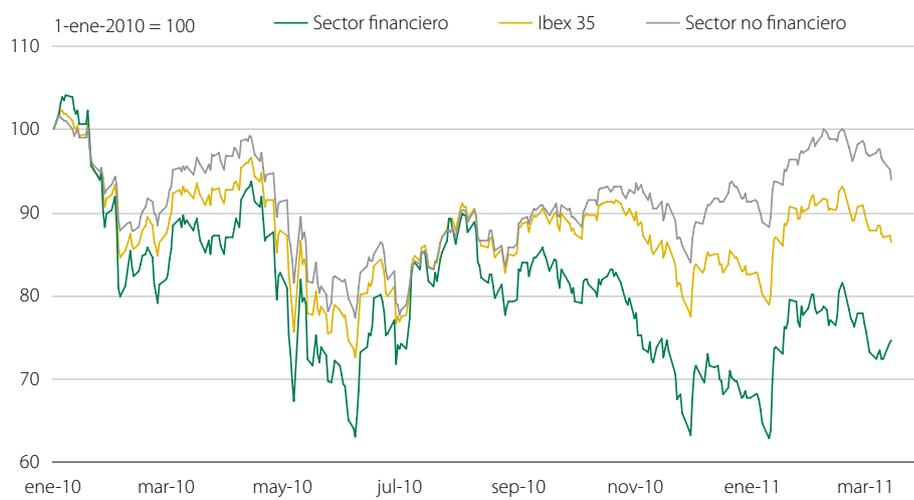
8 El avance acumulado del Ibex 35 hasta el 30 de marzo fue del 8,9%, tras el notable crecimiento de las cotizaciones desde mediados de marzo.

Desde septiembre de 2010 hasta estos momentos se observa de nuevo un peor comportamiento relativo del sector financiero. En esta última fase, los mercados financieros han vivido un nuevo periodo de turbulencias asociado a la crisis irlandesa, lo que ha propiciado un retroceso superior en los precios del conjunto de entidades financieras, que está muy ligado al aumento durante estos últimos meses de la incertidumbre en torno a la fortaleza de este sector a escala europea. A lo largo de los primeros meses de 2011, las entidades no financieras llegaron a recuperar los niveles existentes a comienzos de 2010, mientras que las entidades financieras continúan más de un 20% por debajo de dichos niveles, a pesar de que han mostrado avances sustanciales.

La cotización de las entidades financieras aún permanece un 20% por debajo de la que mostraban a principios del año 2010, cuando se desencadenó la crisis griega.

Desglose del Ibex 35: sector financiero y no financiero¹

GRÁFICO 12



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

1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior.

El repunte de los precios de las acciones en el primer trimestre de 2011 dio lugar a un aumento de la ratio entre el precio y los beneficios⁹ (PER), desde 9,7 a finales de 2010 hasta 10,3 en el primer trimestre de 2011. A pesar de este crecimiento, el nivel de este indicador para el mercado español permaneció en el rango inferior del conjunto de índices de las principales bolsas. El aumento del PER en la bolsa española compensó el descenso marginal en la rentabilidad del bono español a diez años, propiciando una caída del *earning yield gap*¹⁰, que es el indicador que estima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (véase gráfico 13). La evolución de este indicador, que en circunstancias normales

La ratio PER del Ibex 35 ha crecido levemente debido al repunte de las cotizaciones.

9 Según los beneficios previstos a un año.

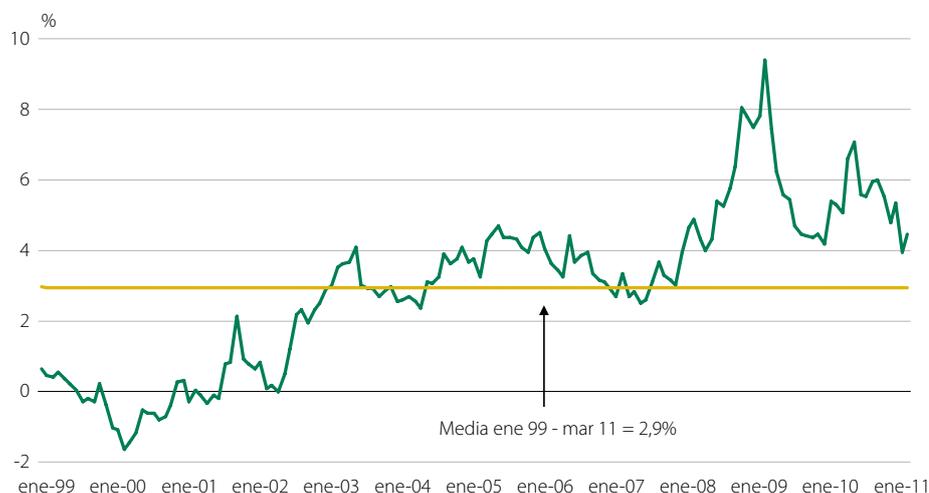
10 Este indicador se basa en el supuesto de que el precio de una acción (P), en un determinado momento, es el valor descontado de los flujos futuros de beneficios (Π) a los que da derecho dicha acción (véase ecuación 1). En el factor de descuento, además del tipo de interés de la deuda pública a diez años (r), se incluye una prima de riesgo (ρ), conocida como *earning yield gap*, que debería recoger las diferencias en riesgo entre la deuda pública y las acciones. Despejando ρ de la ecuación 1, se tiene que $\rho = \frac{1}{PER} - r$, donde $PER = \frac{P}{\Pi}$.

$$(1) P = \frac{\Pi}{1+r+\rho} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^2} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^3} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^4} + \dots = \Pi \cdot \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r+\rho)^i} = \frac{\Pi}{r+\rho}$$

suele responder más a los movimientos de los precios de la renta variable nacional que a los de la renta fija pública, se vio en 2010 más condicionada por las oscilaciones de los mercados de deuda.

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta el 15 de marzo de 2011.

Tras los máximos asociados a los dos episodios de turbulencias, la volatilidad del mercado bursátil nacional ha descendido hasta valores del 25%...

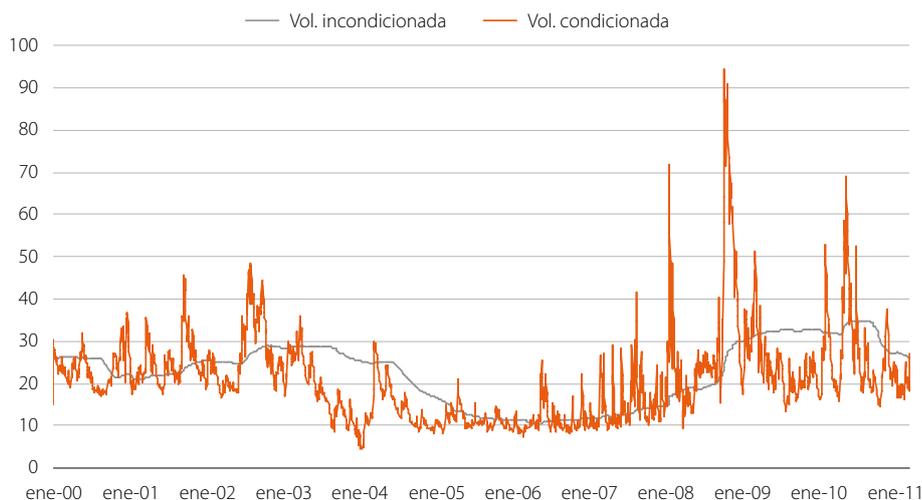
Como se puede apreciar en el gráfico 14, la volatilidad del mercado bursátil nacional osciló notablemente en 2010, alcanzando máximos cercanos al 70% y al 40% durante los momentos de mayor tensionamiento en el contexto de los episodios de crisis de deuda pública griega e irlandesa, respectivamente. En ambos casos, el incremento de la volatilidad del mercado español fue similar al observado en otros índices pertenecientes a las economías europeas más vulnerables, pero superior al mostrado por el resto de los índices de renta variable de referencia que, de hecho, prácticamente no se vieron afectados por el episodio irlandés. En el primer trimestre de 2011, la volatilidad del Ibex 35 ha descendido nuevamente hacia valores cercanos al 25%.

...en un marco en el que las condiciones de liquidez son favorables...

Por su parte, el *spread bid-ask*, que indica el grado de liquidez en el mercado de renta variable, descendió en el primer trimestre de 2011 después de un ligero repunte a finales del año anterior. De este modo, el promedio mensual de dicho indicador permanece en los niveles mínimos registrados durante los últimos años (véase gráfico 15).

Volatilidad histórica del Ibex 35

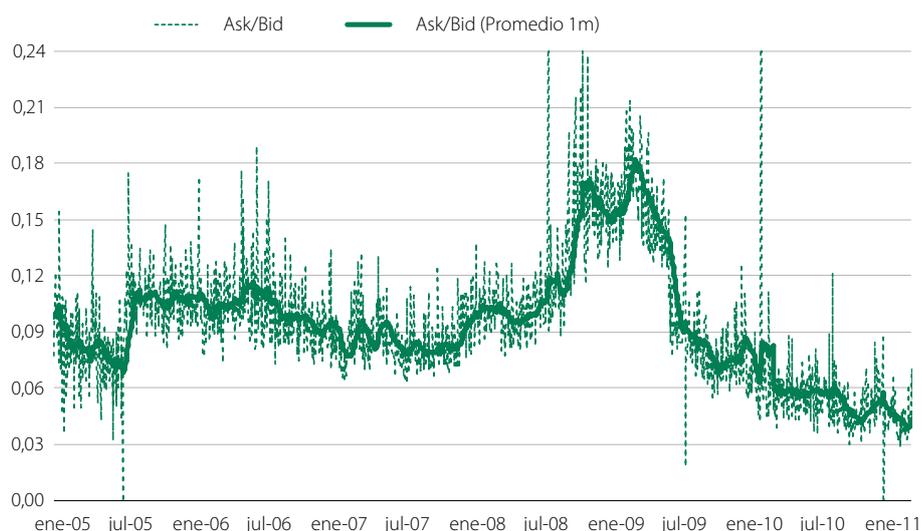
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo..

Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

La contratación del mercado bursátil español ascendió a 203.902 millones de euros en el primer trimestre de 2011 (con datos hasta el 15 de marzo), un 6,7% superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 8). Según datos de volumen medio diario, en el primer trimestre del año la contratación se situó en 3.921 millones de euros, por debajo del registro del último trimestre de 2010 (4.596 millones), pero similar al promedio del conjunto de 2010, que ascendió a 4.052 millones.

...y la contratación continúa al alza.

Pese al entorno de incertidumbre generalizada y a la caída de las cotizaciones en los mercados financieros domésticos durante la mayor parte de 2010, las emisiones de renta variable mostraron cierto dinamismo, al superar los 16 mil millones de euros en el conjunto del año. Este volumen supone un crecimiento del 41% respecto al importe registrado en 2009 y se muestra en línea con el correspondiente a 2008 (véase cuadro 9), aunque todavía muy por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis.

Las emisiones de renta variable mostraron una leve expansión en 2010.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 8

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11 ¹
Mercado continuo	1.658.019	1.235.330	880.544	1.032.447	214.267	292.819	203.116
Corros	1.154	207	73	165	54	82	18
de los que SICAV ²	362	25	20	8	1	0	2
MAB ³	6.985	7.060	5.080	4.145	768	1.147	683
Segundo mercado	193	32	3	3	1	1	1
Latibex	868	758	435	521	93	119	85
Total bolsas	1.667.219	1.243.387	886.135	1.037.282	215.183	294.168	203.902

Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)

	61,6	65,5	64,2	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.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 9

	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11 ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	69.955	16.349	11.391	16.018	2.323	8.339	3.217
Ampliaciones de capital	67.887	16.340	11.389	15.412	2.323	8.267	3.217
De ellas, mediante OPS	8.503	292	17	964	6	20	0
Tramo nacional	4.821	292	15	67	6	19	0
Tramo internacional	3.681	0	2	897	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068	10	2	606	0	71	0
Tramo nacional	1.517	10	2	79	0	71	0
Tramo internacional	551	0	0	527	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	100	54	53	69	12	29	12
Ampliaciones de capital	91	53	53	67	12	28	12
De ellas, mediante OPS	8	2	2	12	2	4	0
De ellas, liberadas	19	18	11	15	3	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	3	0	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 de 2011.

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

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

Recuadro 3: «Procedimientos de salidas a bolsa»

En las últimas semanas, a partir de la aprobación del Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, diversas entidades han manifestado su interés en emitir acciones cotizadas. El proceso de salida a bolsa debe satisfacer una serie de requisitos que tienen como objetivo asegurar la adecuada formación de precios y la protección de los inversores.

Formación de precios en el mercado primario

Al objeto de conseguir una adecuada formación del precio en los procesos de salida a bolsa, es esencial que la colocación cuente con un tramo sustancial dirigido a inversores profesionales, ya que éstos son los que cuentan con los conocimientos y medios necesarios para determinar mediante un proceso competitivo el precio de referencia en el momento en que el valor comience a cotizar. Es a este precio al que se formulan las órdenes de los inversores minoristas. Por tanto, se entiende que cuanto mayor sea el número de inversores institucionales que participan en el proceso, menor será la diferencia entre el precio de la colocación y la cotización posterior del valor.

Como puede observarse en el cuadro R3.1, el tramo reservado a inversores institucionales en las distintas colocaciones realizadas desde el año 2007 hasta la actualidad ha sido, en promedio, un 80 % del volumen de la oferta, siendo en todos los casos superior al 40%. Además, en una tercera parte de las operaciones registradas no ha habido tramo minorista, por lo que la colocación íntegra ha sido reservada exclusivamente a inversores profesionales. Finalmente, el número de inversores institucionales financieros participantes ha sido superior a 300 en todos los casos y superior a mil en la mayor parte de ellos.

Salidas a bolsa desde 2007

CUADRO R3.1

Denominación	Año	Capitalización al precio final (millones de euros)	% free-float después de la oferta (*)	% profesionales a los que se dirige la oferta	Nº inversores institucionales financieros
LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S.A.	2007	480	40	100	506
ALMIRALL, S.A.	2007	2.027	30	75	1.170
FLUIDRA, S.A.	2007	732	43,49	70	1.110
CLÍNICA BAVIERA, S.A.	2007	108	41,33	85	341
CRITERIA CAIXACORP, S.A.	2007	17.259	22	40	2.213
REALIA BUSINESS, S.A.	2007	1.803	47,74	67,73	733
RENTA 4 SERVICIOS DE INVERSIÓN, S.A.	2007	376	43	75	307
CODERE, S.A.	2007	1.156	30,2	100	
IBERDROLA RENOVABLES, S.A.	2007	22.387	20	80	4.209
SOLARIA ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.	2007	961	28,75	100	1.234
AMADEUS HOLDING, S.A.	2010	4.923,40	29,41	100	1.212

(*) Incluyendo la opción de compra otorgada a las entidades coordinadoras de la operación (*green-shoe*).

En aquellas operaciones en las que no se cubre adecuadamente el tramo reservado a los inversores institucionales por no haberse generado demanda suficiente del valor, el emisor desiste y retira su oferta de colocación. Esta circunstancia se produjo en tres operaciones de oferta pública durante el periodo analizado.

Las consideraciones anteriores son especialmente relevantes en los procesos de salidas a bolsa de entidades financieras. En primer lugar, por la especial complejidad en la valoración de este tipo de entidades y, en segundo lugar, por el conflicto de interés en los procesos de colocación entre emisores minoristas que este tipo de operaciones lleva aparejado, al coincidir el emisor con el comercializador.

Formación de los precios en el mercado secundario

El adecuado funcionamiento del mercado de un nuevo valor cotizado no sólo viene determinado por la estimación de precio de la colocación, sino también por la fluidez con que se produzca su negociación. Por ello, ha de existir un porcentaje mínimo de las acciones representativas del capital social negociándose en bolsa, que es condición necesaria para que aquellos inversores que han acudido a la colocación o los que pretendan adquirir el valor con posterioridad encuentren contrapartida a sus posiciones de compra o venta en el mercado.

En este sentido, el art 9.7 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos dispone que «cuando se solicite la admisión a negociación de acciones en una bolsa de valores, será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones [...]. Se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público».

En el cuadro R3.1 se observa que la proporción de acciones ofertadas en las colocaciones realizadas desde el año 2007 ha sido habitualmente igual o superior al 25% del capital social del emisor. De hecho, existen únicamente dos casos en los que el número de acciones ofertadas se situó por debajo del umbral mencionado, al entenderse que con ese porcentaje el mercado podía operar adecuadamente como consecuencia del elevado volumen de acciones emitidas, muy superior al observado en el resto de las operaciones registradas.

Protección del inversor

Con objeto de asegurar la adecuada protección de los intereses de los inversores, las entidades que solicitan la salida a bolsa deben asumir la importancia de las normas y recomendaciones relativas al buen gobierno corporativo y, en especial, las referidas al número de consejeros independientes, así como a la creación y composición de distintas comisiones.

Finalmente, constituye una obligación de las entidades que participan en el proceso de colocación cumplir las normas de conducta estipuladas, incluyendo las relativas a la evaluación de la conveniencia e idoneidad. Asimismo, deben tenerse en cuenta las pautas sobre buenas prácticas incluidas en la carta de la CNMV «Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores», de fecha 7 de mayo de 2009¹.

1 Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx>.

3.2 Los mercados de renta fija

Desde hace algunos meses, el aumento en los precios de las materias primas, especialmente las energéticas, está presionando al alza la tasa de inflación de la zona del euro. Esto ha acentuado, en fechas recientes, la posibilidad de que se produzca un aumento en los tipos de interés oficiales a corto plazo en la zona del euro, algo que parecen estar descontando ya los tipos del mercado interbancario, que han acelerado en las últimas semanas el ritmo ascendente que mantenían desde mediados de 2010.

En este contexto, los tipos a corto plazo de la deuda pública y privada, que aumentaron con fuerza en el cuarto trimestre de 2010 a raíz de la crisis irlandesa, volvieron a descender en el primer trimestre de 2011. Cabe señalar que, como viene sucediendo desde el inicio de las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, estos movimientos resultaron más intensos en el caso de las rentabilidades a corto de la deuda pública que en la renta fija privada. Así, los tipos de interés promedio de las letras del Tesoro repuntaron en el cuarto trimestre de 2010 entre 100 y 160 p.b., dependiendo del plazo, mientras que en el primer trimestre de 2011¹¹ descendieron entre 64 y 140 p.b., hasta el 1%, el 1,4% y el 2,1% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente. Por su parte, los tipos de interés de la renta fija privada a corto plazo crecieron entre 16 y 36 p.b. en el cuarto trimestre de 2010 y cayeron entre 9 y 50 p.b. en el primer trimestre de 2011 (véase cuadro 10).

La posibilidad de un incremento en los tipos de interés oficiales empieza a ser descontada por los tipos del mercado interbancario.

Tras el fuerte aumento del cuarto trimestre de 2010, los tipos de interés descendieron en el primer trimestre de 2011 tanto en los plazos cortos...

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 10

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11
Letras del Tesoro								
3 meses	3,88	2,03	0,44	1,63	0,79	0,66	1,63	0,99
6 meses	4,03	2,10	0,61	2,76	1,41	1,16	2,76	1,36
12 meses	4,03	2,09	0,88	3,26	2,27	1,79	3,26	2,06
Pagarés de empresa²								
3 meses	4,54	3,09	0,76	1,37	0,93	1,21	1,37	1,28
6 meses	4,83	3,63	1,25	2,52	1,44	2,21	2,52	2,02
12 meses	4,87	3,74	1,63	3,04	3,12	2,68	3,04	2,65

Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Porcentaje promedio de datos diarios. Los datos de marzo corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

2 Tipos de interés de emisión.

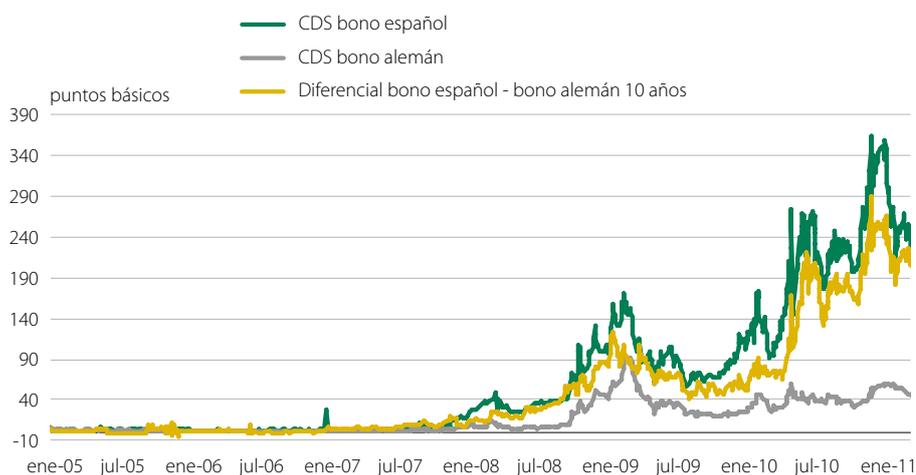
11 Según el promedio de marzo hasta el día 15.

...como en los largos. La prima de riesgo soberano descendió en los primeros meses de 2011, pero permanece en niveles elevados.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también repuntaron con intensidad durante el último trimestre de 2010, entre 130 y 150 p.b., según plazos, y descendieron en el primer trimestre de 2011, pero de forma mucho más moderada que en los plazos cortos. Los tipos de interés de la deuda a tres, cinco y diez años finalizaron el primer trimestre del año en el 3,5%, el 4,4% y el 5,4%, respectivamente, entre 3 y 35 p.b. menos que a finales de 2010. De este modo, la prima de riesgo de la deuda pública española, medida como el diferencial de la rentabilidad del bono español y del bono alemán a diez años, que alcanzó un máximo histórico de 291 p.b. a finales de noviembre de 2010, se redujo durante el primer trimestre de 2011 hasta valores ligeramente inferiores a los 210 p.b. (véase gráfico 16). La prima de riesgo de crédito evaluada a través del CDS del bono español evolucionó de forma similar, es decir, repuntó hasta máximos históricos de 364 p.b. a finales de noviembre, para descender, posteriormente, hasta valores cercanos a los 240 p.b., en línea con los niveles alcanzados en los meses centrales de 2010. Así, a pesar de la reciente moderación registrada en estos indicadores de riesgo, cabe resaltar que los niveles de riesgo soberano permanecen todavía en niveles muy elevados.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de marzo.

El saldo vivo de deuda del Estado ha crecido desde el 28% del PIB en 2007 hasta el 50% del PIB en 2011.

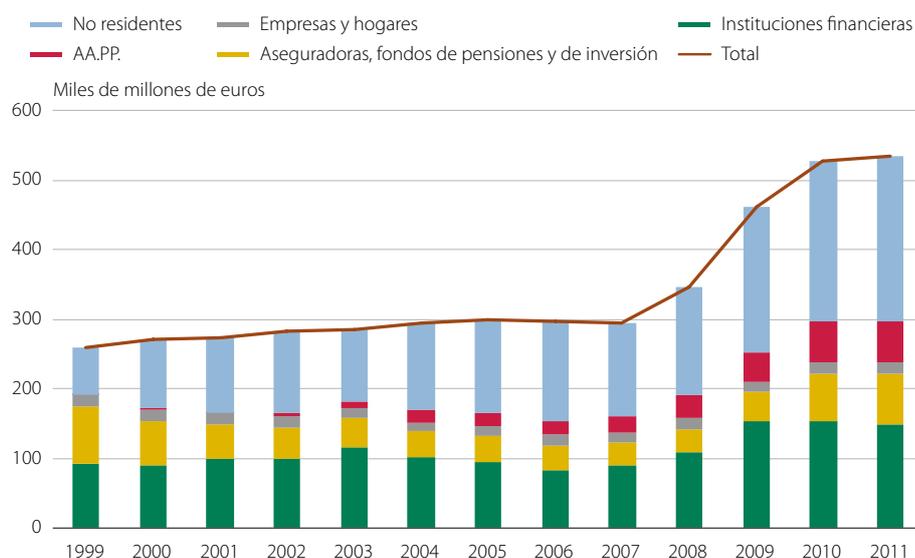
El gráfico 17 muestra la distribución del saldo vivo de la deuda pública española por tipo de inversor desde 1999 hasta enero de 2011. El saldo vivo de deuda en circulación creció ligeramente desde 1999 hasta 2005, a una tasa anual promedio del 2,4% anual, y se mantuvo prácticamente constante hasta 2007. Desde entonces, las emisiones de deuda pública repuntaron intensamente como consecuencia de las elevadas necesidades de financiación del Estado. En enero de 2011, el saldo vivo de la deuda del Estado se situó en 535 mil millones de euros (50,4% del PIB), frente a los 294 mil millones de euros registrados en 2007 (27,9% del PIB). La deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas se situó en el 60% del PIB en 2010, por encima del 53,2% del año anterior (y del 36,1% del PIB en 2007).

La evolución de la importancia relativa de los diferentes tipos de inversores en deuda pública a lo largo de los últimos años muestra un incremento notable del peso del sector no residente, que pasó de tener el 26% de la deuda del Estado en 1999 al 45% en enero de 2011. No obstante, desde 2009 se observa una cierta estabilización en las tenencias relativas del sector no residente y una recomposición en la importancia relativa de los inversores residentes, destacando en este último caso el aumento de las tenencias de deuda de las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión, en detrimento de los saldos mantenidos por las entidades financieras residentes. De hecho, desde noviembre de 2010 las tenencias de deuda de las entidades financieras residentes empezaron a caer también en términos absolutos.

Las tenencias de deuda del Estado del sector no residente permanece en el 45% del total, mientras que se observa una recomposición dentro del sector residente.

Distribución de la deuda pública española por sector¹

GRÁFICO 17



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (Tesoro Público).

¹ Cartera a vencimiento. Los datos de 2011 corresponden a enero.

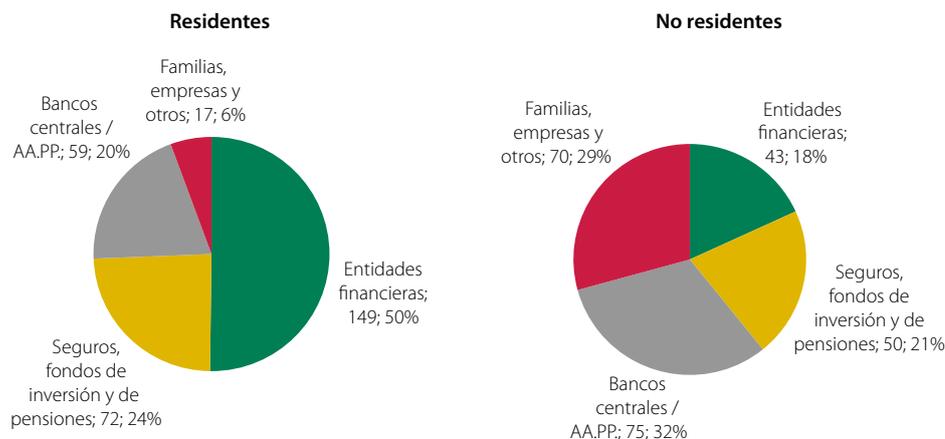
El desglose de las tenencias de deuda pública del sector no residente revela que el peso relativo de las familias y empresas no residentes es superior al de las familias y empresas domésticas, mientras que las tenencias de deuda pública por parte de las instituciones financieras no residentes son sustancialmente inferiores a las de las instituciones financieras domésticas (véase gráfico 18).

Dentro del sector no residente destacan las tenencias de las familias y las empresas.

Distribución de la deuda pública española. Residentes versus no residentes¹

GRÁFICO 18

miles de millones de euros; porcentaje



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (Tesoro Público).

¹ Cartera a vencimiento. Los datos corresponden a enero de 2011.

Las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo mostraron una evolución similar a las de la deuda pública.

Las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo repuntaron intensamente en el último trimestre de 2010 para descender de forma más moderada durante el primer trimestre de 2011, en línea con los tipos de la deuda pública a largo plazo. Así, en el cuarto trimestre de 2010, las rentabilidades de la deuda privada repuntaron entre 80 y 130 p.b. hasta el 4,3%, el 5,4% y el 6,4% en los plazos a tres, cinco y diez años respectivamente, mientras que en el primer trimestre de 2011, estas rentabilidades se redujeron entre 30 y 50 p.b. (véase cuadro 11).

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 11

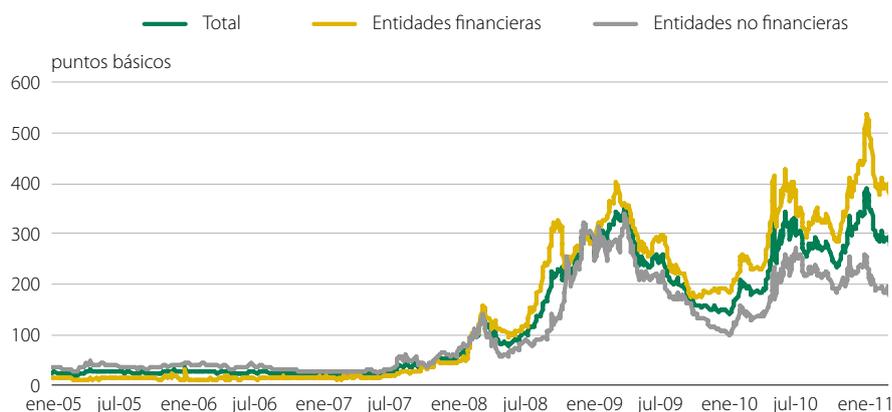
%	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11
3 años	5,32	5,45	3,14	4,31	4,13	3,53	4,31	3,87
5 años	5,36	5,99	4,30	5,44	4,59	4,15	5,44	4,92
10 años	5,40	6,08	4,88	6,42	5,16	5,42	6,42	6,10

Fuente: Reuters y elaboración propia.

¹ Promedio de datos diarios. Datos de marzo hasta el día 15.

La prima de riesgo de los emisores privados españoles evolucionó en línea con la prima de riesgo soberano.

Las primas de riesgo de los emisores españoles privados mostraron un comportamiento relativamente parecido al de la prima de riesgo soberana a lo largo de los dos últimos trimestres, aunque se apreciaron diferencias notables entre la evolución de las primas de riesgo de las entidades financieras y la de las no financieras, con incrementos mucho más pronunciados en las primeras (véase gráfico 19). Las primas de los CDS de las entidades financieras pasaron de niveles en torno a los 330 p.b. a finales del tercer trimestre de 2010 a registrar máximos cercanos a los 550 p.b. a principios de 2011. El repunte de las primas de los CDS de las sociedades no financieras fue más moderado, pasando de 220 p.b. hasta casi 260 p.b. en el mismo periodo. Desde entonces, las primas de riesgo han descendido hasta los 390 y 190 p.b. para las sociedades financieras y no financieras, respectivamente. Así, la prima de riesgo de las entidades financieras permanece en niveles históricamente elevados, igual que le ocurre a la prima de riesgo soberano, mientras que la prima de riesgo de las sociedades no financieras está ahora por debajo de los niveles observados hace dos años.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ Media simple. Datos hasta el 15 de marzo.

Recuadro 4: «Criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija»

En el mercado español de instrumentos de renta fija se registra un volumen notable de emisiones dirigidas a inversores minoristas. Habitualmente, en los folletos informativos registrados en la CNMV sobre las emisiones de participaciones preferentes se señala la existencia de un contrato de liquidez, por el que una entidad se compromete a facilitar contrapartida de compra y venta a los inversores que deseen negociar con estos valores. En el caso de las obligaciones subordinadas, por el contrario, no es frecuente que exista una entidad de liquidez que ofrezca este servicio. En ambos casos, sin embargo, es habitual que la propia entidad financiera emisora se encargue, a través de su propia red comercial, de localizar una contrapartida para sus clientes.

Para facilitar la provisión de liquidez y la transparencia del mercado de instrumentos de renta fija e híbridos, en mayo de 2010 AIAF puso en marcha el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND). Se trata de una plataforma electrónica multilateral, desarrollada a partir del sistema utilizado en el mercado electrónico de renta fija bursátil, donde se pueden negociar determinados valores admitidos a cotización en AIAF. Este sistema cuenta con un libro de órdenes centralizado, en el que se publican las mejores posiciones de compra y de venta, de forma que cualquier inversor puede acceder a la información sobre los precios a los que es posible negociar sobre los valores listados en el sistema.

El 16 de junio de 2010, la CNMV remitió una carta a los emisores de valores de renta fija destinados a minoristas y a las entidades colocadoras, en la que actualizaba los requisitos para la verificación de este tipo de emisiones e identificaba determinadas buenas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior, con el fin de incrementar la protección del inversor minorista mediante la mejora de la liquidez y la transparencia de los mercados.

En dicha carta, el requisito de presentar un informe de un experto independiente en las emisiones que no poseen un tramo institucional se ampliaba a todas las emisiones de renta fija destinadas a minoristas, con independencia del sector al que perteneciera el emisor, su plazo y el carácter de subordinación. Además, se establecía que las emisiones destinadas a minoristas deben contar con una entidad proveedora de liquidez, que incluya la obligación de cotizar precios de compra y de venta. Asimismo, se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma de contratación multilateral y con una pluralidad de participantes, de tal manera que se garantice una correcta formación de los precios y se ofrezca información transparente sobre los mismos.

De la misma forma, se considera una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones compradoras y vendedoras en niveles de precios que se alejen significativamente del valor razonable, considerando las horquillas habituales del mercado. También se considera una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad que presta el servicio de inversión, salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Esto se conseguiría cuando se obtenga para los clientes un resultado igual o mejor que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable, en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado.

En este marco, la CNMV publicó el 25 de octubre de 2010 un documento denominado «Criterios de buenas prácticas para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas», que reúne los criterios definidos por la CNMV, y considerados como buenas prácticas, respecto a la actividad de provisión de liquidez a estas emisiones. Aunque no se trata de requisitos normativos de obligado cumplimiento, la CNMV considera que su aplicación incrementa de manera significativa el grado de transparencia en la negociación, así como la liquidez de estas inversiones y, en consecuencia, proporciona una correcta protección a los inversores. Con la definición de estos criterios, la CNMV ofrece una referencia a los emisores y entidades financieras a la hora de negociar los acuerdos para la provisión de liquidez a este tipo de emisiones que vayan a ser emitidas en un mercado secundario oficial español. Las novedades introducidas en el documento hacen referencia a dos aspectos concretos: medios de contratación y compromisos de información.

Así, se considera una buena práctica que las entidades proveedoras de liquidez desarrollen esta actividad en cualquier medio multilateral electrónico de negociación que reúna los requisitos de acceso no discriminatorio y de transparencia informativa de cotizaciones de compra y de venta, así como de suficiente información pública sobre la entidad de liquidez y sobre los volúmenes y precios de las operaciones ejecutadas.

También se incluye en ese documento la conveniencia de que las entidades de liquidez introduzcan las órdenes de compra y de venta en un horario establecido, con un volumen mínimo y una horquilla de precios máxima. Esto último no im-

pide que, en casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado, estas entidades puedan variar la horquilla mencionada. Al mismo tiempo, se definen los supuestos en los que las entidades de liquidez pueden exonerarse de sus compromisos (por ejemplo, cuando alcancen un volumen máximo de valores por cuenta propia adquiridos en virtud del contrato de liquidez, ante cambios sustanciales en las circunstancias estatutarias, legales o económicas de los valores o del emisor, por disminución significativa de la solvencia del emisor o ante supuestos de fuerza mayor). En dichos supuestos, se establecen determinados requisitos de información para que el mercado tenga conocimiento inmediato de los mismos así como, en su caso, del retorno a la actividad normal de provisión de liquidez tras el cese de las mencionadas circunstancias.

La comunicación también incorpora un modelo de contrato de liquidez elaborado por la CNMV con el fin de proporcionar a las entidades emisoras una herramienta que les sirva de apoyo en el seguimiento de los criterios anteriores. Concretamente, se establece una horquilla máxima de precios de compra y venta cotizados por las entidades de liquidez del 10% en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos y no superior al 3% en términos de precio. Además, se fija el volumen mínimo de las órdenes de compra y venta en 25 mil euros con carácter general, aunque éste puede variar en función del volumen total de la emisión y de la disponibilidad de valores para su venta en cada momento.

Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas se tradujeron en un descenso sustancial de las emisiones de renta fija de las entidades españolas en 2010. Así, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV para el conjunto del año ascendieron a 226 mil millones de euros, lo que supone un descenso del 42% respecto a la cifra de 2009 (véase cuadro 12). El importe de las emisiones de las entidades financieras, que suponen más del 98% del total de las emisiones, descendió un 41% hasta los 223 mil millones de euros, mientras que el importe de las emisiones de las sociedades no financieras retrocedió cerca de un 70%, hasta los 3.500 millones de euros. En este contexto de caída generalizada de la actividad emisora, descendió la emisión de todos los instrumentos financieros salvo la de cédulas territoriales, que aumentó desde los 500 millones de euros en 2009 hasta los cerca de seis mil millones en 2010, y la de cédulas hipotecarias, que se mantuvo prácticamente en los mismos niveles de 2009 (en torno a los 35 mil millones de euros). Los descensos más acusados se produjeron en la emisión de pagarés, que retrocedió un 49% hasta los 97 mil millones de euros, y en la de bonos simples, que cayó un 61% hasta los 24.300 millones de euros. La emisión de bonos de titulización en 2010, algo superior a los 63 mil millones de euros, fue un 22% inferior a la de 2009.

Desde comienzos de 2011¹², las emisiones totales de deuda han ascendido a 54 mil millones de euros, lo que supone un aumento del 36% respecto al mismo periodo de 2010. Por tipo de instrumento, se mantienen algunas tendencias observadas en trimestres anteriores tales como el mayor dinamismo de las emisiones de cédulas hipotecarias y el retroceso de las emisiones de bonos, pero se percibe un cierto avance en las emisiones de bonos de titulización.

Las dificultades de financiación se tradujeron en una caída de las emisiones de renta fija del 42%.

En el primer trimestre de 2011, continuó la mayor preferencia por la emisión de cédulas hipotecarias.

12 Hasta el 15 de marzo.

Las emisiones de renta fija en el exterior también retrocedieron, rompiendo la tendencia de los últimos años.

Las emisiones de renta fija en el exterior descendieron cerca de un 15% en 2010, hasta los 128 mil millones de euros, rompiendo la tendencia alcista de los últimos años¹³. Esta caída tuvo su origen exclusivamente en el retroceso de las emisiones de los instrumentos a corto plazo (-25%), ya que las emisiones de instrumentos a largo plazo, particularmente de bonos y obligaciones, crecieron un 23% hasta los 51 mil millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 12

	2007	2008	2009	2010	2010		2011
					III-10	IV-10	I-11 ²
Registradas¹ en la CNMV							
NÚMERO DE EMISIONES	335	337	512	349	60	98	63
Cédulas hipotecarias	32	47	75	88	24	21	20
Cédulas territoriales	8	8	1	9	1	2	4
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	154	19	38	14
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	3	0	3	2
Bonos de titulización	101	108	76	36	7	15	6
Programas de pagarés	107	88	73	59	9	19	15
De titulización	3	2	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	104	86	71	57	9	18	15
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	0	0	0	2
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757	476.276	387.476	226.449	61.635	55.737	54.321
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	34.378	10.317	8.519	13.280
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	5.900	300	500	2.935
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	24.356	1.287	7.525	2.039
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1.429	3.200	968	0	968	277
Bonos de titulización	141.627	135.253	81.651	63.261	28.190	16.497	15.335
tramo nacional	94.049	132.730	77.289	62.743	28.190	16.473	13.662
tramo internacional	47.578	2.522	4.362	518	0	24	1.673
Pagarés de empresa ³	442.433	311.738	191.342	97.586	21.541	21.728	20.255
De titulización	465	2.843	4.758	5.057	1.723	1.409	546
Resto de pagarés	441.969	308.895	186.583	92.529	19.818	20.319	19.709
Otras emisiones de renta fija	7.300	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	0	0	0	200
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	47.158	12.950	20.989	9.154	1.839	2.048	2.155
Emisiones aseguradas	86.161	9.170	4.794	299	0	0	10
					2010	2011	
En el exterior por emisores españoles	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	103.631	112.366	149.686	127.731	38.063	28.686	8.879
A largo plazo	65.629	39.894	47.230	51.107	16.072	10.053	1.769
Participaciones preferentes	2.581	0	3.765	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	8.984	70	2.061	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	53.327	39.360	41.404	50.807	16.072	10.053	1.769
Bonos de titulización	736	464	0	300	0	0	0
A corto plazo	38.003	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	7.110
Pagarés de empresa	38.003	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	7.110
de titulización de activos	12.119	425	108	248	37	49	0

Fuente: CNMV y Banco de España.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos correspondientes al mes de enero.

13 La emisión de renta fija en el exterior creció un 8% en 2008 y un 33% en 2009.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁴

Siguiendo la tendencia iniciada en el primer semestre de 2010, en la segunda mitad del año el patrimonio de los fondos de inversión descendió más de un 7%, hasta los 144 mil millones de euros. Esta caída fue el resultado de un elevado volumen de reembolsos netos, superior a los 13.600 millones de euros (véase cuadro 13), que superó ampliamente la revalorización de la cartera de los fondos que se produjo en el tercer trimestre del año, en línea con el repunte de las cotizaciones bursátiles. Para el ejercicio 2010, la rentabilidad del conjunto de los fondos fue ligeramente positiva (0,3%) y su patrimonio se contrajo un 15,6% (véase cuadro 14).

Como recoge el cuadro 13, los reembolsos más cuantiosos se produjeron en los fondos de renta fija, como consecuencia de la fuerte competencia ejercida por parte de las entidades de depósito, que ofrecieron durante todo el año 2010 depósitos de elevada rentabilidad. Respecto al resto de las vocaciones de fondos, cabe señalar el trasvase de recursos desde los fondos de renta variable euro hacia los fondos de renta variable internacional, así como las fuertes suscripciones de fondos garantizados de renta fija. Como consecuencia de estos cambios, la distribución relativa del patrimonio de los fondos entre las distintas categorías varió significativamente en 2010. Así, la importancia relativa del patrimonio de los fondos de renta fija descendió más de diez puntos porcentuales, hasta quedar por debajo del 40% del patrimonio total de los fondos, mientras que el peso de los fondos garantizados de renta fija se incrementó cerca de seis puntos, hasta el 18%.

El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 15,6% en 2010 por el elevado volumen de reembolsos efectuados...

...que afectaron fundamentalmente a los fondos de renta fija. Los fondos garantizados de renta fija y los de renta variable internacional recibieron suscripciones netas.

14 Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial a estas instituciones, debido a la existencia de un subepígrafe específico para ellas.

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)¹

CUADRO 13

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T10	2T10	3T10	4T10	1T10	2T10	3T10	4T10
Rta. fija ²	15.240,8	13.605,3	6.206,7	6.603,3	19.940,5	22.951,2	12.006,3	13.908,1
Rta. fija mixta ³	1.243,5	1.082,2	571,7	641,4	1.106,0	1.653,8	812,4	1.383,5
Rta. vble. mixta ⁴	292,1	556,5	118,5	254,6	225,7	601,2	168,0	316,9
Rta. vble. euro ⁵	582,5	464,0	291,1	335,4	709,6	673,9	452,4	534,0
Rta. vble. Internacional ⁶	1.259,1	1.190,3	778,5	1.227,3	704,9	991,1	625,5	981,8
Gar. rta. fija	2.359,6	3.244,1	3.403,9	2.505,8	2.135,7	1.529,0	1.414,2	1.718,5
Gar. rta. vble ⁷	1.607,4	1.539,4	726,8	1.246,5	1.818,0	1.852,4	1.399,8	2.550,0
Fondos globales	545,0	440,6	265,4	1.767,1	269,3	461,1	382,9	1.581,1
De gestión pasiva ⁸	242,6	271,1	73,7	96,4	396,2	682,1	141,6	254,2
Retorno absoluto ⁸	1.853,3	1.778,8	959,1	1.333,6	1.018,9	1.645,3	1.039,3	1.349,5
Fondos de IL	107,9	45,9	20,7	n.d.	52,6	81,9	72,2	n.d.
Fondos de IIC de IL	21,4	2,2	13,9	n.d.	48,0	36,2	23,7	n.d.
Total	25.355,2	24.220,4	13.430,0	16.011,4	28.425,4	33.159,2	18.538,3	24.577,5

Fuente: CNMV. n.d.: No disponible.

1 Datos estimados.

2 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

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

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

5 Incluye Renta variable euro.

6 Incluye Renta variable Internacional.

7 Incluye: GRV y Garantía parcial.

8 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

n.d. Dato no disponible.

Número	2008	2009	2010	2010			
				II	III	IV	I*
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.408	2.436	2.421	2.408	2.405
Rta. fija ¹	629	582	537	547	540	537	539
Rta. fija mixta ²	195	169	160	168	162	160	160
Rta. vble. mixta ³	202	165	138	143	140	138	138
Rta. vble. euro ⁴	237	182	172	179	174	172	172
Rta. vble. internacional ⁵	330	242	232	233	233	232	230
Gar. rta. fija	260	233	276	251	261	276	280
Gar. rta. vble ⁶	590	561	499	530	518	499	493
Fondos globales	469	187	192	181	189	192	192
De gestión pasiva ⁷		69	61	64	61	61	61
Retorno absoluto ⁷		146		140	143	141	140
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	175.865,3	170.547,7	143.918,2	155.295,5	152.646,5	143.918,2	143.388,9
Rta. fija ¹	92.813,1	84.657,2	56.614,6	69.654,5	64.102,1	56.614,6	53.941,3
Rta. fija mixta ²	5.803,0	8.695,5	7.319,0	8.264,2	8.109,9	7.319,0	7.118,8
Rta. vble. mixta ³	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.441,5	3.520,2	3.470,5	3.544,3
Rta. vble. euro ⁴	5.938,9	6.321,6	5.356,8	5.181,2	5.504,4	5.356,8	5.542,9
Rta. vble. internacional ⁵	4.254,7	5.902,4	8.037,3	6.682,5	7.203,6	8.037,3	8.161,8
Gar. rta. fija	21.150,3	21.033,4	26.180,2	23.520,3	25.795,6	26.180,2	27.806,4
Gar. rta. vble ⁶	30.873,7	25.665,8	22.046,5	23.981,7	23.600,0	22.046,5	21.858,1
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	3.991,1	4.093,9	4.440,3	4.887,5
De gestión pasiva ⁷		3.216,6	2.104,8	2.350,2	2.323,6	2.104,8	2.203,7
Retorno absoluto ⁷		7.303,0	8.348,1	8.228,4	8.393,2	8.348,1	8.324,2
Participes							
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.160.888	5.422.414	5.348.482	5.160.888	5.158.280
Rta. fija ¹	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.864.776	1.745.366	1.622.664	1.575.523
Rta. fija mixta ²	277.629	290.151	270.341	295.325	280.230	270.341	265.230
Rta. vble. mixta ³	209.782	182.542	171.336	185.118	182.860	171.336	169.221
Rta. vble. euro ⁴	377.545	299.353	266.395	280.529	280.566	266.395	260.376
Rta. vble. internacional ⁵	467.691	458.097	501.138	487.813	502.463	501.138	511.086
Gar. rta. fija	538.799	570.963	790.081	690.600	762.369	790.081	847.655
Gar. rta. vble ⁶	1.402.948	1.188.304	1.065.426	1.142.072	1.115.180	1.065.426	1.053.235
Fondos globales	444.300	88.337	105.719	99.163	110.538	105.719	108.756
De gestión pasiva ⁷		85.403	90.343	97.949	93.049	90.343	89.026
Retorno absoluto ⁷		270.766	277.445	279.069	275.861	277.445	278.172
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	-4,21	5,73	0,35	-1,83	1,64	-0,04	0,63
Rta. fija ¹	2,06	1,91	0,11	-0,62	0,63	-0,35	0,18
Rta. fija mixta ²	-7,14	6,85	-0,54	-2,18	1,82	-0,56	0,68
Rta. vble. mixta ³	-22,21	16,47	-0,98	-6,00	4,67	0,78	2,35
Rta. vble. euro ⁴	-39,78	32,41	-2,94	-10,66	10,11	1,27	6,47
Rta. vble. internacional ⁵	-41,71	37,28	14,22	-4,97	5,35	8,01	-0,39
Gar. rta. fija	3,29	3,81	-0,67	-1,24	0,89	-1,28	0,17
Gar. rta. vble ⁶	-2,61	3,56	-1,79	-1,91	1,20	-1,45	0,78
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	-2,82	2,80	1,87	0,54
De gestión pasiva ⁷		-	-2,36	-7,28	6,32	0,31	5,01
Retorno absoluto ⁷		-	1,53	-1,19	1,17	0,58	-0,03

Fuente: CNMV.

Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzaron el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro.

* Los datos del primer trimestre de 2011 corresponden al mes de enero. Datos provisionales.

1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

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 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

Continuó el descenso del número de fondos, debido al proceso de fusiones entre ellos, y del número de partícipes.

A lo largo de 2010 continuaron las fusiones entre fondos de inversión, que fueron especialmente intensas en el segundo trimestre del año. En concreto, el número de fusiones a lo largo del año ascendió a 256, un tercio de las cuales se concentró en una sociedad gestora de IIC. Así, el número de fondos de inversión a finales de 2010 ascendía a 2.408, un 5% menos que en 2009. El número de partícipes también se redujo, desde los cerca de 5,5 millones en 2009 hasta los 5,2 millones en 2010. Los mayores descensos en ambas magnitudes (número de fondos y partícipes) se produjeron en los fondos de renta fija, en línea con el retroceso de su patrimonio gestionado.

Recuadro 5: «Modificaciones del reglamento de IIC»

El Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, introdujo una serie de modificaciones en el Real Decreto 1309/2005, por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva. Los principales cambios están relacionados con los siguientes aspectos:

- 1) Se introduce la posibilidad de crear instituciones de inversión colectiva de propósito especial, o *side pockets*, en las que la IIC original segrega aquellos activos afectados por problemas de liquidez y de valoración, siempre que éstos representen más del 5% de la IIC original. Los partícipes recibirán participaciones de la nueva institución en proporción a su participación en la IIC original. Estas IIC de propósito especial no podrán emitir nuevas participaciones, puesto que su objetivo será la venta de sus inversiones con la mayor diligencia, en la medida en que desaparezcan las circunstancias especiales que provocaron su segregación del fondo principal. La liquidez que se vaya obteniendo por estas ventas se repartirá entre todos los inversores de forma proporcional a su participación en la IIC de propósito especial. Por otro lado, mientras se produce la liquidación de las inversiones de la IIC de propósito especial, la IIC original puede seguir funcionando con total normalidad.
- 2) Se introducen una serie de modificaciones tendentes a flexibilizar la operativa de las IIC, sin que esto implique menoscabar el nivel de protección de los partícipes. Los principales cambios en este ámbito son los siguientes:
 - a) Se reconoce expresamente la posibilidad de que la sociedad gestora establezca acuerdos de devolución de comisiones cobradas a determinados partícipes, siempre y cuando tal circunstancia se haga constar en el folleto.
 - b) Se reconoce la posibilidad de que la comisión de intermediación soportada por los fondos de inversión incorpore la prestación del servicio de análisis financiero, bajo unas determinadas condiciones.
 - c) En el supuesto de fondos de inversión que hayan acordado su disolución, se permite que se produzcan liquidaciones a cuenta a los partícipes en la medida que la gestora vaya enajenando los valores del fondo, siempre y cuando esté garantizado previamente el pago de las deudas a todos los acreedores.
 - d) Se clarifica el régimen de información aplicable a las comisiones indirectamente soportadas por aquellas IIC que invierten a su vez en otras IIC.

- e) Se flexibiliza el régimen de diversificación de inversiones de las IIC de carácter financiero y el régimen de inversión en derivados de aquellas IIC que llevan a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.
 - f) Se permite que los fondos cotizados o ETF (*Exchange Traded Funds*) puedan adoptar la forma de sociedades de inversión, y no exclusivamente de fondos de inversión, como se exigía hasta el momento.
 - g) Se amplía el régimen de inversiones de las IIC de carácter inmobiliario, permitiendo que éstas inviertan en sociedades cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) y en otras IIC inmobiliarias, con unos determinados límites.
- 3) Se modifican algunos aspectos del régimen de delegación de funciones de las sociedades de gestión de IIC, con el objetivo de establecer unas exigencias similares a las impuestas a las empresas de servicios de inversión por el RD 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. En este sentido, destaca como novedad, la supresión de la exigencia de autorización previa por parte de la CNMV para la delegación de funciones administrativas y de control interno de las IIC. En su lugar, se ha estimado conveniente sustituir dicha autorización por la obligación de comunicar tales actuaciones a la CNMV. Sí se mantiene, sin embargo, la necesidad de autorización previa para la delegación de gestión de activos. Por otro lado, se ha suprimido la obligación de informar a la CNMV con carácter previo a la delegación, sobre los procedimientos de control de las actividades externalizadas. En su lugar, se incluye la obligación de que las SGIIC remitan a la CNMV, cuando ésta lo solicite, toda la información que sea necesaria para la supervisión del cumplimiento de las actividades delegadas.
- 4) Se reconoce la sujeción de las SGIIC que realicen actividades de comercialización de acciones y participaciones, tanto de IIC gestionadas por ellas como de otras IIC, a las normas de conducta contenidas en el Capítulo III, Título IV del RD 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicio de inversión. Esto implica la obligación de realizar una evaluación de la idoneidad o de la conveniencia del producto que se ofrece a cada cliente.

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida de los fondos descendió desde los 11.420 millones de euros en junio de 2010 hasta los 10.650 millones de euros en diciembre. La importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión osciló entre el 7,1% y el 7,4% en la segunda mitad de 2010 (véase cuadro 15). La variación de la exposición de los fondos a activos de menor liquidez fue diferente en función de la categoría de activo contemplada. En particular, la mayor parte del descenso de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en la caída del volumen de titulizaciones de liquidez reducida, que pasó de 4.710 millones de euros a mediados de 2010 a 3.260 millones a finales del mismo. Por el contrario, el volumen de activos de renta fija financiera de elevada calidad crediticia con menor liquidez aumentó en 650 mi-

La importancia de los activos de liquidez reducida de la cartera de los fondos de inversión se mantuvo en el 7,4% del patrimonio total de los fondos a final de 2010.

llones de euros en la segunda mitad de 2010, hasta los 4.375 millones de euros. La estabilidad de la proporción de activos de liquidez reducida en el patrimonio de los fondos desde hace varios trimestres, en un marco de reembolsos sustanciales en la industria, es el resultado de la mejora de las condiciones de liquidez en los mercados secundarios de renta fija privada y de las políticas de gestión de la liquidez de las carteras aplicadas por las sociedades gestoras.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 15

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-10	sep-10	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	3.724	4.195	4.374	18,3	22,4	20,4
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	2.740	2.468	2.798	19,6	23,7	17,5
Renta fija no financiera	246	225	218	3,5	3,8	3,4
Titulizaciones	4.711	4.020	3.260	79,9	61,0	66,3
Titulización AAA	2.346	1.867	1.429	79,6	62,8	66,2
Resto titulizaciones	2.366	2.153	1.831	80,2	59,7	66,3
Total	11.421	10.908	10.651	24,2	25,1	23,1
% sobre patrimonio FI	7,4	7,1	7,4			

Fuente: CNMV.

Recuadro 6: «Revisión de la regulación sobre fondos monetarios en EE.UU.»

El patrimonio de los fondos monetarios en EE.UU. ha crecido sustancialmente en la última década, situándose a finales de 2009 en torno a los tres billones de dólares, un volumen equivalente al 20% del PIB estadounidense. Los fondos monetarios juegan un papel fundamental en los mercados de financiación a corto plazo de ese país, particularmente, en los mercados de pagarés y de repos.

Ahora bien, la actual crisis financiera ha puesto de manifiesto que determinadas características de los fondos monetarios estadounidenses pueden provocar «pánicos inversores» en estos mercados, en momentos en los que el volumen de reembolsos solicitados por los partícipes crece de forma sustancial. En concreto, cabe destacar dos rasgos especiales de estos instrumentos que los hacen especialmente vulnerables frente a cambios repentinos en las expectativas y comportamientos de los inversores. Por una parte, los fondos monetarios son instrumentos que, además de estar expuestos a riesgo de crédito y de tipo de interés, incurren en riesgo de liquidez, debido a la transformación de vencimientos que realizan entre sus pasivos y sus activos. Por otra parte, los fondos monetarios en EE.UU. tienen normalmente un valor liquidativo (*Net Asset Value*, NAV) estable y, en general, igual a un dólar. Esto entraña un riesgo especial de huida de partícipes ante la expectativa de que el fondo no pueda atender todos los reembolsos a un valor liquidativo prefijado en situaciones de mercado adversas, en las que el valor de mercado del fondo se sitúa por debajo de ese valor liquidativo.

En efecto, durante la crisis se han puesto de manifiesto dos tipos de problemas como consecuencia de la existencia de fondos con NAV estables. Primero, estos fondos incentivan a los partícipes a ser los primeros en reembolsar si se perciben dificultades en el fondo y, segundo, un valor liquidativo estable no refleja correctamente la evolución de la cartera del fondo, mostrando una seguridad que, según las circunstancias, puede no estar justificada.

Los aspectos relativos a los riesgos de crédito y liquidez asumidos por estos fondos fueron objeto de una revisión en febrero de 2010, tras las enmiendas de la SEC a la normativa existente (Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión). Los cambios se produjeron a través de dos vías. Por una parte, las restricciones relativas a la calidad de los activos de las carteras en las que pueden invertir estos fondos se endurecieron. En este ámbito, destacan las nuevas medidas que imponen unos requisitos más estrictos en cuanto a las garantías aceptables en las operaciones de repos. Por otra parte, se endurecieron los requisitos de liquidez de los fondos para aliviar las posibles dificultades que pudieran experimentar en momentos de fuerte aumento de los reembolsos. Concretamente, se estableció la obligación de poseer el 10% de la cartera en activos que se liquidan en un día y el 30% en activos liquidables en una semana. Asimismo, se introdujo la posibilidad de que los fondos puedan suspender los reembolsos si el valor de los activos cae por debajo de un determinado nivel, con el objetivo de permitir la liquidación ordenada de los activos.

Con posterioridad, en octubre de 2010 la SEC publicó un informe (*President's Working Group on Financial Markets, PWG*) que contiene varias propuestas adicionales de reforma centradas, fundamentalmente, en la conveniencia de mantener o no el requisito de valor liquidativo estable, para lo que la SEC plantea varias posibilidades. La alternativa más sencilla consistiría en eliminar la posibilidad de tener valores liquidativos estables, lo que reduciría la incidencia del problema mencionado de pánicos inversores. No obstante, esta opción podría provocar un trasvase sustancial de recursos desde los fondos hacia los depósitos bancarios, al perder los primeros el elemento de seguridad percibida que les proporciona un NAV estable. Una segunda alternativa consistiría en permitir un sistema dual, en el que coexistieran fondos con NAV estables y fondos con NAV flexibles, y en el que, o bien el inversor pudiera decidir dónde invertir, o bien los fondos con NAV estable fueran exclusivos para inversores minoristas, dado que los inversores institucionales generan un mayor riesgo de fuga de capital. Una tercera alternativa consistiría en preservar la existencia de valores liquidativos estables, obligando a los fondos a reorganizarse como Bancos de Propósito Especial, y a estar sujetos a la supervisión y regulación bancaria. Esto último también ha suscitado varias críticas (véase Macey, 2011¹), ya que no se considera directamente equiparable la actividad bancaria con la de los fondos monetarios.

A diferencia de lo que sucede en EE.UU., los fondos monetarios en Europa no tienen habitualmente un valor liquidativo estable, aunque, en algunas jurisdicciones, se permite la valoración a coste amortizado de los instrumentos de corto plazo cuando la discrepancia entre éste y el valor de mercado no es muy pronunciada. En España, como en otros muchos países europeos, se exige la valoración a precios de mercado de todos los activos en cartera de las IIC, con el objetivo de

evitar los conflictos de interés entre inversores que la valoración a coste amortizado genera y sus posibles efectos adversos para la estabilidad de estos mercados, que son las preocupaciones que, por otro lado, están adquiriendo más relevancia en el actual debate regulatorio en EE.UU.

- 1 Macey (2011), Reducing Systemic Risk: The role of money market mutual funds as substitutes for federally insured bank deposits, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Research Paper No. 422, enero de 2011.

IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias sufren el ajuste del sector inmobiliario y el notable incremento de los reembolsos.

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno muy complejo, como consecuencia del prolongado ajuste del sector inmobiliario nacional y del notable incremento de los reembolsos efectuados por los partícipes desde 2008, que han dificultado sustancialmente la operativa de algunos fondos de inversión inmobiliaria (FII). De hecho, desde finales de 2009, el conjunto de FII se puede segregar entre fondos que permanecen plenamente operativos y fondos que presentan reembolsos suspendidos o aplazados.

En 2010, el patrimonio de estas instituciones cayó un 5,4% y el número de partícipes cerca de un 10%.

En el conjunto de 2010, el patrimonio de los FII descendió un 5,4% hasta los 6.116 millones de euros, y el número de partícipes lo hizo en un 9,9% hasta los 75.280 (véase cuadro 16). El número de fondos registrados a final de año era de ocho, el mismo número que en 2009, aunque uno de ellos había sido liquidado en diciembre¹⁵ y tres presentaban reembolsos suspendidos o aplazados. La rentabilidad del conjunto de los FII en 2010 siguió en terreno negativo (-4,7%), aunque fue menos desfavorable que la del ejercicio precedente (-8,3%).

Tres de los FII propiamente activos se beneficiaron del apoyo de los grupos financieros de las gestoras.

El número de FII propiamente activos a finales de 2010 era de cuatro. Estos fondos concentraban aproximadamente el 28% del patrimonio total de los FII y el 41% de los partícipes. Asimismo, tres de los cuatro fondos se beneficiaron del respaldo que obtuvieron por parte de los grupos financieros a los que pertenecen sus gestoras. Así, a finales de 2010, el porcentaje del patrimonio de estos tres FII en manos de los grupos financieros de la sociedad gestora de los fondos ascendía al 43%, el 83% y el 84%.

La evolución de los FII con reembolsos suspendidos o aplazados está siendo desigual.

La evolución de los tres FII que tenían los reembolsos suspendidos o aplazados está siendo desigual. Uno de ellos volvió a ser operativo a partir de marzo de 2010 y cuenta con una garantía de liquidez de dos años, en otro se produjo una escisión parcial¹⁶ y en el tercero el periodo de suspensión de los reembolsos finaliza en abril de 2011.

15 Aunque continuó dado del alta en el registro ese mes.

16 El FII ha quedado en manos del grupo financiero de la gestora, mientras que una parte del patrimonio del fondo se ha trasladado a un fondo de renta fija euro de nueva creación, que agrupa a aquellos partícipes que no acudieron a las ventanas extraordinarias que se realizaron.

	2007	2008	2009	2010	2010			
					I	II	III	IV ¹
FONDOS								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Partícipes	145.510	97.390	83.583	75.280	81.647	76.772	76.182	75.280
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.115,6
Rentabilidad (%)	1,3	0,7	-8,3	-4,7	-1,63	-0,99	-1,31	-0,9
SOCIEDADES								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	943	927	942	934	943
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	321,9	304,6	327,0	322,7	321,9

Fuente: CNMV.

1 Uno de los ocho FII que permanecía en el registro a finales de 2010 se dio efectivamente de baja en diciembre.

IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo a lo largo de la crisis, que ha sido comparativamente peor para el conjunto de las IIC de IIC de inversión libre. Las IIC de IIC de inversión libre experimentaron dificultades notables tanto de liquidez como de valoración de activos, como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido, y mostraron ciertos problemas a la hora de atender el fuerte aumento de los reembolsos solicitados. Como consecuencia de estas dificultades, el segmento de fondos de fondos de inversión libre ha mostrado un retroceso importante en los dos últimos ejercicios, que podría no haber finalizado a la vista del elevado número de entidades que continúa en proceso de liquidación. Por el contrario, las IIC de inversión libre de carácter puro, que habían mantenido, con ciertos altibajos, un cierto proceso de expansión a lo largo de la crisis, han visto empeorar sus cifras en los últimos trimestres.

En este contexto, el número de IIC de IIC de inversión libre descendió desde 38 en 2009 hasta 33 a finales de 2010¹⁷. De éstas, trece se encontraban en proceso de liquidación formal o estaban llevando a cabo un proceso de desinversión ordenado¹⁸. El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre finalizó el año en 709 millones de euros, cerca de 100 millones de euros menos que en 2009. El número de partícipes cayó desde los 5.321 en 2009 hasta los 4.605 en 2010. La rentabilidad de estos fondos ascendió al 3,4%, por debajo del 7,8% de 2009.

Por su parte, las IIC de inversión libre, que habían sorteado la crisis con cierta holgura, registraron un leve retroceso desde el segundo trimestre de 2010. A pesar de que el número de instituciones continuó creciendo en 2010 (desde 29 hasta 32), su

Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo durante la crisis. Las IIC de IIC de IL experimentaron dificultades notables.

Sus magnitudes principales continuaron retrocediendo en 2010. El número de instituciones en proceso de liquidación es elevado.

Las IIC de IL, que sortearon la crisis con cierta habilidad, experimentaron un leve retroceso en 2010.

17 Datos de noviembre en la fecha de cierre del informe.

18 La entidad no ha acordado formalmente la disolución, pero existe una orden de reembolso total por parte de los partícipes.

patrimonio finalizó el año en 617 millones de euros, por debajo de los 652 millones de finales de 2009, con una rentabilidad para el conjunto del sector durante 2010 del 2,4%, una cifra sensiblemente inferior al 14,9% que obtuvieron en 2009.

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

CUADRO 17

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	31	40	38	38	37	34	33	33
Partícipes	3.950	8.151	5.321	5.321	5.311	5.109	4.901	4.605
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	810,2	793,9	738,0	726,8	709,2
Rentabilidad (%)	-0,43	-17,80	7,85	0,83	1,72	-0,61	-0,1	1,59
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	21	24	29	29	31	31	33	32
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.917	2.137	2.061	1.925	1.873
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	652,0	722,4	674,1	639,3	617
Rentabilidad (%)	0,84	-4,82	14,94	1,45	2,38	-3,06	2,97	0,11

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: noviembre de 2010. En este caso, la rentabilidad es del periodo octubre-noviembre.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 41% en 2010.

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España volvió a aumentar con intensidad en 2010, hasta alcanzar los 36.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 46% respecto al año anterior. El patrimonio de las IIC extranjeras en 2010 duplicó el mínimo registrado en 2008, si bien se mantuvo alejado del máximo histórico alcanzado a mediados de 2007 (próximo a los 50 mil millones de euros). Con todo, el comportamiento relativo del patrimonio de las IIC extranjeras fue sustancialmente mejor que el de las españolas, como lo demuestra el incremento de la importancia relativa de su patrimonio sobre el patrimonio total de las IIC españolas registradas en la CNMV, que pasó del 12% en 2009 al 20% en 2010.

Estos productos ejercen una gran competencia con las IIC de carácter nacional.

Entre las causas del mejor comportamiento relativo de estas instituciones subyace una oferta de fondos atractiva, que ejerce una gran competencia sobre algunos productos nacionales, particularmente en el segmento de la renta variable, y, posiblemente, el incremento de la percepción de riesgo soberano doméstico en 2010, que propició tanto un trasvase de recursos desde fondos con orientación nacional hacia fondos de carácter internacional, como desde productos de gestión nacional a productos de gestión exterior.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de inversión colectiva doméstica poseen un grado elevado de incertidumbre.

Perspectivas

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica siguen sometidas a un elevado grado de incertidumbre. Por un lado, los datos preliminares correspondientes a los dos primeros meses de 2011 apuntan a una

cierta moderación en el ritmo de reembolsos de los partícipes, lo que, unido a la revalorización de la cartera de los fondos de renta variable en este periodo, podría restar algo de presión sobre la tendencia descendente del patrimonio de los fondos de inversión en el corto plazo. Sin embargo, el mantenimiento de la competencia ejercida por algunos productos sustitutivos tales como las IIC extranjeras, junto con la reducción en la tasa de ahorro de los hogares que se viene observando en los últimos meses, podrían limitar el grado de recuperación de la industria a medio plazo. Las perspectivas más desfavorables se concentran en el conjunto de las IIC inmobiliarias, que aún no han superado las dificultades derivadas del fuerte aumento de los reembolsos producidos en trimestres anteriores, ni tampoco aquéllas propiciadas por el sustancial ajuste del sector inmobiliario nacional.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en 2010 continuó viéndose afectada por la crisis, aunque de forma menos intensa que en 2008 y en 2009. Además, comenzaron a observarse diferencias sustanciales entre la evolución de los distintos tipos de entidades y líneas de negocio. Así, los beneficios agregados de las sociedades de valores y de las agencias continuaron descendiendo, si bien el retroceso, que fue más moderado que en 2009, tuvo orígenes diferentes. En el caso de las sociedades de valores, la caída en los resultados se debió al retroceso de la actividad por cuenta propia, mientras que la actividad relacionada con la prestación de servicios de inversión mostró una cierta mejoría a lo largo del año. Por el contrario, en las agencias de valores, la fuerte contención de sus gastos de explotación no pudo compensar la caída de sus ingresos más importantes. En este marco, las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 279 millones de euros en 2010, un 20% inferior al de 2009 (véase cuadro 18). Este descenso, inferior al observado en 2009 (-29%), tuvo su origen en la notable caída del margen de intereses, que cedió un 38%, hasta los 102 millones de euros. Por el contrario, los ingresos ligados a la actividad típica de estas entidades, es decir, a la prestación de servicios de inversión, mostraron un leve avance, del 2% hasta los 798 millones de euros, interrumpiendo la tendencia descendente de los últimos dos años. De hecho, las comisiones percibidas por casi todas las líneas de negocio asociadas a la prestación de servicios de inversión mostraron avances interanuales de diversa magnitud, salvo en la actividad de colocación y aseguramiento de emisiones, en línea con la atonía de las emisiones en los mercados primarios, y en la de asesoramiento en materia de inversión. Las comisiones percibidas por tramitación y ejecución de órdenes, que son las más importantes por su volumen, crecieron un 1,3% hasta los 555 millones de euros.

El margen bruto obtenido por las sociedades de valores, que incluye los ingresos derivados de la operativa por cuenta propia y por cuenta ajena, ascendió a 711 millones de euros, lo que supone una caída del 10% respecto al margen de 2009. El resultado neto de explotación cayó un 19% hasta los 276 millones de euros, a pesar del elevado descenso de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros y del mantenimiento de los gastos de explotación. El peor comportamiento relativo de la partida asociada a amortizaciones y otras dotaciones explica el resultado.

La actividad de las ESI sigue afectada por la crisis, pero se observan diferencias entre entidades y líneas de negocio.

El beneficio de las sociedades de valores cayó un 20% en 2010, a pesar de la mejora de los ingresos ligados a la actividad típica de estas entidades.

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-09	dic-10	% var.	dic-09	dic-10	% var.	dic-09	dic-10	% var.
1. Margen de intereses	163.272	102.054	-37,5	2.654	1.629	-38,6	341	407	19,5
2. Comisiones netas	562.082	533.858	-5,0	127.457	109.165	-14,4	10.734	10.097	-5,9
2.1. Comisiones percibidas	782.214	798.152	2,0	144.351	126.055	-12,7	21.750	20.994	-3,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	1,3	53.855	38.176	-29,1	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	-67,7	2.950	2.748	-6,9	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	38,2	509	366	-28,1	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	11.768	13.880	18,0	19.584	19.489	-0,5	18.463	18.020	-2,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	57.051	49.433	-13,4	2.750	2.790	1,5	2.698	1.160	-57,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	258,9	0	304	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	14	9	-31,2	28	27	-4,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	63.341	65.487	3,4	23.968	23.946	-0,1	18	34	93,5
2.1.9. Otras	59.159	83.233	40,7	40.707	38.209	-6,1	571	1.779	211,8
2.2. Comisiones satisfechas	220.133	264.294	20,1	16.894	16.890	0,0	11.016	10.897	-1,1
3. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	7,3	1.866	456	-75,6	92	51	-44,8
4. Diferencias de cambio netas	22.582	24.445	8,3	-296	-3	99,1	5	9	54,8
5. Otros productos y cargas de explotación	-762	1.635	-	-1.042	-1.413	-35,6	-389	13	103,3
MARGEN BRUTO	792.440	710.580	-10,3	130.640	109.834	-15,9	10.784	10.577	-1,9
6. Gastos de explotación	412.998	415.433	0,6	119.224	97.582	-18,2	9.144	9.305	1,8
7. Amortizaciones y otras dotaciones	-48.401	6.006	-	2.651	2.817	6,3	208	118	-43,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	88.137	12.888	-85,4	55	-23	-	135	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	339.706	276.253	-18,7	8.709	9.457	8,6	1.296	1.154	-11,0
9. Otras ganancias y pérdidas	10.256	2.265	-77,9	1.412	19	-98,7	-15	38	347,6
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	349.962	278.519	-20,4	10.121	9.476	-6,4	1.281	1.192	-6,9
10. Impuesto sobre beneficios	98.977	81.685	-17,5	5.747	3.024	-47,4	392	254	-35,4
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	250.984	196.834	-21,6	4.374	6.452	47,5	889	939	5,6
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	250.984	196.834	-21,6	4.374	6.452	47,5	889	939	5,6

Fuente: CNMV.

El beneficio de las agencias de valores cayó un 6% en 2010, por el descenso de sus principales ingresos...

Por su parte, el beneficio agregado antes de impuestos de las **agencias de valores** disminuyó un 6% hasta los 9,5 millones de euros en 2010, lo que supone un retroceso mucho menor que en ejercicios anteriores (en 2009 el beneficio antes de impuestos se redujo un 54%). Las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión, principal fuente de ingresos de estas entidades, se redujeron un 13%, hasta los 126 millones de euros. Salvo en la actividad relacionada con el asesoramiento en materia de inversión, se observaron retrocesos en todos los tipos de comisiones percibidas. Por su volumen, destaca el descenso de los ingresos percibidos por tramitación y ejecución de órdenes (-29% hasta los 38 millones de euros).

...que fue superior a la caída de los gastos de explotación.

La caída de las comisiones percibidas propició un descenso en el margen bruto obtenido por estas entidades del 16%, hasta los 110 millones de euros. En cambio, el

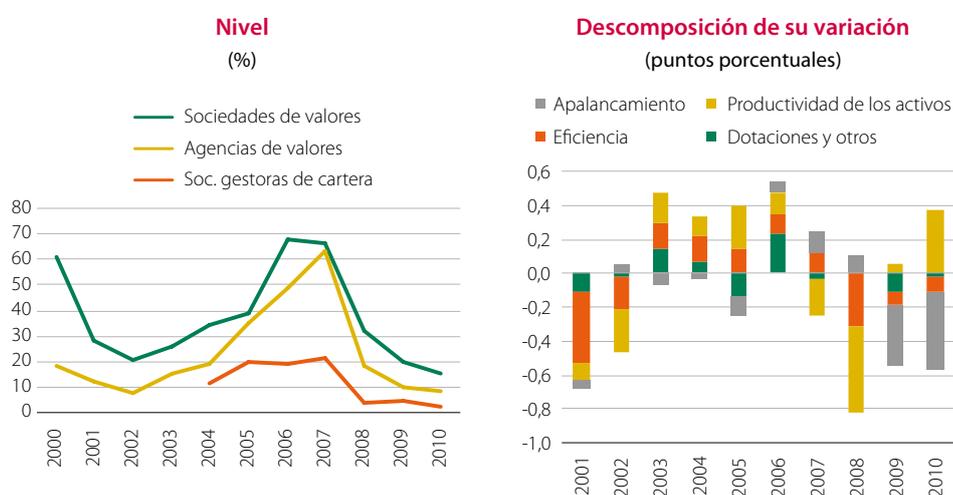
resultado neto de explotación avanzó cerca de un 9% debido a la contención de los gastos de explotación, que descendieron un 18%, hasta los 98 millones de euros. Con todo, la ausencia de ganancias extraordinarias, que ascendieron a 1,4 millones de euros en 2009, dio lugar a una caída del beneficio antes de impuestos (véase cuadro 18).

Finalmente, las **sociedades gestoras de cartera**, que habían mostrado un comportamiento relativamente más favorable en 2009, con un avance de sus beneficios antes de impuestos cercano al 20%, vieron empeorar sus cuentas de resultados en 2010. Los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades ascendieron a 1,2 millones de euros en 2010, lo que supone un descenso del 11% respecto al resultado de 2009. Este comportamiento tuvo su origen en el retroceso de las comisiones percibidas (-3,5%) y en el leve aumento de los gastos de explotación (1,9%), que contrasta con la fuerte contención de estos gastos en 2009 (-19%).

Los beneficios de las sociedades gestoras de cartera también descendieron en 2010 (un 11%).

ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

En línea con la tendencia de los resultados, la **rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios**¹⁹ (ROE) para el conjunto de ESI descendió en 2010, pero de una forma relativamente moderada (véase gráfico 20). Así, la rentabilidad de las sociedades de valores se redujo desde el 19,6% hasta el 15,3%, la de las agencias lo hizo desde el 9,6% hasta el 8,1% y la de las sociedades gestoras de cartera, que había aumentado en 2009, disminuyó desde el 4,5% hasta el 2,2%. La descomposición de la variación de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores revela que la contribución de los distintos factores mantuvo el mismo signo en 2009 y en 2010, aunque su intensidad varió. Como se aprecia en el gráfico 20 (panel derecho), tanto

En línea con la tendencia de los resultados, la rentabilidad de estas entidades cayó, pero menos que en 2008 y 2009.

19 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos Propios}}$$

donde:

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.

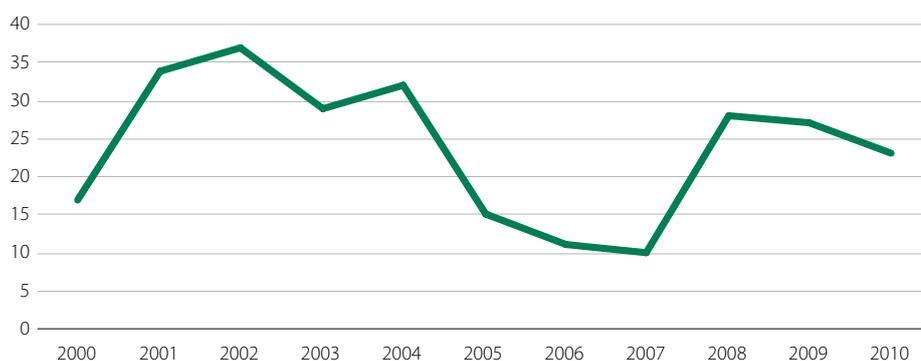
en 2009 como en 2010 la reducción de la rentabilidad de las ESI estuvo asociada, principalmente, con el descenso de su apalancamiento y, en menor medida, con una cierta pérdida de eficiencia de las entidades (este efecto es mucho menor en 2010) y con elementos de carácter extraordinario. Por el contrario, la productividad de los activos habría tenido un efecto positivo en la rentabilidad en los dos años considerados, mucho más importante en 2010²⁰.

El número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas tendieron a reducirse en 2010.

Como se observa en el gráfico 21, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos), que creció notablemente en 2008 y tendió a estabilizarse en 2009, disminuyó en 2010 hasta finalizar el ejercicio en 23 (de un total de 100), cuatro menos que en diciembre de 2009. De las 23 entidades que estaban en pérdidas, diez eran sociedades de valores (el mismo número que en 2009), doce eran agencias de valores (tres menos que en 2009) y una era una sociedad gestora de cartera (una menos que en 2009). El volumen agregado de las pérdidas también mostró una tendencia positiva, ya que se redujo desde los 26 millones de euros en 2009 hasta los 16 millones en 2010. Esta última cifra supone aproximadamente el 5,5% del beneficio agregado antes de impuestos del sector.

Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas. Ninguna entidad presentaba déficit de recursos propios a finales de 2010.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en 2010, a pesar de que, desde la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia en 2009, se ha observado un cierto descenso del margen de solvencia agregado de las ESI, derivado de las mayores exigencias de recursos propios. Así, al finalizar 2010, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigidos (3,4 veces en 2009), el de las agencias de valores era 1,9 veces superior a lo exigido (un cumplimiento más holgado que en 2009, cuando mostraron una cobertura de 1,5 veces superior a lo exigido) y el de las sociedades gestoras de cartera era de 1,2 veces por encima de lo exigido (1,5 en 2009). A diferencia del

20 Para analizar la variación del ROE de las ESI, se descompone dicha ratio de la siguiente manera:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B^{\circ} \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo. Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo. Explotación}}{\text{M. Bruto}} (2) \times \frac{\text{M. Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

donde los cocientes numerados se identifican como indicadores: (1) de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de pérdidas y ganancias, (2) de la eficiencia de las entidades, (3) de la productividad de los activos y (4) del apalancamiento. Para obtener un mayor detalle sobre el cálculo y la interpretación de esta descomposición, véase el recuadro «Descomposición del ROE» del informe *Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*, del Boletín de la CNMV del primer trimestre de 2008.

año anterior, ninguna entidad mostraba déficit de recursos propios a finales de 2010. De las seis entidades que finalizaron 2009 con déficit de recursos propios (cinco agencias de valores y una sociedad de valores), cuatro se dieron de baja durante 2010 y dos consiguieron volver al cumplimiento de la normativa mediante planes de viabilidad adecuados.

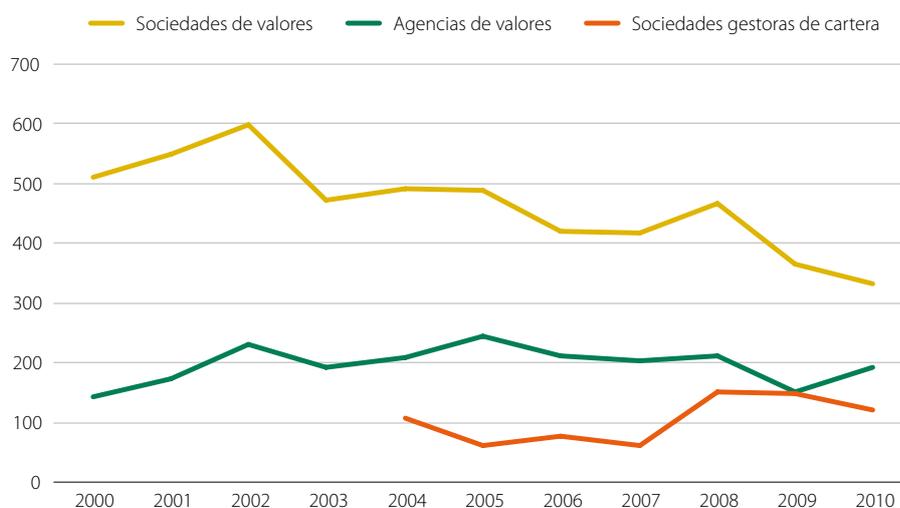
Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) son un tipo de ESI cuya actividad comenzó en 2009 al amparo de la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). La única actividad que pueden desarrollar estas entidades está relacionada con el asesoramiento en materia de inversión, es decir, con la realización de recomendaciones personalizadas a sus clientes sobre operaciones en instrumentos financieros. A cierre de 2010, el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 52, y ninguna de ellas pertenecía a grupos financieros. La práctica totalidad de los contratos de asesoramiento suscritos con estas entidades correspondieron a clientes minoristas (un 97% de los 2.423 contratos), si bien la importancia relativa del patrimonio de estos clientes fue reducida. De hecho, del importe total del patrimonio asesorado por las EAFI en 2010, que ascendió a 15.853 millones de euros, únicamente el 11% correspondió a clientes minoristas.

Las EAFI, de reciente creación, asesoraban a finales de 2010 un patrimonio cercano a los 16 mil millones de euros.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

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



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de las ESI son algo más favorables que en ejercicios anteriores, como consecuencia de la incipiente mejoría de los ingresos procedentes de las líneas de negocio más importantes, particularmente de aquéllos relacionados con la contratación en los mercados y con la comercialización de IIC, y de la tendencia a la contención de los gastos de explotación, que está siendo más intensa en el conjunto de las agencias de valores. La línea de negocio (por cuenta ajena) más deteriorada es la que está vinculada a la colocación y el aseguramiento de emisiones, que se muestra en línea con la atonía de los mercados primarios. Sin embargo, otras rúbricas que tradicionalmente proporcionaban menos ingresos están mostrando un mayor dinamismo en los dos últimos años. Este es el caso de las

Las perspectivas para el conjunto de ESI son más favorables como consecuencia de la incipiente mejoría de algunas de las líneas de negocio más importantes.

comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión y por gestión de carteras. En el caso de las sociedades de valores, el impacto de las actividades que están repercutiendo de forma más negativa en sus resultados, que son aquellas derivadas de la operativa por cuenta propia, previsiblemente tenderán a disiparse en los próximos meses. El escenario es algo más desfavorable para el conjunto de las agencias de valores, ya que no se aprecia una recuperación clara en sus principales líneas de negocio. El exceso de capacidad en el sector y el proceso de fusiones entre las cajas de ahorro españolas, que tienen participaciones en 14 ESI, pueden dar lugar a un cierto proceso de reestructuración en el sector a medio plazo.

4.3 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC cayó un 13% en 2010, hasta los 178 mil millones de euros,...

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al conjunto de 2010 muestran que el patrimonio gestionado por estas entidades descendió un 13% hasta los 178 mil millones de euros, lo que supone el cuarto retroceso anual consecutivo. En términos absolutos, la caída del patrimonio gestionado por las SGIIC en 2010, superior a los 25 mil millones de euros, fue la segunda más elevada a lo largo de la última década (únicamente superada en 2008). Así, el importe del patrimonio gestionado por las SGIIC a finales de 2001 se situaba en valores similares a los existentes a finales de la década de 1990 (véase cuadro 19).

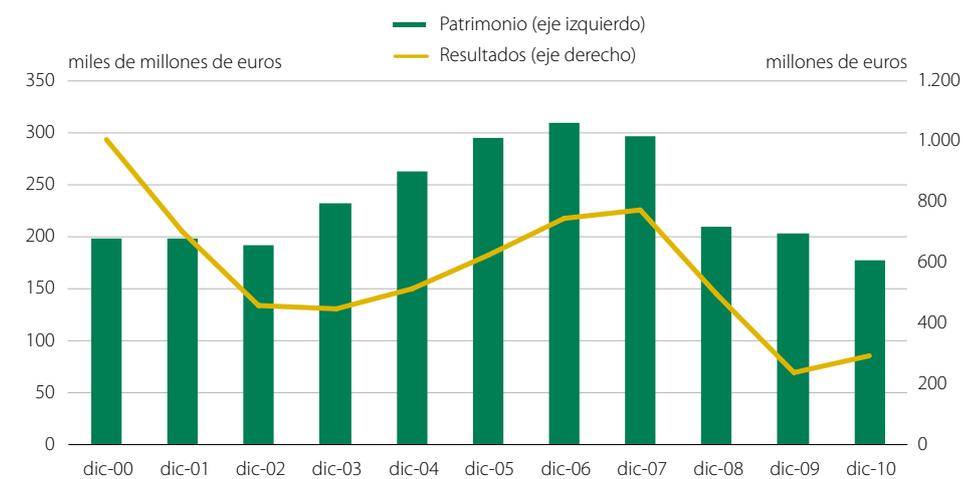
...pero no impidió que los beneficios agregados de estas entidades crecieran (un 24,5%).

A pesar del retroceso del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC mejoraron en 2010, interrumpiendo así la tendencia de 2008 y 2009, al crecer un 24,5% hasta los 294 millones de euros (véase gráfico 23). La mejora del resultado fue producto del leve incremento de las comisiones netas percibidas²¹ (0,9%), del descenso de los gastos de explotación (-1,7%) y de la práctica desaparición de las pérdidas por deterioro de activos, que en 2009 superaron los 24 millones de euros. En línea con el incremento de los beneficios, la rentabilidad agregada sobre fondos propios aumentó desde el 16% en 2009 hasta cerca del 20% en 2010. En este marco, el número de entidades en pérdidas aumentó desde 31 en diciembre de 2009 hasta 34 en diciembre de 2010, si bien el volumen conjunto de las pérdidas se redujo a la mitad (desde 41,4 millones de euros hasta 20,2 millones).

21 Las comisiones pagadas cayeron más que las percibidas (-5,6% frente a -3,4%), por lo que en términos netos se produjo un incremento del 0,9%.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Desde hace varios trimestres, se observa que las SGIIC están haciendo un esfuerzo notable en el proceso de racionalización de su oferta de fondos de inversión, con múltiples fusiones entre productos, y en la moderación de sus gastos de explotación. Sin embargo, no se puede descartar un proceso de reestructuración en el sector a medio plazo, a la vista tanto de un cierto exceso de capacidad percibida en el mismo, como del proceso de consolidación del sector de cajas y bancos españoles, que dará lugar a algunos cambios de control en las SGIIC²² y, posiblemente, a alguna baja.

A pesar del esfuerzo de las entidades por racionalizar su oferta de productos y reducir sus gastos, no se puede descartar un proceso de reestructuración del sector a medio plazo.

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
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
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	203.379	1.702	0,84	68,6
2010	177.676	1.622	0,91	68,1

Fuente: CNMV.

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

²² De los 15 cambios de control que se produjeron en 2010 en el marco de las SGIIC, ocho tuvieron origen en los procesos de fusión de las cajas de ahorro.

Recuadro 7: «Consultas sobre la Circular 6/2009 de la CNMV sobre el control interno de las SGIIC: algunas cuestiones de interés»

En diciembre de 2010, la CNMV publicó en su web un documento que recopilaba las respuestas y aclaraciones de la CNMV a las consultas formuladas por el sector relativas a la Circular 6/2009, sobre el control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión¹, que entró en vigor el día 22 de diciembre de 2009. La publicación del documento tiene como finalidad transmitir la interpretación que la CNMV entiende que debe otorgarse a determinados aspectos de la Circular. Por tanto, la información que se ofrece no tiene carácter normativo sino que únicamente pretende facilitar la comprensión y aplicación de la norma, de tal forma que las entidades a las que resulte aplicable tengan su estructura organizativa y sus procedimientos de control interno convenientemente adaptados.

Las consultas más frecuentes en este ámbito han estado relacionadas con la delegación de las funciones de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna, que, según la Circular, está sujeta a determinadas restricciones o cautelas. En este sentido, el documento publicado precisa que en ningún caso se podrá delegar funciones en una entidad con la que puedan existir conflictos de interés, debiendo cumplirse en todo momento los principios de autonomía, separación e independencia en lo que se refiere a la ejecución de funciones. Bajo este principio general, y habida cuenta de las restricciones que la propia norma establece, se han realizado las aclaraciones que se detallan a continuación.

Respecto a la posibilidad de que la función de auditoría interna y cumplimiento normativo puedan recaer en la misma entidad, se establece que si la función de auditoría interna de la gestora es asumida por la entidad que lleve a cabo la auditoría interna de su grupo, delegándose a su vez en dicha entidad, u otra entidad del grupo, la función de cumplimiento normativo, no existiría a priori un supuesto de conflicto de interés, siempre que: (i) la función de auditoría interna se realice por un departamento separado del resto, (ii) su posición jerárquica le permita controlar otras funciones de control interno con suficiente autonomía y autoridad y, (iii) su sistema retributivo no entre en conflicto de interés con las áreas objeto de revisión.

Por el contrario, si la función de auditoría interna se delega en una entidad prestadora de servicios ajena al grupo de la gestora y, simultáneamente, dicha entidad, u otra en la que confluyan intereses comunes, pretendiese asumir otras funciones de control interno (cumplimiento normativo y/o gestión de riesgos), existiría un claro conflicto de interés y un quebranto del principio de independencia.

Por otro lado, se ha aclarado que la entidad que realice la función de auditoría interna no podrá ser objeto de delegación en ningún caso de la función de gestión de riesgos, dado que, tal y como establece la Circular, dichas funciones no pueden recaer en la misma entidad.

En el ámbito de la función de auditoría, en el caso de que la sociedad gestora y el depositario pertenezcan al mismo grupo, se ha señalado que dicha función puede

ser asumida por la unidad de auditoría interna del depositario, si en el seno del grupo es esta unidad la que realiza la función de auditoría interna. En este caso, dicha función debe realizarse por un departamento separado del resto y su posición jerárquica le debe permitir ejercer su control sobre cualesquiera otras funciones de control interno con suficiente autonomía y autoridad.

Adicionalmente, se ha aclarado que la función de auditoría interna, por el carácter global de revisión de todos los sistemas y procedimientos de la entidad, debe realizarse de una forma unificada e integrada, debiendo elaborarse un único informe global, firmado por una única entidad. Por tanto, no es posible la delegación de la función de auditoría interna en dos auditores, ni la existencia de dos informes diferentes.

También se ha clarificado que en los casos de delegación de las funciones de administración, es la entidad que asume la función delegada la que deberá contar con las políticas y procedimientos equivalentes que establece la Circular en materia administrativa, contable, de cálculo del valor liquidativo y de valoración de activos. En este sentido, la sociedad gestora delegante deberá asegurarse con carácter previo a la firma del acuerdo de delegación de que la sociedad delegada dispone de dichas políticas y procedimientos y, posteriormente, deberá controlar que los mismos sean adecuados para la realización de la actividad delegada. Las comprobaciones mencionadas son exigibles en todas las delegaciones.

Finalmente, se ha tratado de poner de manifiesto, a solicitud del sector, la diferencia existente entre la delegación de funciones y la mera prestación de servicios, con el objeto de delimitar y precisar los casos en los que se deba comunicar a la CNMV que existe una delegación de funciones (las meras prestaciones de servicios no son objeto de comunicación al regulador). Para valorar este aspecto, se ha señalado que se debe tener en cuenta la soberanía decisoria sobre dichas funciones, de tal manera que la delegación de una función se caracteriza porque la entidad en la que se delega, no sólo ejecuta dicha función sino que también es responsable de tomar las decisiones asociadas a la ejecución de las mismas. Por el contrario, en el marco de la prestación de servicios por un tercero, la sociedad gestora delegante es la que toma las decisiones finales.

1 www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Según el registro de entidades de capital-riesgo (ECR), durante 2010 se registraron 22 nuevas entidades y 17 se dieron de baja. El número de fondos de capital-riesgo registrados a finales de 2010 ascendió a 75, uno más que en 2009, el número de sociedades quedó en 150, tres menos que en 2009, y el número de sociedades gestoras de ECR aumentó hasta 108, siete más que en el ejercicio previo (véase cuadro 21). Las nuevas entidades registradas se caracterizaron por invertir en pequeñas y medianas empresas, en fases iniciales del negocio, en las que el área de actividad suele ser nacional. Como novedad, cabe señalar la aparición de fondos destinados a emprendedores, que se centran en pequeñas empresas de contenido tecnológico, y de

El número de entidades de capital riesgo continuó creciendo en 2010.

entidades que se proponen realizar operaciones apalancadas, algo que no se producía desde el primer semestre de 2008.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2010

CUADRO 21

	Situación a 31/12/2009	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2010
Entidades	328	22	17	333
Fondos de capital-riesgo	74	4	3	75
Sociedades de capital-riesgo	153	8	11	150
Sociedades gestoras de ECR	101	10	3	108

Fuente: CNMV.

La inversión de estas compañías aumentó hasta los 3.435 millones de euros en 2010, por el incremento de las operaciones apalancadas de gran tamaño.

Según los datos de la asociación española de capital-riesgo (ASCRI), la inversión de las compañías de capital riesgo en España aumentó en 2010 un 106%, hasta los 3.435 millones de euros, lo que contrasta con los fuertes retrocesos de 2008 y 2009²³. Este comportamiento tuvo su origen en el incremento (de una a seis) de las operaciones apalancadas de gran tamaño (más de 100 millones de euros), que concentraron el 57% de la inversión total del sector. El número total de operaciones descendió desde las 923 en 2009 hasta las 823 en 2010, pero su tamaño medio se incrementó por el avance de las operaciones de mayor tamaño. El volumen total de nuevos fondos captados ascendió a 3.070 millones de euros, lo que supone un avance del 161% respecto a la cifra de 2009. El 76% de estos fondos correspondieron a operadores a nivel paneuropeo. Finalmente, el volumen de desinversiones ascendió a 1.395 millones de euros, lo que supone un incremento del 61% respecto al volumen de 2009. A pesar de este aumento, algunas operaciones de desinversión previstas no llegaron a buen fin por las dificultades que encontraron algunos fondos vendedores para la realización de ofertas públicas de venta.

Las perspectivas para el sector son favorables en su conjunto, si bien persisten ciertas dificultades asociadas a la financiación de las operaciones y a los procesos de desinversión.

Las perspectivas para el sector son, en términos generales, positivas, tras la recuperación de la actividad de capital-riesgo observada en 2010 tanto en el marco nacional como en el europeo. La presencia de grandes fondos de ámbito internacional y el avance de las operaciones de gran tamaño, que apuntan a la presencia de oportunidades de inversión atractivas en España, junto con una cierta mejora de las condiciones de financiación de estas entidades, permiten un cierto optimismo sobre la evolución del sector de cara a los próximos meses. Sin embargo, persisten ciertas dificultades asociadas a los procesos de desinversión a través del mercado, como lo demuestra el hecho de que algunos fondos vendedores no pudieron realizar las ofertas públicas de venta que tenían previstas para desinvertir en 2010.

23 En 2008 la inversión cayó un 32% y en 2009, un 47%.