

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	31
2.3	Perspectivas	37
3	La evolución de los mercados nacionales	39
3.1	Los mercados bursátiles	39
3.2	Los mercados de renta fija	50
4	Los agentes de los mercados	58
4.1	Vehículos de inversión	58
4.2	Empresas de servicios de inversión	65
4.3	Sociedades gestoras de IIC	72
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	74

Índice de recuadros

Recuadro 1	Evolución reciente de la economía y los mercados financieros en China e implicaciones para los mercados financieros internacionales	17
Recuadro 2	La ampliación del programa de compras del BCE	22
Recuadro 3	Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores, por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión	47
Recuadro 4	Circular 1/2015, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado	56
Recuadro 5	Comunicación sobre el refuerzo de la transparencia de las IIC	64
Recuadro 6	Estados de información sobre normas de conducta de entidades que prestan servicios de inversión: datos relevantes de actividad en 2014 por tipo de entidad	71

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional de los últimos meses ha estado marcado primero por la incertidumbre relacionada con la renegociación de la deuda en Grecia, cuyo acuerdo no llegó hasta julio, y después por las turbulencias originadas en los mercados financieros en China, que obligaron a las autoridades a intervenir en varias ocasiones y elevaron las dudas sobre la magnitud de la desaceleración de la economía asiática. La percepción de ralentización de la actividad no solo en China, sino también en otras economías emergentes dio lugar a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas e introdujo más incertidumbre en torno al momento en que la Reserva Federal subiría los tipos de interés. Aunque se consideraba altamente probable una decisión de este tipo a la vuelta del verano, la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés en la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) del pasado 16 y 17 de septiembre argumentando que la economía estadounidense todavía está lejos del objetivo de inflación del 2 %. Del comunicado de la institución se desprende también su preocupación por la evolución de la economía internacional.
- En este contexto, los mercados financieros internacionales transitaron por varios momentos turbulentos, que se atenuaron en el mes de septiembre¹. Estas turbulencias fueron más intensas en los mercados de acciones, donde los índices más relevantes acumularon caídas notables en el tercer trimestre del año, deshaciendo en varios casos las ganancias de los primeros meses. También se observaron repuntes significativos de los niveles de volatilidad hasta máximos superiores al 40 %. En los mercados de renta fija, las rentabilidades de la deuda pública a diez años de las economías más grandes —que se habían incrementado en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la incertidumbre en Grecia— volvieron a retroceder durante el tercer trimestre. El episodio de turbulencias originado en China no tuvo el mismo impacto en estas rentabilidades, cuya evolución estuvo marcada por la consideración de estos activos como activos refugio y, en el caso europeo, por el programa de compra de activos del Banco Central Europeo (BCE). En la misma línea se comportaron las primas de riesgo, con pocos movimientos en el trimestre.
- El contexto macroeconómico español está siendo muy positivo en cuanto a la evolución de la actividad se refiere. El PIB presentó tasas de avance anuales superiores al 3 % en el segundo trimestre del año debido al vigor de la demanda interna. El dinamismo de la actividad repercutió positivamente en el mercado de trabajo, donde el empleo creció también cerca de un 3 % y la tasa de paro

1 La fecha de cierre para los datos utilizados en este informe es el 15 de septiembre.

cayó hasta el 22,4 % de la población activa (datos del segundo trimestre). Por su parte, la evolución de la inflación, que ha estado en terreno negativo la mayor parte del año, se ha visto notablemente condicionada por la caída del precio de los carburantes. Descontando los elementos más volátiles, la tasa de variación del IPC ha oscilado entre el 0,2 % y el 0,8 % a lo largo del año.

- En cuanto al sector bancario, la mejoría de la economía española y de sus condiciones de financiación está repercutiendo positivamente en la evolución del negocio de los bancos, cuyas rentabilidades se han incrementado. Las condiciones de solvencia del sector también son favorables y continúa la disminución de la tasa de morosidad, que a mediados de año se situaba en el 11 %. Sin embargo, el entorno con unos tipos de interés reducidos y la existencia de un volumen importante de activos improductivos suponen un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades a corto y medio plazo.
- También las cuentas de las sociedades cotizadas reflejan el dinamismo de la actividad en nuestro país. Sus resultados crecieron un 54 % en el primer semestre del año, hasta los 13.748 millones de euros, con fuertes avances en todos los sectores, salvo el de las empresas energéticas. El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas registró un leve aumento entre enero y junio (2,3 %), pero fue compatible con el descenso de la ratio de apalancamiento agregada de estas entidades.
- Los mercados nacionales de renta variable sufrieron importantes pérdidas en el tercer trimestre, afectados, como el resto de las bolsas, por las turbulencias en Grecia y en China. En septiembre, otros factores de incertidumbre relacionados, por ejemplo, con la exposición de algunas de nuestras empresas a economías latinoamericanas con dificultades incidieron negativamente en el mercado. En numerosas compañías, el descenso de la cotización durante dos trimestres seguidos deshizo las fuertes ganancias de los primeros meses del año. En el caso del Ibex 35, la caída fue del 9,2 % en el tercer trimestre y del 4,8 % en lo que va de año. Asimismo se observaron rebrotes puntuales de la volatilidad en el mercado, que alcanzó cotas del 46 % a finales de agosto. La negociación disminuyó durante el tercer trimestre, pero las cifras acumuladas del año muestran un avance del 30 % (hasta 850.000 millones de euros). La tendencia de las emisiones de acciones fue similar: menor apelación al mercado en el último trimestre debido al aumento de la volatilidad y al periodo estival, pero buen comportamiento en lo que va de año gracias a las nuevas ofertas públicas de ventas de acciones (OPV) y las ampliaciones de capital de la primera mitad del ejercicio. Hasta mediados de septiembre, el volumen de emisión de acciones se situaba en 33.633 millones de euros, por encima de todo lo emitido en 2014 (32.762 millones).
- Los mercados de renta fija nacionales también estuvieron sometidos a cierta inestabilidad, lo que provocó repuntes puntuales de sus rentabilidades, que fueron desapareciendo una vez alcanzado el acuerdo sobre el tercer rescate a Grecia. Resuelta esta incertidumbre, el rendimiento de la deuda, tanto pública como privada, volvió a descender en todos los plazos de la curva y, a pesar de los ligeros repuntes observados tras las turbulencias relacionadas con los acontecimientos en China, finalizó el trimestre con suaves descensos. El mercado sigue

beneficiándose de los efectos positivos del programa de compras del BCE, si bien su impacto es cada vez más limitado. Las primas de riesgo de crédito también disminuyeron conforme la situación griega se fue normalizando y después presentaron aumentos mucho más leves. Su evolución acumulada en el año muestra ligeros incrementos de la prima de riesgo soberana y de la prima de las entidades financieras, afectadas también por la debilidad de algunas economías emergentes y diversas incertidumbres de índole política. La actividad emisora se ralentizó en el tercer trimestre (-5 % respecto al segundo), pero las cifras acumuladas del año muestran un avance del 28 %, hasta los 85.541.000 millones de euros.

- La industria de la inversión colectiva continuó en expansión durante el segundo trimestre del año, pues sus productos siguen presentando ventajas en relación con sus principales competidores, los depósitos bancarios, que ofrecen una rentabilidad muy reducida. Así, el patrimonio de los fondos de inversión superó los 222.000 millones a mediados de año, un 11,7 % por encima del nivel de finales de 2014. El 90 % del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones de los partícipes, quienes, a diferencia de años anteriores, mostraron una mayor disposición a invertir en fondos de mayor riesgo. Como consecuencia del avance de esta industria, que se mantiene desde 2013, las sociedades gestoras experimentaron un incremento notable en los beneficios del primer semestre, concretamente del 20 % respecto al mismo periodo de 2014. De mantenerse este ritmo de crecimiento, los resultados agregados del sector se situarían en 654 millones de euros en términos anualizados.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) se enfrentaron a un escenario complejo durante el primer semestre del año, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros. El beneficio agregado del sector antes de impuestos, que había mejorado durante los últimos dos años, cayó hasta junio un 11,3 %, lo que situaría el resultado anualizado del sector en 266 millones de euros. Esta disminución tuvo su origen en el deterioro de varias partidas de la cuenta de resultados. Así, las comisiones más importantes para estas entidades se redujeron sensiblemente, con la salvedad de las de comercialización de instituciones de inversión colectiva (IIC). También empeoró la aportación del margen de intermediación y de algunas operaciones en divisas. El número de entidades que presentaban pérdidas en junio se incrementó hasta doce, dos más que en 2014, aunque el sector continuó mostrando unas condiciones de solvencia altamente holgadas.
- Este informe contiene seis recuadros monográficos:
 - El segundo describe la evolución de la economía china y sus mercados financieros, haciendo énfasis en las posibles implicaciones sobre los mercados financieros internacionales.
 - El primer recuadro resume las características más relevantes de la ampliación del programa de compras del BCE y algunos de sus efectos.
 - El tercer recuadro sintetiza los cambios más relevantes introducidos en materia de compensación, liquidación y registro de valores por la Ley 11/2015.

- El cuarto recuadro presenta las principales características de la Circular 1/2015 de la CNMV en relación con los datos e información estadística de las infraestructuras del mercado.
- El quinto recuadro describe las recientes medidas introducidas para el refuerzo de la transparencia en la comercialización de IIC.
- Finalmente, el sexto recuadro resume la información extraída de los estados de información de 2014 sobre normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

Los datos de actividad del primer semestre del año muestran una desaceleración de las economías emergentes, con considerable preocupación sobre China...

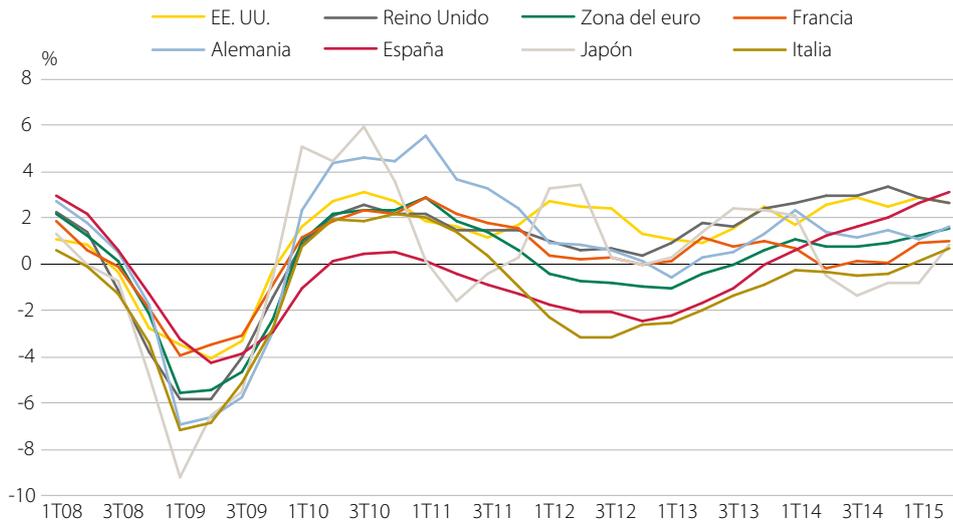
Los datos de actividad de la primera mitad del año han mostrado mejorías en la mayoría de las economías avanzadas, beneficiadas en parte por el descenso del precio del petróleo, y una cierta desaceleración en las emergentes, afectadas por la caída del precio de sus materias primas, la depreciación de sus monedas y el mantenimiento de algunos desequilibrios domésticos. Dentro de las economías emergentes, la incertidumbre ha aumentado significativamente en el caso de China, cuyos mercados financieros mostraron mucha volatilidad en los meses de verano, lo que propició la intervención del Banco Popular de China (BPoC). Los acontecimientos observados en esta economía asiática (véase recuadro 1), además de incrementar la volatilidad en numerosas bolsas internacionales, están dando lugar a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas.

... y un progreso mayor de las avanzadas, favorecidas por el descenso del precio del petróleo y, en el caso de la zona del euro, por la depreciación de la moneda.

Como se observa en el gráfico 1, los mayores crecimientos del PIB se observaron en EE. UU. y el Reino Unido, con tasas anuales algo inferiores al 3 % en el segundo trimestre. En la zona del euro, la actividad económica se vio favorecida en los primeros meses del año por la fuerte caída de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas, y por la depreciación del euro. El avance del PIB de la zona fue del 1,2 % en el primer trimestre y del 1,5 % en el segundo en términos anuales, si bien la heterogeneidad continuó siendo importante entre las diferentes economías. Destaca, por su intensidad, la recuperación del crecimiento de la española, con tasas anuales superiores al 3 % en el segundo trimestre del año.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Evolución reciente de la economía y los mercados financieros en China e implicaciones para los mercados financieros internacionales

RECUADRO 1

A lo largo de 2015, los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor sensibilidad a las noticias procedentes de China, especialmente a raíz de las intervenciones de las autoridades chinas en los mercados cambiarios y bursátiles internos durante los últimos meses.

La volatilidad aumentó de modo significativo en numerosos mercados en las primeras semanas de agosto, tras la decisión inesperada de las autoridades chinas de devaluar el renminbi. La depreciación de la moneda china supuso su mayor oscilación desde 1993 y arrastró la cotización de otras divisas de las economías emergentes, especialmente aquellas más dependientes de las importaciones de China, como ciertos productores de materias primas. Los mercados de otros instrumentos cotizados, como las acciones, experimentaron retrocesos y un incremento de la volatilidad a nivel mundial, si bien este fue más intenso en el caso de las economías anteriormente mencionadas. Las autoridades chinas han intervenido en los mercados bursátiles comprando directamente acciones en un intento de estabilizar las cotizaciones, así como en los mercados cambiarios, vendiendo una parte de sus reservas en moneda extranjera para evitar una caída del renminbi mayor a la deseada.

Los mercados de materias primas también han sufrido el impacto de los desarrollos recientes en China, pues se estima que este país absorbe la tercera parte de la demanda mundial de recursos naturales. Estos porcentajes son más altos en el caso de productos como la soja, el petróleo, el cobre o el mineral de hierro. Con todo, las tensiones en los mercados financieros experimentadas recientemente han sido menores que en otros episodios recientes, como el denominado *taper tantrum* en mayo de 2013, cuando se generó incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU., lo que afectó

sensiblemente a las economías emergentes que habían acumulado mayores desequilibrios en años previos.

Las autoridades chinas han justificado la reciente depreciación de su moneda, enmarcándola en un proceso de transición hacia un régimen de tipo de cambio libre, parejo al proceso de apertura de la cuenta de capital en el que está inmerso el país. La libre convertibilidad del renminbi es vista como una forma de ganar influencia en la esfera internacional, ya que podría permitir su inclusión en la cesta de divisas que define los Derechos Especiales de Giro y, con ello, potenciar su uso en el comercio y en los mercados financieros internacionales. No obstante, esta decisión fue percibida por muchos analistas y agentes del mercado como otro intento, si bien más forzado, de acomodar la trayectoria de progresiva desaceleración mostrada por la economía china desde 2007 a través de un impulso a sus exportaciones. La política monetaria en China ha experimentado una relajación sustancial desde finales de 2014 (recortes en los coeficientes de caja y los tipos de interés oficiales y provisión de liquidez en el mercado interbancario), con el fin de mitigar el efecto de la desaceleración y el repunte en los costes de financiación reales de los agentes residentes que han tenido lugar como consecuencia del profundo descenso de la tasa de inflación.

En efecto, China viene experimentando una desaceleración de su crecimiento económico desde el estallido de la crisis internacional en 2007. La economía china creció un 7,3 % en 2014, cuatro décimas menos que en 2013. Esta trayectoria a la baja ha proseguido en el transcurso de 2015, registrando un avance interanual del 7 % en el segundo trimestre del año. El crecimiento anual promedio en el periodo 2010-2014 fue del 8 %, tres puntos porcentuales menos que en el periodo 2000-2007.

Con el fin de paliar los efectos de la crisis internacional, el Gobierno se volcó en programas públicos de infraestructuras, lo que contribuyó a elevar significativamente la deuda de las entidades locales. La deuda de las empresas no financieras también se aceleró desde 2007, principalmente la de las empresas del sector inmobiliario y de los sectores auxiliares (acero, cemento, cobre, etc.). Asimismo, se incrementó la deuda concedida en el ámbito del denominado *shadow banking* por parte de grandes entidades no bancarias, muchas de ellas con participación pública, hacia empresas de menor dimensión, que podían ser filiales, participadas o proveedores independientes, con menor acceso al mercado de crédito (préstamos bancarios o emisión de bonos cotizados). Estos préstamos, conocidos como *entrusted loans*¹, proporcionaban un margen notable a las entidades prestamistas, dada la diferencia entre los tipos de interés cargados y sus menores costes de financiación en el mercado. Por su parte, las entidades bancarias han comercializado productos categorizados también como *shadow banking*, como los denominados *wealth management products*, que canalizaban el ahorro de inversores con cierto nivel de patrimonio hacia la financiación de promotores inmobiliarios, compañías vinculadas y grandes empresas, circunvalando la imposición de límites a la financiación bancaria directa a este tipo de empresas.

Como resultado, la deuda agregada de la economía china habría superado el 280 % del PIB en 2014, frente al 158 % en 2007 y el 121 % en 2000. Excluyendo

el sector financiero para ajustar el efecto de doble contabilidad de la deuda², la deuda alcanzó el 217 % del PIB en 2014, muy por encima del 134 % en 2007 o del 114 % en 2000. De la deuda del sector no financiero, casi la mitad está vinculada a actividades inmobiliarias y empresas auxiliares y proveedoras del sector de la construcción, mientras que una tercera parte de la misma está asociada al *shadow banking* (en torno al 10 % en 2007).

La desaceleración de la economía china está en línea con la caída del crecimiento potencial en las economías emergentes y en la mayoría de las economías avanzadas a raíz de la última crisis internacional. Sin embargo, hay dos factores idiosincráticos en la economía china cuya intensidad suscita preocupación entre analistas e inversores internacionales, por sus posibles repercusiones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera global. En primer lugar, las autoridades chinas están orientando su estructura productiva hacia un modelo de crecimiento más equilibrado y sostenido, con un mayor peso del consumo y menor de la inversión, particularmente la residencial. Adicionalmente, se pretende virar hacia un modelo que descansa en menor medida en la industria pesada y en las manufacturas de bajo valor añadido y más en las ramas con intensidad tecnológica media-alta. Esta reorientación podría implicar menores tasas de crecimiento en el futuro³, con un impacto potencial significativo en países para cuyas exportaciones China ha supuesto un próspero mercado. En este sentido, la devaluación reciente del renminbi, no anticipada previamente por el mercado, ha podido generar incertidumbre en torno a la posibilidad de un descenso brusco del crecimiento económico de China y provocado tensiones en los mercados financieros, que podrían haberse visto amplificadas por la situación usual de menor liquidez en los mercados durante la época estival.

La segunda fuente de preocupación proviene del proceso en curso de desregulación del sistema financiero y de liberalización de la cuenta de capital. A medida que avancen estos procesos, los mercados financieros chinos estarán más integrados a escala internacional y reaccionarán con más rapidez a la información sensible del mercado. Esto afectará a la transmisión de los *shocks* macrofinancieros originados en China, que será más fluida tanto en lo que se refiere a los mercados financieros internos como a los mercados internacionales. Desde mediados de 2000, las autoridades chinas han ido relajando las restricciones sobre los inversores institucionales en las operaciones bursátiles transfronterizas y han simplificado los trámites en los procesos de salida a bolsa. En noviembre de 2014, impulsaron este proceso con la creación del sistema de interconexión bursátil entre las bolsas de Shanghái y Hong Kong (SHK Stock Connect), mediante el cual los inversores residentes en Hong Kong y en China continental negocian acciones cotizadas en el otro mercado. En abril de 2015, la autoridad de mercados y valores china (China Securities Regulatory Commission, CSRC) levantó la prohibición a los fondos de inversión locales de invertir en compañías cotizadas en la bolsa de Hong Kong a través de SHK Stock Connect. La creación del nuevo sistema de interconexión supuso un fuerte aumento de la demanda de acciones cotizadas de compañías chinas y estimuló actividades como el préstamo de valores (*margin lending*). La difusión alcanzada por esta actividad habría alimentado el incremento de los precios y, al producirse caídas abruptas de los mismos, habría precipitado ventas masivas de los valores pignorados para cancelar o reducir la línea de

crédito, lo que habría amplificado los descensos. La CSRC está endureciendo la regulación de este tipo de préstamos y otros afines, mediante la elevación de los estándares de cualificación de los inversores autorizados a utilizarlos y la prohibición a las empresas de inversión de acumular más exposiciones a productos apalancados. Asimismo, la CSRC está estudiando medidas para contener el crecimiento de actividades relacionadas con el *shadow banking*, como los *entrusted loans*.

La evolución de China en las dos últimas décadas tiene algunas similitudes con la experiencia histórica en otros países asiáticos (Japón, Corea del Sur o Taiwán) que también presentaban niveles bajos de desarrollo, pero un elevado dinamismo en su crecimiento, tasas de inversión muy altas, divisas infravaloradas, tendencia progresiva al envejecimiento poblacional y creciente apertura hacia el comercio y los mercados financieros internacionales. Todos ellos experimentaron en un determinado momento una desaceleración brusca de su crecimiento económico. La economía china puede suponer, si cabe, un reto de mayor envergadura para la estabilidad económica y financiera global, dado su tamaño, su peso en el comercio internacional y su elevado endeudamiento.

La velocidad que las autoridades impriman a su objetivo dual de: i) recomposición del modelo productivo hacia un crecimiento económico más equilibrado pero menor y ii) liberalización de su sistema financiero y apertura de su cuenta financiera, resultará crucial para determinar el alcance de los problemas de la economía china en la estabilidad macroeconómica y financiera global. A medida que avance la integración de los mercados financieros chinos con los mercados globales de capital, cabe esperar que las perturbaciones originadas en los primeros tengan una mayor repercusión en los segundos, pero la integración tendrá también efectos positivos, en particular una mayor compartición de riesgos y un aumento de la liquidez a nivel mundial. Las reformas en China tendentes a mejorar la gestión de riesgos e incrementar la transparencia de su sistema financiero, crear un sistema eficiente de resolución ordenada de quiebras empresariales y fortalecer sus finanzas locales ayudarían a limitar las consecuencias negativas de un ajuste potencialmente brusco de su economía.

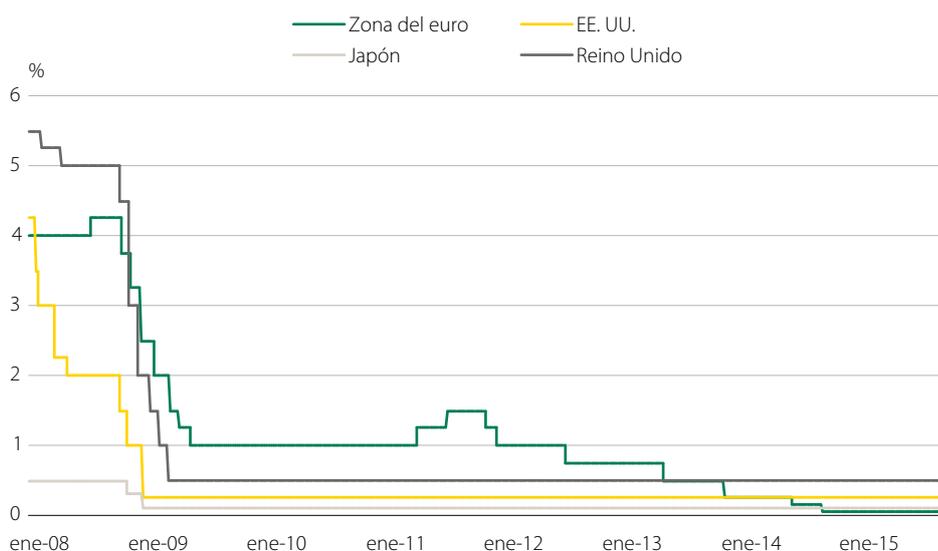
- 1 El riesgo potencial de los *entrusted loans* consiste en el efecto dominó que supondría el impago de la deuda contraída por una empresa bajo esta modalidad sobre el resto de empresas. Estos préstamos suelen tener un perfil de riesgo bajo de apalancamiento y transformación de vencimientos; sin embargo, los tipos de interés de estas operaciones no están regulados y la concesión de los mismos se efectúa sin una monitorización adecuada del riesgo de crédito del préstamo en particular ni del riesgo agregado de la cartera de préstamos.
- 2 Este ajuste se realiza porque la mayor parte de la financiación exigible captada por el sector financiero se canaliza en forma de préstamos al resto de sectores residentes.
- 3 Otro factor que presiona a la baja el crecimiento económico potencial de China es el envejecimiento de su población, como resultado de las políticas de control de natalidad en el pasado.

El tono de las políticas monetarias de las economías avanzadas ha mostrado pocos cambios durante los últimos meses, pues las tasas de inflación se han mantenido en niveles reducidos. En la zona del euro, el BCE mantuvo su programa de compras de deuda soberana (conocido como *quantitative easing*, QE), cuyo importe alcanzaba los 292.000 millones de euros a finales de agosto (véase recuadro 2), y anunció en los primeros días de septiembre la intención de continuar con el mismo, además de un ligero recorte en sus previsiones de crecimiento e inflación. En EE. UU., donde el último QE había finalizado a finales del año pasado, la evolución favorable de la economía en cuanto a inflación y empleo hacía probable que la Reserva Federal decidiera incrementar los tipos de interés oficiales en el último cuatrimestre de este año. Sin embargo, la ralentización de las economías emergentes y, en particular, los efectos de la previsible desaceleración en China han introducido algo de incertidumbre sobre esta decisión, que podría posponerse hasta la parte final del ejercicio. De momento, en su reunión del pasado 16 y 17 de septiembre, el FOMC de la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés, señalando la existencia todavía de una notable desviación a la baja de la inflación respecto al objetivo asumido. Como se ha indicado, la evolución reciente de la economía china y de otras economías emergentes también parece haber pesado en la decisión de la Reserva Federal.

El BCE continúa firme con su programa de compras de deuda soberana, mientras que en la Reserva Federal se cuestiona el momento de subida de tipos tras las turbulencias y dudas originadas en China...

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Las autoridades chinas han sido las más activas en esta materia durante los últimos meses (véase recuadro 1). El temor a una desaceleración pronunciada de su economía hizo que el Banco Central (PBoC) rebajara el tipo de interés de los préstamos² y los depósitos, además del coeficiente de reservas de los bancos. Además, la divisa asiática fue devaluada en tres ocasiones (perdió casi un 5 % de su valor) y se introdujo una mayor flexibilidad en su cómputo, acercándolo a valores más acordes con la realidad de la economía y los mercados financieros.

... donde las autoridades han tomado varias medidas para evitar la ralentización de la economía.

2 En este año, el tipo de los préstamos se ha rebajado en cuatro ocasiones hasta el 4,6% a finales de agosto, un nivel históricamente reducido para este país.

La crisis económica y financiera de los últimos años hizo que la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas adoptaran numerosas medidas de política monetaria de carácter ampliamente expansivo. Durante las primeras etapas de la crisis, estas medidas se tradujeron en recortes sustanciales de los tipos de interés oficiales, dejándolos en niveles mínimos históricos. A medida que estos tipos se acercaban a cero y, por tanto, el margen de maniobra de las medidas tradicionales se agotaba, comenzaron a tomar protagonismo las denominadas medidas no convencionales. Entre ellas destacaron los programas de compras de activos en los mercados financieros. En el caso de EE. UU., por ejemplo, se adoptaron varios de estos programas, conocidos por sus siglas en inglés como QE (*quantitative easing*). El último de ellos concluyó a finales de 2014 como consecuencia del buen comportamiento del empleo y de la inflación de aquella economía. El Banco de Inglaterra hizo lo propio entre 2011 y 2012, y, aunque no se han realizado nuevas compras, se han reinvertido los fondos dedicados a bonos que han vencido desde entonces, por lo que el *stock* de activos asociado a estos programas permanece fijo en el balance de la entidad. Por su parte, Japón fue la primera economía en utilizar el QE para evitar una deflación —concretamente lo hizo en el periodo 2001-2005— y volvió a utilizarlo en 2010, intensificándolo año tras año.

En la zona del euro, por el contrario, la ausencia de una recuperación económica más sólida y el desanclaje de las expectativas de inflación respecto al objetivo de la autoridad monetaria han hecho que estos programas de compras sigan aún vigentes. Este recuadro resume los elementos más relevantes de las medidas de política no convencionales más recientes del BCE, prestando una atención especial al último programa de compras de activos adoptado en enero de este año, cuya naturaleza es similar a la de los QE estadounidenses e ingleses.

En 2014, y con el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales prácticamente agotado¹, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo una nueva facilidad de financiación a largo plazo (TLTRO, por sus siglas en inglés) y dos programas de compras de deuda privada: el programa de compras de bonos de titulización (ABSPP, por sus siglas en inglés) y el de adquisiciones de bonos garantizados² (CBPP3, por sus siglas en inglés). A finales de 2014, todos los programas de compra de bonos privados (el programa de compras de bonos de titulización más los tres programas de compras de bonos garantizados que se habían producido hasta el momento) habían acumulado unas compras de 33.111 millones de euros.

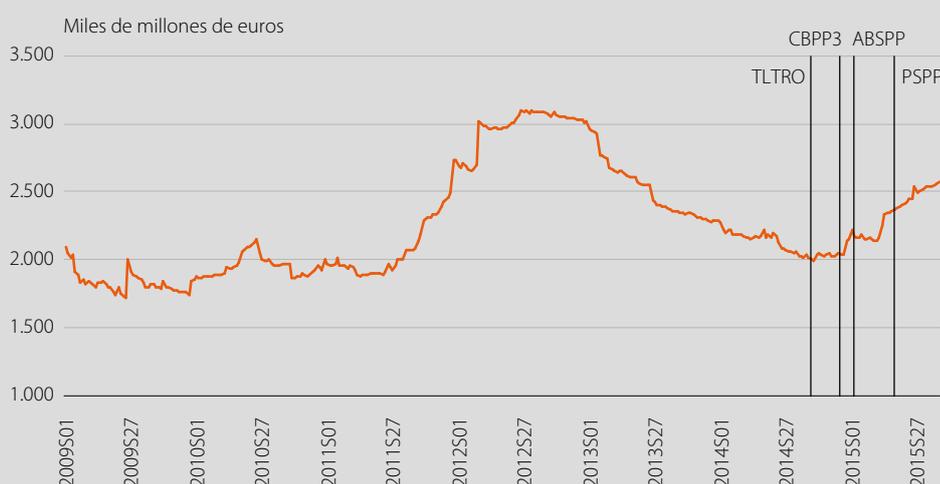
Sin embargo, el efecto deseado de estas medidas no se materializó y las expectativas de inflación continuaron descendiendo, una tendencia acentuada aún más por la caída del precio del crudo y de otras materias primas a finales de 2014. En este contexto, el BCE, en su Consejo de Gobierno del 22 de enero del presente año, decidió dar un paso más y anunció una ampliación de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) para añadir la compra de bonos soberanos a la de deuda privada. Concretamente, se decidió que, a partir de marzo, se incluirían en el programa las compras de bonos emitidos por los Gobiernos centrales de

la zona del euro, agencias e instituciones europeas. Se estableció el objetivo de realizar compras por una cantidad de 60.000 millones de euros mensuales y se prevé que las mismas se lleven a cabo hasta septiembre de 2016³ y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la trayectoria de inflación cumple con los objetivos de la política monetaria del BCE (con valores por debajo, pero cerca, del 2 %).

En relación con la distribución de riesgos (reparto de hipotéticas pérdidas entre organismos), el 20 % de las compras de activos adicionales estará sujeto a un régimen de reparto de riesgos (el 12 % lo comprarán los bancos centrales y el 8 % restante lo adquirirá el BCE directamente), mientras que el 80 % restante lo adquirirán individualmente los bancos centrales y, por tanto, no estará sujeto a consideraciones de redistribución del riesgo. Por su parte, los límites a las compras de bonos soberanos se establecen de forma que no pueden superar el 33 % de un mismo emisor ni el 25 % de una sola emisión.

Balance del Eurosistema

GRÁFICO R2.1



Fuente: BCE.

Hasta el 31 de agosto de este año, las compras de activos del APP han ascendido a 414.900 millones de euros, de los cuales alrededor del 70 % corresponden al PSPP, el 27 % al CBPP3 y algo menos del 3 % al ABSPP (véase cuadro R2.1). De los 292.333 millones en compras enmarcadas dentro del PSPP, 33.515 millones corresponden a compras de valores públicos españoles, cuyo vencimiento medio ponderado es de 9,68 años frente a la media europea de 8,03 años (véase cuadro R2.2). Una vez pasados seis meses desde su puesta en marcha, se puede observar que el balance del Eurosistema ha aumentado considerablemente, concretamente desde los 2,16 billones de euros hasta los 2,57 billones a finales de agosto (véase gráfico R2.1). Esta última cifra equivale, aproximadamente, a un 26 % del PIB de la zona del euro, un valor cercano al del balance de la Reserva Federal (27 %). Ambos están muy lejos de las cifras del balance del Banco de Japón (BoJ), que ha aumentado de forma espectacular durante los últimos años y se sitúa cerca del 70 % del PIB (véase gráfico R2.2).

Programa de compras de activos del BCE (31 de agosto)

CUADRO R2.1

Miles de millones de euros	ABSPP	CBPP3	PSPP	
	Total Europa	Total Europa	España	Total
Inicio del programa	nov-14	oct-14	mar-15	
Volumen adquirido mercado secundario	8,1	91,5	33,5	292,3
Volumen adquirido mercado primario	3,0	20,0	-	-
Vencimiento medio ponderado (WAM)	-	-	9,68	8,03

Fuente: BCE.

Compras netas mensuales dentro del PSPP

CUADRO R2.2

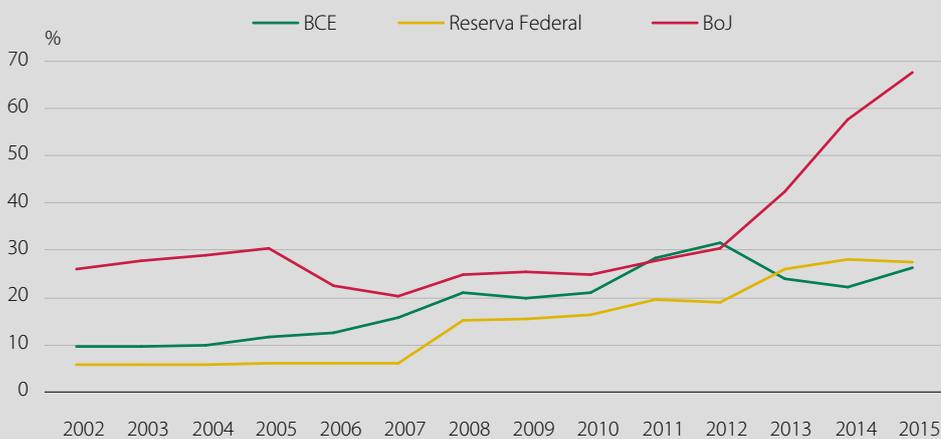
Millones de euros	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto
España	5.447	5.471	5.909	5.915	5.891	4.882
Total Europa	47.383	47.701	51.622	51.442	51.359	42.826

Fuente: BCE.

Para conocer los efectos de este programa, se analiza a continuación la evolución de algunas variables relevantes, aunque se debe tener en cuenta que existen otros factores que pueden influir en su evolución, especialmente, en estos últimos meses en los que los sucesos relacionados con Grecia han generado una enorme volatilidad en los mercados.

Tamaño de los balances en relación con el PIB

GRÁFICO R2.2



Fuente: Bloomberg y Thomson Datastream.

Como primer efecto, el más directo, se pudo observar que durante las primeras semanas de implementación del programa, el aumento de la liquidez dio lugar a incrementos generalizados en los precios de la deuda soberana. Así, por ejemplo, en el plazo de diez años, la mayoría de las rentabilidades de los bonos soberanos se situaron en mínimos históricos a finales del primer trimestre o a principios del segundo: 0,08 % en Alemania, 0,36 % en Francia, 0,56 % en Irlanda, 1,14 % en España e Italia y 1,37 % en Portugal. Después, a causa de las incertidumbres

relacionadas con Grecia, los mercados de deuda se tensionaron y mostraron repuntes en los tipos de interés y la volatilidad.

Por otra parte, las expectativas de inflación de la zona han cambiado su tendencia de forma clara desde que se aprobó el PSPP (uno de los principales objetivos de este programa). Así, por ejemplo, las expectativas de inflación a cinco años vista, que según los datos obtenidos de la *Survey of Professional Forecasters* —encuesta que realiza el BCE—, se habían reducido desde el 1,98 % en el primer trimestre de 2013 hasta el 1,77 % en el primer trimestre de 2015, han invertido la tendencia bajista desde enero. También las condiciones de concesión de créditos parece que se hayan vuelto algo más laxas durante los primeros meses de este año, como lo confirman los datos extraídos de la Encuesta Trimestral sobre Préstamos Bancarios (*Quarterly Bank Lending Survey*) del BCE. Según esta encuesta, los bancos, durante los últimos meses, han ido relajando los estándares para préstamos a entidades no financieras, a la vez que la demanda para estos préstamos también se ha ido incrementando. Esto parece indicar que, aunque de una forma leve y con datos todavía muy preliminares, los programas no convencionales del BCE están empezando a producir efectos sobre la economía real de los países de la zona del euro.

Finalmente, es importante mencionar que en las últimas comparecencias del presidente del BCE se deja bien clara la firme intención de mantener este programa de compras de bonos soberanos hasta, al menos, septiembre de 2016 y que, si fuera necesario, se podría prolongar hasta que el BCE considere que la senda de expectativas de inflación se ha ajustado de forma congruente con los objetivos de política monetaria de la entidad.

1 El tipo oficial se mantiene en el 0,05 % desde septiembre de 2014.

2 EL CBPP3 es el tercer programa de compra de esta clase de activos. Los dos primeros se lanzaron en 2009 y 2011.

3 De hecho, el presidente de la entidad, Mario Dragui, en más de una ocasión ya ha expresado su intención de expandir el balance del BCE hasta niveles cercanos a los 3 billones de euros, como sucedía a principios de 2012.

En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de la deuda pública a diez años de las economías más grandes, que habían caído durante el primer trimestre del año y revertido esta tendencia durante el segundo, volvieron a retroceder durante el tercer trimestre. Mientras que la incertidumbre generada por la renegociación de la deuda en Grecia dio lugar a un aumento de las rentabilidades y de la volatilidad en los mercados de deuda entre abril y los primeros días de julio, el episodio de incertidumbre protagonizado por China no tuvo un efecto similar. La evolución de los mercados secundarios de deuda estuvo marcada en estos últimos meses por su consideración de activos refugio y, en el caso europeo, por el programa de compra de activos del BCE. Así, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se situaban a mediados de septiembre en niveles similares a los de principios de año, en un contexto de notable descenso de la volatilidad y mejoras de liquidez (véase gráfico 3).

Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia apenas mostraron variaciones en el tercer trimestre, tras el ligero repunte a principios de julio, en los días anteriores al acuerdo entre la Unión Europea y Grecia. A mediados de septiembre, estas primas de riesgo, evaluadas por los CDS de los bonos soberanos a diez años, se situaban entre los 51 puntos básicos (p.b.) de Irlanda y los 170 p.b. de

Las turbulencias originadas en China no tuvieron un impacto significativo en las rentabilidades de la deuda pública...

... ni tampoco en las primas de riesgo soberano, que solo habían mostrado un pequeño aumento a principios de julio, justo antes del acuerdo entre la Unión Europea y Grecia.

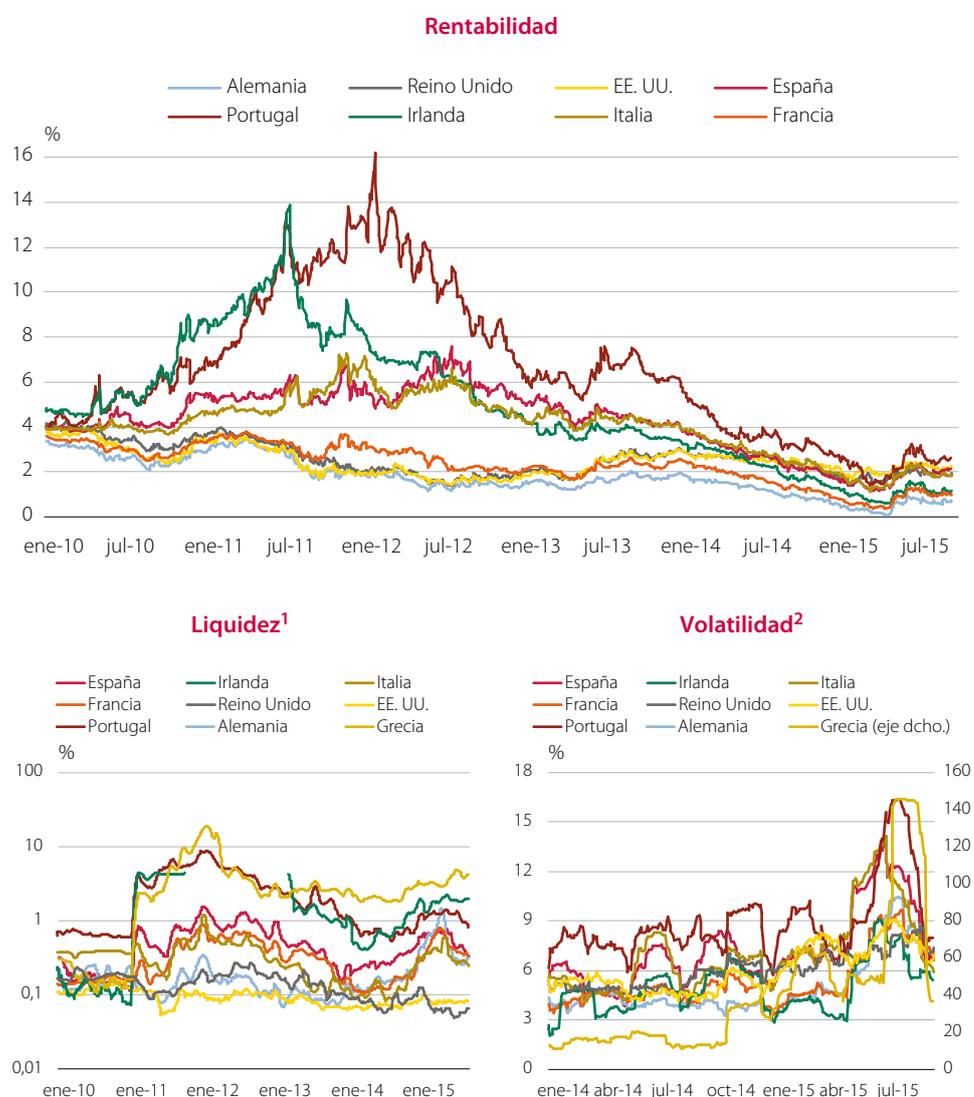
Portugal (101 p.b. en España). En Grecia, el periodo de crisis dio lugar a fuertes repuntes en la prima de los CDS, que alcanzó máximos superiores a 8.500 p.b. a principios de julio. Tras el acuerdo, la prima de riesgo descendió de forma abrupta, hasta quedar por debajo de los 1.500 p.b. en la fecha de cierre de este informe.

En los mercados de renta fija privada, se observó un ligero aumento de la prima de riesgo en las categorías de deuda de menor calidad crediticia.

En los mercados de renta fija privada, se observó un ligero incremento en las primas de riesgo de la deuda de menor calidad crediticia desde los meses de primavera, debido posiblemente al trasvase de recursos hacia instrumentos más seguros. En EE. UU., la prima de riesgo de la deuda de peor calidad (*high yield*) aumentó desde valores cercanos a 420 p.b. en abril hasta máximos de 540 p.b. a principios de septiembre, mientras que en la zona del euro lo hizo algo menos, desde 450 p.b. hasta 530 p.b. (véase gráfico 5).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



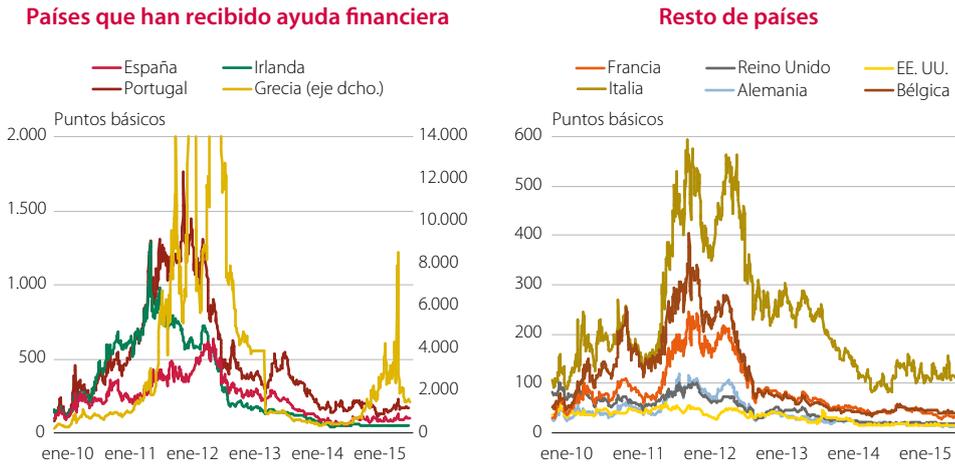
Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*spread bid-ask*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica).

2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años)

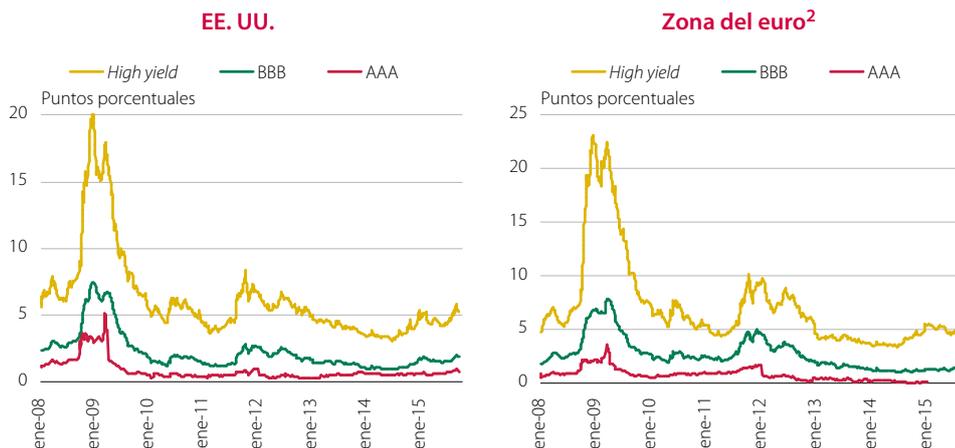
GRÁFICO 4



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

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

GRÁFICO 5

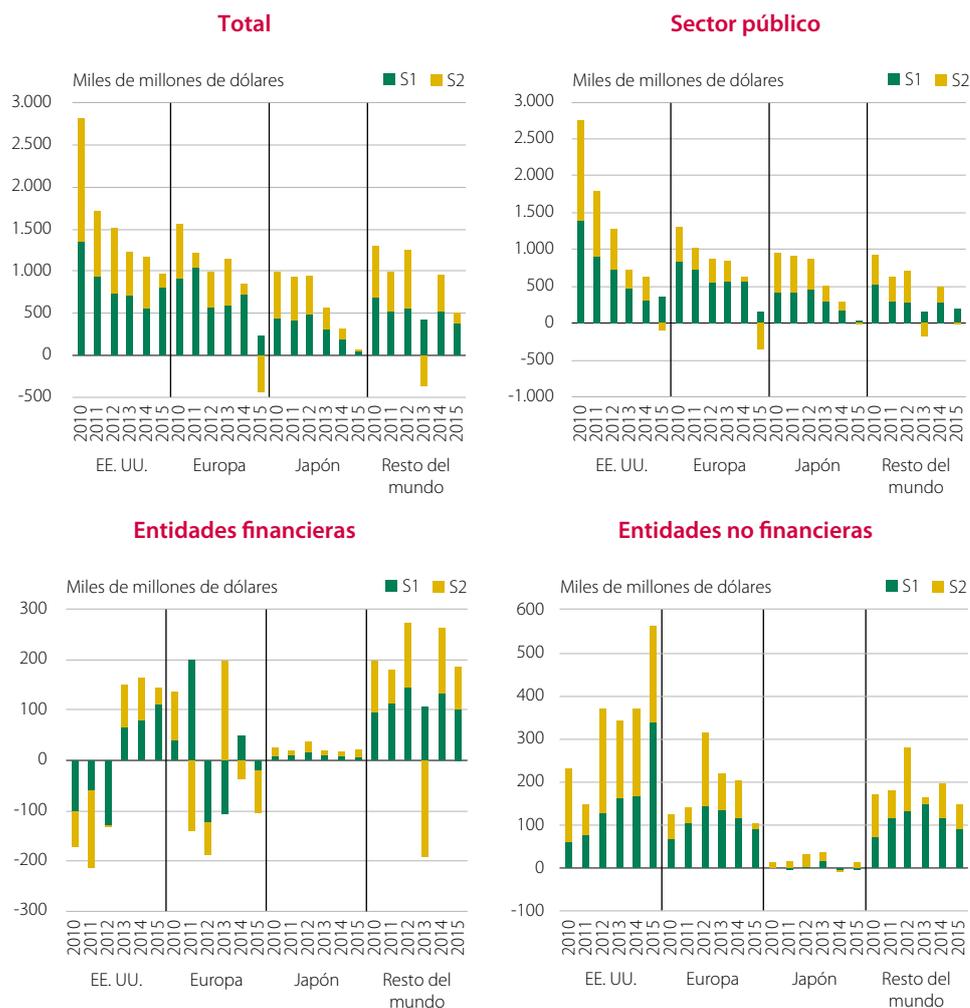


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.
- 2 Desde el 1 de enero de 2015 no hay bonos elegibles AAA.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales se han situado en 1,34 billones de dólares en lo que va de año (en términos anualizados), lo que supone un descenso de casi el 60 % respecto al volumen emitido en 2014. Esta caída tuvo su origen en el retroceso de las emisiones netas del sector público, que en la segunda mitad del año quedaban en terreno negativo, tanto en EE. UU. como en Europa, y de las emisiones de las entidades financieras, sobre todo en Europa, donde continúa el desapalancamiento del sector (véase gráfico 6).

Fuerte descenso de las emisiones netas de deuda en 2015, debido a la caída de las emisiones del sector público y de las entidades financieras.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2015 son hasta el 13 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Por el contrario, las emisiones de deuda corporativa en EE. UU. han registrado máximos desde el principio de la crisis, debido al nivel extremadamente bajo del coste de emisión, una tendencia que podría cambiar en los próximos meses.

Los principales índices de renta variable cayeron con fuerza en el tercer trimestre del año debido a las turbulencias originadas en China...

Por el contrario, cabe señalar el fuerte dinamismo de las emisiones de deuda corporativa en EE. UU., que en el año superan los 560.000 millones de dólares, un 52 % más que en 2014 y muy por encima de los registros observados durante la crisis. Los elevados volúmenes de las emisiones de estas entidades se entienden en un contexto de tipos de interés de emisión históricamente reducidos, junto con la perspectiva de aumento de los mismos hacia finales de este año, lo que posiblemente ha incentivado y adelantado numerosas emisiones.

Los principales índices de renta variable internacional descendieron con intensidad en el tercer trimestre del año, como consecuencia del episodio de turbulencias originado por la incertidumbre económica en China. Las caídas de las cotizaciones fueron superiores al 10 % en los índices japoneses, entre el 2,5 % y el 5,8 % en los estadounidenses, y entre el 2,9 % y el 9,2 % en los europeos. Estos últimos encadenan dos trimestres de caídas en los precios de las acciones —en el trimestre anterior debido a las dudas sobre Grecia—, que contrastan con las significativas ganancias de los primeros meses del año, derivadas de la puesta en marcha del programa de compra de activos del BCE. En cuanto a la rentabilidad acumulada en lo que va de año,

algunos índices europeos, como el Ibex 35 o el FTSE 100, retroceden, mientras que otros siguen presentando ganancias, en algún caso, como el Mib 30, significativas.

En EE. UU., los índices Dow Jones y S&P 500 presentaron descensos en el año, ya que la notable caída del último trimestre compensó con creces la evolución algo errática de los meses precedentes. En cambio, el índice de valores tecnológicos Nasdaq experimentó una ligera revalorización en el ejercicio (2,6 %). Los índices de Japón también acumulan una rentabilidad positiva en lo que va de año gracias a los buenos datos del primer semestre (véase cuadro 1).

... anulando o reduciendo sensiblemente las ganancias acumuladas en el conjunto del ejercicio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 1

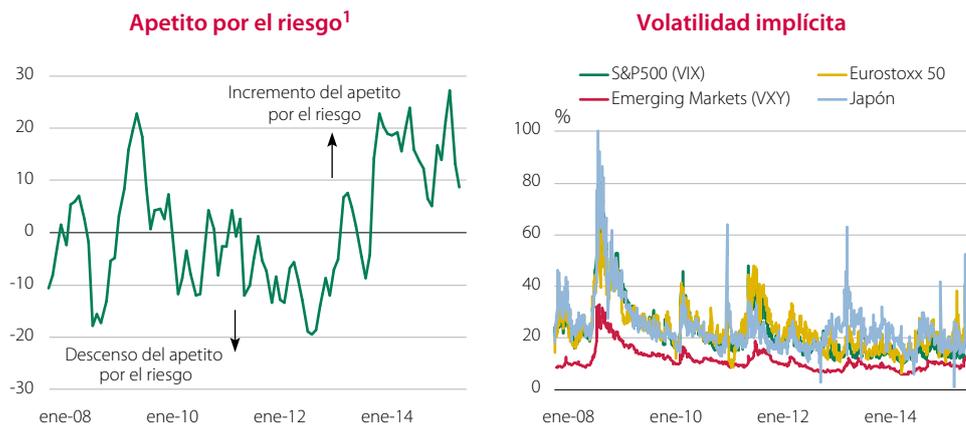
	2011	2012	2013	2014	III-14	IV-14	I-15	II-15	III-15 (hasta el 15 de septiembre)	
									% s/ trim. ant.	% s/ dic-14
Mundo										
MSCI World	-7,6	13,2	24,1	2,9	-2,6	0,7	1,8	-0,3	-5,9	-4,4
Zona del euro										
Eurostoxx 50	-17,1	13,8	17,9	1,2	-0,1	-2,5	17,5	-7,4	-6,3	1,9
Euronext 100	-14,2	14,8	19,0	3,6	0,4	-0,6	17,3	-4,5	-6,6	4,7
Dax 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	-3,6	3,5	22,0	-8,5	-6,9	3,9
Cac 40	-17,0	15,2	18,0	-0,5	-0,1	-3,2	17,8	-4,8	-4,6	6,9
Mib 30	-24,0	10,2	18,8	-0,4	-3,2	-7,4	22,5	-2,7	-2,9	15,7
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	12,1	-6,5	-9,2	-4,8
Reino Unido										
FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-1,8	-0,9	3,2	-3,7	-5,9	-6,5
Estados Unidos										
Dow Jones	5,5	7,3	26,5	7,5	1,3	4,6	-0,3	-0,9	-5,8	-6,9
S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	0,6	4,4	0,4	-0,2	-4,1	-3,9
Nasdaq-Composite	-1,8	15,9	38,3	13,4	1,9	5,4	3,5	1,8	-2,5	2,6
Japón										
Nikkei 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	6,7	7,9	10,1	5,4	-10,9	3,3
Topix	-18,9	18,0	51,5	8,1	5,0	6,1	9,6	5,7	-10,3	3,9

Fuente: Datastream.

¹ En moneda local.

Las caídas de las cotizaciones vinieron acompañadas de incrementos puntuales y significativos de la volatilidad en los mercados de acciones. A finales de agosto, la mayoría de los índices mostraron repuntes de la volatilidad hasta niveles cercanos al 40 % o superiores, como en el caso del índice japonés Nikkei 225. En Europa, este repunte de agosto se unió al observado en junio con ocasión de las turbulencias generadas por la falta de acuerdo en Grecia.

También se observaron rebotes importantes en la volatilidad.



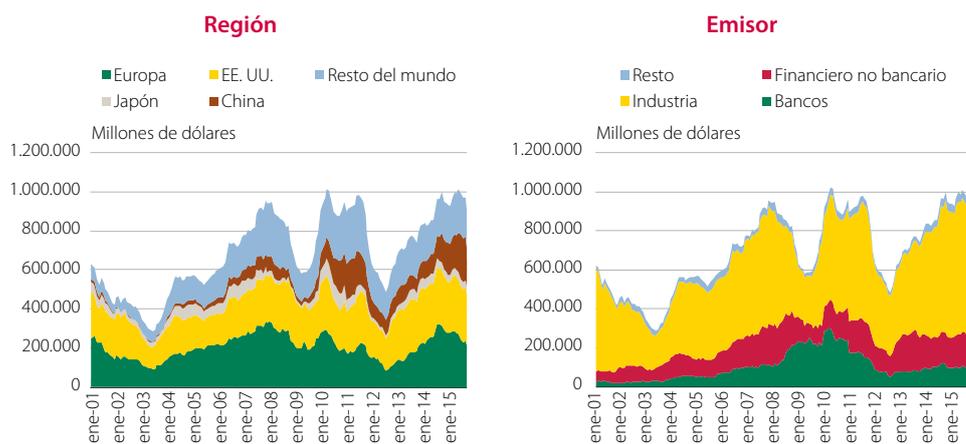
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de acciones caen un 3,2 % hasta septiembre, afectadas por la incertidumbre en Grecia y China.

Las emisiones de instrumentos de renta variable, que habían mostrado un gran dinamismo en la primera mitad del año (11,1 %), cambiaron su tendencia en el tercer trimestre, afectadas por la incertidumbre relacionada con Grecia y las turbulencias observadas en los mercados financieros en agosto. Este cambio hizo que el volumen de emisiones de acciones acumulado entre enero y septiembre³ se situara en 701.000 millones de dólares, un 3,2 % menos que en el mismo periodo de 2014 (véase gráfico 8). Por áreas geográficas, se observó un mayor descenso de las emisiones de acciones en Europa (-23 %) y, en menor medida, en Japón (-6,3 %). En EE. UU. se produjo poca variación en relación con las cifras de 2014, mientras que en China se registró el mayor avance (25 %), que tuvo su origen en el fuerte incremento de las emisiones en los primeros meses del año. Por sectores, las emisiones de renta variable crecieron tanto en el sector financiero bancario (7 %) como en el no bancario (2 %), mientras que descendieron en las empresas industriales (-6,5 %). Aun así, el importe de las emisiones de estas últimas siguió siendo el más elevado en relación con el total (66 %).

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 13 de septiembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

3 Con datos hasta el 13 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española registró un crecimiento trimestral del 1 % en el segundo trimestre del año, una décima más que en el primero. En términos anuales, la variación del PIB ascendió al 3,1 % (2,7 % en el primero). Estas cifras, muy superiores a las observadas en la zona del euro (0,4 % trimestral y 1,5 % anual), confirman la aceleración de la actividad económica nacional, cuyo ritmo de avance es similar al existente en los años previos a la crisis económica y financiera internacional.

Tanto la demanda nacional como la demanda exterior mejoraron sus contribuciones al crecimiento total. En el caso de la demanda nacional, su aportación al crecimiento pasó de 3,1 puntos porcentuales en el primer trimestre del año a 3,3 en el segundo, y en el caso de la demanda exterior lo hizo desde -0,4 hasta -0,2 puntos porcentuales. Atendiendo a los componentes de la demanda nacional, cabe señalar la estabilidad del crecimiento anual del gasto en consumo final de los hogares (3,5 %) y de la formación bruta de capital fijo (6,1 %), que se consolidan como motores de la reactivación económica. El gasto en consumo final de las Administraciones Públicas (AA. PP.) se incrementó desde el 0,2 % hasta el 1 %. En cuanto a la evolución de la demanda exterior, se observó que tanto las exportaciones como las importaciones aceleraron sus ritmos de avance en el segundo trimestre del año: del 5 % al 6 % en las primeras y del 7 % al 7,2 % en las segundas.

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad incrementaron las tasas de crecimiento de su valor añadido bruto (VAB). En el caso de las ramas industriales, el incremento pasó del 2,9 % al 3,5 %, destacando el avance de la industria manufacturera (3,8 %). El cambio de tono en el sector de la construcción permitió un avance de su valor añadido del 5,8 % (5,7 % en el trimestre anterior). Por su parte, el mejor comportamiento de la mayoría de las actividades relacionadas con los servicios permitió un aumento de su VAB del 3,0 % (2,7 % en el primer trimestre). Finalmente destaca la recuperación del valor añadido de las ramas primarias que, tras el retroceso del 2,6 % de los tres primeros meses del año, mostró un incremento del 2,2 % en el segundo trimestre.

La inflación española, que se había ido incrementando progresivamente durante el año desde tasas anuales negativas (-1,3 %) hasta tasas ligeramente positivas (0,1 % en junio y julio), volvió a terreno negativo en agosto (-0,4 %), como consecuencia de un nuevo retroceso en el precio de los carburantes y de la electricidad. La tasa subyacente, que muestra la evolución de los precios menos volátiles del índice, también ha experimentado una tendencia ligeramente alcista durante este año, al pasar del 0,2 % en enero al 0,7 % en agosto. El diferencial de inflación con la zona del euro siguió siendo negativo durante el año, pero mostró una tendencia descendente hasta julio, cuando se situó en -0,2 puntos porcentuales. En agosto el diferencial volvió a ampliarse a -0,7 puntos porcentuales.

El PIB de la economía española creció un 1 % en el segundo trimestre del año (3,1 % en términos anuales), muy por encima del avance de la zona del euro (0,4 %).

Tanto la demanda nacional como la exterior mejoraron sus contribuciones al crecimiento en el segundo trimestre.

Todas las ramas de actividad aceleraron el ritmo de avance de su valor añadido, lo que confirma la senda de recuperación generalizada de la economía.

La inflación anual, que se había incrementado progresivamente durante el año hasta alcanzar tasas positivas, volvió a terreno negativo en agosto debido a la caída de los precios de la energía.

	2011	2012	2013	2014	CE ¹	
					2015P	2016P
PIB	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,8	2,6
Consumo privado	-2,0	-3,0	-2,3	2,4	3,5	2,8
Consumo público	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,4	0,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-6,3	-8,1	-3,7	3,4	5,5	5,1
Construcción	-10,6	-9,3	-9,2	-1,4	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	0,9	-9,1	5,6	12,3	8,8	7,9
Exportaciones	7,5	1,2	4,3	4,2	5,5	6,2
Importaciones	-0,7	-6,3	-0,4	7,7	7,2	7,1
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,1	2,2	1,4	-0,8	-0,4	-0,1
Empleo²	-2,6	-4,4	-3,2	1,2	2,7	2,5
Tasa de paro	21,4	24,8	26,1	24,4	22,4	20,5
Índice de precios de consumo	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,6	1,1
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-0,3	1,4	0,8	1,2	1,0
Saldo de las AA. PP. (% PIB)³	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8	-4,5	-3,5
Deuda pública (% PIB)	69,2	84,4	92,1	97,7	100,4	101,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁴	-80,3	-65,9	-80,0	-83,6	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2015.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012, 2013 y 2014 por una cuantía del 0,5 %, el 3,8 %, el 0,5 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente.

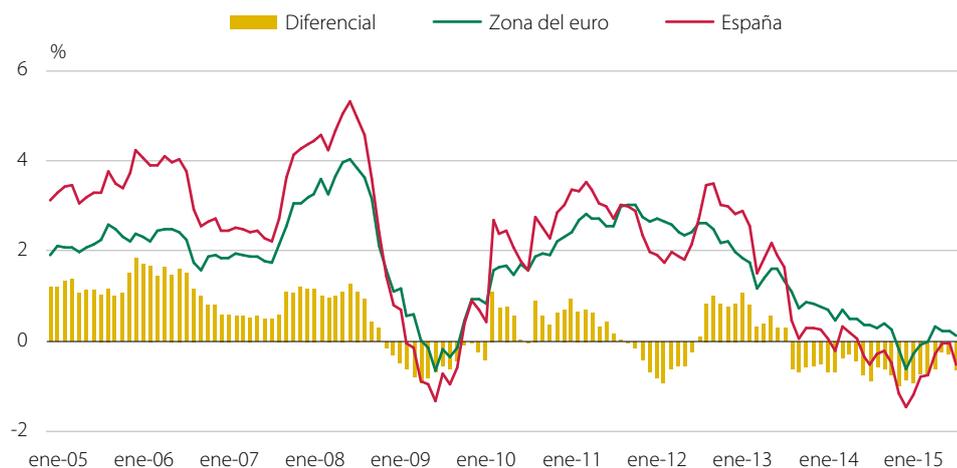
4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

La recuperación de la actividad nacional refuerza el proceso de creación de empleo con 477.000 puestos más en el último año (puestos de trabajo a tiempo completo).

El dinamismo de la actividad doméstica se está traduciendo en un incremento notable del número de personas con empleo y, en consecuencia, en un descenso de la tasa de paro. En cuanto a la creación de empleo, diferentes estadísticas⁴ indican que estaría cercana al 3 %. En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, este avance supone 477.000 empleos más en el último año. Por su parte, la tasa de desempleo de la economía, que alcanzó un máximo del 27 % de la población activa en el primer trimestre de 2012, se redujo hasta el 22,4 % a mediados de 2015. El coste laboral por unidad de producto (CLU), que en los años anteriores a la crisis crecía a unas tasas cercanas o incluso superiores al 4 %, comenzó a retroceder con posterioridad debido al descenso de la remuneración por asalariado y al incremento de la productividad aparente del trabajo. Los datos de CLU del último año muestran un descenso notablemente menos acusado, debido a la variación mucho menor de sus dos componentes.

4 Según la información de la Contabilidad Nacional Trimestral, el empleo creció un 2,9 % anual en el segundo trimestre del año (2,8 % en el primero) y según la Encuesta de Población Activa, el número de empleados se incrementó un 3,0 %, hasta los 17,86 millones.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria hasta julio revelan que el déficit del Estado se situó en el 2,44 % del PIB, por debajo del 3,05 % registrado en el mismo periodo de 2014. Los recursos no financieros del Estado se incrementaron un 4 %, hasta los 100.785 millones de euros, mientras que los empleos no financieros cayeron un 1,2 %, hasta los 127.558 millones. La información sobre el déficit conjunto de las AA. PP. excluidas las corporaciones locales, disponible hasta mayo, revela que este se situó en el 2,19 % del PIB, algo por debajo del 2,34 % del año anterior. El saldo negativo de la Administración central ascendió al 2,02 % del PIB (2,27 % en 2014) y el de las comunidades autónomas fue del 0,48 % del PIB (0,59 % en 2014). La ratio de deuda pública se situaba en el 97,7 % del PIB a finales de junio, el mismo nivel que al cierre de 2014. De acuerdo con el Proyecto de Presupuestos del Estado para 2016, se espera que continúe la consolidación de las cuentas públicas durante los próximos ejercicios en un entorno favorable de crecimiento económico. En particular, se prevé que el déficit se sitúe a finales de este año en el 4,2 % del PIB y que descienda hasta el 2,8 % en 2016, el 1,4 % en 2017 y el 0,3 % en 2018. Respecto a la deuda pública, las previsiones sitúan la ratio sobre el PIB en el 98,7 % a finales de este año y el 98,2 % en 2016.

La mejora de la situación macroeconómica también favorece el proceso de consolidación fiscal.

En cuanto al sector bancario, la mejoría de la economía española y de sus condiciones de financiación está repercutiendo positivamente en la evolución del negocio de los bancos, cuyas rentabilidades se han incrementado. Las condiciones de solvencia del sector también son favorables. Sin embargo, el entorno de tipos de interés reducidos y la existencia de un volumen importante de activos improductivos suponen un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades a corto y medio plazo.

El sector bancario evoluciona favorablemente, pero el nivel reducido de tipos de interés constituye un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades.

La cuenta de resultados agregada correspondiente al primer trimestre del año reveló una mejora del margen de explotación del sector (4.623 millones de euros), que se situó en niveles superiores a los del mismo periodo de los últimos años. El origen de la mejora estuvo en el margen de intereses, que ascendió a 6.764 millones de euros (6.405 millones en 2014), y en las menores pérdidas por deterioro de activos financieros (3.386 millones en 2015 frente a 3.596 en 2014). Los gastos de explotación se

El margen de explotación del sector bancario mejoró en el primer trimestre del año, pero no lo hizo el beneficio total debido al incremento de las pérdidas por el deterioro del resto de los activos.

mantuvieron prácticamente sin cambios (6.514 millones). La cifra final de beneficios del sector en el primer trimestre fue inferior a la de 2014 (3.027 millones frente a 3.703) debido al incremento de las pérdidas por el deterioro del resto de los activos.

La financiación bancaria a las empresas y los hogares siguió mostrando tasas negativas, pero mucho menores que en años pasados (de hecho, hay signos de reactivación del crédito en algunos segmentos)...

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) continuó descendiendo en la primera mitad del año, pues persiste el proceso de desapalancamiento de estos sectores, aunque lo hizo con menos intensidad que en años anteriores. En julio, esta financiación retrocedía un 2,8 % interanual, por debajo del 4 % de finales de 2014 o del 5,9 % de finales de 2013. Por sectores, la financiación bancaria a las sociedades no financieras caía un 2,7 % en julio (4,3 % en diciembre de 2014), debido al menor retroceso del crédito bancario. De hecho, las estadísticas sobre operaciones de crédito nuevas revelan una recuperación de los volúmenes concedidos respecto a las cifras de los últimos años, tanto en operaciones de menor tamaño (menos de un millón de euros) como en las demás. En el caso de los hogares, la financiación que obtenían caía en julio un 2,8 % (3,7 % en diciembre pasado), debido a la tasa negativa que aún presentan los préstamos para la adquisición de vivienda. Por el contrario, los préstamos dedicados a otros fines, especialmente el consumo, ya mostraban una tasa positiva en julio, un hecho que solo había ocurrido un mes⁵ desde mayo de 2009, coincidiendo con las primeras etapas de la crisis.

... mientras que la tasa de morosidad prosiguió su tendencia a la baja. En junio se situaba en el 11 %.

La mejora del contexto macroeconómico nacional también incidió en la tasa de morosidad del sector, que se redujo hasta el 11 % a mediados de año (véase gráfico 10). Prolonga así una tendencia a la baja que comenzó tras el máximo de diciembre de 2013 (13,6 %).

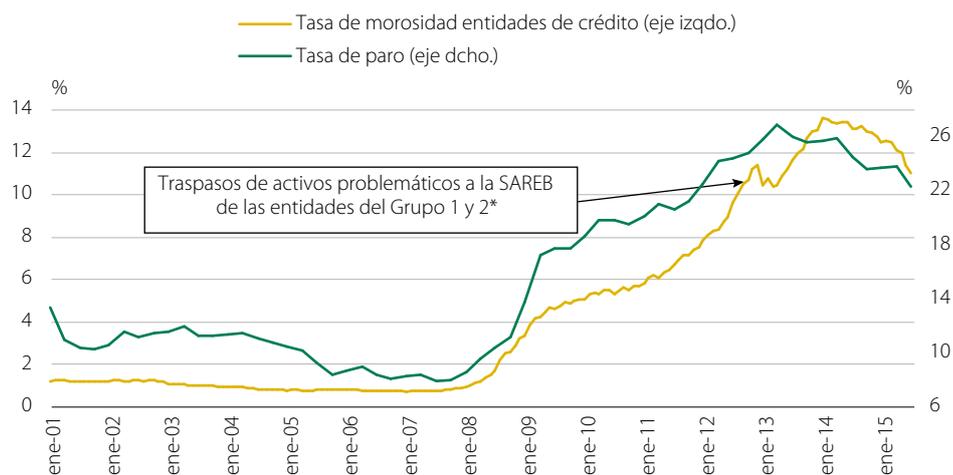
El tamaño del balance del sector bancario continuó descendiendo.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas han mejorado sensiblemente durante este ejercicio, lo que ha facilitado las emisiones de deuda tanto en los mercados domésticos como en los exteriores. Sin embargo, el análisis del balance agregado del sector continúa mostrando una tendencia contractiva en su tamaño, que a mediados de año se situaba en 2,83 billones de euros (2,91 billones en diciembre). La financiación vía depósitos se mantiene relativamente estable, mientras que desciende levemente el saldo de deuda (el volumen de vencimientos es superior al de las emisiones nuevas) y el volumen de patrimonio. La financiación procedente del Eurosistema descendió en los primeros meses del año, pero se incrementó después hasta los 138.000 millones de euros (141.000 millones a finales de 2014).

5 Junio de 2010.

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta junio de 2015.

¹ Sobre la población activa.

* Los traspos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2 en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 13.748 millones de euros al cierre del primer semestre del año, lo que supone un aumento del 54 % respecto al mismo periodo del año anterior. El dinamismo de la actividad de la economía se hizo extensivo a los diferentes sectores, que mostraron importantes avances en sus resultados, con excepción de las empresas energéticas, fuertemente afectadas por la caída del precio del petróleo. En valor absoluto, destaca por encima de todos el aumento del beneficio de las empresas del comercio y los servicios, que pasó de 1.791 millones de euros en el primer semestre de 2014 a 6.285 millones en el mismo periodo de 2015 (véase cuadro 3).

El beneficio de las empresas cotizadas no financieras se incrementó un 54 % en el primer semestre del año, hasta los 13.748 millones de euros.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras¹

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1S14	1S15	1S14	1S15	1S14	1S15
Energía	10.429	11.532	6.195	6.639	5.355	4.855
Industria	2.089	2.450	1.368	1.713	729	973
Comercio y servicios	13.477	12.078	7.228	4.998	1.791	6.285
Construcción e inmobiliario	2.973	3.917	1.853	2.764	1.019	1.598
Ajustes	-57	-44	-20	-9	27	37
TOTAL AGREGADO	28.911	29.933	16.624	16.105	8.921	13.748

Fuente: CNMV.

¹ Se presentan los resultados de las empresas que habían remitido información antes del cierre del informe.

² Resultado bruto de explotación.

³ Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 261.611 millones de euros, un 2,3 % más que el de finales de 2014. Por sectores, se observaron incrementos en el nivel de deuda de las empresas ligadas a la energía (un 10,3 % más) y de las

Su nivel de deudas se incrementó, pero fue compatible con un leve descenso de la ratio de apalancamiento.

empresas dedicadas al comercio y los servicios (un 3 % más). A pesar del incremento en el nivel de deuda, la ratio de apalancamiento de las sociedades cotizadas no financieras registró un leve descenso entre diciembre de 2014 y junio de 2015, al pasar de 1,3 a 1,2 (véase cuadro 4). Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda, medida por el número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), permaneció estable en 4,4, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) registró un leve deterioro.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros		2011	2012	2013	2014	1515
Energía	Deudas	95.853	91.233	82.146	70.488	77.757
	Deudas/patrimonio	0,92	0,85	0,75	0,73	0,76
	Deudas/EBITDA ¹	3,27	3,26	3,41	3,76	3,37
	EBIT ² /carga financiera	3,30	3,14	2,90	2,97	3,59
Industria	Deudas	17.586	17.232	16.609	16.928	16.811
	Deudas/patrimonio	0,63	0,63	0,62	0,58	0,85
	Deudas/EBITDA	2,54	2,38	2,17	1,94	3,43
	EBIT/carga financiera	3,90	3,82	4,56	6,03	3,55
Comercio y servicios	Deudas	113.142	117.359	111.795	107.402	110.575
	Deudas/patrimonio	2,01	2,00	1,99	1,92	1,60
	Deudas/EBITDA	3,78	4,01	3,90	4,06	4,58
	EBIT/carga financiera	2,45	2,02	2,08	2,05	1,30
Construcción e inmobiliario	Deudas	83.716	76.236	65.066	62.882	57.780
	Deudas/patrimonio	2,98	3,51	4,46	3,44	2,15
	Deudas/EBITDA	15,00	15,17	18,87	12,83	7,38
	EBIT/carga financiera	0,52	0,32	0,09	0,64	1,60
Ajustes ³		-1.404	-1.429	-1.395	-1.381	-1.311
TOTAL AGREGADO	Deudas	308.893	300.633	274.221	256.319	261.611
	Deudas/patrimonio	1,44	1,41	1,33	1,29	1,20
	Deudas/EBITDA	4,29	4,32	4,29	4,37	4,37
	EBIT/carga financiera	2,30	2,06	1,99	2,17	2,05

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.

Los indicadores relacionados con la posición patrimonial de los hogares han mejorado en 2015: desciende su endeudamiento y aumenta levemente su riqueza y su ahorro.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan una nueva mejoría durante este año. Por un lado, la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) continuó descendiendo debido a la contracción de las deudas y al incremento de las rentas (los últimos datos estarían por debajo del 110 % de la RBD), mientras que, por otro lado, la riqueza de los hogares registró un leve avance gracias al aumento del valor de sus activos financieros (el valor de los inmobiliarios permaneció estable) y al descenso de sus pasivos. El ahorro de las familias ha experimentado

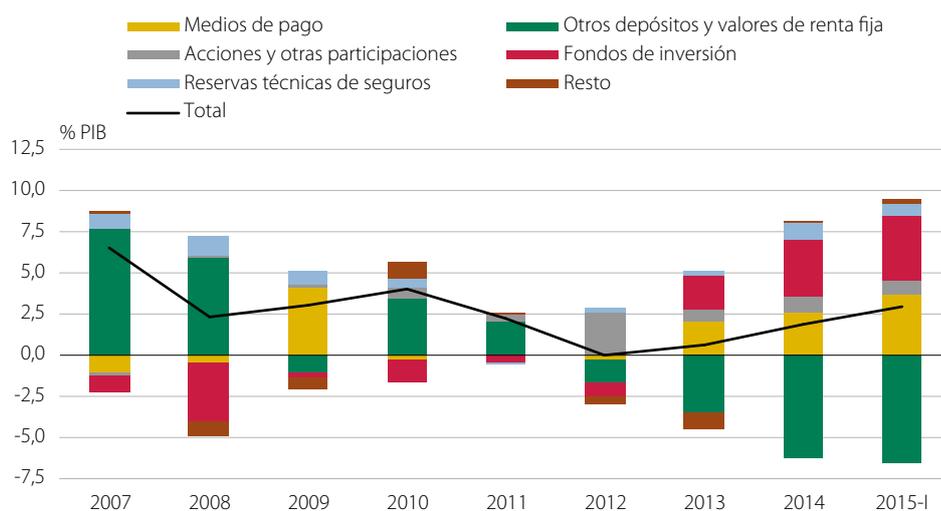
un ligero repunte en el último año desde valores del 9,5 % de su renta disponible a mediados de 2014 hasta el 9,9 % en los primeros meses de 2015. La mayor parte del aumento de su renta se estaría destinando al consumo, una tendencia que avalan las cifras de la Contabilidad Trimestral comentadas anteriormente.

Dentro de las inversiones financieras realizadas por los hogares, destaca el aumento del volumen de las adquisiciones de activos y el significativo cambio de composición de la cartera. La información de las *Cuentas financieras* hasta el primer trimestre de 2015 revela que este volumen se situó en el 2,9 % del PIB (con datos acumulados de cuatro trimestres), por encima de los registros observados desde 2010 (véase gráfico 11). En cuanto al cambio en la composición de la cartera, cabe destacar la consolidación de una tendencia que se viene observando desde hace varios trimestres y que consiste en la sustitución de depósitos bancarios y valores de renta fija por participaciones en fondos de inversión (el importe acumulado en un año de la inversión en fondos ascendió al 4 % del PIB). Esta tendencia se explica por el actual contexto de tipos de interés reducidos, que favorece la búsqueda de mayores rentabilidades en otros productos financieros, y por el activo papel de las entidades bancarias en la comercialización de los fondos de inversión.

En cuanto a sus decisiones de inversión financiera, continúa el desplazamiento de recursos desde los depósitos bancarios, que ofrecen rentabilidades muy reducidas, hacia los fondos de inversión, más atractivos en este contexto.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento del PIB mundial se situará en el 3,3 % este año (dos décimas menos que en su previsión de abril) y en el 3,8 % en 2016 (véase cuadro 5). El descenso del pronóstico para este año tuvo su origen en el empeoramiento de las perspectivas sobre EE. UU., debido a los malos datos del primer trimestre, y sobre algunas economías emergentes, lastradas por la caída de los precios de las materias primas. Según el FMI, el crecimiento del PIB de las economías avanzadas será del 2,1 % y el 2,4 % en 2015 y 2016, respectivamente, mientras que el de las emergentes se situará en el 4,2 % y el 4,7 % en los mismos periodos.

La economía mundial crecerá un 3,3 % este año y un 3,8 % en 2016 según el FMI.

Los mayores riesgos sobre el crecimiento mundial están relacionados con la desaceleración de las economías emergentes y con la posibilidad de nuevas turbulencias en los mercados.

Las previsiones que se atisban en torno a este escenario central de previsiones son, en general, a la baja, si bien no se descarta que las cifras de crecimiento sean mayores si los efectos derivados del descenso del precio del petróleo superan lo estimado inicialmente (en las economías avanzadas). Entre los riesgos a la baja destacan por encima de todos los asociados a la evolución de las economías emergentes, especialmente a la posibilidad de que su desaceleración sea mayor de lo previsto debido a elementos como el descenso de los precios de las materias primas, la debilidad de las monedas locales y la persistencia de algunos desequilibrios locales. Las turbulencias observadas en las bolsas en agosto, como consecuencia de la incertidumbre en China, constituyen un buen ejemplo del impacto que un peor comportamiento de estas economías puede tener a escala global. Otro de los riesgos más relevantes que se perciben está relacionado con la posibilidad de que se prolonguen los episodios de inestabilidad en los mercados financieros, no solo por el comportamiento de las economías emergentes, sino también por la eventualidad de que revierta la evolución de los tipos de interés en numerosas economías y por la persistencia de varios conflictos geopolíticos.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2011	2012	2013	2014	FMI ¹	
					2015P	2016P
Mundial	4,1	3,4	3,4	3,4	3,3 (-0,2)	3,8 (=)
EE. UU.	1,6	2,3	2,2	2,4	2,5 (-0,6)	3,0 (-0,1)
Zona del euro	1,8	-0,7	-0,4	0,8	1,5 (=)	1,7 (+0,1)
Alemania	3,7	0,6	0,2	1,6	1,6 (=)	1,7 (=)
Francia	2,1	0,4	0,7	0,2	1,2 (=)	1,5 (=)
Italia	0,7	-2,3	-1,7	-0,4	0,7 (+0,2)	1,2 (+0,1)
España	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,1 (+0,6)	2,5 (+0,5)
Reino Unido	1,6	0,7	1,7	2,9	2,4 (-0,3)	2,2 (-0,1)
Japón	-0,4	1,8	1,6	-0,1	0,8 (-0,2)	1,2 (=)
Emergentes	6,2	5,1	5,0	4,6	4,2 (-0,1)	4,7 (=)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2015 respecto a abril de 2015.

La economía española se está comportando mucho mejor de lo previsto y su crecimiento superará el 3 % este año. Sin embargo, persisten algunos elementos de incertidumbre.

En lo que concierne a la economía española, su comportamiento durante los últimos trimestres ha superado todas las estimaciones que se barajaban a principios de año. De hecho, es la economía con la mayor revisión al alza en las cifras de crecimiento previstas por el FMI (seis décimas más este año, hasta el 3,1 %, y cinco más el año que viene, hasta el 2,5 %). El comportamiento más dinámico de la demanda interna estaría detrás de este impulso de la actividad española, que está creciendo a unas tasas que no se alcanzaban desde 2007, justo antes de la crisis. El descenso del precio del crudo, la mejora de las condiciones de financiación de la economía y la adopción de varias reformas estructurales han favorecido esta tendencia. Sin embargo, el escenario de crecimiento no está exento de riesgos, persistiendo aquellos relacionados con algunas debilidades estructurales del mercado laboral y con la necesidad de continuar el proceso de consolidación fiscal. También existen riesgos relacionados con el previsible cambio de modelo de negocio del sector financiero para adecuarse al entorno de tipos de interés reducidos y riesgos en el ámbito político. Como en otras economías

avanzadas, tampoco se puede descartar que la española se vea afectada por periodos de turbulencias en los mercados o por una reversión abrupta de los tipos de interés.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados españoles de renta variable iniciaron el tercer trimestre con alzas, tras el acuerdo alcanzado entre los líderes europeos sobre un nuevo rescate a Grecia. Las ganancias se convirtieron en pérdidas a raíz de las turbulencias originadas en China a finales de agosto, que se ampliaron en la primera mitad de septiembre debido a las caídas de las cotizaciones de las grandes compañías españolas con importante exposición a Brasil⁶. Las medidas adoptadas por las autoridades del país asiático, entre las que destacó la devaluación del renminbi para evitar una desaceleración más acusada de su economía, generaron una gran incertidumbre en los mercados por el posible impacto que dicha ralentización y la de otras economías emergentes podría tener en el resto de los países. La caída de las cotizaciones en los mercados españoles, ligeramente mayor a la de otras plazas europeas, compensó con creces las ganancias de los primeros meses de 2015 y vino acompañada de un fuerte incremento de la volatilidad. La contratación mantuvo el dinamismo observado en trimestres anteriores, situándose en 850.000 millones de euros (un 30 % más en términos interanuales). Asimismo, se mantuvo la tendencia creciente de la negociación de acciones españolas en otras plataformas diferentes a las de su mercado de origen, representando la cuota de mercado de las primeras más del 20 % del total. En relación con los mercados primarios, disminuyó significativamente el volumen de emisión de acciones, que se había incrementado de modo destacado en la primera mitad del año, gracias a la salida a bolsa de nuevas compañías y al elevado volumen de las ampliaciones de capital efectuadas.

En este marco, el Ibex 35 retrocedió un 9,2 % en el trimestre, acumulando pérdidas durante dos trimestres consecutivos (el segundo retrocedió un 6,5 %), tras haber registrado un avance del 12,1 % en el primer trimestre del año. En la fecha de cierre de este informe (15 de septiembre), el índice registraba una caída del 4,8 % desde el inicio del año. El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y el de las compañías de pequeña capitalización tuvieron un comportamiento similar en el tercer trimestre, con caídas del 9,4 % y 12 %, respectivamente, mientras que los retrocesos fueron más moderados para las compañías de mediana capitalización, cuyo índice descendió el 4,2 %. En el año, tanto el Ibex 35 como el IGBM acumulan descensos en torno al 5 %, mientras que los de empresas de pequeña y mediana capitalización se mantienen en positivo (4,6 % y 9 %, respectivamente). Los índices representativos de valores latinoamericanos presentaron caídas significativas en euros, que acentuaron los descensos en moneda local debido a la notable depreciación de algunas divisas como, por ejemplo, el real brasileño, que ha caído casi un 30 % respecto al euro en lo que va de año. Los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top descienden

Los precios de las acciones españolas experimentaron un aumento de su volatilidad y registraron caídas debido a las incertidumbres provenientes de Grecia y China y la exposición de las grandes compañías españolas a Brasil.

El Ibex 35 retrocedió un 9,2 % y acumula pérdidas del 4,8 % en el año. Los índices de empresas de pequeña y mediana capitalización también cayeron, pero avanzan entre el 4,6 % y el 9 % en el año. Los mayores retrocesos son para Latibex, que recoge los efectos de la depreciación de las divisas latinoamericanas.

6 Brasil entró en recesión técnica al registrar dos trimestres consecutivos de descensos en el PIB (0,7 % en el primero y 1,9 % en el segundo). Asimismo, Standard & Poor's rebajó el 9 de septiembre el rating del país desde BBB hasta BB+, situándolo por debajo del grado inversión.

en el trimestre un 28,5 % y 24,1 %, respectivamente, lo que unido al débil comportamiento de los dos trimestres precedentes, los lleva a acumular caídas del 29,1 % y 27,7 % en lo que va de año.

La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores no fue homogénea. El sector financiero y los relacionados con el petróleo retroceden, pero los de bienes y servicios de consumo, así como los de la construcción y las inmobiliarias acumulan revalorizaciones significativas en el año.

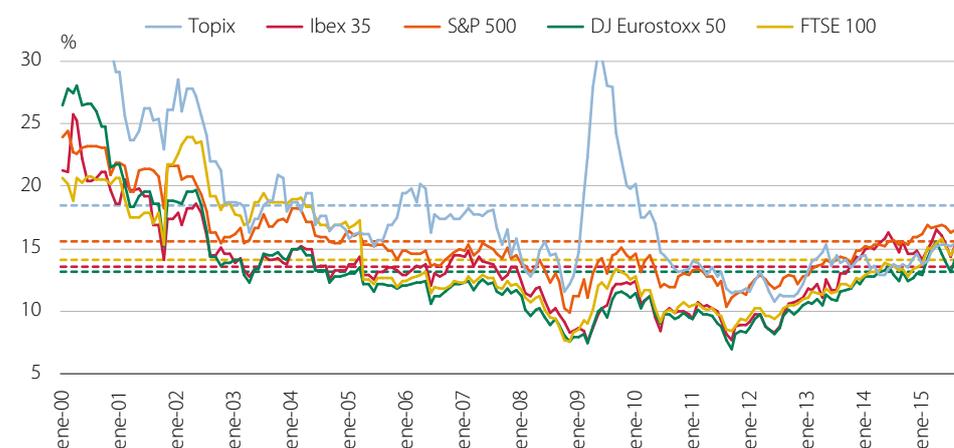
La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores no fue homogénea durante el tercer trimestre, concentrándose los mayores descensos en el sector financiero, debido a su elevada exposición a las economías emergentes con más dificultades (Brasil y Turquía), el temor a una ralentización del crecimiento económico mundial y el impacto de las mayores exigencias regulatorias de capital. Además, los sectores relacionados con el petróleo y las materias primas también presentaron caídas destacables en sus cotizaciones, acusando el desplome del precio del petróleo, que ha sido del 32 % en el trimestre y del 20 % en lo que va de año. Los sectores cuyas cotizaciones obtuvieron unos mejores resultados fueron los de bienes y servicios de consumo, así como los de la construcción y las inmobiliarias, debido en parte al buen comportamiento del consumo doméstico y a la recuperación de la actividad inmobiliaria. Estos sectores apenas variaban o presentaban ligeras caídas en el tercer trimestre, pero acumulaban revalorizaciones significativas en el año (véase cuadro 6).

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) cayó durante el trimestre hasta aproximarse a la media histórica de este indicador.

La caída de la cotización de las acciones españolas, junto con el incremento de los beneficios empresariales, provocaron que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex35 cayera durante el tercer trimestre desde 15,5 hasta 13,7 veces, siguiendo así la senda descendente del segundo trimestre, frente al avance registrado en el primer trimestre del año. Como se observa en el gráfico 12, con la excepción del índice japonés Topix, todas las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes caían a finales del periodo hasta situarse en torno a los valores medios de este indicador para el periodo 2000-2015 o incluso por debajo en el caso del S&P 500 y el DJ Euro Stoxx 50.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 12



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

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

CUADRO 6

Índices	2011	2012	2013	2014	I-15 ¹	II-15 ¹	III-15 (hasta el 15 de septiembre)	
							% s/trim. ant.	% s/dic. 2014
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	12,1	-6,5	-9,2	-4,8
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	3,0	12,1	-6,5	-9,4	-5,0
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-1,8	20,9	-5,9	-4,2	9,0
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-11,6	31,6	-9,7	-12,0	4,6
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1	-5,0	4,5	-28,5	-29,1
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1	-3,4	-1,4	-24,1	-27,7
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-18,9	-4,7	19,9	1,4	8,0	-8,5	-15,4	-16,5
Banca	-20,3	-4,8	18,8	1,6	7,1	-8,6	-15,9	-17,7
Seguros	12,5	-2,0	47,3	-9,2	19,7	-7,0	-15,1	-5,5
Inmobiliarias y otros	-47,5	-14,4	38,3	36,3	21,0	-1,6	-5,3	12,7
Petróleo y energía	-2,7	-16,0	19,0	11,8	6,6	-3,4	-7,5	-4,7
Petróleo	14,9	-35,4	19,5	-15,1	11,5	-9,1	-28,6	-27,7
Electricidad y gas	-10,8	-5,4	18,7	21,7	5,4	-1,9	-2,2	1,1
Mat. básicos, industria y construcción	-14,3	-8,0	28,9	-1,8	21,9	-6,0	-8,5	4,8
Construcción	-6,9	-9,3	26,5	8,9	17,2	-8,2	0,5	8,1
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-12,2	-8,8	55,4	-18,3	35,2	2,3	-8,5	26,6
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-33,7	-8,7	11,5	4,5	13,4	-12,2	-22,2	-22,5
Ingeniería y otros	-29,0	3,8	7,6	-17,0	32,2	-2,0	-33,8	-14,2
Tecnología y telecomunicaciones	-20,9	-18,3	22,8	2,5	13,7	-5,0	-7,1	0,4
Telecomunicaciones y otros	-20,8	-23,0	17,1	2,6	12,0	-3,6	-8,9	-1,7
Electrónica y <i>software</i>	-21,3	39,4	56,8	2,3	21,9	-10,8	0,0	8,7
Bienes de consumo	5,7	55,6	17,1	-1,5	25,4	-3,7	-1,0	19,5
Textil, vestido y calzado	12,7	66,2	13,5	-1,1	26,0	-2,4	-1,9	20,6
Alimentación y bebidas	-6,3	25,0	4,7	-5,2	27,7	-3,2	-2,0	21,1
Productos farmacéuticos y biotecnología	-7,3	68,3	39,6	-1,0	22,0	-8,1	2,9	15,3
Servicios de consumo	-24,2	12,7	58,9	10,0	20,6	-9,9	0,7	9,4
Autopistas y aparcamientos	-3,7	5,7	36,5	6,8	2,5	-8,3	0,6	-5,4
Transporte y distribución	-34,9	29,7	116,4	27,9	33,1	-16,2	11,9	24,9

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

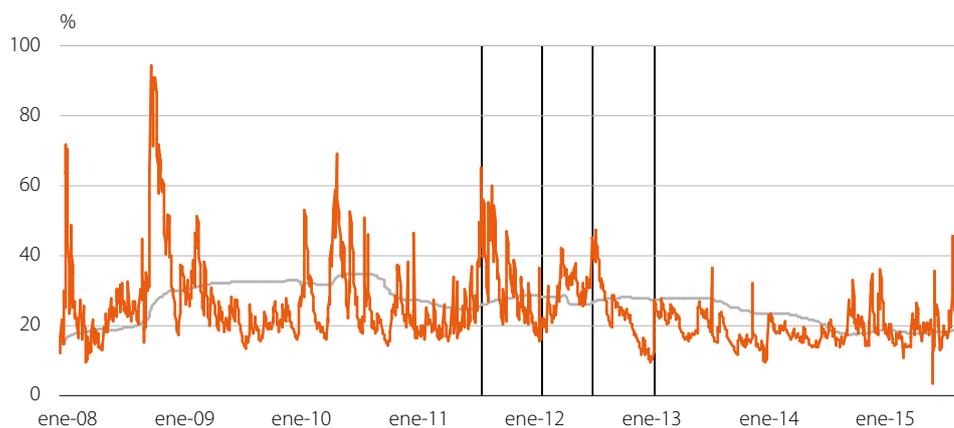
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La incertidumbre generada por Grecia y más tarde por China llevó a la volatilidad a superar puntualmente el 45 % a finales de agosto. Después se moderó hasta caer por debajo del 25 %, aunque se mantuvo por encima de la media del primer semestre.

El Ibex 35 mostró rebrotes puntuales de volatilidad en la primera semana de julio coincidiendo con la incertidumbre en torno al tercer rescate a Grecia, si bien alcanzó su nivel más alto a finales de agosto, periodo en el que tuvieron lugar las turbulencias en China y en el que se alcanzaron niveles superiores al 45 %. Al final del trimestre, la volatilidad descendió hasta niveles inferiores al 25 %, situándose por encima de la media de este indicador durante el primer semestre del año (19 %). La evolución de la volatilidad del mercado español fue parecida a la de otros índices europeos e incluso estadounidenses como el VIX, que llegó a superar el 40 %, su nivel más alto desde agosto de 2011.

Volatilidad histórica del Ibex 35

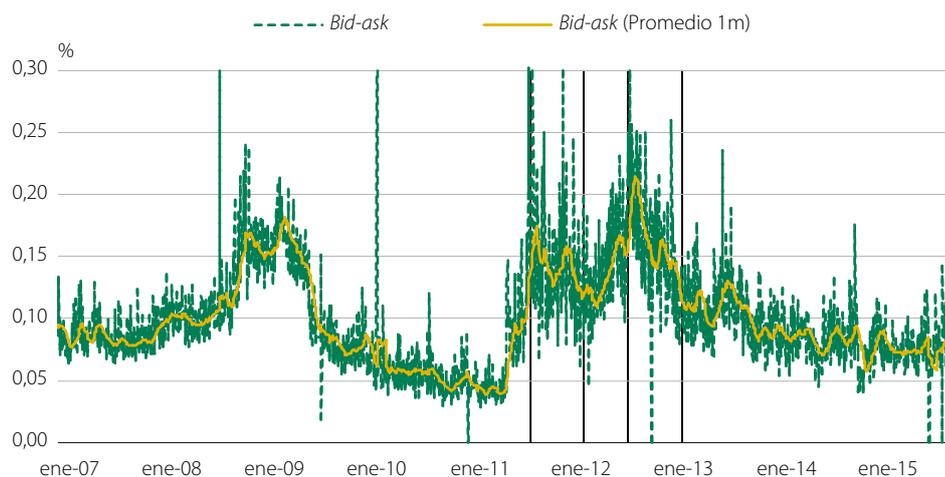
GRÁFICO 13



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

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron relativamente estables, observándose solo leves repuntes puntuales del diferencial de precios *bid-ask* en los momentos de mayor volatilidad en los mercados relacionados con la crisis griega y con los acontecimientos de China (véase gráfico 14). El diferencial *bid-ask* de este índice disminuyó desde el 0,123 % de finales del segundo trimestre hasta el 0,067 % de mediados de septiembre, ligeramente por debajo de la media histórica de este indicador, que se sitúa en el 0,08 %.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

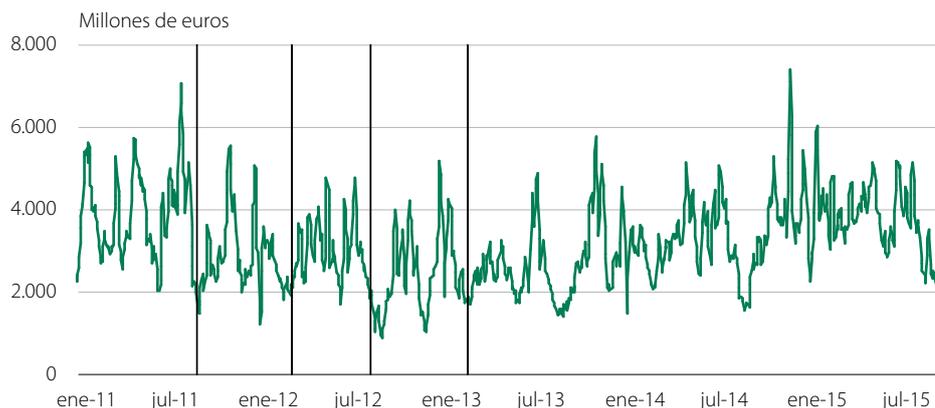
El volumen de contratación en las bolsas españolas acusó el periodo estival y disminuyó un 24 % en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior. Sin embargo, en términos interanuales se observó un incremento del 26 %. Las cifras de contratación acumuladas en lo que va de año han superado los 850.000 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 30 % en relación con el mismo periodo de 2014⁷. El aumento de la contratación, que también se observó en otras bolsas de referencia europeas, se vio favorecido por el mantenimiento del entorno de bajas rentabilidades de la deuda. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 3.320 millones de euros en el trimestre, por debajo de los 4.044 y 4.085 millones de euros del primer y segundo trimestre, respectivamente, pero muy próxima a los 3.385 millones de euros de media del año 2014 (véase gráfico 15).

Como se ha indicado, continuó la tendencia al alza de la contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó los 170.000 millones de euros, un 63 % más que en el mismo periodo de 2014. Destacó la negociación de valores españoles en la plataforma Chi-X, con más de 109.000 millones de euros y casi dos tercios de la negociación en el exterior. La contratación de valores españoles en estos mercados tendió a estabilizarse en torno al 20 % de la contratación total de estos valores (19,7 % y 19,3 % en el primer y el segundo trimestre, respectivamente, y 15,2 % en 2014).

Los volúmenes de contratación en acciones españolas disminuyeron en el trimestre debido al efecto estacional, pero aumentaron de modo destacado en términos interanuales.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos tendió a estabilizarse.

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



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

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de acciones cayeron notablemente respecto a los dos trimestres anteriores, debido tanto a la reducción en el número de OPV como al menor tamaño de las ampliaciones de capital. No obstante, el volumen de emisiones hasta septiembre supera todo lo emitido en 2014.

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados domésticos disminuyeron hasta 4.371 millones de euros durante el tercer trimestre, alcanzando algo menos de un tercio de lo emitido en el primer y el segundo trimestre. El descenso en el volumen de emisiones, que fue del 24 % respecto al mismo periodo de 2014, se debió tanto al descenso de las OPV (solo se produjo una operación de este tipo, protagonizada por una única empresa del sector de las telecomunicaciones) como al importe de las ampliaciones de capital, que se redujeron a 3.607 millones de euros, apenas un tercio del importe registrado en los tres últimos trimestres. A pesar de esta circunstancia, el volumen de emisiones acumulado en el año alcanzó los 33.633 millones de euros, superando los 32.762 millones emitidos en todo 2014. En cuanto a la composición de las emisiones del periodo, a pesar de coincidir con los habituales pagos de dividendo del mes de julio, sigue disminuyendo la importancia relativa de las realizadas bajo la modalidad dividendo-elección, tanto en lo que se refiere a su peso relativo (30 % del total en el tercer trimestre, frente al 33 % del segundo trimestre y el 38 % del conjunto de 2014) como a su cuantía (1.613 millones de euros menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior). Destacó, en cambio, el incremento de las ampliaciones de capital por conversión de deuda emitida por entidades financieras y las realizadas con derechos de suscripción preferente.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2011	2012	2013	2014	I-15	II-15	III-15 ²
Total	926.873,7	709.902,0	764.986,6	1.002.189,0	312.452,9	305.907,5	231.304,1
Admitida en SIBE	926.828,6	709.851,7	764.933,4	1.002.095,9	312.435,9	305.694,5	231.299,0
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,6	251.024,0	246.745,1	181.541,2
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	38.605,7	39.062,4	31.873,8
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	11.769,7	8.668,8	6.288,4
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	8.890,4	8.244,8	6.498,5
Otros ²	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	2.146,2	2.973,3	5.097,2
Corros	42,8	49,9	51,4	92,4	16,5	203,3	1,8
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,7	6,5	1,1	0,3
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	2,8	0,0	0,0
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,2	7,2	202,2	1,4
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,7	0,5	9,7	3,4
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	5.206,0	4.102,0	5.640,0	14.508,9	3.730,2	6.520,4	1.042,5
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.723,2	1.944,0	1.621,4	985,9
Latibex	357,7	313,2	367,3	373,1	85,4	67,6	50,5
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	3.159,8	3.263,8	3.100,1
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	882.482,3	259.960,4	258.431,5	186.725,3
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	80,3	80,7	78,5

Fuente: Bloomberg y CNMV.

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

2 Datos hasta el 15 de septiembre.

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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2012	2013	2014	IV-14	I-15	II-15	III-15
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	30	39	55	22	23	20	23
Ampliaciones de capital	30	39	53	21	21	18	22
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	1	2	3	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	95	145	147	33	31	27	26
Ampliaciones de capital	92	145	140	31	29	23	25
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	2	2	4	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	13.009,8	15.311,4	13.950,8	4.371,3
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	9.876,9	11.001,8	11.363,1	3.607,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
De las cuales dividendo-elección ²	8.357,9	9.869,4	12.573,8	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	35,1	412,1	433,7	516,7
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	2.497,3	242,4	234,7	0,2
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	1.002,1	6,2	5.683,2	1.326,3
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	2.007,4	7.511,5	340,4	445,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	3.132,9	4.309,5	2.587,7	763,9
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	7	10	1	5	1	3
Número de emisiones	11	14	15	4	5	1	3
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	130,1	23,5	10,4	1,9	28,6
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	130,1	23,5	10,4	1,9	28,6
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	0,0	0,0	0,0	3,5
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores, por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

RECUADRO 3

El 18 de junio de 2015 se aprobó la Ley 11/2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (Ley 11/2015), cuya disposición final primera introduce determinadas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). En términos generales, estas modificaciones vienen, por un lado, a avanzar en la reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores, cuyos ejes fundamentales ya fueron introducidos en nuestro ordenamiento por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Ley 32/2011); por otro lado, adaptan nuestro ordenamiento al Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (Reglamento (UE) n.º 909/2014).

Como ya promulgó la Ley 32/2011 en su exposición de motivos, la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en los mercados descansa sobre tres ejes fundamentales: i) la sustitución del actual sistema de registro de valores de renta variable basado en referencias de registro por un sistema basado exclusivamente en saldos de valores, que permitirá migrar de un sistema de liquidación multilateral de valores por brutos a un modelo bilateral por netos; ii) la intervención de entidades de contrapartida central en los procesos de liquidación de las operaciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales y en los sistemas multilaterales de negociación; y iii) la eliminación del principio de aseguramiento en la entrega aplicable a la liquidación de los valores de renta variable negociados en dichos mercados o sistemas, función que será realizada, en su caso, por una entidad de contrapartida central.

Como se estableció en 2011, la reforma introducida es necesaria, por un lado, para aumentar la competitividad de nuestros mercados de valores, dotándolos de un sistema de poscontratación robusto, ágil, flexible y armonizado con las prácticas internacionales; y por otro, para alcanzar el objetivo de liquidación de los valores contratados en los distintos centros de negociación en dos días (respecto de los tres actuales) y facilitar la integración de España en proyectos paneuropeos como el Target2-Securities, plataforma técnica que proveerá un servicio de liquidación de operaciones sobre valores centralizado de toda la Unión Europea. La consecución de estos objetivos hacía imprescindible el cambio a un sistema de liquidación por saldos netos en el que interviniera una entidad de contrapartida central. De esta forma, se avanza en la equiparación de nuestro sistema de compensación, liquidación y registro a los procedimientos más utilizados por los mercados de nuestro entorno, lo que favorece una reducción de los costes de funcionamiento y mejora la posición competitiva de nuestros mercados, entidades e infraestructuras.

Entrando ya en las modificaciones concretas, se lleva a cabo una serie de ajustes en materia de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, pre-

viendo tanto la reversibilidad de su representación como los requisitos que debe cumplir el documento de la emisión (artículos 5 y 6 de la LMV).

Asimismo, se introducen modificaciones que clarifican la estructura y funcionamiento del sistema español de registro de valores. Este se articula en dos niveles conformando el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores, mientras que el segundo escalón está compuesto por los denominados registros de detalle, que gestionan las entidades participantes en dicho depositario. La Ley 11/2015 establece los tipos de cuentas que pueden tener las entidades participantes en el depositario central de valores, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014, dejando para un posterior desarrollo reglamentario los detalles más técnicos del sistema de registro de valores (artículo 7 bis de la LMV).

Como consecuencia natural del sistema de registro de valores en dos escalones, el texto clarifica la aplicación de la regla de prorrata ya establecida por la Ley 32/2011. Esta regla trata de resolver en última instancia los posibles problemas derivados de potenciales desajustes entre los valores anotados en el registro de detalle y los anotados en el registro central, en caso de concurso de una entidad participante en un sistema de liquidación de valores. En caso de discrepancia entre ambos niveles registrales, y como consecuencia de la necesidad de asegurar la integridad de la emisión, prevalece lo reflejado en el registro central, de forma que se distribuiría a prorrata el saldo anotado en las cuentas generales de terceros del registro central, según los derechos de los titulares inscritos en el registro de detalle. No obstante, esta regla debe interpretarse como una cláusula de cierre cuya aplicación no puede dejar de ser extraordinariamente excepcional, ya que el sistema de registro debe disponer de los adecuados mecanismos para asegurar la coherencia en ambos escalones (artículo 12 bis de la LMV).

En materia de compensación de valores, la Ley 11/2015 elimina la concreción de los valores negociables, cuyas operaciones realizadas en segmentos de contratación multilateral estarán sujetas a la necesaria intervención de una entidad de contrapartida central, dejando al ámbito reglamentario la determinación de dichos valores (nueva redacción del apartado 7 del artículo 31 bis de la LMV y del apartado 3 del artículo 125 de la LMV).

En cuanto a los derechos económicos, se impone a los emisores de valores la obligación legal de comunicar de forma inmediata, tanto a los mercados en los que se encuentren admitidos a negociación los valores como al depositario central de valores encargado del registro, toda la información sobre los derechos económicos que generen los valores, incluidas las fechas relevantes para su reconocimiento, ejercicio, cumplimiento y pago de acuerdo con las normas aplicables a la contratación, compensación y liquidación de valores (artículo 36 ter de la LMV).

Para asegurar una ordenada liquidación de las operaciones, así como mitigar el riesgo sistémico, se protege a los miembros de los mercados, a los miembros de las entidades de contrapartida central y a las entidades participantes de los depositarios centrales de valores a través de dos clases de medidas. Por un lado, se reconoce *ex lege* un derecho real de garantía pignoratícia de las reguladas en el Real

Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, para el caso de que alguna de las entidades citadas hubiera anticipado valores o efectivo para la liquidación de las operaciones contratadas para sus clientes en los mercados o sistemas multilaterales de negociación y estos no cumplieran con su deber de reembolso o incurrieran en concurso. Este derecho real de garantía recaerá exclusivamente sobre los valores y el efectivo resultantes de las operaciones cuyo reembolso no sea atendido. Por otro lado, se contempla la posibilidad de que los miembros de las infraestructuras citadas puedan emitir órdenes de compra o venta de valores de signo contrario a las introducidas en los mercados por cuenta de sus clientes, en caso de que se produzca la declaración de concurso de estos estando las operaciones contratadas en curso de liquidación. Con el fin de minimizar el denominado riesgo sistémico, estos derechos de garantía deben ejecutarse subsidiariamente respecto de cualquier derecho de garantía que tuvieran las infraestructuras de los mercados, que gozarán de carácter preferente (artículo 36 quáter de la LMV).

Tal y como se anticipó anteriormente, se adaptan a su vez las cuestiones relativas a la liquidación de valores y al régimen jurídico de los depositarios centrales de valores a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014. En concreto, la Ley atribuye expresamente a la CNMV la responsabilidad de autorización y supervisión de los depositarios centrales de valores (artículo 44 bis de la LMV).

Se articula el sistema de supervisión del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores. La mayor novedad consiste en la creación de un sistema específico de información para la mejor llevanza del registro de valores y para facilitar la supervisión de las labores de compensación, liquidación y registro. Este sistema de información (denominado interfaz de poscontratación) será gestionado por el depositario central de valores y contará con la información proporcionada por todos los participantes en los procesos de poscontratación (mercados, entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y sus miembros y participantes). Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las transacciones, la transmisión de la información necesaria para la poscontratación, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será una herramienta muy importante para la supervisión por parte de la CNMV del adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación (artículo 44 septies de la LMV).

Asimismo, se impone a las infraestructuras del mercado la obligación de velar por el correcto funcionamiento de los procesos de negociación, compensación, liquidación de operaciones y registros de valores, función que desarrollará reglamentariamente el Gobierno (artículo 44 octies de la LMV).

En coherencia con todo lo anterior, se introducen las correspondientes modificaciones en el régimen de supervisión, inspección y sanción para garantizar el cumplimiento de las novedades introducidas en la LMV, así como de las obligaciones derivadas del Reglamento (UE) n.º 909/2014.

Por último, es necesario señalar la importancia de la disposición transitoria séptima y de su entrada en vigor, ya que las distintas modificaciones que introduce esta ley se aplicarán en diferentes momentos, según se vayan aprobando los desa-

rrillos reglamentarios que detallan la configuración del sistema de compensación, liquidación y registro de valores español, y según sean de aplicación las disposiciones del Reglamento (UE) n.º 909/2014. Esta aplicación diferida permitirá que muchas de las modificaciones introducidas por esta ley sobre el sistema de compensación, liquidación y registro afecten, en una primera fase, a los valores de renta variable, dejando para más adelante su aplicación a los valores de renta fija admitidos a negociación en mercados y sistemas multilaterales de negociación.

En relación con el proceso de implantación de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro, la CNMV y el Banco de España anunciaron mediante un comunicado conjunto publicado el pasado mes de mayo (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones») que la primera fase del proyecto de reforma, que comportará cambios significativos en todas las operaciones de compensación y liquidación de renta variable, entraría en funcionamiento en octubre de 2015 y la segunda, en febrero de 2017, coincidiendo con la conexión de Iberclear a Target2-Securities. Sin embargo, en un nuevo comunicado emitido el pasado 28 de septiembre (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones») se señala que, debido a la complejidad del proceso, el inicio de la primera fase no se producirá hasta el mes de febrero de 2016. Se mantiene la fecha de inicio de la segunda fase.

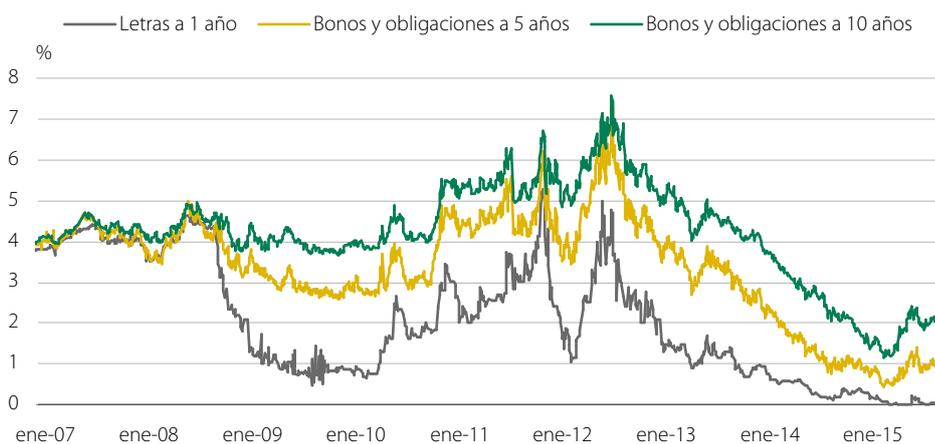
3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales experimentaron repuntes puntuales de rentabilidad, si bien la tendencia de los tipos siguió siendo descendente gracias al programa de compras del BCE.

Los mercados de renta fija nacionales, al igual que el resto de los europeos, estuvieron sometidos a cierta inestabilidad en los primeros días del trimestre debido a las incertidumbres generadas en torno a Grecia, lo que provocó repuntes puntuales de sus rentabilidades que fueron desapareciendo una vez alcanzado el acuerdo sobre el tercer rescate. Resuelta esta incertidumbre, el rendimiento de la deuda, tanto pública como privada, volvió a descender en todos los plazos de la curva y, a pesar de los ligeros aumentos observados tras las turbulencias relacionadas con los acontecimientos en China, finalizó el trimestre con suaves caídas en la mayoría de los plazos. El mercado sigue beneficiándose de los efectos positivos del programa de compras del BCE, que podría extenderse en plazo y en volumen si fuese necesario, según las declaraciones de la propia institución. El impacto de este programa parece, no obstante, cada vez más limitado. Las primas de riesgo de crédito también disminuyeron conforme la situación griega se fue normalizando y después presentaron aumentos mucho más leves. Su evolución acumulada en el año muestra ligeros incrementos de la prima de riesgo soberana y de la prima de las entidades financieras, afectadas también por la debilidad de algunas economías emergentes. El incremento de la volatilidad en los mercados repercutió negativamente en el volumen de emisiones registrado en la CNMV en el tercer trimestre, que retrocedió un 5 % respecto al trimestre anterior. A pesar de ello, el importe de las emisiones registradas en el año (85.541 millones de euros) supone un incremento del 28 % respecto a las del mismo periodo del año anterior.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 16



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

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron durante el tercer trimestre del año por debajo de los de cierre del trimestre anterior, manteniéndose en torno a los mínimos históricos alcanzados a lo largo del segundo trimestre. A mediados de septiembre, el rendimiento de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaba en el -0,09 %, 0,01 % y 0,04 %, respectivamente, con descensos entre los 4 y los 11 p.b. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, también se observó una tendencia similar que situó su rendimiento en mínimos históricos, aunque los descensos fueron más leves (entre 2 y 3 p.b.) y no se extendieron a toda la curva. Los tipos de interés de los pagarés de empresa en el momento de su emisión disminuyeron en los plazos de tres y doce meses hasta niveles del 0,24 % y 0,56 % en el promedio de septiembre, respectivamente, y aumentaron hasta el 0,37 % en el del plazo a seis meses (véase cuadro 9).

Se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda a corto plazo, que se mantienen en mínimos históricos.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15 ²
Letras del Tesoro						
3 meses	1,14	0,54	0,12	0,00	0,02	-0,09
6 meses	1,68	0,70	0,25	0,05	0,05	0,01
12 meses	2,23	0,91	0,34	0,06	0,08	0,04
Pagarés de empresa³						
3 meses	2,83	1,09	0,55	0,38	0,27	0,24
6 meses	3,58	1,36	0,91	0,44	0,35	0,37
12 meses	3,80	1,59	0,91	0,63	0,57	0,56

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública también disminuyeron en el tercer trimestre, con descensos de entre 10 y 14 p.b., si bien se situaron por encima de los tipos de finales de 2014 (salvo en el plazo de tres años). En el caso de la refe-

El rendimiento de la deuda a largo plazo también disminuye, pero su nivel se mantiene por encima del de principios de año.

rencia a diez años, la más líquida, acumulaba alzas de 35 p.b. desde el inicio de 2015. A mediados de septiembre, las rentabilidades de la deuda pública a tres, cinco y diez años quedaron en el 0,39 %, 1,01 % y 2,11 %, respectivamente (véase cuadro 10). En el caso de la deuda corporativa, también se observó, en general, una disminución de las rentabilidades respecto al segundo trimestre, pero los tipos experimentaron aumentos en el conjunto del año, más significativos en los plazos más largos, donde alcanzaron los 33 p.b. A mediados de septiembre, estas rentabilidades eran del 0,99 %, 2,09 % y 2,65 % en los plazos de tres, cinco y diez años, respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 10

	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15 ²	jun-15	sep-15 ²
Renta fija pública						
3 años	3,40	2,00	0,65	0,25	0,54	0,39
5 años	4,22	2,68	0,96	0,53	1,11	1,01
10 años	5,35	4,15	1,77	1,26	2,21	2,11
Renta fija privada						
3 años	4,19	2,63	0,84	0,71	1,10	0,99
5 años	4,66	2,84	1,88	1,82	2,04	2,09
10 años	6,79	4,46	2,32	1,96	2,72	2,65

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

Las primas de riesgo también tuvieron repuntes transitorios. La prima de riesgo del bono soberano aumentó hasta los 138 p.b., algo por encima de los 107 p.b. de principios de año...

Las primas de riesgo de los diferentes sectores de la economía siguieron una tendencia similar a la de la deuda, con descensos al comienzo del trimestre, una vez que la crisis griega empezó a solucionarse, y leves aumentos con posterioridad, conforme se desataban las incertidumbres en China y la inestabilidad se trasladaba al resto de los mercados financieros internacionales. En el caso del sector público, la prima de riesgo del bono soberano español a diez años sobre el alemán al mismo plazo aumentó transitoriamente por encima de los 160 p.b. los primeros días de julio por la posibilidad de un contagio de Grecia, para descender posteriormente hacia un rango que oscila entre 130 y 140 p.b. A mediados de septiembre, la prima se situaba en 138 p.b., por encima de los 107 p.b. de finales de 2014, en un escenario de riesgos políticos al alza. La prima de riesgo del CDS del bono soberano español siguió una tendencia similar, aunque las subidas fueron más moderadas, al pasar desde los 96 p.b. en los que empezó el año hasta los 130 p.b. de principios de julio y retroceder después hasta 101 p.b. a mediados de septiembre (véase panel izquierdo del gráfico 17).



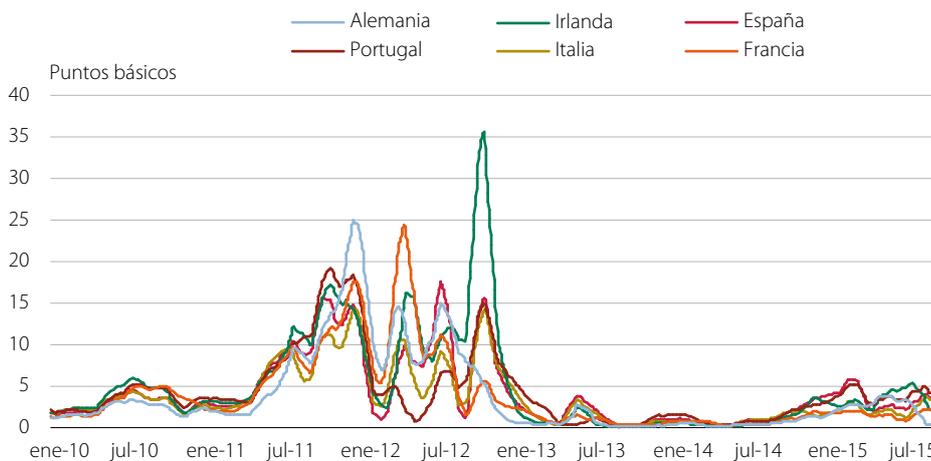
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

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

En cuanto a las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, se observó un incremento mayor en las de los emisores financieros, debido a su exposición a las economías emergentes, principalmente a las latinoamericanas. La prima de riesgo de las entidades no financieras se mantuvo más estable. Como se observa en el panel derecho del gráfico 17, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de septiembre en 141 p.b., por encima de los 128 p.b. del trimestre anterior y los 101 p.b. de finales de 2014. En el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 99 p.b. a mediados de septiembre, ligeramente por encima del nivel del cierre de 2014 (92 p.b.).

... mientras que en las primas de riesgo de crédito del sector privado, se observó un aumento mayor de las de los emisores financieros.

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro: shocks desde Grecia¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de septiembre.

1 Para un mayor detalle sobre los aspectos metodológicos relativos a la elaboración de estos indicadores, véase recuadro 1.2 del Informe anual de la CNMV correspondiente al año 2010, y también el primer capítulo del Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2011.

El impacto de la incertidumbre originada en Grecia sobre el resto de las economías europeas sigue siendo muy reducido, de acuerdo con los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano.

Los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hacia otros países de la zona del euro experimentaron pequeños incrementos transitorios, debido a las incertidumbres y las dificultades para alcanzar un nuevo acuerdo de rescate entre Grecia y la Unión Europea. No obstante, como se observa en el gráfico 18, los niveles de contagio pueden considerarse residuales en comparación con los niveles alcanzados en periodos de turbulencias anteriores en el contexto de la crisis de la deuda soberana en Europa.

Las emisiones acumuladas registradas desde enero alcanzan los 85.541 millones de euros, un 28 % más que en los tres primeros trimestres de 2014.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre de 2015 (hasta el 15 de septiembre) se situaron en 17.702 millones de euros, por debajo de los 18.709 millones del mismo periodo del año anterior y casi la mitad que en cada uno de los dos trimestres previos. En este descenso jugaron un papel muy importante los bonos de titulización, cuyas emisiones han disminuido 9.800 millones de euros en el tercer trimestre y apenas representan un tercio de lo emitido en el mismo periodo de 2014, y, en menor medida, los bonos y las obligaciones no convertibles, con un volumen descendente de emisiones a lo largo del año. Las emisiones acumuladas registradas desde enero alcanzan los 85.541 millones de euros, un 28 % más que en los tres primeros trimestres del pasado ejercicio, gracias al buen comportamiento emisor en los dos primeros trimestres. Destaca, en particular, el mayor volumen de emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales, así como de bonos y obligaciones no convertibles, que han compensado el retroceso en las emisiones de pagarés de empresa.

Una parte notable del incremento de las emisiones de renta fija privada se debe a las cédulas hipotecarias, que se benefician del efecto positivo del programa de compras del BCE tanto en demanda como en costes de emisión.

Por tipo de instrumento, se mantuvo durante el tercer trimestre el dinamismo de las cédulas hipotecarias, que pasaron a representar más del 34 % del importe total emitido, frente al 23 % y el 26 % del primer y el segundo trimestre, respectivamente. Las emisiones de este tipo de activo alcanzaron los 6.050 millones de euros en el tercer trimestre y los 22.375 millones en lo que va de año, un 73 % y 25 % más que en los mismos periodos de 2014. El aumento se debe al efecto positivo que ha tenido el programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3) en la demanda y los costes de emisión, que se encuentran en mínimos históricos. Hasta el 11 de septiembre, el BCE acumulaba compras por un importe superior a los 116.000 millones de euros, el 18 % de las cuales se realizaron en el mercado primario (véase recuadro 2).

Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen destacando por su volumen, pero su importancia en relación con el volumen total emitido por los emisores españoles se estabiliza.

Las emisiones de renta fija en el exterior continuaron siendo elevadas, aunque su ritmo de crecimiento se ha atenuado, por lo que ha disminuido ligeramente su importancia en el total emitido por los emisores españoles (desde el 35 % en 2014 hasta el 32 %). El importe acumulado hasta julio de estas emisiones alcanzaba los 40.440 millones de euros, frente a los 36.439 millones del mismo periodo de 2014. En cuanto a la composición de las emisiones españolas en el exterior, sigue aumentando el peso de la financiación a corto plazo mediante pagarés de empresa, que hasta septiembre representaba el 46 % del total emitido, frente al 38 % del año 2014. Por otro lado, se observa un incremento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que hasta julio alcanzaban los 36.188 millones de euros, frente a los 41.682 millones de todo del pasado ejercicio.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2011	2012	2013	2014	2015		
					I	II	III ²
Registradas¹ en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	287.490	357.830	138.839	130.258	36.633	31.206	17.702
Cédulas hipotecarias	67.227	102.170	24.800	23.838	8.300	8.025	6.050
Cédulas territoriales	22.334	8.974	8.115	1.853	3.500	3.500	3.000
Bonos y obligaciones no convertibles	18.692	86.442	32.537	41.155	13.901	3.961	1.789
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.126	3.563	803	750	0	0	0
Bonos de titulación	68.410	23.800	28.593	29.008	3.000	11.773	1.950
Tramo nacional	63.453	20.627	24.980	26.972	3.000	9.507	1.950
Tramo internacional	4.957	3.173	3.613	2.036	0	2.267	0
Pagarés de empresa ³	103.501	132.882	43.991	33.654	7.932	3.947	4.912
De titulación	2.366	1.821	1.410	620	940	480	0
Resto de pagarés	101.135	131.061	42.581	33.034	6.992	3.467	4.912
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	200	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	28.549	7.633	4.776	7.999	660	1.810	742
Emisiones aseguradas	10	0	193	196	0	0	0
					2015		
En el exterior por emisores españoles					I	II	III ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	120.043	91.882	47.852	56.736	22.825	11.874	5.740
A largo plazo	51.365	50.312	34.452	35.281	12.364	6.356	3.123
Participaciones preferentes	0	0	1.653	5.602	2.250	0	0
Obligaciones subordinadas	242	307	750	3.000	1.500	0	0
Bonos y obligaciones	51.123	50.005	32.049	26.679	8.614	6.356	3.123
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	68.677	41.570	13.400	21.455	10.461	5.518	2.617
Pagarés de empresa	68.677	41.570	13.400	21.455	10.461	5.518	2.617
De titulación de activos	322	11.590	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2015		
					I	II	III ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	108.538	49.392	48.271	41.682	13.204	17.406	5.578
Instituciones financieras	79.342	18.418	8.071	9.990	2.369	5.375	1.480
Sociedades no financieras	29.197	30.974	40.200	31.691	10.835	12.031	4.098

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 septiembre.

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

4 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

Esta circular tiene por objeto recoger en un único texto normativo todos los conjuntos de datos de índole estadística que las infraestructuras de los mercados españoles deben facilitar a la CNMV para que pueda realizar sus tareas de supervisión. El concepto de infraestructuras de mercado utilizado en la circular engloba tanto las infraestructuras de negociación (los mercados secundarios oficiales, los sistemas multilaterales de negociación y la Sociedad de Bolsas) como las infraestructuras de poscontratación (las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores).

Esta circular es el resultado de una serie de cambios legislativos que se iniciaron con una nueva redacción del artículo 86.2 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que facultó al Ministro de Economía y Competitividad —y, con su habilitación expresa, a la CNMV—, para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las entidades enumeradas en el artículo 84.1, entre las que se encuentran las entidades rectoras de las infraestructuras de los mercados.

A través de la Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre, de desarrollo del artículo 86.2 de la LMV, se habilitó a la CNMV para aprobar esta circular, que establece, compila y detalla la información estadística que, sobre la estructura y actividad operativa de las infraestructuras de mercado, ha de ser capturada, guardada y remitida a la CNMV de forma continua y regular por parte de las sociedades rectoras de dichas infraestructuras.

La circular ha supuesto una clarificación de las facultades de la CNMV para solicitar estos datos, lo que con anterioridad se realizaba en virtud de la potestad de la CNMV, reconocida en el artículo 85 de la LMV, de requerir información en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección.

Además, con esta circular, la CNMV puede solicitar información de carácter más continuo y regular, en lugar de datos de manera puntual y ocasional, como permite el citado artículo 85. En concreto, la circular otorga a la CNMV facultades para determinar el contenido informativo de los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las infraestructuras de mercado, estableciendo los campos informativos y datos que han de ser capturados y guardados, y fijando las especificaciones técnicas e informáticas de dichos campos y datos (frecuencia, plazos de puesta a disposición, formatos, etc.). Con ello se pretende asegurar que las infraestructuras suministren todos los datos que sean necesarios para la supervisión de la CNMV y no exclusivamente aquellos que hubieran decidido guardar por serles útiles para su gestión interna o su explotación comercial.

La información estadística a recoger, y objeto de la circular, es la que está relacionada con la secuencia de los servicios que prestan las distintas infraestructuras. Estos servicios son los ofrecidos desde el momento en que una orden o instrucción cursada para adquirir o enajenar instrumentos financieros se introduce en los sistemas de la correspondiente infraestructura por parte de un intermediario

miembro de la misma, hasta el momento en que el resultado final queda reflejado en las cuentas de la infraestructura de la que se trate.

En cuanto a su estructura, esta circular consta de cinco normas, una disposición derogatoria, una disposición final y un anexo que es parte integrante de la misma. El citado anexo se estructura por bloques particularizados de los conjuntos de datos agrupados según la sociedad rectora o infraestructura gestionada, y establece la periodicidad, modo y plazo de entrega en los que se deben remitir a la CNMV. Los campos informáticos, sus formatos, longitudes, posiciones y demás detalles técnicos serán fijados en los denominados «ficheros de especificaciones técnicas», a los cuales tendrán acceso únicamente las entidades que hayan de ponerlos a disposición de la CNMV en la correspondiente área reservada de la sede electrónica de dicho organismo.

Esta circular ha supuesto una tarea de sistematización y objetivación de la información estadística que va a contribuir a una mejor planificación de las actividades que deben llevar a cabo tanto las infraestructuras como la CNMV, cuestión que ha sido valorada positivamente por el Comité Consultivo de la CNMV.

Adicionalmente, cabe señalar que esta norma no supone una carga administrativa desproporcionada, en la medida en que la información estadística solicitada coincide sustancialmente con la que hasta el momento han venido remitiendo las infraestructuras a la CNMV.

Por último, es importante destacar que la circular permite disponer de un listado actualizado con todos los datos a remitir y que servirá de base cuando se necesite modificar la información a solicitar, como ocurrirá en los próximos meses con la puesta en funcionamiento del nuevo régimen de compensación, liquidación y registro.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero⁸

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 11,7 % en el primer semestre de 2015, hasta los 222.058 millones de euros. Las suscripciones de los inversores explican el 90 % de este aumento...

A finales de junio de 2015, el patrimonio de los fondos de inversión ascendía a 222.058 millones de euros, un 11,7 % más que al cierre de 2014 (véase cuadro 13). Este avance, que consolida la senda expansiva iniciada hace dos años, sitúa el nivel del patrimonio del sector en valores similares a los existentes a mediados de 2008. Cerca del 90 % de este aumento tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante el semestre, especialmente en el primer trimestre, que superaron los 20.000 millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de recursos más cuantiosas se produjeron en las categorías de renta fija mixta (18.337 millones de euros) y renta variable mixta (6.215 millones), mientras que los mayores reembolsos netos correspondieron a los fondos garantizados de renta fija (4.757 millones) y los de gestión pasiva (4.438 millones). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en los dos años precedentes (mayor apetencia por el riesgo), pero con dos diferencias notables: en primer lugar, parece que los inversores están invirtiendo en fondos con un nivel de riesgo algo superior que en 2013 y 2014 y, en segundo lugar, los fondos de gestión pasiva, que habían triplicado su patrimonio durante estos dos últimos años, experimentaron, como se ha mencionado, importantes reembolsos.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-12.737,7	24.133,0	35.972,7	8.828,3	6.308,5	13.407,4	7.566,1
Rta. fija ¹	-5.843,6	13.783,1	13.492,7	3.678,6	3.223,8	1.077,1	-3.926,8
Rta. fija mixta ²	-775,2	2.059,3	15.712,0	4.103,7	4.383,1	9.001,4	9.335,9
Rta. vble. mixta ³	-383,1	1.881,9	6.567,7	2.349,7	1.570,1	2.666,8	3.548,2
Rta. vble. euro ⁴	-163,7	1.730,3	2.184,9	460,6	-13,6	-97,3	231,9
Rta. vble. internacional ⁵	-420,6	900,2	531,8	-145,6	-121,9	1.440,3	1.269,5
Gar. rta. fija	-853,0	-4.469,2	-10.453,6	-1.707,5	-2.320,0	-1.827,4	-2.929,7
Gar. rta. vble. ⁶	-3.523,5	-2.070,2	-909,5	-566,0	-276,4	-921,6	-1.426,5
Fondos globales	-7,5	847,4	2.182,3	576,6	657,5	2.352,8	2.145,2
De gestión pasiva ⁷	572,1	9.538,2	4.970,9	-343,8	-1.127,5	-1.922,1	-2.516,0
Retorno absoluto ⁷	-1.339,4	-67,8	1.693,9	422,2	333,4	1.637,4	1.834,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

⁸ Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico para ellas.

Número	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	1.959	1.951	1.936	1.862
Rta. fija ¹	454	384	359	367	359	358	359
Rta. fija mixta ²	125	122	123	117	123	122	126
Rta. vble. mixta ³	117	128	131	125	131	132	132
Rta. vble. euro ⁴	127	108	103	103	103	110	109
Rta. vble. internacional ⁵	211	193	191	186	191	193	196
Gar. rta. fija	398	374	280	303	280	261	226
Gar. rta. vble. ⁶	361	308	273	275	273	263	225
Fondos globales	192	162	162	165	162	168	172
De gestión pasiva ⁷	85	169	227	222	227	233	221
Retorno absoluto ⁷	115	97	102	96	102	96	96
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0
Rta. fija ¹	40.664,6	55.058,9	70.330,9	66.841,2	70.330,9	72.059,6	67.600,0
Rta. fija mixta ²	5.500,9	8.138,0	24.314,3	19.917,0	24.314,3	34.217,4	42.820,0
Rta. vble. mixta ³	3.179,9	6.312,4	13.570,4	11.668,9	13.570,4	17.038,9	20.056,7
Rta. vble. euro ⁴	5.270,2	8.632,8	8.401,5	8.693,6	8.401,5	9.621,1	9.377,7
Rta. vble. internacional ⁵	6.615,0	8.849,0	12.266,4	12.151,9	12.266,4	15.479,0	16.320,9
Gar. rta. fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	23.122,1	20.417,0	18.271,9	14.702,3
Gar. rta. vble. ⁶	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.497,2	12.196,4	11.751,0	9.996,9
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	6.255,6	6.886,3	9.685,5	11.587,0
De gestión pasiva ⁷	2.991,2	16.515,9	23.837,5	24.971,5	23.837,5	22.688,0	19.608,4
Retorno absoluto ⁷	4.601,9	4.659,9	6.498,1	6.080,4	6.498,1	8.298,0	9.988,1
Participes							
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.396.161
Rta. fija ¹	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.818.308	1.941.567	2.092.925	2.113.775
Rta. fija mixta ²	188.574	240.676	603.099	506.220	603.099	813.223	1.047.453
Rta. vble. mixta ³	138.096	182.223	377.265	313.796	377.265	465.249	559.016
Rta. vble. euro ⁴	220.450	293.193	381.822	384.252	381.822	410.761	423.996
Rta. vble. internacional ⁵	398.664	457.606	705.055	651.495	705.055	843.867	955.135
Gar. rta. fija	1.075.852	1.002.458	669.448	744.545	669.448	610.911	498.140
Gar. rta. vble. ⁶	727.880	608.051	557.030	577.616	557.030	508.952	438.262
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	195.290	223.670	305.397	371.784
De gestión pasiva ⁷	125.003	441.705	686.526	692.827	686.526	667.088	584.270
Retorno absoluto ⁷	173.297	188.057	264.324	250.362	264.324	332.455	404.330
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	5,50	6,50	3,67	0,43	0,08	3,85	-1,98
Rta. fija ¹	3,54	2,28	2,41	0,55	0,28	0,99	-1,24
Rta. fija mixta ²	4,95	4,16	3,67	0,71	0,01	3,27	-2,14
Rta. vble. mixta ³	7,83	10,85	4,70	0,77	0,28	5,56	-2,53
Rta. vble. euro ⁴	12,31	28,06	2,09	-2,35	-3,38	15,94	-4,81
Rta. vble. internacional ⁵	13,05	20,30	6,61	-0,91	2,27	14,27	-2,75
Gar. rta. fija	4,85	4,96	2,54	0,39	-0,14	0,51	-0,65
Gar. rta. vble. ⁶	5,07	6,15	2,64	0,38	-0,60	4,27	-2,76
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	0,68	0,54	6,64	-1,82
De gestión pasiva ⁷	7,10	8,88	7,74	1,49	-0,02	3,53	-2,68
Retorno absoluto ⁷	3,84	2,46	1,98	0,18	0,22	2,50	-1,47

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

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- 8 Rentabilidad anual para 2012, 2013 y 2014. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... mientras que el resto fue debido a la revalorización de la cartera, que fue positiva en el primer trimestre pero negativa en el segundo.

La rentabilidad de los fondos de inversión durante los primeros seis meses del año fue ligeramente positiva (1,8 %), aunque con un comportamiento muy dispar entre los dos trimestres, en línea con la evolución de los mercados. De esta forma, en los tres primeros meses del año el rendimiento de la cartera fue del 4,0 % mientras que en el segundo se redujo hasta el -2,0 % (véase cuadro 13). Este comportamiento fue generalizado y todas las categorías de fondos, sin excepción, experimentaron rentabilidades positivas en el primer trimestre, para tornarse todas negativas en el segundo. Las categorías con una mayor rentabilidad semestral fueron las de renta variable euro y renta variable internacional, cuyas rentabilidades en el primer trimestre fueron muy elevadas, del 15,9 % y 14,3 %, respectivamente, en consonancia con la revalorización de los mercados bursátiles durante el periodo. Por otra parte, las únicas vocaciones con rentabilidad semestral negativa fueron las de fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija, con un -0,3 % y un -0,1 %, respectivamente.

Siguió reduciéndose el número de fondos de inversión, debido sobre todo a la menor oferta de fondos garantizados.

A pesar de la expansión del sector en términos patrimoniales, el número de fondos siguió descendiendo en el primer semestre de 2015 debido al proceso de racionalización de productos que continúan realizando las sociedades gestoras, aunque cada vez se produce con una intensidad mucho menor. Así, a finales de junio había un total de 1.862 fondos registrados, 89 menos que a finales de 2014. La mayor reducción se produjo, como en el año anterior, en la categoría de fondos garantizados de renta fija (54), seguidos por los garantizados de renta variable (48).

A finales de junio había 7,4 millones de partícipes, casi un millón más que en diciembre del año anterior.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó en prácticamente un millón desde diciembre de 2014, situándose a mitad de año en casi 7,4 millones. En línea con los movimientos patrimoniales dentro de esta industria, el aumento más destacado se produjo en los fondos de renta fija mixta y renta variable mixta, con 444.000 y 182.000 partícipes más, respectivamente. Únicamente los fondos garantizados de renta fija y variable y los de gestión pasiva mostraron un descenso en el número de partícipes.

Los datos preliminares de julio indican que la expansión del patrimonio y del número de partícipes del sector continuó en el tercer trimestre.

Los datos disponibles correspondientes al mes de julio de 2015 parecen indicar que la tendencia expansiva en la industria todavía no ha concluido. De esta forma, el patrimonio y el número de partícipes habrían aumentado alrededor de un 1 % respecto a los datos de junio. También continuó la disminución del número de fondos.

Los valores de menor liquidez continúan representando una proporción muy reducida del patrimonio total de los fondos de inversión.

El análisis de liquidez de la cartera de los fondos de inversión revela que el volumen de activos cuya liquidez se considera reducida se incrementó desde los 2.157 millones de euros en diciembre de 2014 hasta los 2.722 millones en junio de 2015. En relación con el patrimonio, la proporción de estos activos apenas registró variaciones en el semestre, al oscilar entre el 1 % y el 1,2 % del patrimonio total de los fondos. El aumento más relevante de los activos de liquidez reducida correspondió a las titulaciones (véase cuadro 14). A pesar de que estas cifras sugieren que las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos son muy holgadas, es preciso ser cautos pues no existe una metodología unívoca a la hora de evaluar la liquidez de los activos financieros y, además, las condiciones de liquidez en los mercados, sobre todo en los de renta fija, pueden cambiar de forma abrupta en momentos de turbulencias. A efectos de este informe, se considera activo líquido aquel para el cual está disponible un precio basado en las cotizaciones en firme de varios contribuidores.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-14	mar-15	jun-15	dic-14	mar-15	jun-15
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	29	19	21	3	2	2
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.177	935	1.078	6	4	5
Renta fija no financiera	328	331	384	5	4	4
Titulizaciones	623	958	1.238	21	35	50
Titulización AAA	97	81	62	100	93	92
Resto de titulizaciones	526	877	1.176	18	33	48
Total	2.157	2.244	2.722	7	7	8
% sobre patrimonio FI	1,1	1,0	1,2			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

A pesar de la leve recuperación que está viviendo el sector español de la construcción y las actividades inmobiliarias, la actividad de las IIC inmobiliarias sigue mostrando signos de debilidad, aunque el ritmo de deterioro parece estar deteniéndose.

La evolución de las IIC inmobiliarias muestra un deterioro menor que el de los últimos años.

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que son los que más han sufrido la situación del sector inmobiliario durante los últimos años, no experimentaron grandes cambios a lo largo del primer semestre del año. Así, a finales de junio este segmento seguía contando con tres fondos, los mismos que a finales de 2014, después de varios años en los que se había contabilizado un número muy elevado de bajas. Es importante mencionar, no obstante, que en uno de ellos se produjo una escisión de la parte líquida del fondo en un fondo de renta fija euro, manteniéndose tan solo los partícipes institucionales en el fondo inmobiliario. Como consecuencia de ello, el número de partícipes se redujo un 2,8 %, hasta los 3.910. El patrimonio, en cambio, no experimentó cambios sustanciales y se situó a finales del primer semestre en 419,5 millones de euros. Las rentabilidades de estas instituciones mejoraron de forma sustancial durante los primeros meses del año, como consecuencia del leve repunte de los precios del sector inmobiliario, que incluso dejaron el terreno negativo en el segundo trimestre del año, situándose en el 0,39 % (en el primer trimestre la rentabilidad había sido del -0,26 %).

Las principales magnitudes de los FII no mostraron grandes variaciones en el primer semestre, si bien su rentabilidad experimentó un leve repunte en el segundo trimestre.

Por su parte, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron retrocesos más relevantes en sus magnitudes durante el segundo trimestre de 2015 (durante el primer trimestre se habían mantenido). Así, el número de SII a finales de junio era de seis, después de producirse una baja en el mes de mayo. Esto hizo que el patrimonio se contrajera un 19,2 %, hasta los 683 millones de euros, y el número de accionistas bajara desde los 845 hasta los 683.

En el ámbito de las SII destacó la baja de una entidad, que dio lugar a un retroceso notable del patrimonio y de los accionistas del sector.

IIC de inversión libre

Los hedge funds españoles registraron avances en su patrimonio durante los primeros meses de 2015 aunque el número de instituciones descendió.

Las IIC de inversión libre (fondos puros) continuaron en expansión en 2015: su patrimonio se incrementó un 22,7 % y el número de partícipes lo hizo un 10,6 %.

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de hedge funds) mostraron un cierto cambio de tendencia en relación con el patrón de los últimos años. Su patrimonio creció, si bien el número de instituciones continuó a la baja.

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación bajo la que se registran en España los *hedge funds*) registraron un incremento patrimonial entre enero y mayo de 2015 del 19 %, hasta alcanzar los 2.000 millones de euros. El número de instituciones que permanecían activas, por su parte, se situó a finales de mayo en 48, dos menos que a finales de 2014.

Como se observa en el cuadro 15, las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) continuaron durante la primera mitad del ejercicio con la tendencia expansiva de los últimos años. Así, el patrimonio se incrementó un 22,7 %, hasta los 1.681 millones de euros, a finales de mayo y el número de partícipes lo hizo un 10,6 %, situándose en 3.118. Este aumento patrimonial tuvo su origen tanto en las suscripciones netas efectuadas por parte de los inversores (182 millones durante los primeros cinco meses de 2015) como en la rentabilidad de la cartera del primer trimestre del año, que fue del 9,71 % (entre marzo y mayo fue del -0,23 %).

Por su parte, el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) ascendía a 359 millones de euros en mayo de 2015, un 3,9 % superior al volumen del cuarto trimestre de 2014, con lo que parece que se está produciendo un cambio en la tendencia contractiva de los últimos años, a pesar de que se contabilizaron dos bajas en este periodo. El número de partícipes se mantuvo prácticamente constante, situándose en 2.732 en mayo, mientras que la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue del 9,63 %⁹ y el -1,23 % en el primer y el segundo trimestre del año respectivamente.

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

CUADRO 15

	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ²	22	19	14	16	14	14	12
Partícipes	3.338	3.022	2.734	2.737	2.734	2.735	2.732
Patrimonio (millones de euros)	540,0	350,3	345,4	367,5	345,4	367,0	359,0
Rentabilidad (%)	0,88	4,39	8,48	4,42	1,76	9,63	-1,23
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ²	33	28	36	32	36	37	36
Partícipes	2.427	2.415	2.819	2.627	2.819	3.024	3.118
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.369,5	1.353,0	1.369,5	1.585,2	1.681,1
Rentabilidad (%)	7,17	16,48	5,30	-0,98	0,07	9,71	-0,23

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo de 2015.

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

9 Es importante mencionar que esta cifra tuvo su origen, esencialmente, en la rentabilidad de la mayor entidad de inversión libre, cuyo patrimonio supone alrededor del 70 % del total. Sin tener en cuenta esta institución, la rentabilidad de este tipo de entidades se situó a finales de mayo en el 2,27 %.

IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó en 2012, continuó en el primer semestre de 2015. Así, el patrimonio de estas IIC alcanzó los 101.273 millones de euros, un 28,2 % más que a finales de 2014. Como se observa en el gráfico 19, este volumen representa un 25,3 % del patrimonio del total de IIC comercializadas en nuestro país, un porcentaje que ha ido incrementándose casi ininterrumpidamente desde el 8 % de 2008.

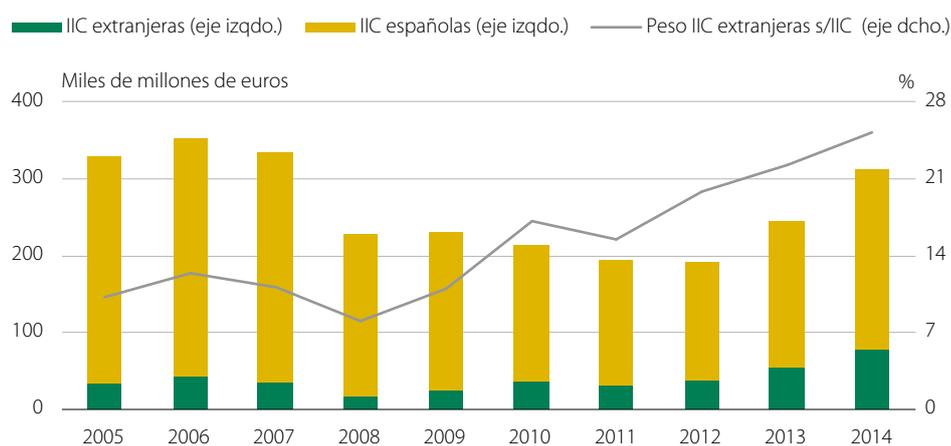
El incremento del patrimonio de las IIC extranjeras se debió tanto al aumento del patrimonio de los fondos como de las sociedades. De esta forma, el patrimonio de los fondos se incrementó un 25,1 %, hasta los 13.969 millones de euros, y el de las sociedades un 28,9 %, hasta los 87.304 millones. En la misma línea, el número de inversores en estos productos creció un 8 %, hasta alcanzar los 1,4 millones, aunque el avance fue menor que el registrado en los últimos años. El número de instituciones, por su parte, se incrementó durante los primeros seis meses del año en 46, siendo 12 de ellas fondos y 34 sociedades.

Continúa la expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España...

... tanto en la vertiente de fondos como de sociedades.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

La industria de la inversión colectiva se está beneficiando fuertemente del entorno de bajos tipos de interés y del aumento progresivo de la renta de los hogares. No obstante, existen algunos riesgos que tener en cuenta, como las turbulencias y liquidez en los mercados de renta fija, todavía destinatarios principales de la cartera de los FI, o la elevada volatilidad de los mercados de renta variable, que podría afectar negativamente a los fondos que invierten en estos mercados en un momento en el que se aprecia un creciente interés de los inversores por estos vehículos. Por otro lado, se observa una cierta reactivación de la competencia entre las entidades financieras por la captación de depósitos que, de intensificarse, podría condicionar también el crecimiento de los fondos de inversión.

Los tipos de interés actuales y la recuperación de la renta de los hogares favorecen a la industria de fondos, aunque la inestabilidad de los mercados y el posible aumento de la competencia entre las entidades bancarias por la captación de depósitos pueden condicionar su crecimiento.

En el año 2014 se consolidó la tendencia, iniciada en 2013, a sustituir fondos garantizados por otros con un nuevo objetivo de rentabilidad no garantizado. La mayoría de estos fondos tienen un objetivo de rentabilidad que puede expresarse en términos TAE no garantizada para el inversor, pero también se apreció cierta presencia de otros en los que el rendimiento no garantizado se expresaba en función de la evolución de un subyacente de renta variable (índice, acciones, divisas, etc.). En este tipo de fondos resulta más complicado para los inversores hacerse una idea de la rentabilidad que pueden esperar.

Asimismo, una parte apreciable de las suscripciones se dirigió en el año 2014 a fondos de renta fija y monetarios, en consonancia con el perfil eminentemente conservador que habían mostrado hasta entonces los partícipes en fondos españoles.

A la vista de estas tendencias, la CNMV consideró oportuno revisar las obligaciones de transparencia en la comercialización de IIC con objetivo de rentabilidad e IIC de renta fija, identificando varias medidas de refuerzo que quedaron recogidas en una comunicación publicada el 23 de enero de 2015 (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones»). El objetivo de estas medidas es facilitar a los inversores información que les permita hacerse una idea más acorde con la realidad sobre la rentabilidad y los riesgos que pueden esperar de una inversión en estos fondos.

Las medidas adoptadas se resumen del modo siguiente:

i) Completar, para las IIC con objetivo de rentabilidad de rendimiento variable, la información que se hace constar en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) sobre escenarios de rentabilidad (desfavorable, moderado y favorable), con una estimación de su probabilidad de ocurrencia mediante simulaciones de Montecarlo bajo el supuesto de neutralidad al riesgo. La probabilidad se corresponderá con los percentiles 10 % (escenario desfavorable), 50 % (escenario moderado) y 90 % (escenario favorable). Adicionalmente, y de acuerdo con esta metodología, se informará al partícipe de la probabilidad estimada de que la estructura proporcione una rentabilidad positiva (*break even*).

Como complemento a la información anterior, se incluirá en el DFI un gráfico, conforme al método de simulación histórica, de las rentabilidades que se hubieran obtenido si el fondo hubiera sido lanzado semanalmente durante, como mínimo, los últimos diez años.

ii) Las IIC con objetivo de rentabilidad deben incluir en su DFI de forma resumida su estructura financiera, con el objeto de que el inversor conozca los ingresos totales de la cartera de renta fija y liquidez inicial, los costes totales que soportará y la inversión en instrumentos financieros derivados para conseguir el objetivo de rentabilidad.

iii) Las gestoras deben dotarse de mecanismos de control interno que garanticen que, en el lanzamiento de la IIC y en las ampliaciones del volumen comercializado,

las adquisiciones de cartera se efectúen exclusivamente cuando las condiciones en las que se realiza dicha adquisición permitan alcanzar la TAE indicada en el folleto.

iv) Las IIC de renta fija deberán incluir: i) en el DFI, mayor información sobre el riesgo de crédito; y ii) en los informes periódicos que facilitan a sus inversores, datos sobre la vida media y la rentabilidad media bruta a precios de mercado de la cartera de renta fija expresados en porcentaje TAE.

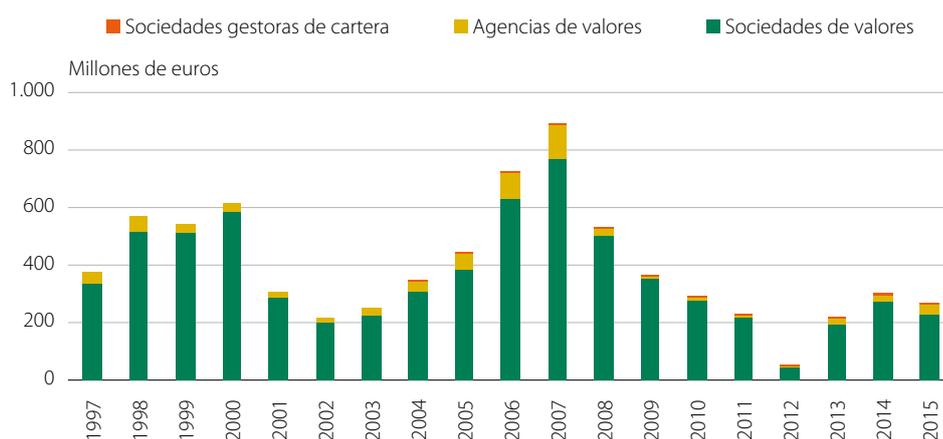
4.2 Empresas de servicios de inversión

Durante los primeros seis meses de 2015, las empresas de servicios de inversión (ESI) desarrollaron su actividad en un contexto de mayor inestabilidad en los mercados financieros, sobre todo en el segundo trimestre. En conjunto, los beneficios antes de impuestos de estas entidades ascendieron a 266 millones de euros (en términos anualizados), lo que supone una contracción del 11,3 % en relación con la cifra de 2014 (véase gráfico 20). Este resultado interrumpe la trayectoria positiva de los últimos dos años, en los que tras cuatro o cinco ejercicios muy complicados, con reducciones drásticas de beneficios y bajas de muchas entidades, el sector estaba experimentando un avance significativo. El retroceso tuvo su origen en la evolución de las sociedades de valores, que son las que gozan de un mayor peso dentro del sector. Estas entidades vieron cómo sus beneficios del primer semestre en términos anualizados se reducían un 16,0 %. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 80¹⁰, frente a las 83 de finales de 2014, ya que se produjeron cuatro bajas y un alta. Del total de entidades, seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea mediante presencia física (sucursal), la misma cifra que a finales del año pasado, y 40 podrían hacerlo bajo la modalidad de libre prestación de servicios, una menos que seis meses antes.

Después de dos años de expansión, los beneficios de las ESI cayeron un 11 % en el primer semestre de 2015, en un marco de mayor inestabilidad en los mercados financieros.

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados anualizados.

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

Los beneficios agregados de las SV cayeron un 26 % debido al deterioro del margen de intereses y de las pérdidas por diferencias de cambio. En cambio, las comisiones netas recibidas por la prestación de servicios de inversión permanecieron sin cambios.

En comparación con el mismo semestre del año anterior, las sociedades de valores (SV) experimentaron una caída del beneficio agregado antes de impuestos del 26,1 %, que se situó en 114,4 millones de euros. Este importe representa el 86,0 % de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). La disminución de los beneficios fue básicamente la causa de la caída del margen de interés (un 20,7 %) y del deterioro de la partida «Diferencias de cambio netas», que se situó en terreno negativo, obteniéndose unas pérdidas de 63,86 millones de euros frente a los beneficios de 43,4 millones de finales de junio del año anterior. Por su parte, las comisiones netas —principal negocio de estas entidades— se mantuvieron prácticamente constantes, con un aumento de las comisiones percibidas de un 2,1 % y de un 3,6 % de las satisfechas. Dentro de las comisiones percibidas, las que más aumentaron fueron las derivadas de la comercialización de IIC y las pertenecientes al epígrafe «Otras», en concreto el 18,6 % y el 24,8 %, respectivamente. Las comisiones por gestión de carteras, aunque con cifras todavía reducidas, están ganando importancia desde hace unos años y ya superan los 11,7 millones de euros. En cambio, las originadas por la tramitación y ejecución de órdenes, que son, con diferencia, las más cuantiosas, se redujeron en 15,3 millones de euros entre junio de 2014 y junio de 2015, hasta alcanzar los 175,6 millones. Por su parte, los ingresos por asesoramiento en materia de inversión, como ha venido sucediendo en los últimos años, se redujeron un 53,5 % hasta los 1,8 millones de euros.

También se observó un incremento en los gastos de explotación y en otras partidas de gasto de las SV durante el primer semestre del año.

Como consecuencia de estos cambios, el margen bruto disminuyó un 9,6 %, hasta situarse en 308 millones de euros. El aumento de un 3 % de los gastos de explotación, hasta los 193,4 millones de euros, y de un 68,1 % de las amortizaciones, hasta los 3,4 millones de euros, hicieron que finalmente el resultado de explotación se situara en junio de 2014 en 109,8 millones, un 27 % menos que el año anterior.

El beneficio de las AV se incrementó debido a la contención de los gastos, aun cuando los ingresos por comisiones disminuyeron de forma notable.

Las agencias de valores (AV) experimentaron una mejora durante el periodo analizado, con un incremento de los beneficios agregados del 11,4 %, hasta los 16,2 millones de euros. La causa principal de estos resultados se encuentra en la reducción de los gastos de explotación, del 8,5 %, y en menor medida, en la disminución de las amortizaciones y dotaciones, del 32,0 %. Sin embargo, las partidas que componen el margen bruto han sufrido un deterioro respecto al primer semestre de 2014, con una caída global del 4,9 %, hasta los 60,7 millones de euros. El origen se encuentra en la disminución del 8,6 % de las comisiones netas, una partida que supone más del 95 % de los ingresos de estas entidades. Dentro de las comisiones percibidas, destaca la caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que pasaron de 25,5 millones de euros a 17,9 millones, y de las comisiones por gestión de carteras, las segundas en importancia, que se redujeron un 33,7 %, hasta los 4,6 millones de euros. Por el contrario, las comisiones por la comercialización de IIC, junto con las de asesoramiento en materia de inversión, fueron las únicas que aumentaron, concretamente un 22,7 % y un 61,6 %, respectivamente. En relación con las comisiones satisfechas, se observa una disminución considerable, del 15,7 %, pero no suficiente para contrarrestar las caídas experimentadas por las comisiones percibidas, dando lugar de esta forma a la reducción ya mencionada de los ingresos netos por comisiones.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-14	jun-15	% var.	jun-14	jun-15	% var.	jun-14	jun-15	% var.
1. Margen de intereses	25.055	19.859	-20,7	615	448	-27,2	125	226	80,8
2. Comisiones netas	229.051	229.613	0,2	63.355	57.929	-8,6	4.635	4.944	6,7
2.1. Comisiones percibidas	323.269	327.200	1,2	75.553	68.206	-9,7	5.861	7.594	29,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	191.070	175.630	-8,1	25.577	17.922	-29,9	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	7.390	6.594	-10,8	3.851	1.891	-50,9	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.442	12.211	16,9	311	226	-27,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	10.094	11.744	16,3	6.995	4.640	-33,7	5.035	6.290	24,9
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	3.829	1.779	-53,5	2.673	4.319	61,6	514	193	-62,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	3.956	744	-81,2	0	186	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	30.549	36.225	18,6	21.667	26.577	22,7	0	0	-
2.1.9. Otras	65.938	82.274	24,8	14.480	12.445	-14,1	312	1.111	256,1
2.2. Comisiones satisfechas	94.218	97.587	3,6	12.198	10.277	-15,7	1.226	2.650	116,2
3. Resultado de inversiones financieras	36.828	114.846	211,8	565	731	29,4	46	15	-67,4
4. Diferencias de cambio netas	43.447	-63.865	-	-3	654	-	227	95	-58,1
5. Otros productos y cargas de explotación	6.440	7.555	17,3	-661	979	-	-170	-218	-28,2
MARGEN BRUTO	340.821	308.008	-9,6	63.871	60.741	-4,9	4.863	5.062	4,1
6. Gastos de explotación	187.841	193.477	3,0	48.322	44.218	-8,5	2.911	2.827	-2,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	2.056	3.456	68,1	944	642	-32,0	22	15	-31,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	471	1.180	150,5	-4	10	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	150.453	109.895	-27,0	14.609	15.871	8,6	1.930	2.219	15,0
9. Otras ganancias y pérdidas	5.691	4.567	-19,8	-8	401	-	0	0	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	156.144	114.462	-26,7	14.601	16.272	11,4	1.930	2.219	15,0
10. Impuesto sobre beneficios	34.483	21.303	-38,2	802	1.214	51,4	550	645	17,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	121.661	93.159	-23,4	13.799	15.058	9,1	1.380	1.574	14,1
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	121.661	93.159	-23,4	13.799	15.058	9,1	1.380	1.574	14,1

Fuente: CNMV.

Finalmente, la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC) fue similar a la de las agencias de valores, con un aumento de los beneficios antes de impuestos del 15,0 %, hasta situarse en los 2,2 millones de euros (véase cuadro 16). Este incremento se debe principalmente a la combinación de un crecimiento del 6,7 % de las comisiones netas y de una disminución de los gastos de explotación del 2,9 %. La partida responsable del incremento de las comisiones netas fue la correspondiente a la gestión de carteras (24,9 %).

Por otro lado, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) parece marcar una nueva tendencia en el caso de las sociedades de valores y de las sociedades gestoras de cartera, tras dos años consecutivos de mejoras de las mismas. Así, la rentabilidad de las SV se redujo desde el 23,0 % hasta el 17,0 % y la de las SGC de 16,9 a 11,9. En el caso de las AV, en cambio, aumentó de forma considerable, pasando del 22,2 % al 34,5 % (véase gráfico 21).

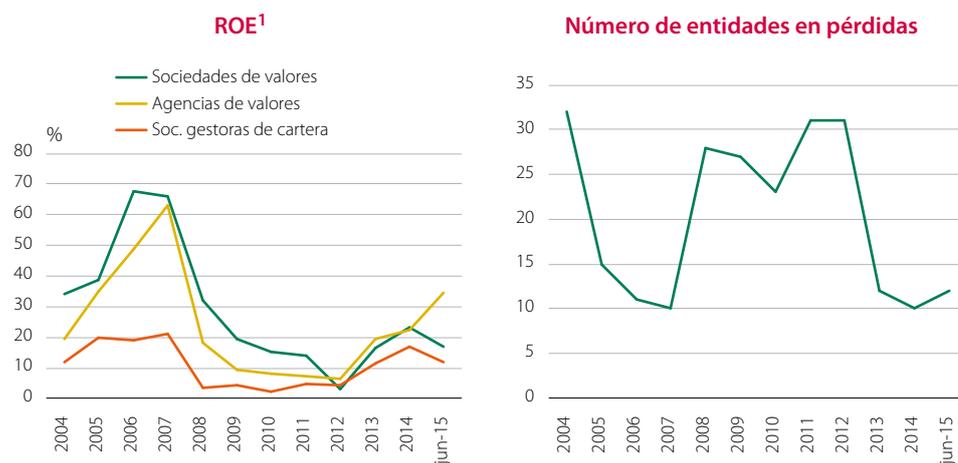
El beneficio de las SGC también se incrementó, pero a diferencia de las SV y AV se observó una mejora de los ingresos y un recorte de los gastos.

Divergencias en las rentabilidades de las ESI: mejoran en las AV y empeoran en las SV y SGC.

Se observó un ligero aumento del número de entidades en pérdidas, si bien el volumen de las mismas disminuyó de forma considerable.

El número de entidades en pérdidas pasó de diez a finales de 2014 a doce a mediados de 2015. Este incremento tuvo su origen en las SV, ya que el número de entidades en pérdidas aumentó de cuatro a siete, mientras que en el caso de las AV, este número disminuyó de seis a cinco. No hubo ninguna SGC en pérdidas, al igual que el semestre anterior. A pesar de aumentar las entidades que incurrieron en pérdidas, el valor total de las mismas se redujo de forma considerable hasta los 6,4 millones de euros.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

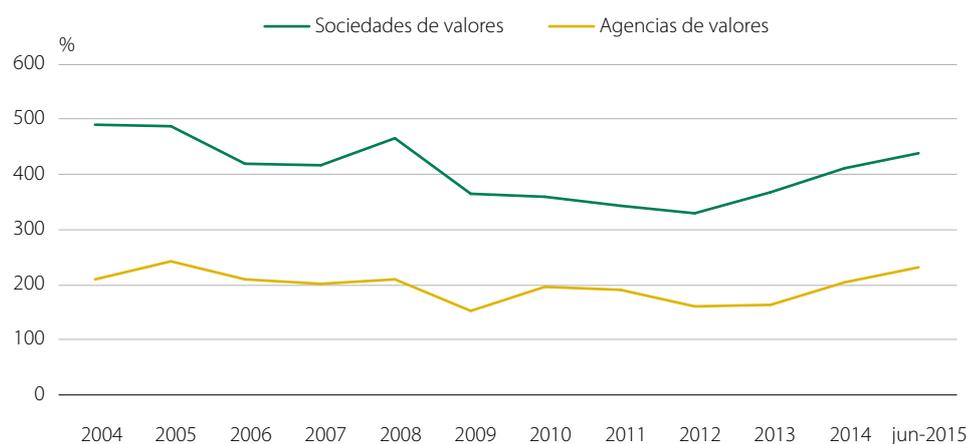
Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer semestre del año.

Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer semestre de este año. De esta forma, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia¹¹, calculado como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se situó en junio de 2015 en 4,4 para las SV y en 2,3 para las AV, habiendo sido de 4,1 y 2,0 a finales de 2014 (véase gráfico 22).

11 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. De esta forma, 5 de las 78 empresas de inversión están exentas de hacerlo.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles¹)

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

¹ Se debe tener en cuenta que desde la entrada en vigor en 2014 del reglamento UE 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios se ha modificado ligeramente.

En relación con las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), a lo largo del primer semestre del año se produjeron trece altas y siete bajas, por lo que el número de entidades a finales de junio era de 149, frente a las 143 de diciembre de 2014. De estas, diez estaban habilitadas para prestar servicios de asesoramiento en otros países de la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios. En cuanto a la actividad de las EAFI, no existe información disponible del primer semestre de 2015, ya que desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la CNMV, este tipo de entidades tienen obligación de enviar información reservada con una periodicidad anual (anteriormente era semestral), por lo que los datos disponibles corresponden al cierre de 2014. De esta forma, se puede observar en el cuadro 17 que el volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó en 2014 un 21,3 %, hasta los 21.400 millones de euros y sus ingresos por comisiones lo hicieron un 43,6 %, hasta los 47,8 millones de euros. El número de contratos de clientes minoristas continuó siendo mayoritario, al representar el 93 % de los contratos totales (la misma proporción que en 2013).

El número de empresas de asesoramiento financiero siguió creciendo en el primer semestre de 2015.

Importes en miles de euros	2012	2013	2014	2013	2014	% var. año	
				S-2	S-1		S-2
NÚMERO DE ENTIDADES	82	126	143	126	134	143	13,5
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	14.776.498	17.630.081	21.391.417	17.630.081	14.456.415	21.391.510	21,3
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.199	4.991.653	5.488.399	5.719.292	14,6
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.947.782	4.465.564	4.828.459	22,3
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	8.690.646	4.502.452	10.843.759	24,8
NÚMERO DE CONTRATOS¹	3.484	4.002	4.629	4.002	4.344	4.639	15,9
Clientes minoristas	3.285	3.738	4.313	3.738	4.044	4.323	15,7
Clientes profesionales	175	235	276	235	264	276	17,4
Otros	24	29	40	29	36	40	37,9
INGRESOS POR COMISIONES²	26.177	33.273	47.746	33.273	21.513	47.767	43,6
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.167	33.066	21.071	47.188	42,7
De clientes	20.977	26.530	37.930	26.530	17.322	37.943	43,0
De otras entidades	5.088	6.537	9.236	6.537	3.749	9.245	41,4
Otros ingresos	112	206	579	206	442	579	181,1
PATRIMONIO NETO	13.402	21.498	26.529	21.498	22.915	26.538	23,4
Capital social	4.365	5.156	5.579	5.156	5.230	5.576	8,1
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	9.453	9.899	8.993	-4,9
Resultado del ejercicio ²	4.239	6.890	11.956	6.890	7.787	11.969	73,7

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Las perspectivas sobre las ESI son algo complejas como consecuencia de la fuerte competencia que están sufriendo por parte de las entidades de crédito.

Las perspectivas sobre el conjunto de ESI son algo complejas debido a la fuerte competencia que están sufriendo por parte de las entidades de crédito, particularmente nacionales. Estas entidades, que han sido predominantes en líneas de negocio como la comercialización de fondos de inversión, la colocación y el aseguramiento de inversiones o los servicios de administración y custodia de valores, han empezado a superar a las ESI en servicios como los de tramitación y ejecución de órdenes, un segmento tradicionalmente liderado por las ESI en cuanto a generación de comisiones¹². Este hecho, junto con la disminución de los corretajes aplicados por las ESI, explica que el volumen de contratación en los mercados aumente y, sin embargo, los ingresos percibidos por los intermediarios financieros por este concepto —el más relevante para ellos— disminuyan. Parece que los intermediarios financieros deberán seguir buscando ganancias de eficiencia para competir en mejores condiciones e incentivando las líneas de negocio que recientemente se están comportando mejor como, por ejemplo, la comercialización de IIC, la gestión de carteras o el asesoramiento financiero.

12 Véase capítulo 7 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2014.

**Estados de información sobre normas de conducta
de entidades que prestan servicios de inversión: datos relevantes
de actividad en 2014 por tipo de entidad**

RECUADRO 6

El número de entidades de crédito autorizadas (ECA) para la prestación de servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2014 era de 203 (incluidas sucursales y agentes establecidos en España), de las que 151 prestaban servicios de forma efectiva. Estas entidades prestaron servicios en el ámbito del mercado de valores a algo más de 9,5 millones de clientes minoristas, una cifra que viene mostrando una tendencia ligeramente decreciente en los últimos años. El 97 % de estos clientes corresponde a entidades nacionales y tan solo el 3 % a entidades extranjeras.

Los ingresos de las ECA por prestación de servicios en el ámbito del mercado de valores han alcanzado este año los 3.800 millones de euros. Los incentivos percibidos de terceros representaron el 57 % de los ingresos totales (muy concentrados en la operativa con IIC). La cifra de ingresos no incluye, lógicamente, el margen obtenido por las ECA en la venta de productos emitidos por la propia entidad. Por servicios, la distribución ha sido la siguiente: en torno al 66 % de los ingresos corresponde a intermediación (recepción, transmisión y colocación), el 16 % a servicios de administración y custodia, el 7 % a asesoramiento financiero, el 5 % a gestión discrecional de cartera y un 6 % a otros ingresos.

El servicio de intermediación por cuenta de clientes minoristas de las ECA ha crecido en 2014 tanto en número de operaciones como en importe intermediado e ingresos. El volumen intermediado de compras en productos de contado ha superado los 200 mil millones de euros; de este, aproximadamente el 60 % corresponde a IIC, el 25 % a renta variable, el 9 % a renta fija no compleja y el 6 % restante a productos complejos. Se mantiene la tendencia de traspaso de las compras desde la renta fija no compleja (en especial deuda pública) a las IIC que se viene observando en los últimos dos años. El volumen de derivados desciende en conjunto cerca del 12 %.

Las compras de productos complejos de contado sigue representando un porcentaje relativamente reducido respecto al conjunto de la inversión minorista (un 6 % del total sobre productos de contado, es decir, unos 12.000 millones de euros). Destaca en este ejercicio el significativo incremento de las compras de productos estructurados, que han alcanzado aproximadamente los 10.000 millones de euros. Se trata de productos comercializados principalmente por entidades de tamaño grande y en los que el servicio de asesoramiento va ganando importancia.

Los datos reportados sobre avisos realizados a clientes en la comercialización reflejan, en términos generales, que las operaciones se realizan con una evaluación previa de la adecuación del producto (evaluación de conveniencia o de idoneidad), sin que se utilice de forma indiscriminada la excepción permitida para productos no complejos (el régimen de «solo ejecución»). En particular, destacan las compras de IIC, en las que aproximadamente solo el 10 % se habría acogido a dicha excepción. Tampoco se observa una comercialización

significativa de productos no convenientes o sin haber sido evaluados por falta de información.

El servicio de asesoramiento financiero prestado por las ECA, si bien continúa siendo marginal, ha crecido de forma relevante en 2014 tanto en número de clientes minoristas a los que se presta (se alcanzan los 550.000), como en número de recomendaciones de compra (llegando a los 1,5 millones) e importe de las mismas (que superan los 60.000 millones de euros). El servicio de asesoramiento se encuentra retribuido fundamentalmente vía incentivos (representan el 95 % de los ingresos) y las recomendaciones de compra están centradas en las IIC (72 % del importe), seguidas de productos estructurados (con el 12 %), siendo este tipo de producto el que experimentó un mayor volumen de crecimiento en el año. Las recomendaciones en derivados OTC se concentran en un número reducido de entidades y productos (en especial, derivados ligados a divisas o tipos de interés). Aproximadamente el 68 % del volumen cuya compra se recomienda se refiere a productos vinculados a la entidad que presta el servicio.

El servicio de gestión discrecional de carteras registra asimismo un comportamiento positivo en 2014 en las ECA, con un importante incremento en el número de clientes minoristas (se superan los 190.000 clientes) y en el patrimonio gestionado (unos 24.300 millones de euros). El patrimonio efectivamente gestionado por las ECA se concentra en IIC (84 %), acentuándose la tendencia de concentración en este tipo de instrumentos ya observada en ejercicios anteriores. Les sigue la renta variable con el 11 %. En la prestación de este servicio de inversión, el peso de los productos vinculados es menor que en el asesoramiento y se sitúa en torno al 40 %.

Por lo que a las ESI se refiere, sin incluir a las EAFI, su importancia relativa respecto a las ECA es considerablemente menor en cuanto al número de clientes, que a 31 de diciembre de 2014 ascendían a 164.000, pero no tanto respecto al importe de ingresos totales por la prestación de servicios de inversión, que superaba los 1.000 millones de euros, más del 60 % derivados de servicios de intermediación. En cuanto a las EAFI, el número total de clientes a finales de año no superaba los 5.000 y los ingresos fueron de 47,5 millones de euros.

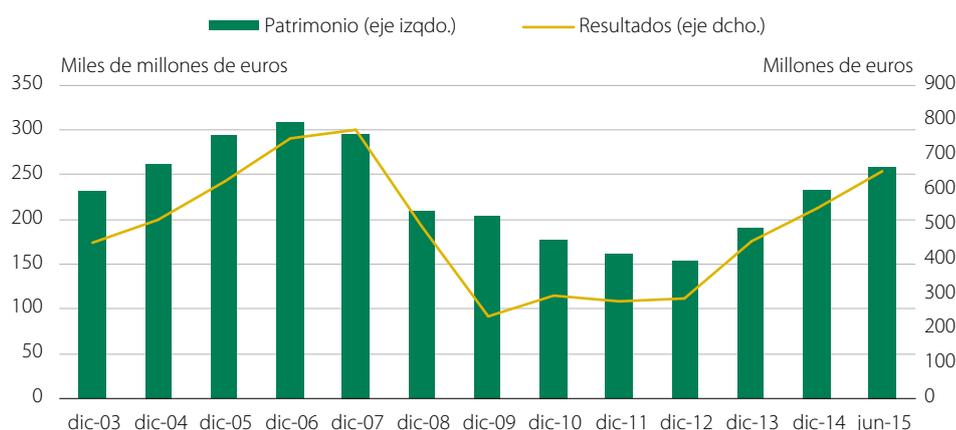
4.3 Sociedades gestoras de IIC

La expansión de la industria de la inversión colectiva, por tercer año consecutivo, repercutió positivamente en los beneficios de las SGIIC, que crecieron cerca de un 20 % en el primer semestre del año.

Durante la primera mitad de 2015 la actividad de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) siguió la tendencia expansiva iniciada en 2013, gracias al entorno de bajos tipos de interés, que favorecen la búsqueda de productos alternativos frente a los depósitos a plazo de los bancos. Así, el patrimonio gestionado por las SGIIC se situó en 259.000 millones de euros a finales de junio, lo que supone un incremento del 11,3 % en relación con la cifra de finales de 2014, mientras que los beneficios agregados antes de impuestos lo hicieron un 19,9 %, hasta los 654 millones de euros en términos anualizados (véase gráfico 23). La mayor parte de este avance, prácticamente el 90 %, tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron importantes subidas las sociedades de inversión. Por otra parte, es importante destacar que el grado de concentración del sector siguió siendo muy elevado: la cuota conjunta de las tres mayores gestoras era del 43,1 % del patrimonio total, incluso por encima del 36 % de finales de 2014.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2015 ha sido anualizado.

Esta mejora se vio reflejada en las comisiones de gestión de IIC, que son las que tienen un mayor peso para las SGIIC y que ascendieron a 2.414 millones de euros (en términos anualizados), un 20,5 % más que a finales de 2014. La comisión media de gestión se situó en el 0,93 % del patrimonio, por encima del 0,85 % de finales de 2014, lo que es consecuencia, básicamente, de la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo y, por lo tanto, con comisiones más altas. Del mismo modo, la ROE del conjunto de SGIIC experimentó un avance sustancial, como viene sucediendo en los últimos ejercicios, y pasó del 48,5 % de finales de 2014 hasta el 54,7 % de junio de este año. En línea con los buenos resultados, el número de entidades en pérdidas se redujo de 14 a 11, aunque el importe de las mismas aumentó ligeramente con relación a la cifra de cierre del ejercicio anterior (3,4 %), situándose en 2,9 millones de euros (anualizados) a finales del primer semestre.

La reorganización que se estaba produciendo en este sector como consecuencia de la reestructuración en el sector financiero parece estar llegando a su fin. Así, durante los ocho primeros meses del año, tan solo se ha producido una baja originada por dicho proceso. En este mismo periodo hubo dos altas y otra baja, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto de este año permanecía sin cambios respecto a diciembre de 2014, con un total de 96 entidades.

En la misma línea, las cifras de rentabilidad se incrementaron mientras que el número de gestoras en pérdidas se redujo.

El número de entidades que gestionan productos de inversión colectiva se mantiene estable en 96, pues el sector está ya cerca del final de su proceso reorganizativo.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ¹	Comisión media de gestión de IIC ¹ (%)	Ratio de comisiones ² (%)
2008	208.861	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	234.588	2.004	0,85	61,80
jun-2015	258.575	2.414	0,93	62,90

Fuente: CNMV.

1 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

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

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de ECR disminuyó en los primeros meses del año, a pesar de la creación de nuevos fondos y sociedades de capital-riesgo pyme al amparo de la nueva legislación del sector.

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) ha disminuido desde 344 en diciembre de 2014 hasta 340 en agosto de 2015, como consecuencia de la reducción en el número de sociedades de capital-riesgo (véase cuadro 19). Del total, 146 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 5 fondos de capital-riesgo pyme, 111 sociedades de capital-riesgo, 4 sociedades de capital-riesgo pyme y 74 sociedades gestoras de ECR. En el cuadro 19 se pueden observar ciertos cambios con respecto al año anterior, que son consecuencia de la nueva Ley 22/2014, de 12 de noviembre, ya que permite la creación de dos nuevos tipos de entidades: los fondos de capital-riesgo pyme y las sociedades de capital-riesgo pyme. Los cinco nuevos fondos de este tipo que se han creado son el resultado de la transformación de fondos de capital-riesgo ya existentes, mientras que una sociedad de capital-riesgo pyme proviene de otra ya existente y las tres restantes son de nueva creación.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2015

CUADRO 19

	Situación a 31/12/2014	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2015
Entidades	344	21	25	340
Fondos de capital-riesgo	145	8	7	146
Fondos de capital-riesgo pyme	0	5	0	5
Sociedades de capital-riesgo	125	1	15	111
Sociedades de capital-riesgo pyme	0	4	0	4
Sociedades gestoras de ECR	74	3	3	74

Fuente: CNMV.

Entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 el patrimonio de las ECR disminuyó un 2,57 %, hasta situarse en 8.479,96 millones de euros. Por tipo de entidad se observaron algunas diferencias, ya que el patrimonio de los FCR aumentó un 6,1 % mientras que el de las SCR se redujo un 9,30 %, hasta los 4.443,74 millones de euros.

En el caso de los FCR se aprecia una recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2015. Por un lado, disminuyó de forma importante la inversión realizada por los bancos y las cajas de ahorros (en concreto un 22,7 % y un 12,6 % respectivamente) y, en menor medida, la inversión de las entidades de capital-riesgo, tanto nacionales como extranjeras (véase cuadro 20). En el lado opuesto, destaca el incremento de las inversiones realizadas por las AA. PP., con un aumento del 42,8 %, y por los fondos soberanos, con una subida del 116,6 %, aunque estos últimos con cifras poco significativas.

El patrimonio de las ECR cayó un 2,6 % en 2014 debido a la disminución del de las sociedades. Por el contrario, el patrimonio de los fondos aumentó.

En los FCR disminuyó la relevancia de las entidades financieras como inversores en favor de otros como las AA. PP., los fondos soberanos y las personas físicas.

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 20

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2014	2015	2014	2015
Personas físicas				
Residentes	252,18	288,68	125,06	133,31
No residentes	4,63	9,11	2,09	3,75
Personas jurídicas				
Bancos	357,30	276,04	1.651,31	1.339,75
Cajas de ahorros	110,39	96,48	54,30	26,14
Fondos de pensiones	468,03	483,43	21,43	25,12
Compañías de seguros	115,63	133,58	25,09	41,08
Sociedades y agencias de valores	0,00	0,54	0,11	0,16
Instituciones de inversión colectiva	31,73	54,65	11,65	18,91
Entidades de capital-riesgo nacionales	151,84	148,48	82,42	81,17
Entidades de capital-riesgo extranjeras	207,28	195,46	1,38	0,00
Administraciones Públicas	396,89	566,87	268,85	269,64
Fondos soberanos	47,57	103,04	0,00	0,00
Otras empresas financieras	252,19	311,31	923,66	951,69
Empresas no financieras	552,32	474,73	1.515,95	1.296,55
Entidades extranjeras	646,18	752,22	80,77	114,19
Otros	210,24	141,60	135,62	142,28
TOTAL	3.804,40	4.036,22	4.899,69	4.443,74

Fuente: CNMV.

En cuanto a las SCR, los dos tipos de inversores más relevantes, los bancos y las empresas no financieras, redujeron su inversión en este tipo de entidades en 2014 (18,9 % y 14,5 %, respectivamente), mientras que el tercer tipo de inversor por su volumen (otras empresas financieras) la incrementó (un 3 %, hasta los 951,7 millones de euros). En cuanto a los inversores que más intensificaron su participación en términos relativos, destacan las compañías de seguros, con un incremento del

En las SCR los bancos también redujeron su exposición, al igual que las empresas no financieras, mientras que otras entidades financieras aumentaron su inversión.

63,7 %, y las IIC, con una subida del 62,3 %. La importancia relativa de las personas físicas en el sector capital-riesgo se incrementó en 2014 tanto en los FCR, con un 7,3 % del patrimonio total, como en las SCR, con un 3,1 % del total.

La inversión de las ECR cayó un 41 % en el primer semestre del año según los datos preliminares de ASCRI...

Según los datos preliminares proporcionados por la Asociación de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las ECR en España cayó un 41 % durante el primer semestre de 2015, hasta los 726 millones de euros, debido sobre todo a la falta de operaciones de gran volumen, frente a las cuatro operaciones de este tipo en el primer semestre de 2014. Por el contrario, el mercado de operaciones de tamaño medio y pequeño fue muy activo. De hecho, el 85 % lo constituyen operaciones en las que se invirtieron menos de cinco millones de euros de capital en pymes españolas en fases de arranque y expansión. Los sectores que mayor volumen de inversión recibieron fueron los de productos de consumo, productos y servicios industriales, e informática. Las desinversiones mantuvieron un volumen elevado en el primer semestre del año, situándose en 1.861 millones de euros, lo que prolonga la tendencia que comenzó el año pasado. En cuanto a la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*), las cifras provisionales del primer semestre apuntan a niveles de 1.185 millones de euros, por debajo de la cifra del primer semestre de 2014 (2.112 millones).

... pero las expectativas son, en general, positivas debido a la buena evolución de la economía española y al interés de los inversores internacionales.

A pesar de que las cifras del sector en los primeros meses de este año son peores que las del año pasado, las perspectivas sobre el capital-riesgo continúan siendo, en general, positivas. Aunque ciertos elementos de incertidumbre política pueden retrasar la consecución de algunas operaciones, pesa más la percepción relacionada con la intensa mejoría de la economía española. Se sigue observando un gran interés de los inversores internacionales por nuestro país, bien a través de la apertura de oficinas en España o bien invirtiendo desde fuera. También se aprecia un número elevado de gestoras en proceso de captación de fondos para invertir, por lo que un número considerable de operaciones podrían cerrarse en la segunda mitad de 2015, meses en los que tradicionalmente hay un mayor dinamismo. El papel jugado por Fond-ICO Global también seguirá siendo determinante en el desarrollo futuro del sector.