



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2010



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
2010**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín trimestral con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en la página web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Producciones MIC.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	43
	El mercado de Credit Default Swaps: áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias	45
	Óscar Arce, Javier González Pueyo y Lucio Sanjuán del Peso	
	Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias	67
	Ana Ispuerto Maté y María Victoria Villanueva Fresán	
III	Novedades regulatorias	85
	La Directiva UCITS IV	87
	María de los Ángeles Martínez Blasco y Mauro Racanati	
IV	Anexo legislativo	107
V	Anexo estadístico	115

Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	Asset Backed Securities
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación / Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange Traded Fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

I Informe de coyuntura de mercados ^(*)

* Este artículo ha sido elaborado por el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico mundial ha dado señales de mejoría en la primera mitad del año, si bien se observan diferencias sustanciales tanto entre las distintas economías como en la evolución temporal de la actividad económica y financiera en este periodo de tiempo. Las economías emergentes, especialmente las asiáticas, junto a la de EE.UU. continúan liderando la recuperación mundial, mientras que en la zona del euro la actividad crece de forma más moderada. No obstante, el reciente episodio de volatilidad en los mercados financieros que ha desencadenado la crisis de deuda griega ha aumentado la incertidumbre en torno a las expectativas de crecimiento para este año, especialmente en aquellas economías con fundamentos más débiles.

En este contexto, la evolución de los mercados financieros internacionales y nacionales a lo largo de los últimos meses ha estado condicionada por las turbulencias asociadas a la deuda soberana europea y el subsiguiente empeoramiento de la confianza a nivel agregado. Los mercados de renta fija a corto plazo continúan marcados por unas condiciones monetarias expansivas en la mayor parte de las economías, en la medida en que los tipos de interés oficiales se mantienen en mínimos históricos¹ (véase cuadro 1). A pesar de este último factor, los mercados interbancarios han mostrado una cierta tensión que se ha reflejado en un ligero aumento del diferencial de tipos de interés entre las operaciones depo y repo en EE.UU. En la zona del euro, donde la situación del interbancario es más delicada, los volúmenes negociados siguen en niveles muy reducidos. Por el contrario, el recurso a la liquidez del Eurosistema por parte de las entidades financieras sigue siendo intenso.

En los plazos más largos, como consecuencia de las tensiones en el ámbito de la deuda soberana de algunos países europeos, se ha observado una disociación entre los movimientos de los tipos de interés de la deuda pública de las economías consideradas como más solventes (Alemania y EE.UU.) y los de aquellas economías que han mostrado un deterioro económico y fiscal mayor en los últimos dos años (especialmente Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia). Así, los tipos de interés de la deuda a largo plazo de los países más sólidos han descendido en los últimos meses como consecuencia de un nuevo episodio de “huida hacia la calidad” mientras que, por el contrario, han ascendido en los países con posiciones fiscales más frágiles. Por su parte, las emisiones netas de instrumentos de deuda privada a largo plazo han registrado en los últimos meses un intenso retroceso. Esta tendencia es atribuible a la combinación de, por un lado, mayores niveles de incertidumbre y empeoramiento de las condiciones de financiación vigentes en los mercados mayoristas y, por otro lado, al progresivo proceso de desapalancamiento del sector privado.

En los mercados de cambios, destaca la notable depreciación del euro frente a las principales divisas desde finales de 2009, como consecuencia de las turbulencias

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

antes mencionadas y, en menor medida, de una recuperación algo más débil en Europa que en otras áreas. Así, en el primer semestre del año, el euro se ha depreciado respecto al dólar casi un 20%, hasta valores ligeramente superiores a 1,20 dólares/euro, y más de un 15% respecto al yen, hasta los 112 yenes/euro.

Los efectos de la crisis de deuda soberana europea también se han sentido, con distinta intensidad, en los mercados de renta variable de todo el mundo, particularmente en el segundo trimestre del año. En los primeros meses de 2010, los índices de renta variable norteamericanos y japoneses mostraron revalorizaciones notables que oscilaron entre el 4,1% del Dow Jones y el 7,8% del Topix, en línea con la publicación de diversos indicadores de actividad que avalaban la consolidación de una senda de recuperación económica en estos países, mientras que en las bolsas europeas ya se observaban caídas de precios en los índices de aquellas economías con perspectivas de crecimiento más moderadas. En el segundo trimestre del año, las caídas de las cotizaciones fueron generalizadas en las bolsas de las economías desarrolladas y también en las emergentes (véase cuadro 1), con pocas excepciones, en un contexto de creciente volatilidad.

En el ámbito nacional, los indicadores de actividad correspondientes a los primeros meses del año revelaban una incipiente mejoría que fue confirmada por el dato de crecimiento del PIB del primer trimestre. Con una tasa de variación trimestral del 0,1%, la economía española salió, técnicamente, de la recesión que había comenzado en el segundo trimestre de 2008. Sin embargo, este escenario de aparente inicio de la recuperación se está viendo obstaculizado en estos momentos por las tensiones en los mercados de deuda soberana, que han incidido notablemente en la práctica totalidad de los mercados financieros españoles. En los mercados de deuda, cabe señalar el notable aumento de la prima de riesgo del bono de deuda soberana evaluada tanto a través del *spread* con el bono alemán, que pasó de 54 puntos básicos (p.b.) a finales de 2009 hasta máximos superiores a 200 p.b. a principios de junio, como de la cotización de su CDS, que desde valores cercanos a los 110 p.b. a finales de diciembre creció hasta máximos próximos a los 270 p.b. durante la primera mitad de junio. En los días previos al cierre de este informe, se ha producido, no obstante, una tímida reversión de esta tendencia, aunque la volatilidad sigue siendo muy elevada. El incremento del riesgo soberano ha tenido un reflejo inmediato en las condiciones de financiación del sector privado, que se ha plasmado en el encarecimiento de las emisiones de deuda privada y en un descenso sustancial del volumen de dichas emisiones, todo ello en un contexto de difícil acceso al crédito bancario.

En los mercados de renta variable, el incremento de la incertidumbre dio lugar a descensos sustanciales de las cotizaciones, especialmente en el segundo trimestre del año, y a un incremento de la volatilidad hasta niveles superiores al 60%. Así, el Ibex 35 ha caído más de un 18% hasta la fecha de cierre de este informe, lo que supone el mayor descenso entre los índices referencia de las economías desarrolladas. El mejor comportamiento relativo en 2009 de las empresas con negocio más diversificado no parece mantenerse en 2010, con caídas prácticamente generalizadas e intensas en todas las entidades. Destaca el descenso de los precios de las acciones del sector bancario, que ha sido sensiblemente superior al del resto de sectores. La nota positiva en los mercados de renta variable viene de la mano de la contratación, que ha mostrado una recuperación notable desde los primeros meses de 2010, y de las condiciones de liquidez en el mercado, que también han mejorado recientemente.

	III 09	IV 09	I 10	II 10*
Tipos de interés a corto plazo (%) ¹				
Tipo de interés oficial	1,00	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 meses	0,77	0,71	0,64	0,71
Euribor 12 meses	1,26	1,24	1,22	1,27
Tipos de cambio ²				
Dólar / euro	1,46	1,44	1,35	1,23
Yen / euro	131,07	133,16	125,93	111,77
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ³				
Zona del euro				
3 años	1,54	1,55	1,17	0,62
5 años	2,35	2,27	2,15	1,49
10 años	3,29	3,22	3,12	2,61
EE.UU.				
3 años	1,46	1,37	1,49	1,20
5 años	2,36	2,33	2,42	2,04
10 años	3,39	3,59	3,72	3,25
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.) ³				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	897	714	588	685
BBB	287	242	184	216
AAA	40	28	31	15
EE.UU.				
<i>High yield</i>	743	582	502	614
BBB	253	189	140	194
AAA	64	51	51	59
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	19,6	3,2	-1,1	-7,3
Dow Jones	15,0	7,4	4,1	-4,2
Nikkei	1,8	4,1	5,2	-10,8
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	30,7	11,8	2,3	-2,0
Bovespa (Brasil)	19,5	11,5	2,6	-8,4
Shangai Comp. (China)	-6,1	17,9	-5,1	-17,3
BSE (India)	17,9	3,4	0,8	-0,4
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	20,1	1,6	-9,0	-10,4
PER del Ibex 35 ⁵	12,5	12,3	10,9	9,0
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	24,6	24,3	23,9	38,3
Contratación en el SIBE ⁷	3.264	4.086	3.637	4.922

Fuente: CNMV, Thomson Datastream, Bloomberg, Reuters, Banco de España, Bolsa de Madrid, MEFF y AIAF.

* Últimos datos disponibles en la fecha de elaboración del informe.

nd: datos no disponibles.

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. Los datos del segundo trimestre corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de junio.
- 2 Datos a final de periodo. Los datos del segundo trimestre de 2010 corresponden al 15 de junio.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del segundo trimestre de 2010 abarcan del 1 al 15 de junio.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el segundo trimestre corresponde a la acumulada hasta el 15 de junio.
- 5 Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos del segundo trimestre de 2010 son del 15 de junio.
- 6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del segundo trimestre de 2010 corresponde al promedio del periodo entre el 1 de abril y el 15 de junio.
- 7 Promedio diario, en millones de euros. Datos del segundo trimestre de 2010 hasta el 15 de junio.

2 Entorno financiero exterior

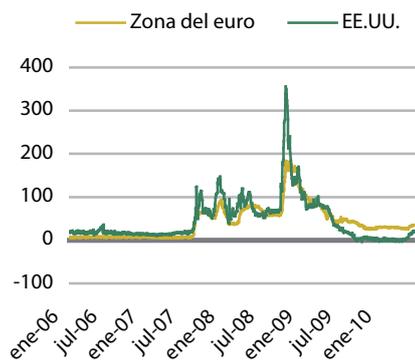
2.1 Tipos de interés a corto plazo

El comportamiento de los mercados financieros internacionales a lo largo del último semestre ha estado marcado por el reciente episodio de turbulencias asociado a la crisis de deuda soberana europea. En este escenario, los tipos de interés a corto plazo se han visto menos afectados que otros precios financieros, permaneciendo anclados en niveles históricamente reducidos como resultado de la estabilidad de los tipos de interés oficiales en las áreas geográficas más importantes (véase gráfico 2). No obstante, tanto en EE.UU. como en el área del euro se ha observado un cierto incremento de la tensión en los mercados interbancarios, que se ha traducido en un aumento reciente del diferencial de tipos de interés entre las operaciones depo y repo (véase gráfico 2). En la zona del euro, a pesar de que los *spreads* muestran un menor repunte en los últimos tiempos, el elevado volumen de financiación obtenida por las entidades a través del Eurosistema, junto con el reciente repunte en la utilización de la facilidad marginal de depósito, señalan que el mercado interbancario sigue operando bajo condiciones de elevada tensión.

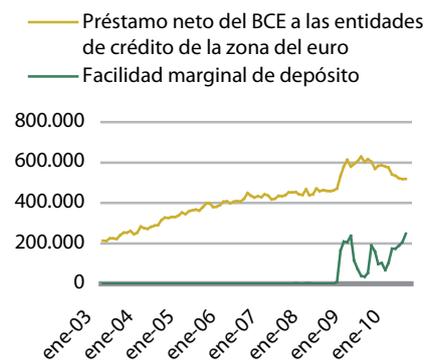
Spreads del mercado interbancario y financiación del Eurosistema

GRÁFICO 1

Spread tipo depo-repo (3 meses), p.b.



Préstamos y depósitos en el Eurosistema (mill. de euros)

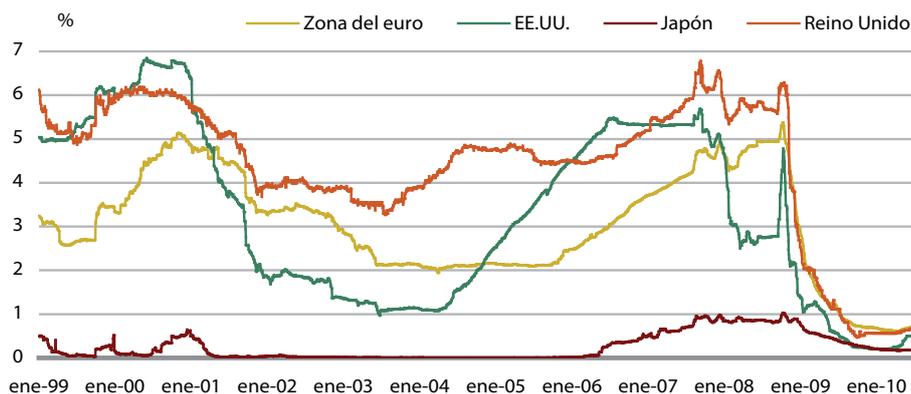


Fuente: Thomson Datastream. Datos de *spreads* hasta 15 de junio. Datos del Eurosistema hasta mayo.

La ausencia de presiones inflacionistas en las principales áreas ha permitido que los tipos de interés oficiales permanezcan invariables en niveles mínimos históricos. Únicamente en algunas economías emergentes, como Brasil, y otras desarrolladas, ligadas a las materias primas, como Australia y Noruega, se han producido incrementos reseñables en los mismos. Así, en los últimos seis meses, los tipos de interés oficiales han permanecido en el 0,25%, 0,50%, 1,0% y 0,1% en EE.UU., Reino Unido, la zona del euro y Japón respectivamente.

Tipos de interés a tres meses ¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Como se puede observar en el cuadro 2, los tipos de interés a corto plazo de las diferentes áreas geográficas (salvo Japón) descendieron levemente en el primer trimestre del año para repuntar en el segundo, particularmente en EE.UU. En esta economía se ha observado un incremento superior a los 27 puntos básicos en todos los plazos contemplados a lo largo del segundo trimestre de 2010, hasta quedar en 0,54 p.b., 0,75 p.b. y 1,20 p.b. en junio en los plazos de tres, seis y doce meses. En Europa, los tipos a corto plazo también repuntaron, aunque con bastante menos intensidad.

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 2

%	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10 ²
Zona del euro								
Oficial ³	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3 meses	3,69	4,84	3,27	0,71	0,77	0,71	0,64	0,71
6 meses	3,79	4,81	3,34	1,00	1,04	1,00	0,95	1,00
12 meses	3,93	4,79	3,43	1,24	1,26	1,24	1,22	1,27
EE.UU.								
Oficial ⁴	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	5,36	4,97	1,80	0,25	0,30	0,25	0,27	0,54
6 meses	5,35	4,82	2,15	0,45	0,68	0,45	0,41	0,75
12 meses	5,24	4,42	2,36	1,00	1,27	1,00	0,87	1,20
Reino Unido								
Oficial	4,50	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	4,58	5,26	2,99	0,65	0,64	0,65	0,65	0,74
6 meses	4,58	5,34	3,12	0,95	0,90	0,95	0,85	1,05
12 meses	4,60	5,47	3,25	1,45	1,39	1,45	1,35	1,45
Japón								
Oficial ⁵	0,25	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,56	0,98	0,91	0,28	0,36	0,28	0,25	0,24
6 meses	0,63	1,03	1,01	0,48	0,56	0,48	0,45	0,45
12 meses	0,74	1,10	1,12	0,70	0,80	0,70	0,68	0,67

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.

² El dato corresponde al promedio desde el 1 hasta el 15 de junio.

³ Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

⁴ Tipo de los fondos federales.

⁵ Tipo de la política monetaria.

La pendiente de la curva *doce meses – tres meses* se mantuvo prácticamente estable en todas las áreas, con movimientos inferiores a los 10 p.b. En la zona del euro, la pendiente quedó a mediados de junio en torno a los 56 p.b., en EE.UU. a los 66 p.b., en el Reino Unido a los 71 p.b. y en Japón a los 43 p.b.

En cuanto a los desarrollos más probables para los próximos meses, hay que destacar que las expectativas sobre los tipos de interés oficiales apuntan hacia su permanencia en los niveles mínimos actuales, al menos durante varios meses más. Los movimientos al alza se producirían, previsiblemente, antes en EE.UU. que en otras zonas, de acuerdo a los tipos de interés *forward* a tres meses, que anticipan alzas de 25 p.b. en un plazo de seis meses y de 50 p.b. en un año. Para la zona del euro no se atisban incrementos reseñables hasta dentro de un año (véase cuadro 3).

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses¹

CUADRO 3

%	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10 ²
Zona del euro								
Contado	3,73	4,68	2,89	0,70	0,75	0,70	0,63	0,72
FRA 3x6	3,94	4,52	2,17	0,82	0,84	0,82	0,80	0,87
FRA 6x9	4,07	4,42	1,97	1,21	1,03	1,21	1,01	0,96
FRA 9x12	4,13	4,33	2,13	1,61	1,34	1,61	1,14	1,01
FRA 12x15	4,13	4,30	2,22	1,90	1,65	1,90	1,29	1,09
EE.UU.								
Contado	5,36	4,70	1,43	0,25	0,29	0,25	0,29	0,54
FRA 3x6	5,31	4,15	1,07	0,42	0,41	0,42	0,40	0,71
FRA 6x9	5,21	3,69	1,16	0,77	0,68	0,77	0,64	0,82
FRA 9x12	5,06	3,45	1,29	1,23	1,02	1,23	0,91	0,94
FRA 12x15	4,94	3,36	1,45	1,59	1,47	1,59	1,28	1,12

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo.

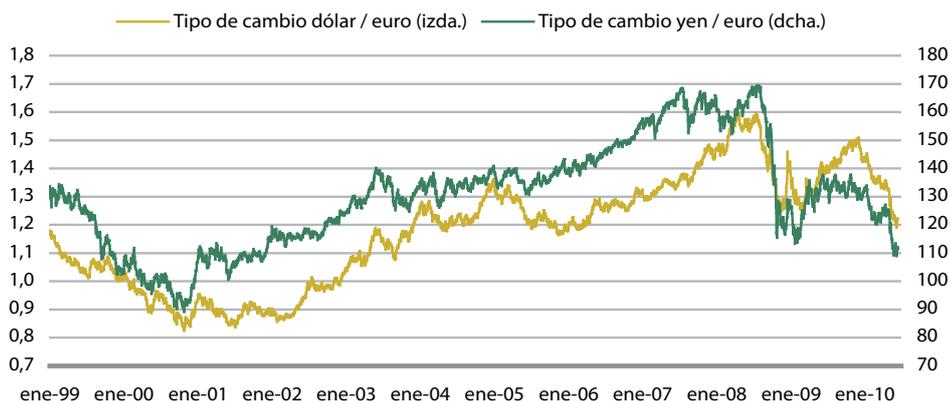
2 El dato corresponde al 15 de junio.

2.2 Tipos de cambio

En los mercados de cambios, destaca la notable depreciación del euro frente a las principales divisas desde finales de 2009 como consecuencia, fundamentalmente, de las turbulencias en los mercados de deuda soberana europeos y de una recuperación algo más débil en Europa que en otras áreas. Así, el euro se ha depreciado respecto al dólar casi un 20% desde mediados de diciembre de 2009, con caídas desde valores superiores a 1,50 dólares/euro hasta niveles ligeramente superiores a 1,20 dólares/euro a mediados de junio. Respecto al yen, el euro se ha depreciado más de un 15% en el mismo periodo (el tipo de cambio ha pasado de 133 yenes/euro a 112 yenes/euro).

Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen¹

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream.

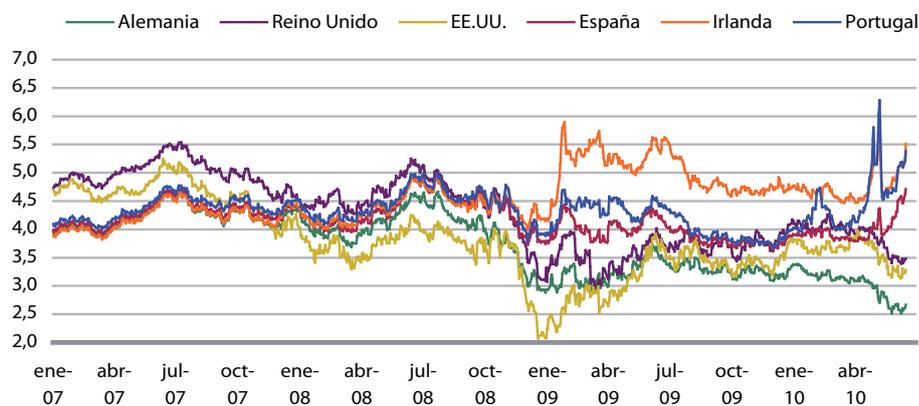
¹ Datos hasta el 15 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

A raíz de la evidencia de los graves problemas fiscales sufridos por Grecia, que comenzaron a hacerse patentes a finales de 2009, se ha observado una disociación entre los movimientos de los tipos de interés de la deuda pública de las economías consideradas como más solventes (Alemania y EE.UU.) y los de aquellas economías, principalmente europeas, que han mostrado un deterioro económico y fiscal mayor a lo largo de la crisis. Así, como puede observarse en el cuadro 4, los tipos de interés de la deuda a largo plazo de los países con mayor tradición de solvencia soberana han descendido en los últimos meses como consecuencia de un nuevo episodio de “huida hacia la calidad” de muchos inversores ante las turbulencias en los mercados de deuda soberana europeos. El incremento de la incertidumbre ha compensado con creces la presión alcista sobre los tipos de interés de la deuda, producida por el elevado volumen de emisiones de deuda pública en estas zonas, en un marco en el que se mantienen las intensas necesidades de financiación por parte de los respectivos Gobiernos.

Rentabilidad de la deuda pública a largo plazo

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream.

Entre diciembre de 2009 y junio de 2010, los tipos de interés de la deuda pública en EE.UU. han caído entre los 17 p.b. en el plazo de tres años y los 34 p.b. en el de diez años. Los descensos de los tipos a largo plazo en la zona del euro han sido mayores, variando entre los 93 p.b. para el plazo de tres años y los 61 p.b. para el plazo de diez años. El mayor descenso relativo de los tipos en los plazos más cortos ha propiciado un incremento de la pendiente de la deuda pública (diez años – tres años) en la zona del euro que ha pasado de los 167 p.b. en el promedio de diciembre de 2009 hasta los 199 p.b. en el promedio de junio. En EE.UU. dicha pendiente se ha reducido (desde los 222 puntos básicos hasta los 205 en los mismos periodos de tiempo) debido a un descenso mayor de los tipos a más largo plazo.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

%	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10 ²
Zona del euro								
3 años	3,75	3,96	2,07	1,55	1,54	1,55	1,17	0,62
5 años	3,77	4,04	2,50	2,27	2,35	2,27	2,15	1,49
10 años	3,80	4,27	3,04	3,22	3,29	3,22	3,12	2,61
EE.UU.								
3 años	4,58	3,12	1,07	1,37	1,46	1,37	1,49	1,20
5 años	4,53	3,49	1,51	2,33	2,36	2,33	2,42	2,04
10 años	4,57	4,10	2,40	3,59	3,39	3,59	3,72	3,25
Reino Unido								
3 años	5,00	4,48	2,60	1,67	1,90	1,67	1,87	1,35
5 años	4,94	4,61	2,80	2,69	2,64	2,69	2,79	2,22
10 años	4,64	4,63	3,33	3,94	3,76	3,94	4,02	3,47
Japón								
3 años	0,90	0,78	0,60	0,21	0,28	0,21	0,20	0,18
5 años	1,21	1,04	0,80	0,47	0,59	0,47	0,50	0,39
10 años	1,64	1,53	1,31	1,26	1,32	1,26	1,34	1,23

Fuente: Thomson Datastream.

nd: Dato no disponible.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 El dato corresponde al promedio entre el 1 y el 15 de junio.

Por el contrario, en el grupo de países que presentan mayores vulnerabilidades, especialmente en Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia, los mercados de deuda pública han evidenciado un grado creciente de tensionamiento que, con algún altibajo, ha llevado a los indicadores de riesgo soberano -*spreads* con respecto al bono alemán y CDS- a sus valores máximos desde el establecimiento de la moneda única (véanse cuadro 5 y gráfico 5). Los cuantiosos planes extraordinarios de estímulo fiscal y la operativa, muy intensa en la reciente recesión, de los estabilizadores automáticos, junto con los planes públicos de apoyo al sector financiero, han terminado aumentando considerablemente el riesgo soberano de muchas economías europeas hasta el punto, aparentemente insólito, de situar los niveles de riesgo de la deuda pública al mismo nivel o incluso por encima de los correspondientes a la deuda privada de elevada calidad crediticia.

Spread de la deuda pública a diez años respecto al bono alemán (p.b.) CUADRO 5

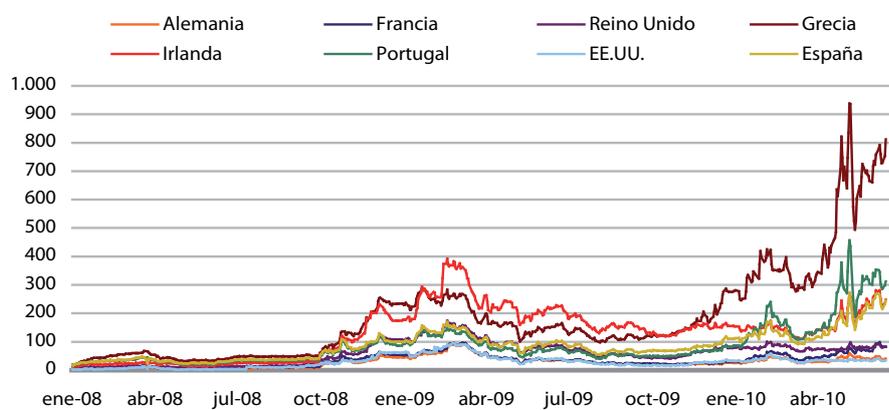
	España	Grecia	Portugal	Irlanda	Italia	Francia	Bélgica
dic-09	54	241	67	142	61	20	32
ene-10	79	367	121	152	78	26	36
feb-10	77	339	111	156	74	22	34
mar-10	72	334	112	145	77	33	44
abr-10	106	605	220	221	100	32	51
may-10	158	497	203	221	145	24	46
jun-10 ¹	206	631	274	287	141	43	80

Fuente: Thomson Datastream. Datos del último día del mes.

1 Datos a 15 de junio.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años) GRÁFICO 5

puntos básicos



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

En este contexto, los mercados de deuda de las economías europeas antes mencionadas lograron quebrar temporalmente su espiral de creciente inestabilidad tras la activación del plan de ayuda a Grecia² a principios de mayo y la aprobación a mediados del mismo mes de un mecanismo de asistencia financiera por la Unión Europea, que cuenta con la cooperación del FMI, dotado con 750 mil millones de euros. Al mismo tiempo, el BCE puso en marcha varias medidas para favorecer la liquidez en varios mercados de deuda pública y privada y reactivar temporalmente las líneas de *swaps* de dólares estadounidenses con varios de los principales bancos centrales. Por su parte, otras economías que también se están viendo directamente afectadas por esta nueva ola de inestabilidad, como España, Portugal e Italia, han anunciado en fechas recientes importantes planes de ajuste fiscal. Con posterioridad, incluso otros países europeos que disfrutaban de unas condiciones de financiación de sus déficits más holgadas, como Alemania, Francia y Reino Unido, también han activado importantes medidas de austeridad fiscal.

2 El 2 de mayo de 2010, la Unión Europea y el FMI acordaron activar un plan de ayuda a Grecia por valor de 110.000 millones de euros en tres años. El FMI participará con 30.000 millones de euros y los países de la zona del euro con 80.000 millones (30.000 millones en 2010). Las ayudas se efectuarán a través de préstamos bilaterales de cada Estado de la zona del euro a Grecia a un tipo de interés del 5%. A cambio, el Gobierno griego deberá implementar un plan de austeridad fiscal que le permita reducir el déficit público desde el 13,6% del PIB en 2009 hasta el 3% en 2014 y estabilizar los niveles de deuda pública.

Con todo, durante los últimos tres meses se vienen observando brotes recurrentes de inestabilidad en los mercados de deuda y, al cierre de este informe, todavía no hay evidencia de que las tensiones hayan retrocedido significativamente.

Los efectos de estas turbulencias, además de sentirse directamente sobre las finanzas públicas, están teniendo un fuerte impacto sobre las condiciones de financiación del sector privado. Así, la información estadística del primer semestre del año correspondiente a las primas de riesgo de los diferentes tipos de emisores a ambos lados del Atlántico y al volumen y composición de emisiones de deuda parece apuntar a la existencia de una cierta traslación del incremento de las primas de riesgo soberanas a las primas del sector privado y, también, a una cierta dificultad de las entidades privadas para emitir deuda, en un marco especialmente complejo por las dificultades añadidas que supone la restricción en la oferta de crédito bancario.

Como se observa en el cuadro 6, las primas de riesgo de la deuda privada de los emisores de calidad crediticia media y baja han repuntado con cierta intensidad en el segundo trimestre del año, aunque sus niveles continúan siendo reducidos respecto a los máximos producidos tras la quiebra de Lehman Brothers. Conclusiones similares se obtienen de los índices de riesgo de crédito de referencia en EE.UU. y Europa (CDX e Itraxx, respectivamente) como puede apreciarse en el gráfico 6. Como cabría esperar, el incremento de las primas de riesgo de crédito está siendo más intenso en el sector bancario, particularmente en Europa (véase gráfico 7).

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

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

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10 ²
Zona del euro								
<i>High yield</i>	332	462	2.181	714	897	714	588	685
BBB	94	163	621	242	287	242	184	216
AAA	25	82	160	28	40	28	31	15
EE.UU.								
<i>High yield</i>	331	541	1.923	582	743	582	502	614
BBB	129	222	737	189	253	189	140	194
AAA	58	105	315	51	64	51	51	59

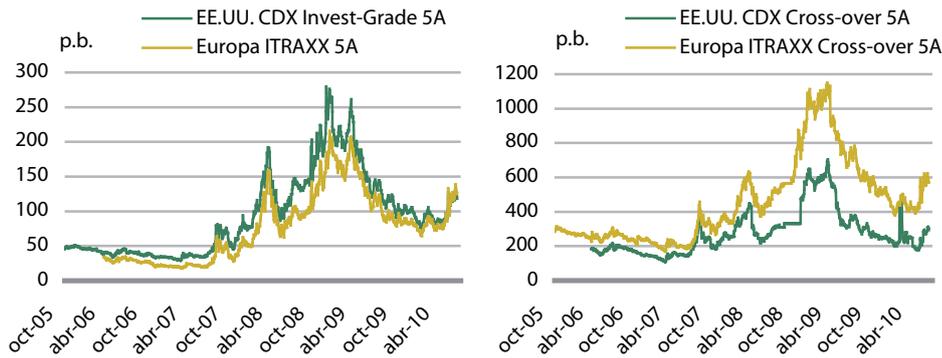
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Los datos corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de junio.

Índices de riesgo de crédito¹

GRÁFICO 6



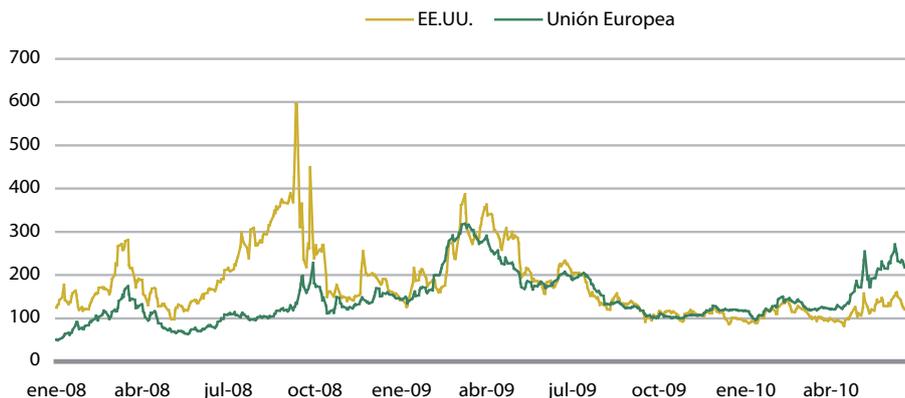
Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

- *Investment grade*: emisiones con un *rating* de BBB- o superior en el caso de S&P o Baa3 o superior en el caso de Moody's.
- *Cross-over*: emisiones que cumplen dos condiciones: 1) tener un *rating* otorgado por una agencia que se corresponda con el menor dentro del rango de *investment grade* y 2) tener un *rating* otorgado por una segunda agencia que esté fuera del rango *investment grade*.

Primas de riesgo de crédito del sector bancario (CDS a cinco años)

GRÁFICO 7



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

La información que se desprende de las emisiones de deuda en los mercados internacionales efectuadas en la primera mitad de este año revela que su volumen, en términos netos, podría ser equiparable a los máximos históricos alcanzados en 2009, superior a los seis billones de dólares. Sin embargo, este aparente dinamismo no es extensible a la mayoría de instrumentos financieros ni a los sectores emisores, en la medida en que cerca de dos tercios de las emisiones netas corresponden a deuda soberana y sólo un tercio de las emisiones han sido efectuadas por el sector privado (véase gráfico 8). La importancia relativa de las emisiones de deuda soberana, que alcanzaron el 67% del total en la primera mitad de 2010 desde el 59% en 2009, ha aumentado hasta valores significativamente superiores al porcentaje medio en la última década (39%). Este comportamiento revela las fuertes necesidades de financiación del sector público en las principales áreas geográficas. Además, en los primeros meses del año, se observa un cierto incremento en las emisiones de titulaciones

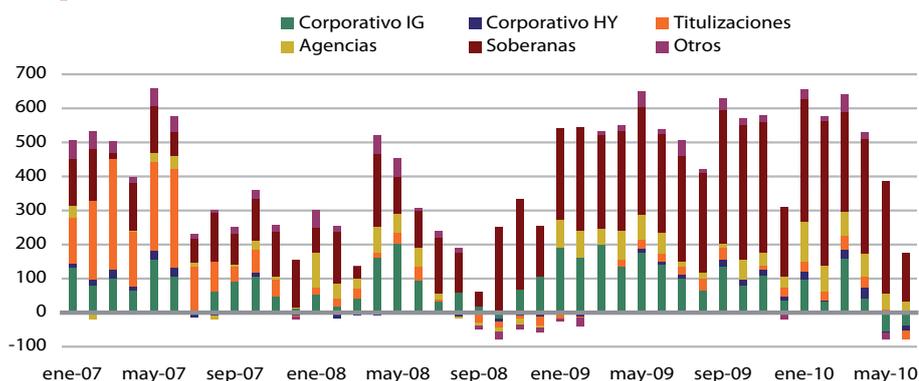
que, sin embargo, es atribuible en buena medida al dinamismo emisor de las agencias estadounidenses con apoyo estatal ante la completa retirada, el próximo 30 de junio, del mecanismo extraordinario puesto en marcha por la Reserva Federal para estimular la recuperación de estos mercados (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, TALF³). Atendiendo al tipo de sector emisor, se observa una caída relevante de los volúmenes de emisión de deuda en el sector privado de la economía, especialmente en el financiero.

El notable descenso de las emisiones de deuda en los últimos meses, que se acercan a los niveles mínimos observados a finales de 2008, puede entenderse como el resultado de la combinación de factores tanto de oferta como de demanda. Así, por un lado, las recientes turbulencias en los mercados financieros globales se han traducido en un aparente repunte de la aversión al riesgo de los inversores, lo que ha provocado un endurecimiento de las condiciones de oferta de financiación para la mayoría de los prestatarios, con las excepciones señaladas antes relativas a los emisores soberanos con mejor reputación de solvencia. Por otro lado, no es descartable que parte de la disminución en el nivel de nuevas emisiones de deuda sea el reflejo del proceso de desapalancamiento iniciado por el sector privado a raíz del estallido de la crisis financiera.

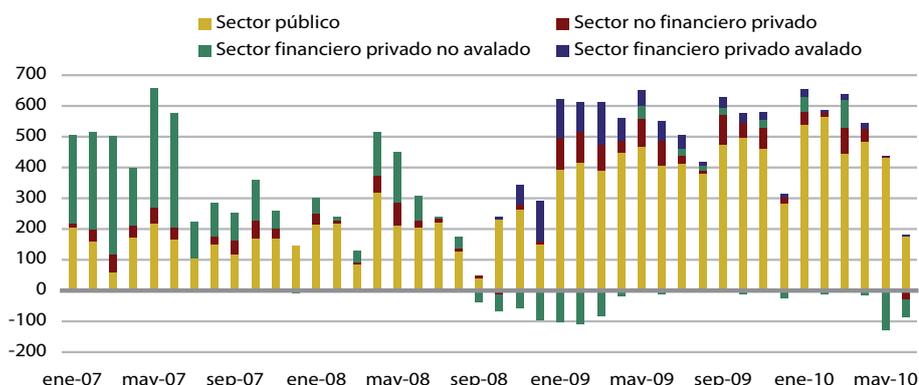
Emisiones netas de deuda en los mercados internacionales

GRÁFICO 8

Por tipo de instrumento financiero, miles de millones de dólares



Por tipo de sector, miles de millones de dólares



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 15 de junio. Datos de junio mensualizados.

3 El programa dejará de dar préstamos garantizados por emisiones nuevas de titulizaciones de créditos hipotecarios para la compra de inmuebles comerciales (*Commercial Mortgaged Backed Securities*, CMBS) el 30 de junio de 2010. Los préstamos garantizados por el resto de emisiones de titulización que podían optar al programa finalizaron el 31 de marzo de 2010.

2.4 Las bolsas internacionales

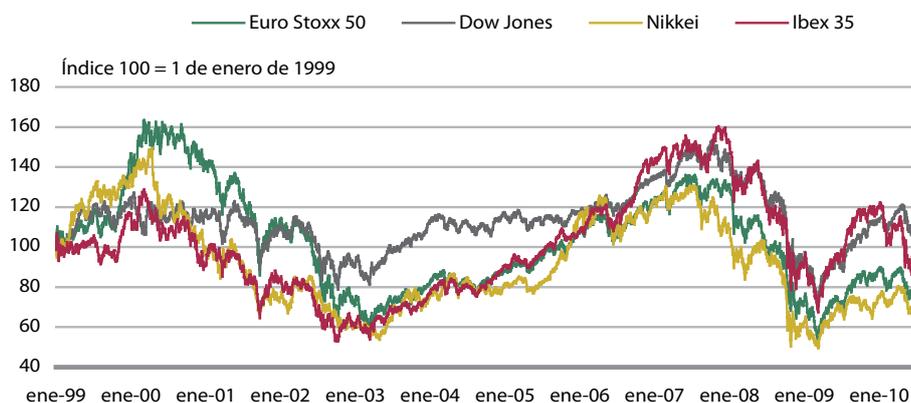
La crisis de deuda soberana europea ha marcado la evolución de los mercados internacionales de renta variable, especialmente de los europeos, ya desde los primeros meses del año, dando lugar a ventas significativas de títulos de renta variable, junto con descensos notables de sus precios, en las bolsas de estas economías. No obstante, a pesar de un cierto efecto de contagio generalizado entre las principales bolsas, como ya se observó en los mercados de deuda soberana, el comportamiento de las bolsas no ha sido homogéneo.

Así, en el primer trimestre del año, los principales índices de renta variable estadounidenses y japoneses mostraron revalorizaciones notables, en línea con la publicación de diversos indicadores de actividad que avalaban el progresivo afianzamiento de la recuperación económica en estos países (véase gráfico 9 y cuadro 7). Por su parte, las bolsas europeas tuvieron un comportamiento dispar en estos primeros meses del año, con movimientos que oscilaron entre la caída del 9% del Ibex 35 y la subida del 3,3% del Dax alemán. En el segundo trimestre, los índices de las bolsas de EE.UU. se comportaron, de nuevo, mejor en términos relativos ya que cedieron entre un 3,8% y un 4,6% frente a las pérdidas de los índices europeos que oscilaron entre el 5,5% del Euronext y el 10,4% del Ibex 35. Destaca en, este contexto, el comportamiento de la bolsa alemana, cuyo principal índice de renta variable se revalorizó un 0,3% en dicho trimestre.

En términos acumulados, desde comienzos de año, los índices norteamericanos presentan variaciones que van desde el -0,2% hasta el 1,6%, mientras que en Europa el nivel de dispersión es elevado. Así, mientras que el índice alemán ha mostrado una revalorización del 3,7%, otras plazas han experimentado caídas de diverso calibre que, por ejemplo, han llevado al índice español a acumular un descenso del 18,4%.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 7

	2005	2006	2007	2008	2009	III 09	IV 09	I 10	II 10 (hasta 15 de junio)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	
Mundo												
MSCI World	7,6	18,0	7,1	-42,1	27,0	16,9	3,7	2,7	-7,7	-5,1	14,4	
Zona del euro												
Euro Stoxx 50	21,3	15,1	6,8	-44,4	21,1	19,6	3,2	-1,1	-7,3	-8,4	11,7	
Euronext 100	23,2	18,8	3,4	-45,2	25,5	21,6	3,7	2,2	-5,5	-3,5	19,8	
Dax 30	27,1	22,0	22,3	-40,4	23,8	18,0	5,0	3,3	0,3	3,7	26,3	
Cac 40	23,4	17,5	1,3	-42,7	22,3	20,9	3,7	1,0	-7,9	-7,0	13,7	
Mib 30	13,9	19,0	-8,0	-48,7	20,7	19,6	-0,7	-0,4	-10,0	-10,4	2,6	
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-9,0	-10,4	-18,4	2,3	
Reino Unido												
FT 100	16,7	10,7	3,8	-31,3	22,1	20,8	5,4	4,9	-8,1	-3,6	20,6	
Estados Unidos												
Dow Jones	-0,6	16,3	6,4	-33,8	18,8	15,0	7,4	4,1	-4,2	-0,2	20,8	
S&P 500	3,0	13,6	3,5	-38,5	23,5	15,0	5,5	4,9	-4,6	0,0	20,7	
Nasdaq-Cpte	1,4	9,5	9,8	-40,5	43,9	15,7	6,9	5,7	-3,8	1,6	26,9	
Japón												
Nikkei 225	40,2	6,9	-11,1	-42,1	19,0	1,8	4,1	5,2	-10,8	-6,2	-1,5	
Topix	43,5	1,9	-12,2	-41,8	5,6	-2,1	-0,2	7,8	-10,2	-3,2	-7,2	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

El descenso más o menos generalizado en los precios de la renta variable, especialmente en el segundo trimestre del año, ha venido acompañado de nuevos incrementos de la volatilidad de los mercados (véase el cuadro 8). Aunque en algunas bolsas los aumentos de la volatilidad histórica han sido considerables (véase gráfico 10), superando en ocasiones el 60%, los niveles alcanzados no han superado los máximos observados tras la quiebra de Lehman Brothers y, además, parecen haber iniciado una tendencia descendente desde los primeros días de junio.

Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

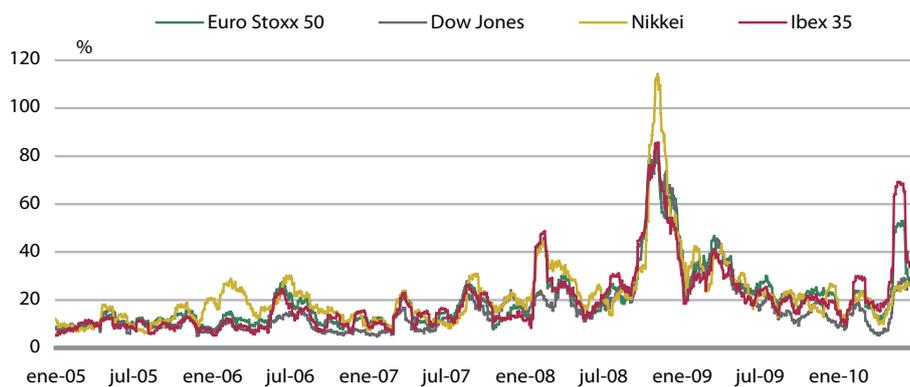
CUADRO 8

%	1999-2003	2004-2007	2007	2008	2009	III 09	IV 09	I 10	II 10 ²
Euro Stoxx 50	25,1	13,2	14,9	33,7	26,9	22,1	22,0	17,8	31,2
Dow Jones	18,8	10,8	13,1	31,6	22,4	15,9	14,6	12,3	17,9
Nikkei	23,0	16,3	16,7	38,2	26,3	21,6	20,5	18,3	20,4
Ibex 35	23,1	12,4	15,3	35,0	24,2	20,4	19,9	20,9	41,1

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 15 de junio.



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

El comportamiento de las bolsas de las economías emergentes tampoco ha sido ajeno a la crisis de deuda soberana europea aunque, como en EE.UU., el incremento de la incertidumbre no se ha traducido en descensos de las cotizaciones hasta el segundo trimestre del año. En los primeros meses del mismo, y prácticamente con la excepción más reseñable de la bolsa china, los índices de renta variable de las economías emergentes mostraron notables revalorizaciones, en línea con su mayor dinamismo económico. Los mayores incrementos se produjeron en las bolsas emergentes del este de Europa (véase cuadro 9) y en las latinoamericanas. En Asia, la bolsa china cedió algo más de un 5%, mientras que el resto de bolsas, con la excepción de las bolsas de Indonesia y de Tailandia, se revalorizaron con una intensidad más modesta que el resto de referencias.

En el segundo trimestre del año, el incremento de la incertidumbre agregada repercutió en el comportamiento de todos los índices emergentes, invirtiendo la tendencia alcista de los primeros meses del año y, en algunos casos, produciendo retrocesos sustanciales. Los mayores descensos se produjeron en las bolsas de Europa del Este y en las latinoamericanas, al registrar caídas superiores al 10% en casi todos los casos. Únicamente Chile y Venezuela escaparon de esta tendencia. En Asia, las pérdidas fueron inferiores (en casi todos los casos no llegaron a caer ni un 4%) salvo en el caso de China, cuyo índice de referencia cedió más de un 17%.

Estos fuertes movimientos en ambos sentidos en las bolsas emergentes hacen que en el conjunto del año la evolución de estos mercados sea de lo más variada, como ilustra el cuadro 9.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

Índice	2007	2008	2009	III 09	IV 09	I 10	II 10 (hasta 15 de junio)			
							% trim	% s/ dic	% anual	
Latinoamérica										
Argentina	Merval	2,9	-49,8	115,0	30,7	11,8	2,3	-2,0	0,2	40,6
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	82,7	19,5	11,5	2,6	-8,4	-6,0	23,8
Chile	IGPA	13,8	-19,6	46,9	7,5	4,7	6,1	6,1	12,5	21,7
México	IPC	11,7	-24,2	43,5	20,0	9,9	3,6	-1,7	1,8	31,3
Perú	IGRA	36,0	-59,8	99,2	16,0	-7,3	7,7	-4,7	2,7	6,9
Venezuela	IBC	-27,4	-7,4	57,0	13,0	9,4	5,9	11,3	17,9	49,7
Asia										
China	Shangai Comp.	96,7	-65,4	80,0	-6,1	17,9	-5,1	-17,3	-21,6	-7,9
India	BSE	59,7	-55,3	85,0	17,9	3,4	0,8	-0,4	0,4	19,2
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	32,3	-40,7	49,7	20,4	0,6	0,6	-0,2	0,4	19,7
Filipinas	Manila Comp.	21,4	-48,3	63,0	14,9	9,0	3,6	3,8	7,5	25,6
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	52,0	14,0	4,4	-2,9	-5,5	-8,3	8,5
Indonesia	Yakarta Comp.	52,1	-50,6	87,0	21,7	2,7	9,6	1,9	11,7	36,7
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	31,8	-39,3	45,2	11,8	5,9	3,8	-1,7	2,0	19,0
Singapur	SES All-S'Pore	18,7	-49,2	64,5	14,5	8,4	-0,4	-2,4	-2,7	21,7
Tailandia	Bangkok SET	26,2	-47,6	63,2	20,0	2,4	7,3	-1,0	6,2	27,5
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	8,7	-46,0	78,3	16,7	9,0	-3,3	-5,9	-9,0	19,7
Europa del Este										
Rusia	Russian RTS Index	19,2	-72,4	128,6	27,1	15,2	8,9	-11,2	-3,3	29,7
Polonia	Warsaw G. Index	10,4	-51,1	46,9	23,5	6,4	6,2	-3,2	2,7	28,7
Rumanía	Romania BET	22,1	-70,5	61,7	28,0	6,7	27,2	-16,8	5,8	40,8
Bulgaria	Sofix	44,4	-79,7	19,1	34,6	-11,0	-1,4	-11,0	-12,2	2,4
Hungría	BUX	5,6	-53,3	73,4	32,0	4,9	14,2	-11,5	1,1	35,0
Croacia	CROBEX	63,2	-67,1	16,4	15,9	-8,8	6,9	-8,9	-2,6	-0,3

Fuente: Thomson Datastream.

En cuanto a las rentabilidades, el descenso del rendimiento ofrecido a través de los dividendos que se observó en la segunda mitad de 2009 tendió a estabilizarse en los primeros meses de este año y repuntó con cierta intensidad en los meses centrales del mismo (véase cuadro 10). Las rentabilidades por dividendo ofrecidas por las diferentes bolsas europeas se encuentran en niveles que oscilan entre el 3,3% del Dax 30 y el 5,6% del Ibex 35 y del Cac 40, por encima de las ofrecidas por las bolsas norteamericanas y japonesas (2,4% del S&P 500 y 1,9% del Topix).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

%	2006	2007	2008	2009	sep-09	dic-09	mar-10	jun-09 ¹
S&P 500	1,9	2,2	3,5	2,3	2,4	2,3	2,2	2,4
Topix	1,1	1,5	2,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,9
Euro Stoxx 50	3,5	3,7	7,5	4,2	4,6	4,2	4,3	4,9
Euronext 100	3,3	3,8	7,9	4,2	4,7	4,2	4,2	4,6
FTSE 100	3,8	3,9	5,8	3,7	3,9	3,7	3,5	4,3
Dax 30	2,3	2,5	5,4	3,5	3,7	3,5	3,2	3,3
Cac 40	3,8	4,3	8,1	5,0	5,2	5,0	5,0	5,6
Mib 30	3,7	3,8	8,6	3,4	3,8	3,4	3,7	4,2
Ibex 35	3,0	3,1	6,2	3,9	4,5	3,9	4,5	5,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a 15 de junio.

Las ratios precio sobre beneficio (PER) descendieron a lo largo del primer semestre de 2010 en los índices de renta variable más importantes, incluso hasta valores inferiores a 10 en muchas de las referencias europeas (véase el cuadro 11). El descenso, que fue más intenso en el segundo trimestre del año, tuvo su origen tanto en la caída de los precios de la renta variable como en el incremento de los beneficios esperados por acción en todas las bolsas. Los mayores crecimientos relativos de los beneficios esperados por acción en el primer semestre del año se registraron en los índices británico, japonés y alemán. La comparación de la ratio PER entre diferentes índices revela que ésta sigue siendo superior en las bolsas de EE.UU. (12,4 para el S&P 500) y de Japón (15 para el Topix) respecto a las europeas (que oscilan entre 9 del Ibex 35 y 10,7 del índice Dax 30 y Euronext 100), si bien la diferencia entre el PER del índice japonés y el del resto de bolsas se ha reducido ligeramente respecto a trimestres anteriores como consecuencia del mayor descenso del PER del primero, cercano a 4,5 en el primer semestre del año. La diferencia entre el PER de las bolsas de EE.UU. y el de las europeas se ha mantenido relativamente estable. Desde una perspectiva temporal amplia, los niveles actuales de PER siguen siendo relativamente bajos (véase gráfico 12).

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 11

	2006	2007	2008	2009	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10 ²
S&P 500	15,1	14,7	11,3	14,6	15,0	14,6	14,2	12,4
Topix	17,8	15,1	15,6	19,3	23,9	19,3	17,7	15,0
Euro Stoxx 50	12,2	11,6	7,8	11,5	11,8	11,5	11,0	9,3
Euronext 100	12,9	12,3	8,3	12,7	13,5	12,7	12,5	10,7
FTSE 100	12,4	12,1	8,3	12,5	13,7	12,5	11,8	9,5
Dax 30	12,8	12,3	8,8	12,7	13,4	12,7	12,2	10,7
Cac 40	12,7	11,8	8,0	12,1	12,6	12,1	11,8	9,9
Mib 30	13,1	11,5	7,6	12,4	12,9	12,4	12,1	9,9
Ibex 35	14,3	13,0	8,7	12,3	12,5	12,3	10,9	9,0

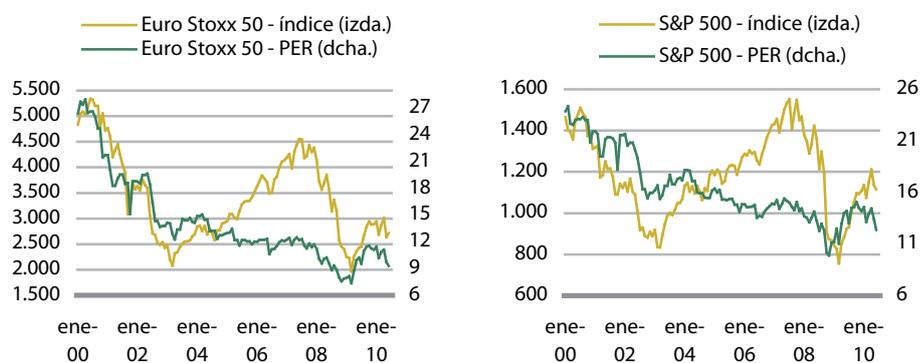
Fuente: Thomson Datastream.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses.

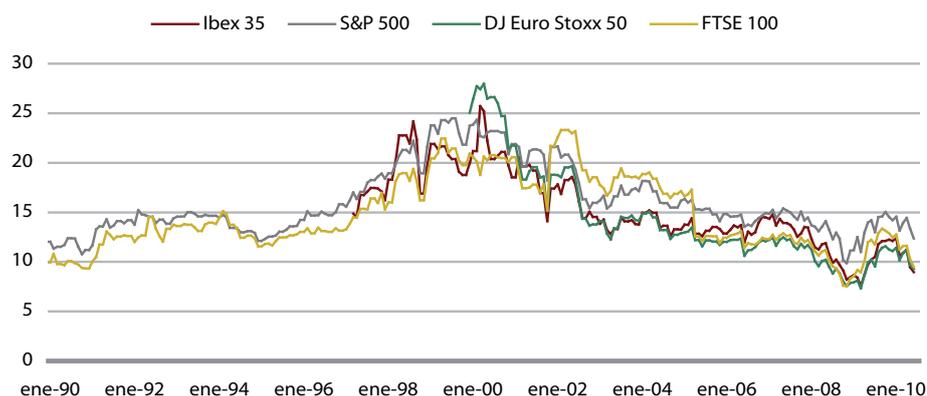
2 Datos a 15 de junio.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50 y S&P 500

GRÁFICO 11



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



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de junio.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses.

La contratación en las principales bolsas internacionales, que descendió notablemente en 2009, mostró un comportamiento dispar entre los mercados de EE.UU. y los del resto del mundo, tal y como ocurrió en 2008, aunque ahora en sentido inverso (véase cuadro 12). De este modo, la contratación de las bolsas europeas creció de forma sustancial en los cuatro primeros meses del año⁴, a tasas superiores al 20% en casi todas ellas, mientras que la contratación de las bolsas estadounidenses descendió entre un 2,6% y un 5,8%. En las bolsas asiáticas, que presentan algo más de heterogeneidad, las cifras de contratación también fueron superiores en términos interanuales.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 12

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2006	2007	2008	2009	III 09	IV 09	I 10	II 10 ³
EE.UU. ¹	27.044	32.758	48.488	22.451	4.906	4.913	5.365	4.985
Nueva York	17.222	21.177	23.042	12.627	2.788	2.745	2.996	2.866
Tokio	4.617	4.713	3.816	2.656	661	621	674	556
Londres	5.991	7.545	4.374	1.270	302	303	343	260
Euronext	3.006	4.102	3.028	1.383	348	365	375	325
Deutsche Börse	2.165	3.144	3.211	1.084	272	280	309	282
Borsa Italiana	1.258	1.681	1.029	673	187	175	169	173
BME ²	1.154	1.666	1.243	886	217	259	229	256

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

1 Desde 2009 se considera la suma de New York Stock Exchange (NYSE) Euronext y Nasdaq. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq y American Stock Exchange.

2 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Datos correspondientes a abril y mayo, salvo para BME que incluye abril, mayo y la primera quincena de junio.

4 En el caso de la bolsa española, los datos alcanzan el 15 de junio.

3 Mercados de renta fija en España

Tras el comportamiento relativamente estable de los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública española en el primer trimestre de 2010, a partir de abril se ha observado un fuerte repunte en los mismos, a pesar de la ausencia de indicios de una posible subida de los tipos de interés oficiales del BCE. En concreto, el promedio durante la primera quincena de junio de las rentabilidades de las letras del Tesoro a seis y doce meses ha repuntado en 58 p.b. y 99 p.b. respecto al promedio de marzo, hasta el 1,11% y 1,71%, respectivamente, después de un leve descenso de en torno a 15 p.b. en ambos plazos en el primer trimestre de 2010. Las rentabilidades en los plazos más cortos (hasta tres meses) han mostrado una mayor estabilidad en el segundo trimestre del año y se sitúan en el 0,69%, niveles similares al promedio de marzo, y un aumento de 27 p.b. respecto al promedio de diciembre de 2009. Por su parte, los tipos de interés de los pagarés de empresa en todos los vencimientos se han mantenido en los mismos niveles durante el primer semestre del año, con los plazos más cortos anclados en torno al 0,9% y los más largos ligeramente por debajo del 1,6% (véase el cuadro 13).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 13

%	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10
Pagarés de empresa²							
3 meses	4,97	3,45	0,89	0,95	0,89	0,84	0,89
6 meses	4,91	3,54	1,17	1,22	1,17	1,14	1,18
12 meses	4,85	3,68	1,43	1,45	1,43	1,42	1,55

Fuente: AIAF.

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

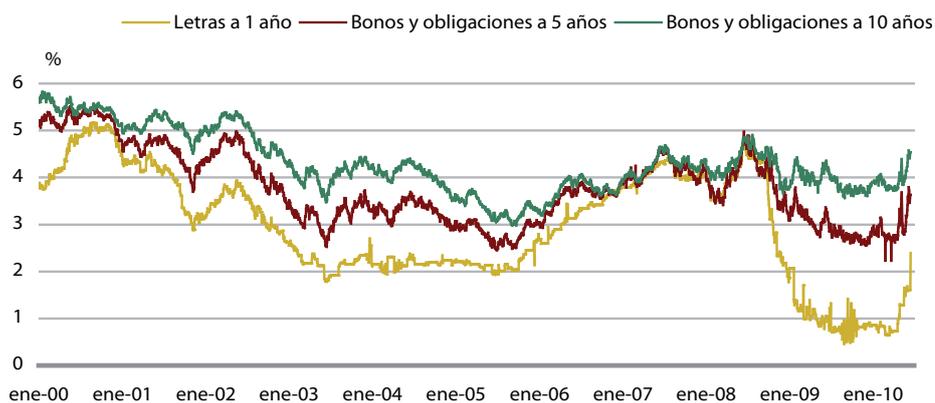
2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

Los plazos largos de la curva de rendimientos de la deuda pública española han experimentado un aumento generalizado en el segundo trimestre del año, en detrimento, por ejemplo, de los bonos del Estado alemán (véase gráfico 4). Así, las rentabilidades de la deuda pública española a diez años se han incrementado cerca de 80 p.b. en el segundo trimestre, hasta el 4,5% de promedio en la primera mitad de junio, con un aumento mayor en el vencimiento a tres años (de 1,89% hasta 3,24%). Como consecuencia de ello, la pendiente de la curva *diez años – tres años*, que se mantuvo sin cambios en el primer trimestre del año, ha descendido en torno a 60 p.b. en el transcurso del segundo semestre de 2010, hasta 1,3 p.p.

Con todo, el acontecimiento más importante en el contexto de la deuda pública española en los últimos meses es el incremento considerable en las primas de riesgo soberano. De hecho, el diferencial entre los tipos de interés de la deuda pública española y la alemana a diez años prácticamente se triplicó a lo largo del segundo trimestre del año hasta superar los 200 p.b. Este comportamiento ha sido similar al observado en la prima de riesgo a cinco años del bono español que, a pesar de haber caído por debajo de los 100 p.b. en marzo, ha crecido con fuerza desde entonces, hasta registrar en junio máximos históricos desde la adopción del euro, superando puntualmente los 270 p.b. (véase el gráfico 14).

Rentabilidades de la deuda pública española¹

GRÁFICO 13

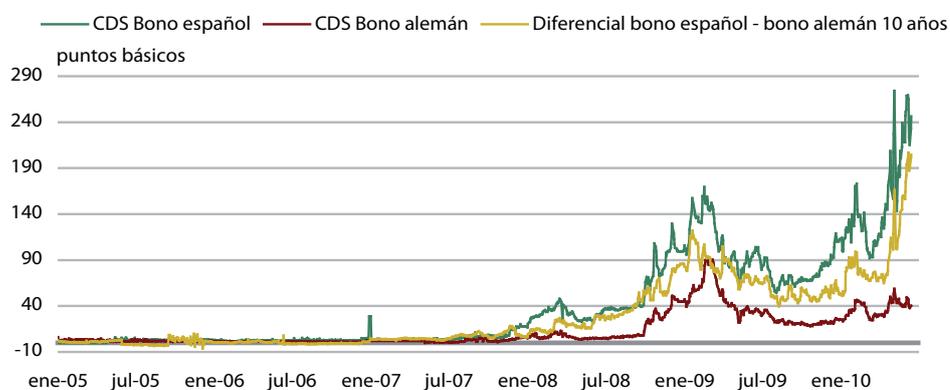


Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

Por su parte, las rentabilidades en los mercados de renta fija privada han descendido en todos los vencimientos a largo plazo desde finales de 2009 (entre 55 y 100 p.b.), hasta el 2,2%, 3,4% y 4,5% para los plazos de tres, cinco y diez años. Estos descensos se han concentrado en el segundo trimestre del año. No obstante, las primas de riesgo de crédito han repuntado ostensiblemente desde principios de año, especialmente, en el segundo trimestre, con un aumento algo más acusado de las primas pagadas para protegerse contra el riesgo de impago de las entidades financieras (véase el gráfico 15). Esto último respondería a la incertidumbre que todavía recae sobre el proceso de reordenación y saneamiento del sector, así como al reciente deterioro en las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la economía española, inducido por la fuerte corrección fiscal aprobada durante el mes de mayo.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo ¹

CUADRO 14

%	dic-07	dic-08	dic-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10
Renta fija privada ²							
3 años	4,59	3,79	3,19	3,22	3,19	2,93	2,23
5 años	4,65	4,17	4,19	4,31	4,19	4,10	3,43
10 años	4,94	4,73	5,02	5,14	5,02	4,97	4,45

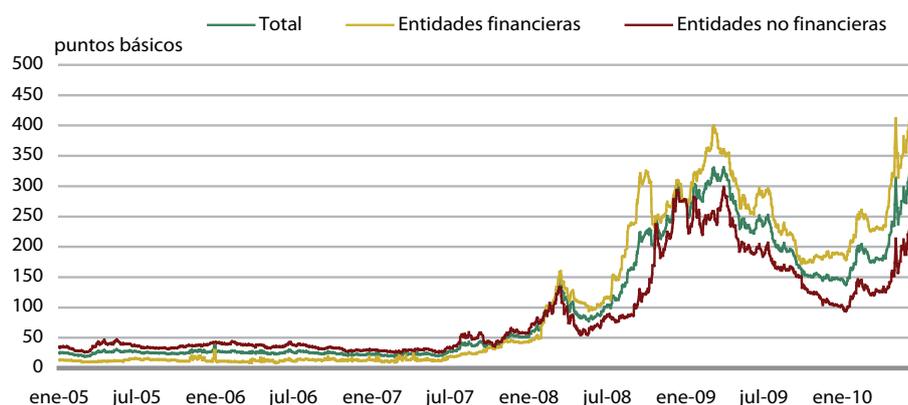
Fuente: AIAF.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de junio corresponden al promedio entre los días 1 y 15.

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

Prima de riesgo agregada ¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 15



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

1 Media simple.

En relación a la actividad emisora, durante el primer semestre de 2010 (con datos hasta el 15 de junio) el importe de la emisión bruta de renta fija privada registrada en la CNMV alcanzó los 95.519 millones de euros, un 57% inferior al importe emitido en el mismo periodo de 2009 (véase el cuadro 15). Como viene siendo habitual, las entidades financieras realizaron la mayor parte de las emisiones, concretamente el 97% de ellas, si bien su volumen descendió un 57% respecto a los seis primeros meses de 2009. Por su parte, la caída de las emisiones de las sociedades no financieras fue del 46%.

En este contexto, cabe señalar que en el año 2009 hubo un cambio sustancial en la composición de estas emisiones, en parte condicionado por las medidas extraordinarias de apoyo al sistema financiero. En el primer trimestre de 2010, con una caída generalizada en la emisión de todos los instrumentos, se mantuvo esta tendencia en la composición, si bien, en los últimos meses, los mercados han permanecido casi cerrados como consecuencia de la inestabilidad introducida por la crisis de deuda soberana europea, que ha llevado a los inversores a buscar refugio en otros activos considerados más seguros.

Por tipo de activo, el desglose de emisiones fue el siguiente:

- La emisión de pagarés del conjunto de entidades ascendió a 49.672 millones de euros entre enero y junio de 2010, lo que supone un 52% menos que en el mismo periodo de 2009. Su contribución al descenso en el total de instrumentos

fue de 24 p.p., debido a su mayor peso relativo (52% del total de emisiones, 3 p.p. más que a finales de 2009).

- La emisión de bonos y obligaciones no convertibles quedó en 14.863 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 62% (aportó 11 p.p. al descenso en el total de emisiones). Esta evolución se ha visto fuertemente influida por cierta pérdida de dinamismo en las emisiones de entidades financieras avaladas por el Estado. Así, en lo que llevamos de año cerca de 6.900 millones de euros corresponden a emisiones avaladas (un 46% de las emisiones de bonos simples), cuando en el mismo periodo del año anterior se registraban cerca de 31.000 millones (un 83% de las emisiones de bonos simples en aquel periodo). Esta vía de financiación ha sido utilizada, fundamentalmente, por las cajas de ahorros, que concentran el 82% del total de emisiones avaladas.
- Las cédulas hipotecarias, vistas en estos momentos como uno de los activos de renta fija privada más seguros, por tener tanto el respaldo de la cartera hipotecaria de la entidad como de su patrimonio, han sido el instrumento que menos se ha visto afectado por la reciente crisis de deuda, con una caída del 22% en el periodo acumulado hasta junio de 2010 respecto a hace un año (lo que supone 2 p.p. del descenso en las emisiones totales). Además, su evolución en el último año se ha visto favorecida por el programa de compras del BCE que expira en este mes de junio⁵. El peso de este activo en el total de emisiones asciende al 15%, 6 p.p. superior al de finales de 2009.
- La emisión de bonos de titulización, con sólo 12.929 millones de euros en lo que va de año, ha caído un 75% en términos anuales, lo que supone el mayor descenso por tipo de instrumento de renta fija emitido. Desde comienzos de 2010 sólo se han registrado once emisiones de este tipo por parte de las entidades financieras (47 en el primer semestre de 2010). La emisión de estos productos estructurados podría estar reflejando, además del incremento de la desconfianza general de los agentes, el endurecimiento de los criterios para admitir estos productos como garantía aceptable para obtener financiación del BCE⁶ y los posibles cambios que están discutiéndose en la actual revisión del marco de Basilea III que, previsiblemente, supondrán una penalización para ellos.
- Finalmente, cabe destacar que desde comienzos del año no se ha registrado ninguna emisión de participaciones preferentes, que alcanzaron aproximadamente los 7.000 millones de euros en los primeros seis meses de 2009 (un 3,2% de las emisiones totales), en un contexto en el que estas emisiones se vieron favore-

5 Desde su puesta en marcha el 6 de julio de 2009 hasta el 15 de junio de 2010, el importe de estas compras asciende a 57.833 millones de euros.

6 El BCE introdujo en febrero de 2009 nuevas reglas sobre los descuentos (*haircut*) aplicados al valor de los bonos de titulización admitidos como colateral en sus operaciones de financiación. En concreto, elevó el *haircut* para todos estos activos hasta el 12%, además de imponer un descuento adicional del 5% en caso de que carezcan de una valoración externa a precios de mercado. Más recientemente, se decidió que para que los bonos de titulización emitidos con posterioridad al 1 de marzo de 2010 sean elegibles como colateral en las operaciones de financiación del BCE se exigirá una segunda calificación por parte de una agencia de calificación crediticia aceptada por el BCE, de modo que, primero, en el momento de la emisión ambas calificaciones sean AAA y, segundo, durante la vida del título las dos mejores evaluaciones nunca se sitúen por debajo del nivel A-. Además, para que las emisiones de bonos de titulización realizadas antes del 1 de marzo de 2010 sean incluidas en la lista de colaterales elegibles del BCE a partir del 1 de marzo de 2011, se les exige la regla de la segunda mejor calificación a lo largo de la vida del título comentada anteriormente.

cidas por la estrategia de reforzamiento del capital regulatorio llevada a cabo por algunas entidades financieras. En la actualidad, ante los nuevos y exigentes cambios regulatorios que se están debatiendo en el marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, las entidades parecen dirigirse hacia instrumentos con mayor capacidad de absorción de pérdidas (*core capital*).

Emisiones brutas¹ de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 15

	2007	2008	2009	2009				2010	
				I	II	III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757	476.276	387.476	116.427	130.129	66.722	74.199	51.667	43.852
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	10.474	10.175	3.870	11.055	4.650	9.305
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	0	500	0	0	400	3.700
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	15.492	28.249	6.138	12.370	8.733	6.130
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1.429	3.200	0	300	2.200	700	0	0
Bonos de titulización	141.627	135.253	81.651	27.358	31.035	12.956	10.301	2.875	10.054
Tramo nacional	94.049	132.730	77.289	27.358	28.484	11.751	9.696	2.875	10.054
Tramo internacional	47.578	2.522	4.362	0	2.551	1.206	605	0	0
Pagarés de empresa ³	442.433	311.738	191.342	61.552	49.697	40.340	39.753	35.010	14.663
De titulización	465	2.843	4.758	1.334	1.227	953	1.245	995	755
Resto de pagarés	441.969	308.895	186.583	60.218	48.470	39.388	38.508	34.015	13.908
Otras emisiones de renta fija	7.300	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	1.550	10.173	1.217	20	0	0
Pro memoria:									
Emisiones subordinadas	47.158	12.950	20.989	8.484	5.571	4.679	2.254	3.284	1.789
Emisiones aseguradas	86.161	9.170	4.794	0	2.559	1.450	785	299	0

Fuente: CNMV.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles: 15 de junio de 2010.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

Los gráficos 16 y 17 muestran la evolución de las emisiones netas de deuda de entidades españolas desde 2007, por tipo de instrumento emitido y por sector emisor. Como puede observarse en el gráfico 16, las emisiones de deuda soberanas mantienen en 2010 la importancia que comenzaron a adquirir en 2009 sobre el conjunto de emisiones, al mismo tiempo que las del resto de instrumentos han tendido a reducirse de forma sustancial. De hecho, en términos netos, la emisión de instrumentos de elevada calidad es negativa (vence más de lo que se emite), no hay emisiones de alto rendimiento (*high yield*) y, prácticamente, tampoco hay nuevas titulizaciones. En definitiva, la caída de las emisiones de entidades españolas está siendo sustancial en los meses centrales del año. En concreto, durante mayo y la primera mitad de junio, los emisores captaron un volumen de financiación menor que el volumen de deuda que venció en el mismo periodo de tiempo y lo hicieron en un volumen que no se había visto antes en esta crisis.

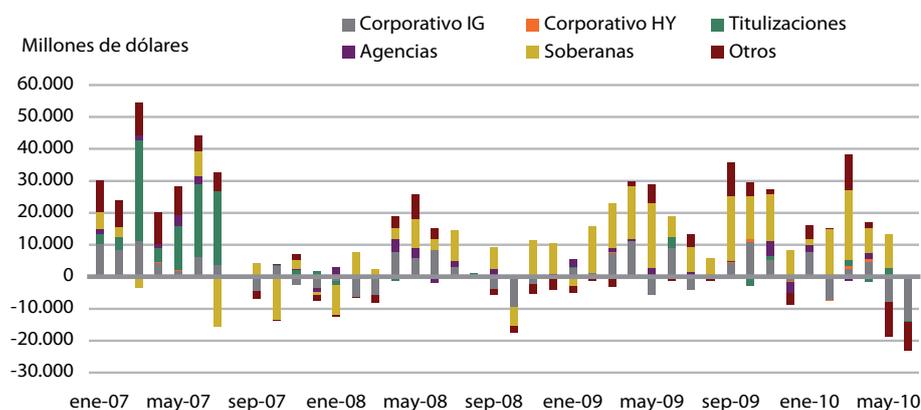
El gráfico 17, que contiene la información relativa al tipo de emisor, muestra claramente que, con escasas excepciones, el único emisor relevante en los últimos meses es el sector público. Las emisiones netas del sector privado no financiero son muy reducidas en términos comparados y las del sector privado financiero son claramente negativas. La atonía en el flujo de financiación directa del sector privado doméstico no financiero cobra especial relevancia en una situación, como la actual, en la que el acceso al crédito bancario sigue presentando ciertas dificultades (véase el gráfico 18). De hecho, según la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre de 2010,

aunque los criterios en la concesión de nuevos créditos a las empresas españolas experimentaron una relajación por primera vez desde 2006, después del fuerte endurecimiento acumulado desde esa fecha, dicha mejoría fue muy leve, no anticipándose cambios significativos en los próximos meses.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles¹

GRÁFICO 16

Por tipo de instrumento



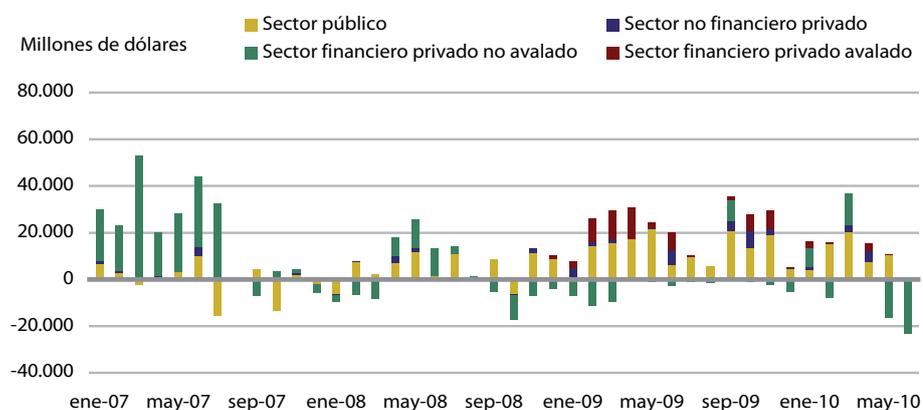
Fuente: Dealogic. Último dato hasta el 15 junio de 2010. Los datos del último mes se mensualizan.

1 La categoría "Otros" contiene cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y otros instrumentos de renta fija de largo plazo.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles

GRÁFICO 17

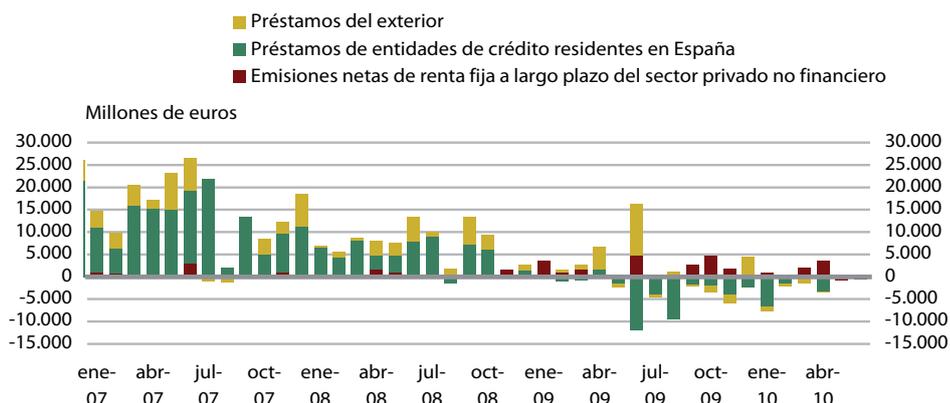
Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic. Último dato hasta el 15 junio de 2010. Los datos del último mes se mensualizan.

Variación del saldo vivo del crédito bancario recibido y emisiones netas de renta fija a largo plazo realizadas por el sector privado no financiero español¹

GRÁFICO 18

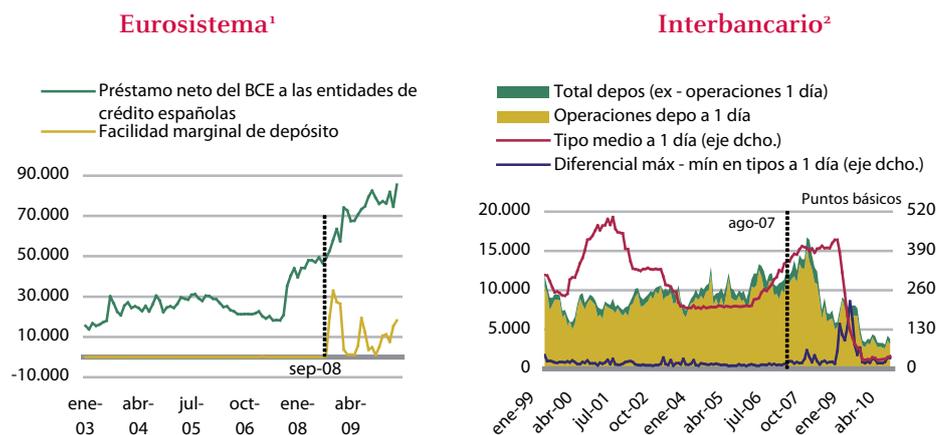


Fuente: Banco de España y Dealogic.

1 Los datos de los préstamos de las entidades de crédito a sociedades no financieras residentes en España corresponden a datos mensuales hasta abril de 2010 procedentes del Banco de España. Los datos mensuales de emisiones netas de renta fija a largo plazo de emisores privados no financieros españoles son elaborados a partir de Dealogic hasta el 15 de junio de 2010 (el dato de junio se mensualiza).

Debido a los problemas experimentados en el mercado interbancario sin garantías (operaciones *depo*) desde el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007, las entidades financieras españolas en su conjunto han apelado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, con especial intensidad desde el otoño de 2008 (véase gráfico 19). Desde entonces, también han mantenido una parte importante de estos préstamos en la propia facilidad marginal de depósitos del BCE, que muestra una tendencia creciente desde noviembre de 2009, a pesar de la menor remuneración que los depósitos interbancarios sin garantías (0,25%). El tipo de interés medio de los depósitos a un día, que en este momento representan prácticamente la totalidad de los depósitos en todos los plazos que se prestan entre sí las entidades financieras españolas, ha aumentado recientemente. Así, se observa un mayor repunte en el diferencial entre el máximo y el mínimo tipo (este diferencial alcanzó el 31 de mayo un máximo de 105 p.b., tras registrar un promedio de 23 p.b. desde finales de 2009), que en el tipo medio a un día, el cual ascendió a 63 p.b. en esa misma fecha⁷, después de promediar 32 p.b. desde finales de 2009.

7 El 29 de mayo, sábado, Fitch rebajó la calificación de la deuda pública española a largo plazo desde AAA hasta AA+, con consecuencias para las calificaciones de las emisiones de deuda a largo plazo de las entidades financieras españolas.



Fuente: Banco de España.

- 1 Medias mensuales de datos diarios hasta mayo de 2010.
- 2 Medias mensuales de datos diarios hasta el 15 de junio de 2010.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

Tras la fuerte revalorización del Ibex 35 en 2009, próxima al 30%, el índice ha descendido un 18,4% desde comienzos de este año hasta mediados de junio (-9,0% en el primer trimestre y -10,4% en el segundo). Estos descensos, que han sido más intensos que en el resto de bolsas de referencia, han tenido lugar en un entorno de elevada volatilidad, especialmente en el segundo trimestre del año.

El resto de índices de renta variable nacional no fue ajeno a esta volatilidad de los mercados financieros en general. Concretamente, los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización, que ya venían mostrando retrocesos desde la última parte de 2009, intensificaron sus recortes en el segundo trimestre de 2010 (superiores al 11%) frente al primero (por debajo del -1%). Por su parte, los índices FTSE Latibex, que habían experimentado las mayores revalorizaciones en los de renta variable nacional en 2009 (por ejemplo, el índice FTSE Latibex All-Share se duplicó ese año), también se vieron afectados por el incremento en la incertidumbre, si bien con menor intensidad que el resto de índices bursátiles nacionales. De hecho, en el acumulado del año, estos índices avanzan por encima del 2% (véase el cuadro 16).

El incremento de la incertidumbre en los mercados se puede apreciar en el repunte mostrado por la volatilidad implícita del Ibex 35 desde finales de abril (véase gráfico 20). En los primeros meses del año, los niveles de volatilidad eran similares a los existentes antes de la quiebra de *Lehman Brothers* (algo más del 20%) pero, súbitamente, se triplicaron en el mes de mayo. Desde entonces, se percibe una cierta moderación de este indicador, que, no obstante, permanece en niveles elevados, cercanos al 40% (frente al promedio histórico desde 1999 del 24%).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 16

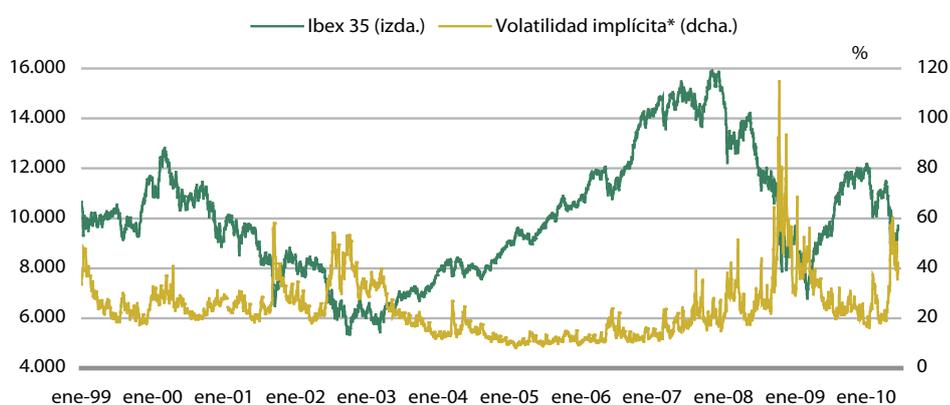
	2006	2007	2008	2009	III 09 ¹	IV 09 ¹	I 10 ¹	II-10 (hasta el 15 de junio)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-9,0	-10,4	-18,4	2,3
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	20,9	1,0	-9,6	-10,3	-18,9	2,1
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	11,7	-5,9	-0,8	-11,6	-12,3	-6,2
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	17,9	-11,2	-0,9	-16,1	-16,8	-16,4
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	15,6	14,6	6,9	-4,2	2,4	29,9
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	12,4	17,6	7,2	-1,8	5,2	36,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 20



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento. Datos hasta el 15 de junio.

En la primera mitad de 2010, todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), excepto el de bienes de consumo, registraron fuertes descensos en sus cotizaciones (véase el cuadro 17). La caída más intensa tuvo lugar en el sector de servicios financieros e inmobiliarios (-23,7% en lo que va de año) como consecuencia del descenso de las cotizaciones de los bancos (-24,6%) y de las empresas inmobiliarias (-23,5%). El sector de materiales básicos, industria y construcción finalizó el primer semestre del año con un descenso en la cotización del 19,4%, seguido por el sector de tecnología y telecomunicaciones (-16,7%), el sector del petróleo y la energía (-16,1%) y el de servicios de consumo (-11,2%). Como se señaló anteriormente, únicamente el sector de bienes de consumo aguantó en positivo en el periodo de referencia (2,5%), a pesar de la caída del segundo trimestre del año (-4,5%). Una vez más, el descenso en las cotizaciones de los dos bancos de mayor tamaño fue el responsable de gran parte de la caída del IGBM en el periodo transcurrido de 2010 (véase cuadro 18). En concreto, este descenso supuso un 53% del descenso de este índice. También fue notable el impacto negativo producido por una empresa del sector de las telecomunicaciones (20% del descenso del IGBM) y por otra del sector eléctrico (7% del descenso del IGBM).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 17

% anual, salvo otra indicación

	ponderación ²	2009	III 09	V 09	I 10	jun - 10 ³		
						% trim	% s/dic-09	% inter-anual
Servicios financieros e inmobiliarios	45,72	47,3	27,3	1,2	-14,2	-11,1	-23,7	3,6
Inmobiliarias y otros	0,17	-31,8	40,2	-27,8	-2,3	-21,7	-23,5	-26,8
Banca	43,06	50,0	27,9	2,0	-15,0	-11,2	-24,6	4,0
BBVA	12,93	49,4	35,7	4,9	-20,4	-13,8	-31,4	1,5
Santander	25,75	73,0	28,5	6,2	-14,8	-9,3	-22,7	14,9
Petróleo y energía	15,96	-2,7	14,6	1,0	-5,5	-11,2	-16,1	-3,7
Iberdrola	7,59	2,0	16,0	-0,5	-5,9	-13,0	-18,2	-8,6
Repsol YPF	3,72	24,0	16,6	0,7	-6,4	0,0	-6,4	8,5
Mat. básicos, industria y construcción	7,84	22,5	11,7	-5,7	-4,4	-15,7	-19,4	-16,1
Construcción	4,36	17,7	10,8	-5,9	-6,7	-15,4	-21,1	-18,2
Tecnología y telecomunicaciones	22,55	22,8	16,8	3,2	-9,9	-7,6	-16,7	5,2
Telefónica	21,73	23,2	17,0	3,5	-10,1	-7,5	-16,9	5,7
Bienes de consumo	4,90	26,3	12,6	3,6	7,3	-4,5	2,5	20,2
Servicios de consumo	3,03	32,3	28,7	1,2	0,6	-11,7	-11,2	16,1

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3% en términos de capitalización.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a enero de 2010.

3 Datos hasta el 15 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 31 de marzo y el 8 de junio de 2010.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 18

Valor	Sector	jun - 10 ²	
		% trim.	% s/dic-09
Con impacto negativo			
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-2,39	-5,85
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,78	-4,06
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-1,64	-3,67
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,99	-1,38
Banco Popular	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,28	-0,19
Ferrovial	Mat. básicos, industria y construcción	-0,20	-0,30
Red Eléctrica Corp.	Petróleo y energía	-0,15	-0,13
Acciona	Mat. básicos, industria y construcción	-0,15	-0,21

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM. En el segundo trimestre de 2010 no hubo ninguna compañía con un impacto positivo superior a 0,15 p.p. en la variación del IGBM.

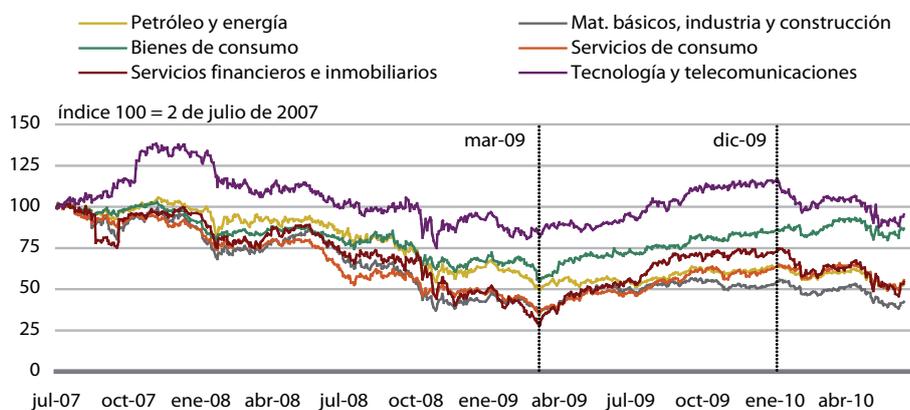
2 Datos hasta el 15 de junio.

En la evolución del IGBM, para el que todos los sectores presentan niveles por debajo de los vigentes al inicio de la crisis *subprime* en verano de 2007 (véase el gráfico 21), pueden distinguirse tres fases. La primera, hasta marzo de 2009, se caracterizó por la materialización generalizada de las pérdidas y estuvo seguida de una etapa que se extendió hasta el final de ese año, de fuerte revalorización y que llevó al sector de la tecnología y las telecomunicaciones, que suele actuar como sector refugio, a situarse notablemente por encima de los niveles precrisis. La última fase, que arranca a finales de 2009, coincidiendo con el estallido de la crisis de confianza en las finan-

zas públicas de Grecia, se caracteriza por fuertes movimientos con una tendencia a la baja en los índices de todos los sectores. Así, el sector correspondiente a materiales básicos, industria y construcción registra la mayor caída desde el inicio de la crisis (-57%), seguido del de petróleo y energía (-47%), los servicios financieros e inmobiliarios (-45%), los servicios de consumo (-44%), los bienes de consumo (-13%) y, por último, el de tecnología y telecomunicaciones (-4%).

Evolución de los índices de los sectores del IGBM¹

GRÁFICO 21



Fuente: Bolsa de Madrid.

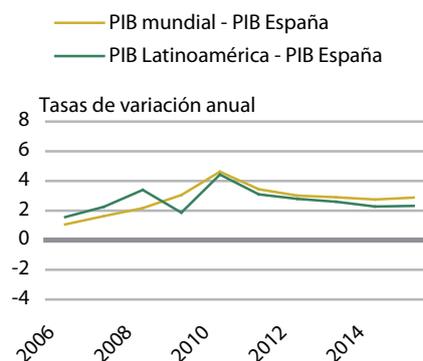
¹ Datos hasta el 15 de junio.

La mayor diversificación de las compañías cotizadas más internacionalizadas parece no haber tenido un impacto diferencial en la evolución de sus cotizaciones en la primera parte del año respecto al resto de empresas cotizadas, al contrario que el experimentado en el episodio de fuerte revalorización acontecido en los últimos tres trimestres del año anterior (véase el gráfico 22). De hecho, las primeras ceden un 19% en el periodo transcurrido de 2010 mientras las segundas lo hacen en un 16% (los repuntes iniciados por ambas en marzo de 2009 fueron del 96% y del 48% hasta finales de 2009, respectivamente).

Desglose por grado de internacionalización



Expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y FMI.

1 En el gráfico izquierdo, las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2009. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2009. Datos hasta el 15 de junio.

La evolución más negativa de los mercados bursátiles nacionales en el segundo trimestre de 2010 ha sido extensible prácticamente a la mayoría de empresas que componen el IGBM. Así, el número de entidades con rentabilidad negativa ha aumentado en el segundo trimestre de 2010 (desde el 55% del total en el primer trimestre del año hasta el 90% del total en el segundo trimestre del mismo). Al mismo tiempo, se observa un menor número de compañías que hayan obtenido una rentabilidad superior al 25% (véase cuadro 19).

Distribución de las empresas del IGBM según su rentabilidad trimestral CUADRO 19

% s/ total empresas del IGBM

	II 09	III 09	IV 09	I 10	II 10 ¹
≥ 25%	41,7	35,0	0,0	2,5	0,8
Del 10% hasta el 25%	26,8	27,6	5,7	15,1	2,5
Del 0% hasta el 10%	13,4	21,1	14,8	27,7	6,7
≤ 0%	18,1	16,3	79,5	54,6	89,9
Pro-memoria: nº total de empresas	127	123	122	119	119

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

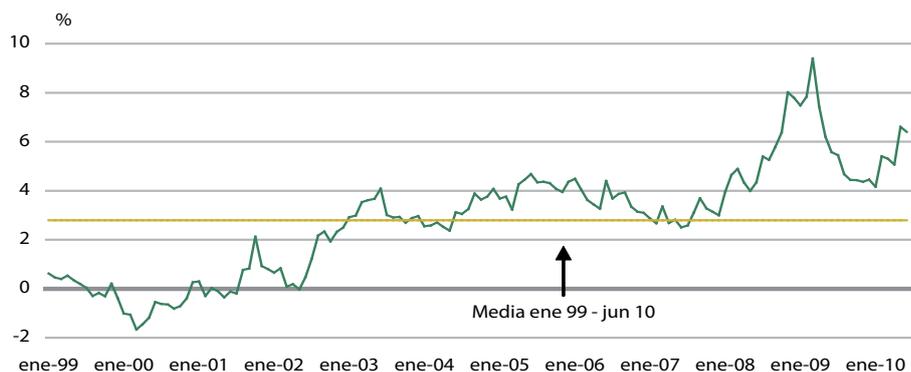
La evolución de la ratio del precio sobre beneficios del Ibex 35 en el primer semestre del año fue algo más negativa que en el resto de principales plazas bursátiles internacionales, con un descenso del 27%, hasta niveles próximos a 9. A efectos ilustrativos, este recorte es sólo comparable al experimentado en Japón en los dos primeros trimestres, que fue del 24%, y superior por ejemplo a la caída del PER del Eurostoxx 50, que descendió un 19% (véase el cuadro 11). De este modo, el PER de

la bolsa española continúa en el rango inferior de los PER de los mercados bursátiles de las economías desarrolladas.

La intensa caída del PER en la primera mitad del año más que compensó el repunte de los tipos a largo plazo en los últimos meses y como resultado, el *earning yield gap*, que trata de aproximar el diferencial entre la prima de riesgo de los activos de renta variable y la de la deuda pública a largo plazo, aumentó gradualmente desde niveles del 4,1% a principios de 2010 hasta el 6,4% en junio, alejándose de la media histórica registrada desde enero de 1999 (2,8%; ver gráfico 23).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 23



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta el 15 de junio de 2010.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español, que aceleró su contracción en 2009 con una caída del 29% (-25% en 2008), comenzó a recuperarse en los primeros meses de 2010 en términos interanuales (véase el cuadro 20). Así, la contratación media diaria del segundo trimestre de 2010 (con datos hasta el 15 de junio) ascendió a 4.922 millones de euros, muy superior al volumen medio del trimestre anterior, de 3.637 millones⁸, y del segundo trimestre de 2009 (3.639 millones).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 20

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10	II 10 ¹
Total bolsas	1.667.219	1.243.387	886.135	184.654	225.638	216.778	259.065	229.120	255.947
Mercado continuo	1.658.019	1.235.330	880.544	183.367	224.385	215.405	257.388	227.866	254.821
Corros	1.154	207	73	19	27	14	12	17	12
de los que SICAV ²	362	25	20	7	3	8	2	3	4
MAB ³	6.985	7.060	5.080	1.178	1.109	1.249	1.544	1.089	966
Segundo mercado	193	31,50255	3	1	1	0	0	0	1
Latibex	868	757,88857	435	89	115	110	120	147	147
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)									
	61,6	65,5		61,7	62,2	65,0	66,9	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1. Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

2. Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

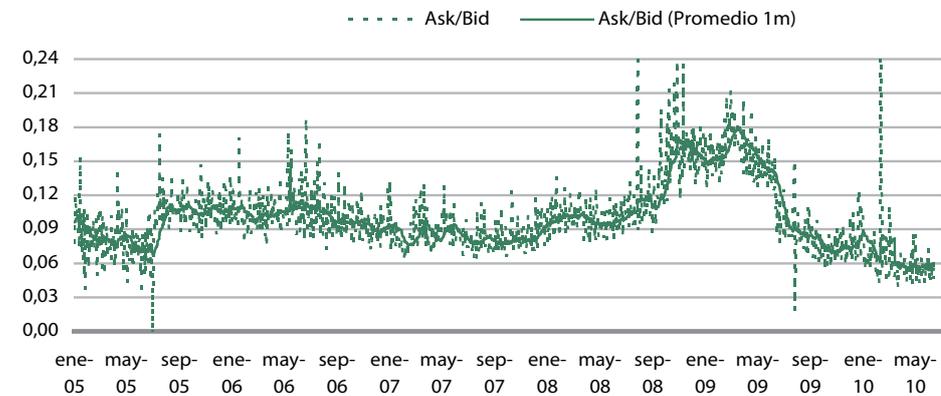
nd: datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

8 La contratación media diaria en los años 2007, 2008 y 2009 fue de 6.590, 4.895 y 3.489 millones de euros, respectivamente.

Finalmente, las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español mejoraron ligeramente en el segundo trimestre del año, tras un comportamiento algo errático en el primero. El *spread bid-ask* del Ibex 35 descendió desde valores cercanos al 0,09% en el promedio de diciembre del año anterior hasta niveles inferiores al 0,06% en el promedio de junio (véase el gráfico 24). De hecho, estos últimos valores están por debajo de la media histórica de los últimos años.

Indicador de liquidez (*spread bid-ask*, %) del Ibex 35¹

GRÁFICO 24



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Datos hasta el 15 de junio.

II Informes y análisis

El mercado de Credit Default Swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias

Óscar Arce, Javier González Pueyo y Lucio Sanjuán del Peso (*)

* Óscar Arce, Javier González Pueyo y Lucio Sanjuán del Peso pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

El rápido desarrollo en la negociación de las permutas de incumplimiento crediticio, comúnmente conocidas como Credit Default Swaps (en adelante, CDS), constituye uno de los elementos más visibles del intenso proceso de innovación financiera acontecido a lo largo de las dos últimas décadas. Junto con la titulización de activos, los CDS han sido el mayor instrumento de transmisión masiva de riesgo crediticio, cuya aplicación se ha extendido a prácticamente todos los ámbitos de los mercados globales de deuda tanto pública como privada.

Frente a las innegables ventajas de estos instrumentos, que teóricamente permiten una mejor asignación y gestión del riesgo, con beneficios directos tanto para prestamistas como para prestatarios, los CDS han sido objeto de distintas críticas desde el comienzo de la actual crisis financiera internacional. El hecho de que algunas de las entidades de importancia sistémica que han experimentado mayores dificultades a lo largo de la crisis, como Lehman Brothers y la aseguradora AIG, fuesen actores de primer orden en los mercados mundiales de CDS, rápidamente contribuyó a centrar la atención tanto de los analistas como de los reguladores sobre estos instrumentos. Con posterioridad, el papel de los CDS como posibles elementos desestabilizadores en el contexto de la reciente crisis de deuda soberana europea ha reanimado el interés por estos productos derivados.

En este contexto, el objetivo del presente artículo es doble. Por un lado, se proporciona un análisis de los distintos factores de riesgo, de carácter general, presentes en los mercados de CDS, con especial referencia al riesgo de contraparte y a los inconvenientes, principalmente en términos de transparencia, que plantea la estructura de negociación bilateral y no regulada que es típica de estos mercados. Al mismo tiempo, se presentan algunas de las principales iniciativas en materia de regulación, así como otras impulsadas por la propia industria, que, en su mayoría, todavía están en fase de desarrollo.

Por otro lado, este artículo pretende arrojar luz acerca de la reciente controversia sobre el posible papel desestabilizador de los CDS en algunos mercados europeos de deuda pública. Con este propósito, se aporta una revisión crítica de algunos de los argumentos que, con frecuencia, se emplean para señalar los posibles efectos perniciosos que los CDS pueden tener sobre los mercados de deuda soberana y, por consiguiente, sobre las condiciones de financiación de los Estados afectados. En el marco de esta discusión, el artículo cuestiona la conveniencia de imponer medidas excesivamente restrictivas a las compras en descubierto de CDS soberanos, en las que el comprador del derivado no mantiene al mismo tiempo un interés directo en el bono subyacente.

El resto del artículo queda estructurado de la siguiente forma. La sección 2 contiene una descripción de los aspectos esenciales de los contratos de CDS y de la estructura de estos mercados, incluyendo las magnitudes más relevantes que han caracterizado

su evolución durante los últimos años. La sección 3 analiza los principales elementos de riesgo presentes en los mercados de CDS, incluyendo la reciente controversia acerca de los CDS soberanos. La sección 4 presenta las principales medidas que se han aplicado recientemente o que están en curso de elaboración en estos momentos para robustecer y mejorar el funcionamiento de estos mercados. Esta sección también contiene una discusión crítica acerca de las restricciones a las compras descubiertas de CDS soberanos. La última sección recoge las principales conclusiones del artículo.

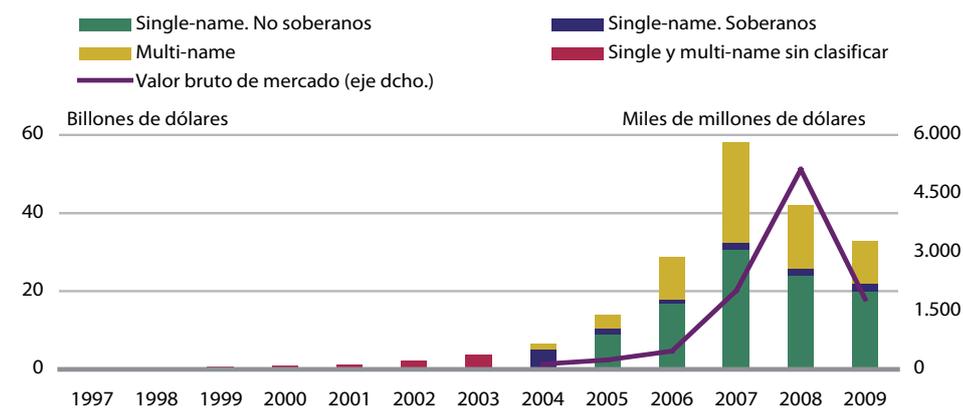
2 Rasgos esenciales del mercado de CDS

Las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps o CDS) son instrumentos derivados que permiten la transferencia del riesgo de crédito entre dos contrapartes. La negociación de estos productos se lleva a cabo, fundamentalmente, de forma bilateral en mercados no regulados (Over the Counter, OTC). En el típico contrato de CDS, la parte compradora, mediante el pago periódico de una prima al vendedor, obtiene de este último el compromiso de abonar la diferencia entre el valor contractual del crédito subyacente al que va referido el CDS y su valor de mercado, en el caso de que se produzca un *evento de crédito*. Esta última circunstancia puede revestir distintas manifestaciones, con diversos grados de intensidad, según la naturaleza del crédito cubierto, incluyendo la quiebra del emisor del activo de referencia o el impago puntual de las obligaciones de pago, así como la reestructuración de la deuda.

En relación al activo crediticio subyacente sobre el que se puede referenciar un CDS, éste puede tratarse indistintamente de deuda pública o privada o, también, de un índice representativo de una cesta de créditos. En este último caso se utiliza la terminología de CDS *multi-name*, por el hecho de que el contrato tiene un índice de múltiples referencias, en contraposición al caso en que la cobertura está ligada a la deuda de un único emisor, en cuyo caso se le suele denominar CDS *single-name*. Asimismo, de manera genérica, el activo subyacente puede englobar todas las emisiones llevadas a cabo por una entidad o Estado soberano, o bien únicamente alguna emisión concreta. Por último, existen también CDS que tienen como subyacente productos estructurados como, por ejemplo, titulizaciones.

Saldo vivo nocional bruto de CDS¹

GRÁFICO 1



Fuente: FMI y BIS.

1 Los datos del periodo 1997-2003 corresponden al FMI, mientras que los datos correspondientes a los años posteriores proceden del BIS. El desglose entre *single-* y *multi-name* está disponible a partir de 2004, mientras que sólo se dispone del desglose entre activos de referencia soberanos y no soberanos dentro de los *single-name* a partir de 2005.

El gráfico 1 contiene la evolución temporal del saldo vivo nocional bruto de CDS a nivel global para los distintos tipos de contratos mencionados anteriormente¹. Estas series históricas ilustran algunas de las pautas más significativas del reciente desarrollo de estos productos derivados, como son su crecimiento exponencial durante los años inmediatamente anteriores al estallido de la crisis (cuyo volumen vivo llegó a representar el 105% del PIB mundial en 2007), el papel minoritario que, en comparación con los contratos con deuda privada como subyacente, tienen los CDS referidos a deuda soberana (aunque esta última rúbrica fue la única que aumentó durante el último semestre de 2009, en consonancia con el mayor peso relativo de las emisiones de deuda pública sobre deuda privada) y el aumento del peso relativo de los CDS *multi-name* durante los últimos cinco años².

El gráfico 1 también ilustra la evolución del valor bruto de mercado del *stock* de CDS (medido al final de cada año). Esta variable, que representa el precio del seguro ofrecido por estos derivados, depende positivamente de la probabilidad de un evento de crédito y de la pérdida esperada en ese supuesto. Por ello, resulta intuitivo que, en mitad de la fase más aguda de la crisis financiera global, a finales de 2008, esta variable alcanzara su valor máximo.

Por su parte, el gráfico 2 ilustra la evolución en la composición de los productos derivados cuya negociación se concentra mayoritariamente en mercados OTC. Como se desprende de ese gráfico, pese a la rápida expansión de los CDS durante los úl-

1 El saldo vivo nocional bruto de CDS es la suma de los valores nominales de todos los contratos establecidos y no liquidados a fecha de comunicación de las entidades declarantes, ajustando aquellas operaciones que supongan doble contabilidad (una operación entre dos entidades declarantes se comunica dos veces). Esta magnitud representa la protección máxima en caso de impago especificada en el contrato.

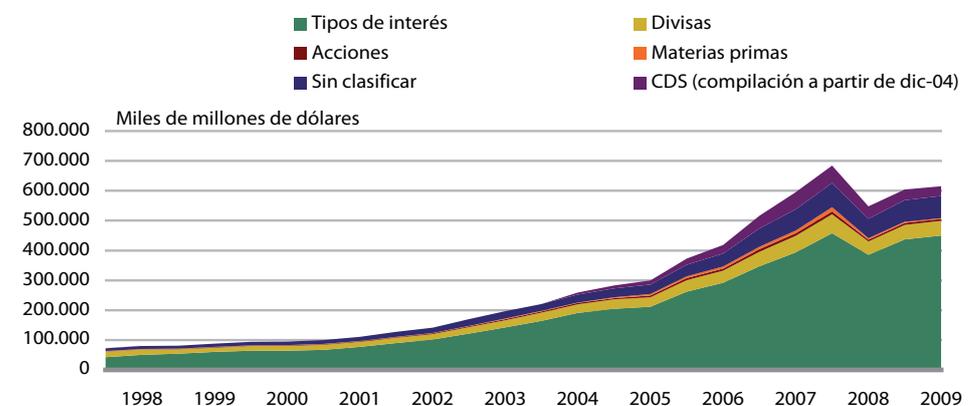
2 La mayoría de los CDS *multi-name* tiene como referencia índices de deuda privada, aunque también abarcan algunos índices soberanos. Según datos del depositario de valores estadounidense Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), a finales de mayo de 2010 el saldo vivo nocional de estos últimos, en términos brutos, apenas representaba un 1,8% del total de CDS *multi-name*. Por otro lado, más del 92% del saldo vivo nocional bruto de todos los CDS soberanos registrados a finales de mayo en la DTCC era *single-name*.

timos años, es preciso subrayar que estos productos todavía representan una parte muy reducida del volumen total de derivados OTC. En particular, el volumen de los saldos nominales de CDS existentes a finales de 2009 representaba únicamente un 5,3% del volumen total de derivados negociados en mercados OTC, donde los *swaps* de tipos de interés, con una mayor tradición que los CDS, copan la mayor parte de la negociación.

En cuanto a la tipología de participantes en estos mercados, cabe señalar que, en su mayor parte, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, se trata de grandes instituciones financieras. En particular, de acuerdo con los datos obtenidos por la British Bankers Association (BBA) en base a un panel de participantes activos en la compraventa de CDS a nivel global, la demanda de CDS en el periodo 2000-2006 provino mayoritariamente de entidades bancarias, si bien su cuota de mercado en la compra de protección se redujo progresivamente durante esos años a favor de los *hedge funds* (véase el panel izquierdo del gráfico 3). Otros informes a nivel regional también revelan la influencia mayoritaria de los bancos como demandantes. Así, de acuerdo a una encuesta reciente llevada a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (véase BCE, 2009), para el 47% de los bancos de la Unión Europea los CDS eran una herramienta ‘importante’ a la hora de protegerse contra el riesgo de impago crediticio, mientras que para un 23% estos instrumentos eran ‘muy importantes’. Para el subconjunto de los bancos europeos de mayor tamaño, los anteriores porcentajes ascendían, en ambos casos, hasta el 50%. Por su parte, según datos de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)³, en 2009, el 88% de las entidades bancarias de EE.UU. utilizaban CDS de manera ordinaria.

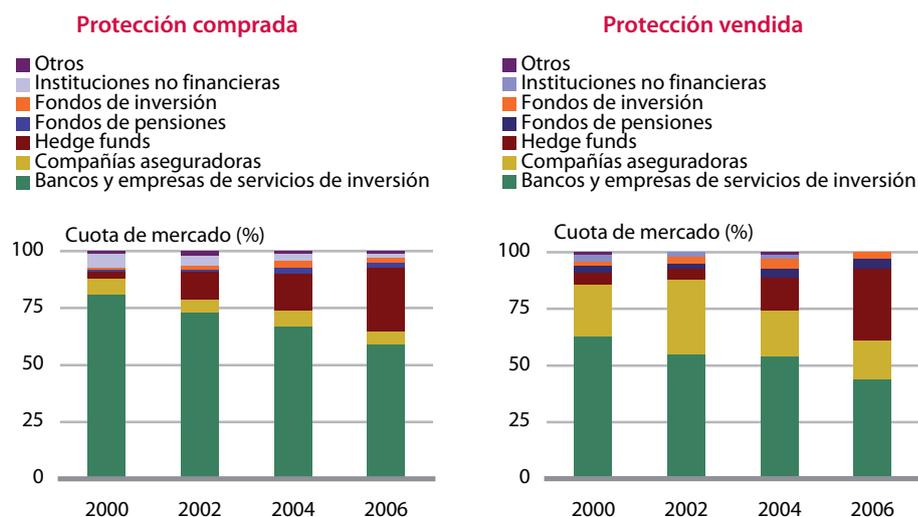
Saldo vivo nominal de derivados OTC

GRÁFICO 2



Fuente: BIS.

3 Estos datos están contenidos en Litan (2010).

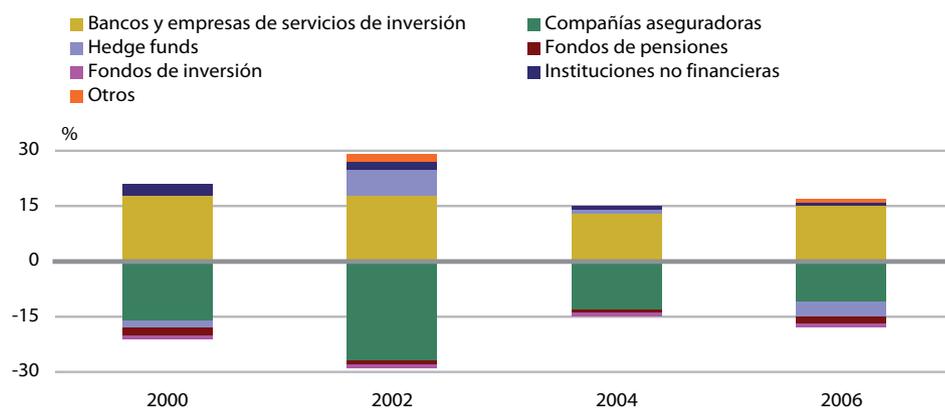


Fuente: BBA.

1 Según los datos de un panel de 30 participantes activos en la compra y venta de CDS residentes en diferentes áreas geográficas. El saldo vivo nacional de CDS estimado por la BBA en 2006 representa el 69% de los datos publicados por el BIS para dicho año.

Compradores/vendedores netos (+/-) de protección

GRÁFICO 4



Fuente: BBA.

En relación a los oferentes más activos en los mercados de CDS, en términos brutos, éstos suelen ser grandes entidades de ámbito global, fundamentalmente bancos. Según el panel de participantes encuestados por la BBA, la oferta de CDS entre 2000 y 2006 estuvo concentrada, si bien en menor medida que en el lado de la demanda, en las entidades bancarias, con una participación creciente, como sucede por el lado comprador, por parte de los *hedge funds* (véase el panel derecho del gráfico 3).

En relación a las posiciones netas por sector, como muestra el gráfico 4, el sector bancario se ha caracterizado por ser un comprador neto de protección, mientras que las compañías aseguradoras (incluidas las *monolines*) han mantenido la posición vendedora neta más importante. No obstante, después del rescate de AIG en 2008 por el Gobierno de EE.UU., la exposición relativa de las aseguradoras habría caído

drásticamente debido a que esta compañía era el participante más activo en el mercado de CDS dentro del sector asegurador⁴.

El hecho de que el sector bancario ocupe una posición predominante tanto como oferente de CDS como demandante refleja que este sector engloba a los intermediarios (*dealers*) más activos en estos mercados. Por su parte, la estructura de la industria de intermediación en los mercados de CDS constituye, por su elevado grado de concentración alrededor de un número relativamente reducido de grandes corporaciones, uno de los rasgos más característicos de estos mercados, con implicaciones importantes para el funcionamiento de éstos, como se analiza posteriormente. Así, según datos del Tesoro de EE.UU.⁵, a finales de 2008 cinco bancos comerciales (JPMorgan Chase, Bank of America, Citibank, Goldman Sachs y HSBC) copaban la práctica totalidad (el 99%) tanto en posiciones compradoras como vendedoras en ese país. Por otra parte, de acuerdo con los datos de la DTCC, en abril de 2009 los cinco mayores oferentes mundiales de CDS concentraban el 49% de la oferta total de estos instrumentos, y los diez mayores oferentes representaban el 72% de la misma⁶.

Así, aunque las cifras al respecto varían según las distintas fuentes, toda la evidencia disponible sugiere que, efectivamente, la negociación en el mercado de CDS está dominada por un número escaso de grandes participantes. El hecho de que las entidades que ofrecen este tipo de cobertura presenten normalmente un tamaño elevado es, en cierto modo, una consecuencia natural de la relación positiva que, generalmente, existe entre tamaño y capacidad de captación de recursos, por un lado, y solvencia en cuanto a su capacidad como aseguradores frente a riesgos de impago de grandes corporaciones e, incluso, de Estados soberanos, por el otro.

3 CDS y riesgo sistémico

Desde el comienzo de la crisis, con frecuencia se ha señalado a los CDS como un factor generador de riesgo sistémico. Con el propósito de arrojar luz sobre esta cuestión, en este apartado se analizan algunos de los principales aspectos de los mercados de CDS que pueden contribuir a elevar el grado de vulnerabilidad del sistema financiero en su conjunto. En concreto, el análisis que se presenta a continuación hace referencia, en primer lugar, a varios factores de riesgo sobre los que existe un grado elevado de consenso, como son el carácter no regulado de estos mercados y su falta de transparencia, y, en segundo lugar, a la controversia generada en torno al papel de los CDS en el contexto de las recientes turbulencias en varios mercados de deuda soberana europeos.

El carácter bilateral de la negociación de CDS, en la que, con frecuencia, las operaciones se llevan a cabo verbalmente, ha facilitado el desarrollo de estos productos, que en muchos casos responden a necesidades muy específicas de la contraparte compradora. Por otro lado, sin embargo, esta estructura de negociación ha contribui-

4 De hecho, en la encuesta elaborada por Fitch (2009) sobre el mercado global de CDS en 2008 se excluye a la industria aseguradora debido a su reducida exposición a estos derivados en comparación con el sector bancario.

5 Véase <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>.

6 Este elevado grado de concentración se ha incrementado tras la crisis como consecuencia de la desaparición de participantes muy activos en estos mercados, como Lehman Brothers, Bear Stearns y la compra de Merrill Lynch por parte del Bank of America.

do a unos mercados, en general, poco transparentes y no exentos de ciertas dosis de riesgo de contraparte y, en particular, del riesgo de que el oferente de cobertura no cumpla con los términos acordados si se produce el evento de crédito.

Un mecanismo para mitigar el riesgo de contraparte es la exigencia de garantías a la parte vendedora, en forma de requerimientos de colateral o márgenes ejecutables en caso de incumplimiento. En la práctica, el valor de las garantías aportadas se revisa periódicamente y se ajusta en función de las variaciones en el riesgo percibido en el crédito subyacente y de la solvencia del vendedor del CDS.

La evidencia disponible al respecto para el periodo anterior a la crisis, junto con alguna experiencia acumulada desde entonces, sugieren que, en el pasado reciente, la eficacia de estos mecanismos para contener el riesgo de contraparte ha sido limitada. Por un lado, de acuerdo con los datos recopilados por ISDA, en 2007 algo más de la tercera parte de los contratos de CDS no contaba con este tipo de garantía⁷. Por otro lado, en contextos de elevada inestabilidad financiera, el endurecimiento de las exigencias de garantía con posterioridad al origen del contrato puede dar lugar a cambios bruscos en la posición patrimonial de las contrapartes vendedoras, como sucedió en el caso de la aseguradora estadounidense AIG.

A finales del verano de 2008, esta compañía había vendido CDS por un valor neto superior a 370 mil millones de dólares⁸, muchos de los cuales tenían como activos subyacentes productos estructurados complejos, como Collateralized Debt Obligations (CDO). Una parte importante de los contratos vendidos por AIG contaba con muy pocas garantías y sobre éstas, en aquel momento, existía poca información disponible, no sólo para las distintas contrapartes de AIG sino también para las propias autoridades supervisoras. En ese contexto, la agencia de calificación Standard & Poor's redujo sustancialmente el *rating* de la deuda de AIG, lo que precipitó la solitud inmediata por parte de sus contrapartes de mayores garantías. La incapacidad de la aseguradora para obtener los fondos necesarios para ello supuso su práctico colapso.

Otro de los episodios en esta crisis que ha puesto de manifiesto el considerable riesgo de contraparte que existe en estos mercados fue la quiebra de Lehman Brothers. En los años anteriores a su caída, este banco de inversión era una de las contrapartes de CDS más activas a nivel global. No obstante, a diferencia de AIG, Lehman actuaba, fundamentalmente, como intermediario, más que como proveedor neto de coberturas. Además, los datos disponibles muestran que las posiciones mantenidas por este banco estaban mejor garantizadas que en el caso de AIG⁹. Sin embargo, el hecho de que muchas contrapartes compensaban posiciones de signo opuesto con Lehman mediante nuevos contratos, y no a través de la cancelación de los ya existentes, contribuyó durante años a aumentar el número de contratos ligados a este banco de inversión. Además, el propio banco era una entidad de referencia de muchos CDS que sus contrapartes compraron para mitigar su riesgo de quiebra. Finalmente, la súbita caída de Lehman desató entonces los temores acerca de un colapso del mercado mundial de CDS.

7 Este dato aparece citado en el documento de trabajo del Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009).

8 Véase Banco Central Europeo (2009).

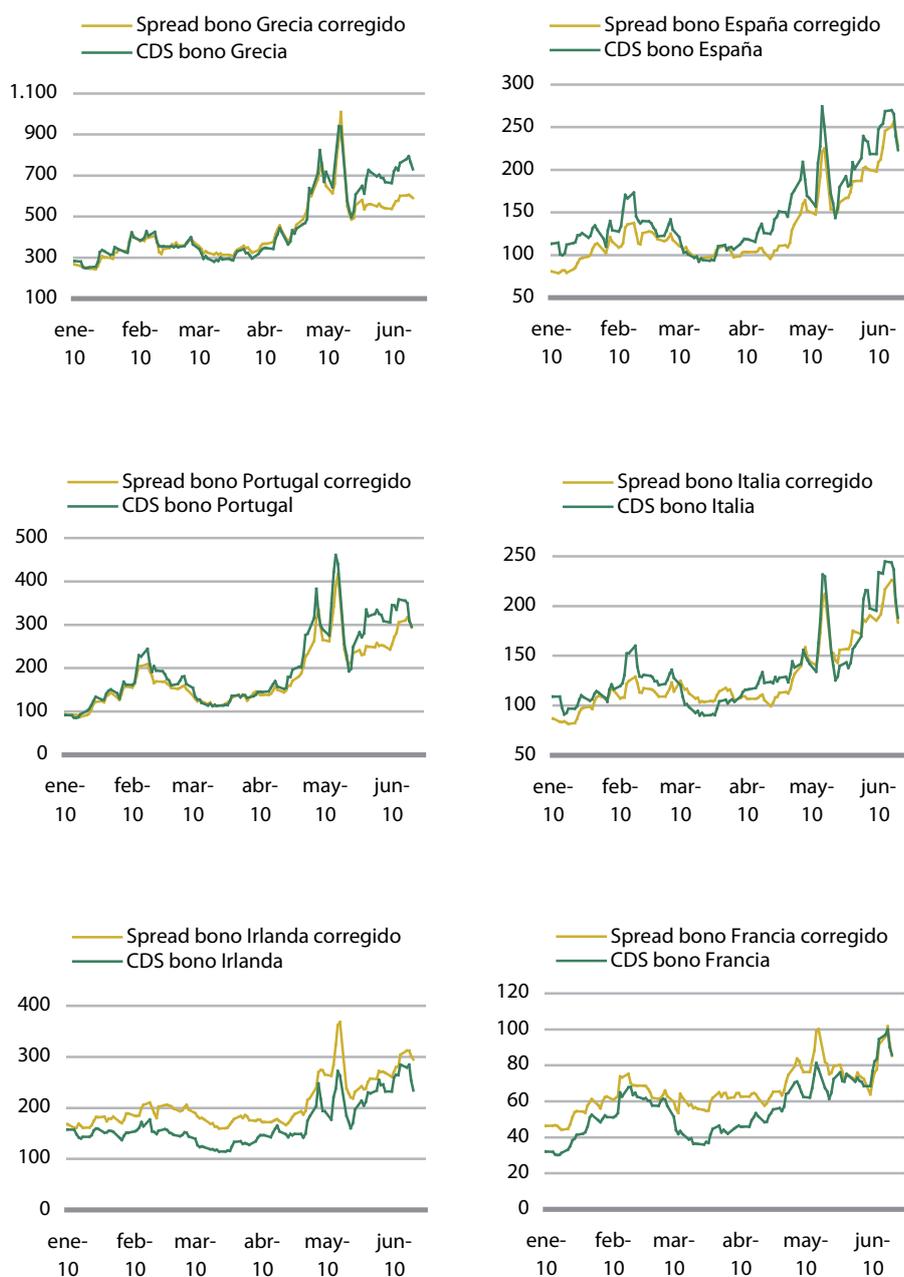
9 Véase Stulz (2010).

En definitiva, los episodios anteriores han servido para concitar un amplio consenso acerca del riesgo sistémico que puede generar un modelo de mercado de CDS basado en la negociación bilateral concentrada en torno a un número reducido de grandes entidades y, en ocasiones, con una escasa dotación de garantías.

A los factores anteriores de riesgo hay que sumar la ausencia de regímenes de transparencia previa y posterior a la negociación (*pre-transparencia* y *post-transparencia*, respectivamente). En efecto, los compradores de CDS normalmente no tienen acceso a información sobre ofertas de compra y de venta. Por el contrario, el precio de cada operación se pacta directamente con el emisor en cuestión. En este sentido, la elevada concentración de entidades oferentes ha sido señalada por diversos autores como una posible barrera para la implantación de estándares de pre-transparencia en esta industria¹⁰. Por otro lado, a pesar de que existe algún proveedor privado de datos sobre precios y volúmenes negociados, estos datos rara vez contienen información diaria sobre transacciones reales sino, más bien, valores medios publicados con un cierto retraso. Es decir, tampoco existe apenas ningún elemento de post-transparencia en los mercados de CDS.

A las deficiencias anteriores –negociación basada en relaciones bilaterales no reguladas y escasa transparencia–, se ha añadido recientemente otro posible factor generador de riesgo sistémico en los mercados de CDS, que tiene que ver con su hipotético papel desestabilizador en los mercados de deuda soberana. Así, a raíz del reciente episodio de tensionamiento en las condiciones de financiación de varios países europeos, diversos analistas e, incluso, algunas autoridades políticas y económicas han señalado la posible existencia de prácticas especulativas e incluso manipuladoras en los mercados de CDS soberanos, cuyos efectos en los mercados de deuda pública se habrían manifestado en forma de mayores primas de riesgo y, en general, en condiciones de financiación más restrictivas para los Estados con una posición fiscal más vulnerable.

10 Este asunto es analizado en detalle por Litan (2010) en el contexto más general de los posibles incentivos de los grandes oferentes de CDS para oponerse a una reforma en profundidad de estos mercados.



Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos hasta el 10 de junio.

1 Para el cálculo del *spread* se ha sumado la prima del CDS del bono del Estado alemán al *spread* de dicho bono, con el objetivo de aproximar el precio de un activo libre de riesgo.

Una de las observaciones que, en ocasiones, ha servido para dar respaldo empírico al argumento anterior sobre el papel destabilizador de los CDS es el hecho de que, coincidiendo con el repunte en los precios de los CDS y en los *spreads* con respecto a la deuda alemana –que típicamente se considera el activo más seguro en la zona del euro–, la diferencia entre ambos indicadores del riesgo (que se denomina *base*) se ha ensanchado en los últimos meses en varios países europeos, dando lugar a una base

positiva (véase el gráfico 5). Al mismo tiempo, las primas de los CDS, aparentemente, han tendido a anticipar los movimientos en los *spreads*.

Casando entre sí las piezas anteriores, la hipótesis sobre los efectos desestabilizadores del mercado de CDS sostiene que las mencionadas prácticas especulativas o abusivas en ese mercado se reflejan inicialmente en forma de mayores primas en los CDS para, posteriormente, inducir mayores diferenciales en el mercado de los bonos de referencia.

El argumento anterior, no obstante, contiene varios elementos de análisis cuya validez no está garantizada, como se expone a continuación.

En primer lugar, hay razones objetivas que permiten entender la existencia de desviaciones temporales entre CDS y *spreads* y, también, el aparente exceso de volatilidad en los mercados de CDS soberanos, incluyendo las siguientes:

- existe una abundante evidencia empírica que indica que, con carácter general, los CDS reaccionan con más prontitud que los precios y *spreads* de los bonos ante variaciones en el riesgo percibido. Esto es, los CDS tienden a funcionar como indicadores adelantados del riesgo, sin que esto signifique que el precio del CDS condicione el verdadero nivel de riesgo del bono en cuestión ni su precio¹¹;
- en situaciones como la actual, de claro deterioro fiscal en algunas economías, la demanda de cobertura contra impago a través de CDS se dispara, mientras que su oferta, que como se ha subrayado anteriormente se concentra en un número reducido de entidades, puede mostrar una cierta rigidez a corto plazo, lo que tiende a magnificar el efecto positivo sobre las primas de estos instrumentos y provocar un aparente exceso de volatilidad en las mismas.

En segundo lugar, es preciso reconocer que las eventuales fricciones, rigideces o anomalías en el mercado de CDS no tienen por qué trasladarse de forma significativa al mercado del bono subyacente ni afectar de manera relevante a sus precios, por los siguientes motivos:

- Un precio del CDS que no esté en línea con el verdadero riesgo del bono sólo se trasladará al mercado de deuda si los participantes en este último mercado están dispuestos a validar unos precios por sus activos que están por debajo de su valor intrínseco o fundamental. Sin embargo, es muy difícil pensar que esto ocurra de manera sistemática y persistente, pues equivaldría a asumir que en el mercado de bonos, dominado por agentes profesionales, existen oportunidades de ganancia cierta (arbitraje) sin explotar durante un largo periodo de tiempo.
- Tampoco parece factible que puedan darse operaciones en los mercados de CDS dirigidas a afectar intencionadamente los precios de los bonos subyacentes, puesto que el mercado de bonos, normalmente, tiene un tamaño muy superior al de CDS, como muestran los datos sobre el tamaño relativo de estos dos mercados para distintos países europeos contenidos en el cuadro 2. Más aún, estos datos ilustran que para algunos de los países cuyos mercados de deuda soberana han sufrido una mayor volatilidad en los últimos meses, el tamaño del mercado de CDS en relación al del bono subyacente ha disminuido entre marzo de 2009

11 Esta observación ha sido documentada, para distintos mercados, por Blanco et al. (2005), Zhu (2006) y Alexopoulou et al. (2009), entre otros.

y mayo de 2010 (como en Irlanda) o ha aumentado muy ligeramente (como en Grecia, España e Italia)¹².

Saldo vivo neto de CDS soberanos. % sobre volumen de deuda pendiente CUADRO 1

	nov-08	mar-09	may-10
Eurozona	1,1	1,1	1,3
Alemania	0,7	0,6	1,0
España	2,9	2,1	2,2
Francia	0,4	0,5	0,8
Grecia	2,5	2,1	2,2
Irlanda	8,6	6,2	4,4
Italia	1,0	1,1	1,3
Portugal	4,0	4,2	5,6

Fuente: DTCC, Reuters y elaboración propia.

En definitiva, mientras que la existencia de importantes elementos de riesgo en el funcionamiento de los mercados de CDS, ligados a su naturaleza bilateral y al déficit de transparencia de los mismos, es incuestionable, su posible papel como elemento causante o amplificador de las recientes turbulencias en varios mercados de deuda pública europea está fundado sobre bases notablemente más débiles¹³. En todo caso, avanzar en la transparencia y seguridad de las transacciones de CDS facilitará un mejor análisis de otros posibles aspectos problemáticos, como la presencia de dinámicas especulativas desestabilizadoras o de conductas dirigidas a manipular el mercado, como se argumenta en la siguiente sección.

4 Propuestas para unos mercados de CDS más transparentes y seguros

En el marco del análisis expuesto en la sección anterior, en este apartado se analizan varias propuestas recientes dirigidas a contrarrestar las principales deficiencias en el funcionamiento de los mercados de CDS. Concretamente, en la sección 4.1 se presentan las principales iniciativas planteadas en el ámbito de la reducción del riesgo de contraparte, el incremento en la transparencia y el aumento en el grado de estandarización de los contratos, y en la sección 4.2 se hace una valoración de la conveniencia de restringir las compras descubiertas de CDS, en las que el comprador del derivado no mantiene, simultáneamente, una posición en el activo de referencia.

12 En términos de volumen *negociado* relativo, en lugar de los saldos vivos, al menos en el caso español (el único que se ha analizado en este artículo), la conclusión es similar. Así, la media diaria entre junio de 2009 y marzo de 2010 de la ratio entre el volumen negociado de CDS y el de deuda pública española fue del 1,4%, según los datos de la DTCC (volumen negociado medio diario de CDS) y del Tesoro español (operaciones simples de bonos y obligaciones del Estado español).

13 Por ejemplo, en una investigación reciente (los resultados fueron publicados en marzo de 2010), la BaFin alemana concluyó que no existía base para suponer que la elevada volatilidad de los precios de la deuda soberana griega fuese atribuible a la presencia de elementos especulativos reseñables en el mercado de CDS referenciados a dicha deuda. Por su parte, la ISDA analizó la evolución del saldo vivo de CDS soberanos sobre Grecia durante el primer trimestre de 2010 y concluyó que no se produjo un incremento significativo en el mismo durante ese periodo.

4.1 Riesgo de contraparte, transparencia y estandarización: Iniciativas recientes

4.1.1 Reducción del riesgo de contraparte

Las actuaciones que, en principio, tienen mayor potencial para la mejora de la gestión del riesgo de contraparte son el establecimiento de incentivos para la liquidación de CDS en cámaras de contrapartida central (conocidas comúnmente por sus siglas en inglés, CCP) y el reforzamiento de la gestión bilateral de las garantías en aquellos contratos no susceptibles de ser liquidados en una CCP.

Como han enfatizado recientemente Duffie y Zhu (2010), entre otros, la liquidación de los CDS en una cámara centralizada con un sistema adecuado de control de riesgos, unos niveles de capital apropiados y una estricta supervisión podría mitigar sustancialmente el riesgo de contraparte en estos mercados. Su diseño e implementación, sin embargo, no son tareas exentas de dificultades conceptuales y prácticas importantes. En este sentido, algunos de los aspectos más complejos y sobre los que existen mayores carencias de análisis son los relacionados con el número óptimo de CCP y la tipología de activos susceptibles de ser liquidados en ellas, como se detalla a continuación.

Una de las primeras decisiones estratégicas que deben tomar de manera coordinada los supervisores implicados es la elección del número de CCP autorizadas para liquidar CDS. En esta elección se plantea una disyuntiva compleja en la que, por un lado, la posibilidad de alcanzar las economías de escala y externalidades de red propias de la actividad de contrapartida central requiere de un número relativamente reducido de CCP. Por otro lado, sin embargo, un menor número de cámaras competidoras conlleva mayores riesgos de actuación monopolística y de concentración de niveles de riesgo elevado en entidades individuales. En este sentido, Duffie y Zhu (2010) reconocen la importancia sistémica que podría alcanzar una entidad de contraparte que concentrase toda la liquidación de CDS, con los problemas consabidos en términos de riesgo agregado en caso de colapso y, en consecuencia, de riesgo moral en la conducta de los gestores de una entidad de estas características. Ante la previsible dimensión sistémica que pueden alcanzar las CCP en un escenario en el que sólo coexisten un número reducido de las mismas, Cecchetti et al. (2009) plantean la conveniencia de que estas entidades tengan acceso a las facilidades de liquidez de un banco central y otros instrumentos de apoyo público con el fin de poder prevenir y resolver posibles incumplimientos simultáneos de elevada magnitud.

Otro de los aspectos a considerar es la exclusividad de la actividad de las CCP y, en particular, la conveniencia de restringir su operativa a contratos de CDS, excluyendo la liquidación de otros contratos. En esta cuestión, Duffie y Zhu (2010) desaconsejan la creación de CCP específicas para CDS. Así, según estos autores, el volumen actual del mercado de CDS no es lo suficientemente elevado como para compensar las pérdidas derivadas de impedir la compensación multilateral de contratos de distinta naturaleza, tanto en términos de potencial mitigación de riesgos para la CCP en cuestión como de ahorro de costes por las menores necesidades de mantenimiento de garantías, en que se incurriría si se excluye la liquidación simultánea en una misma CCP de activos distintos de los CDS.

En el plano regulatorio, diversas autoridades han dado ya los primeros pasos para promover la utilización de CCP, como el G-20, que en su cumbre de septiembre de

2009 propuso la negociación obligatoria de todos los contratos OTC de derivados estandarizados en mercados organizados o Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), así como su liquidación a través de CCP. Para aquellos contratos con menor grado de estandarización, el G-20 propuso el establecimiento de mayores requisitos de capital a las entidades intervinientes, con el objetivo de que éstas internalicen adecuadamente el riesgo agregado que produce la negociación bilateral OTC.

En octubre de 2009, la Comisión Europea (CE) hizo públicas sus propuestas de modificación normativa en este terreno, con el objetivo de llevarlas a efecto a lo largo de 2010 (véase CE, 2009). En concreto, las propuestas europeas, en línea con lo dispuesto por el G-20, incluyen la obligatoriedad de liquidación de los contratos OTC con mayor grado de estandarización en CCP y el incremento de los requisitos de capital para aquellas posiciones que se liquiden al margen de una CCP, para lo cual se contempla una posible modificación de la Directiva de Requisitos de Capital. En la modificación de esta Directiva se incluiría, además, la obligación para las contrapartes de contratos OTC que no se liquiden en CCP de constituir garantías iniciales, actualizándolas en función de las condiciones del mercado.

Recientemente, en junio de 2010, la CE ha abierto una consulta pública sobre sus principales propuestas en el ámbito de las infraestructuras de los mercados de derivados (véase CE, 2010). En concreto, la consulta se estructura en torno a las cuatro áreas siguientes: liquidación y reducción de riesgos de los derivados OTC, requisitos exigibles a las CCP, interoperabilidad entre CCP y obligaciones de comunicación de operaciones a los depositarios centrales, así como los requisitos aplicables a éstos. Asimismo, está previsto que la futura Autoridad Supervisora Europea de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés), junto con el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, decidan qué contratos OTC, incluyendo los CDS, deberían estar sujetos a la obligación de liquidarse en CCP. En este mismo sentido, la ESMA también se pronunciará sobre las condiciones adicionales que deberían cumplir las CCP antes de recibir la autorización del regulador nacional para liquidar nuevos contratos OTC.

En su consulta más reciente, la CE también pone especial énfasis en la importancia sistémica de las CCP e incorpora una serie de requisitos en línea con los apuntados por CPSS-IOSCO (2010) sobre las recomendaciones aplicables a las CCP que liquiden contratos de derivados OTC. En concreto, se proponen unos requisitos exigibles a la propia organización de la CCP y a las entidades participantes en materia de solvencia y condiciones de acceso. También se recogen requisitos de solvencia de la CCP, entre los que se incluye un umbral mínimo de capital inicial, que aún no ha sido determinado, los procedimientos de cálculo y materialización de las garantías y el mecanismo de contención de riesgos en caso de incumplimiento de una entidad participante, así como los procedimientos a seguir en estos casos.

4.1.2 Aumento de la transparencia

En retrospectiva, parece claro que la falta de información acerca de las exposiciones que mantenían AIG y Lehman Brothers al mercado de CDS dificultó no sólo a sus contrapartes, sino también a las autoridades supervisoras, hacer un seguimiento del riesgo asumido verdaderamente por estas entidades y, especialmente en el caso del banco de inversión, limitó la capacidad de las autoridades económicas de evaluar los efectos sistémicos de su colapso.

En este contexto, diversos análisis académicos recientes han enfatizado los beneficios que, previsiblemente, se producirían a partir del establecimiento de regímenes de transparencia en estos mercados. Por ejemplo, Engle y Acharya (2009) destacan que la transparencia puede contribuir a una mejor valoración del riesgo de contraparte y a una mayor eficiencia en la determinación y el uso de las garantías exigidas en los contratos, ya que, al mejorar la información sobre las posiciones y los riesgos de cada participante, las garantías bilaterales podrían calcularse para adaptarse mejor a cada riesgo particular¹⁴. Por otro lado, Kiff et al (2009) destacan que los temores al riesgo sistémico en los mercados de CDS podrían relajarse si los supervisores y participantes tuviesen acceso a una información más detallada sobre las entidades de referencia de los contratos y las contrapartes.

En cuanto a la aplicación de medidas dirigidas a incrementar la transparencia, parece claro que el traspaso de la negociación de los CDS a mercados regulados o SMN, cuando los contratos reúnan unos requisitos previos de liquidez y estandarización, contribuiría a mejorar el acceso a la información de todas las partes interesadas. Paralelamente, cuando los contratos no sean aptos para negociarse en mercados regulados y SMN, la alternativa pasa por la comunicación de las operaciones a un depositario central de operaciones, al estilo de la DTCC en EE.UU., a cuya información sobre posiciones y riesgos de las entidades tendrían acceso los supervisores¹⁵.

En el ámbito europeo, el documento puesto a consulta recientemente por la CE (2010) sobre las infraestructuras de los mercados de derivados prevé tres alternativas para la autorización de los depositarios centrales: i) la constitución de entidades localizadas en Estados europeos, con el objetivo de evitar los problemas derivados de la aplicación de la normativa de terceros países no miembros; ii) el reconocimiento de entidades autorizadas en terceros países con un acuerdo de cooperación que permita el acceso a la información; y iii) la creación de una entidad de carácter público europea. El documento de la CE también incluye una serie de requisitos de organización, procedimientos, acceso a la información y planes de contingencia exigibles a los depositarios centrales que están en línea con un documento a consulta del CPSS e IOSCO (2010), que aborda las recomendaciones sobre organización, régimen jurídico y acceso y difusión de información exigibles a los depositarios.

4.1.3 Aumento del grado de estandarización

Las propuestas del G-20, la Comisión Europea y el Gobierno de EE.UU., descritas anteriormente, para que una parte importante de la negociación de CDS y otros derivados OTC pase a liquidarse en CCP, podrían tener efectos significativos, incluso a corto plazo, gracias a los recientes avances en la estandarización de los contratos.

14 El Comité sobre el Sistema Financiero Global (véase CGFS, 2010) ha propuesto recientemente incentivar una mayor frecuencia en la actualización de las garantías (incluso sugiere que éstas se actualicen diariamente) al objeto de evitar las solicitudes de garantías extraordinarias de elevado volumen, como sucedió en el caso antes descrito de AIG. El CGFS también propone el cálculo de las garantías utilizando series largas de precios a lo largo de un ciclo económico completo, para suavizar las variaciones en los requisitos de garantías en momentos de mayor tensión.

15 Como resultado del aumento de la demanda de información desatado por la crisis de deuda soberana europea, en marzo de 2010, la DTCC hizo pública su disposición a facilitar datos consolidados de posiciones de participantes y entidades de referencia a aquellos reguladores que así se lo solicitasen.

En los primeros años de su desarrollo, los CDS se negociaban típicamente a través de contacto telefónico y su liquidación contaba con riesgos operativos y retrasos importantes, al realizarse manualmente. A partir de 2005, comenzó a alcanzarse un grado mínimo de estandarización en EE.UU. gracias al impulso conjunto de los reguladores (la Reserva Federal, principalmente) y la industria. En 2005, una parte importante de los CDS todavía estaba pendiente de confirmación, registro, y liquidación varios días después de su negociación, lo que suponía una importante fuente de riesgo operacional. Desde entonces, se ha avanzado sustancialmente en la negociación y confirmación electrónica de las operaciones, como ilustra el hecho de que el 90% de las transacciones de derivados sobre crédito se confirma ya de manera electrónica, con la consiguiente disminución del riesgo operacional. Como consecuencia de estos avances recientes, los plazos de confirmación se han reducido desde más de veinte días en 2002 a poco más de cuatro en 2008¹⁶.

Con posterioridad, cabe mencionar la introducción en 2009, por parte de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)¹⁷, de dos protocolos que contienen modificaciones sustanciales en las convenciones de los contratos de CDS menos complejos (se excluyen los derivados sobre activos titulizados) con el objetivo de incrementar su fungibilidad y liquidez.

En el ámbito de las iniciativas regulatorias, la Comisión Europea (2009) está evaluando una posible modificación del tratamiento dado al riesgo operativo por parte de la Directiva de Requisitos de Capital, con el objetivo de impulsar un mayor grado de estandarización de los contratos en los mercados OTC y un mayor uso de la confirmación electrónica. Esta medida persigue, por tanto, reducir los riesgos operativos, al promover que la confirmación y el registro de las operaciones se produzcan en tiempo real.

En definitiva, los objetivos perseguidos por los reguladores y la industria en el ámbito de la estandarización se centran en aumentar el grado de homogeneidad de las principales convenciones de mercado, con el fin de facilitar la liquidación de los contratos de CDS en CCP y reducir el volumen de contratos redundantes.

4.2 Restricciones a las compras descubiertas de CDS

Coincidiendo con la fase más aguda de las turbulencias registradas en algunos mercados europeos de deuda durante los últimos meses, varios analistas y autoridades políticas europeas han defendido recientemente el establecimiento de restricciones a las compras de CDS soberanos en las que no se posean los bonos de referencia de los contratos¹⁸. En esta sección se hace una revisión crítica de los fundamentos para restringir considerablemente o prohibir estas prácticas. En particular, a continuación se argumenta que prohibir la operativa de compra descubierta de CDS soberanos plantea dos tipos de problemas importantes, unos relacionados con el perjuicio que una medida de este tipo causaría en términos de pérdida de eficiencia en el funcionamiento de los mercados, tanto de los CDS afectados como de los bonos

16 Véase Kiff et al (2009).

17 Véase Markit (2009a y 2009b). El Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2009 (capítulo 1) contiene una descripción de los principales aspectos relativos a los dos protocolos de ISDA.

18 Portes (2010) desarrolla varios argumentos a favor de la prohibición de las compras descubiertas de CDS.

soberanos de referencia, y otros relativos a las dificultades para su implementación eficaz¹⁹.

En primer lugar, en relación con los efectos perjudiciales de la prohibición, cabe señalar que al restringir el acceso a los mercados de CDS de aquellos inversores que no poseen el bono soberano conlleva la eliminación de una fuente de información cuyo efecto inmediato es una reducción del contenido informativo de los precios de estos productos, lo que dificulta una mejor estimación de su verdadero riesgo. En este sentido, es conveniente tener presente que una mayor concurrencia de contrapartes en cualquier mercado incrementa su grado de liquidez y, en condiciones generales, también mejora la eficiencia del mismo.

Por otro lado, es preciso tener en cuenta que algunos inversores compran CDS soberanos, sin mantener ninguna posición simultánea en el bono correspondiente, como medio para protegerse de impagos de otros productos crediticios contra los que no existe un CDS (o su mercado es poco líquido), pero cuyo riesgo está positivamente correlacionado con un impago del soberano en cuestión (por ejemplo, deuda de empresas públicas, entes locales y regionales, etc.). En este sentido, resulta claro que eliminar esta última posibilidad de cobertura de riesgos es poco deseable. De hecho, una de las excepciones previstas en la reciente prohibición aplicada por la autoridad supervisora financiera alemana (BaFin) a compras descubiertas de CDS sobre bonos soberanos del área del euro hace referencia a las compras descubiertas que tengan por objeto asegurar posiciones que, siendo distintas de la tenencia del bono soberano de referencia, sufran pérdidas de valor cuando se deteriore la solvencia del Estado soberano en cuestión.

En segundo lugar, cabe destacar varias dificultades prácticas para una implementación eficaz de este tipo de prohibición. En efecto, la excepción a la prohibición de las compras descubiertas de CDS soberanos prevista por la BaFin ilustra la enorme complejidad que existe para llevar a la práctica este tipo de restricción, especialmente en circunstancias de excepcional incertidumbre macroeconómica como las actuales, en las que la relación entre el riesgo soberano y el atribuible a otros emisores se intensifica, dificultando la discriminación por parte del supervisor entre compras descubiertas dirigidas a cubrir indirectamente riesgo no soberano y operaciones puramente especulativas y sin intencionalidad alguna de protección de riesgos.

Con todo, resulta clara la práctica imposibilidad de establecer y supervisar el cumplimiento de criterios objetivos que delimiten cuáles son las exposiciones a riesgo no soberano pero con una relación positiva con aquél. Así, por un lado, un perímetro demasiado estrecho en la definición de compras en descubierto que satisfagan la excepción a una prohibición impedirá el acceso de muchos inversores que buscan protección genuina para sus activos distintos de la deuda soberana, lo que puede aumentar la sensación general de riesgo y provocar desinversiones en esas posiciones. Por otro lado, un perímetro demasiado amplio, lógicamente, haría que este tipo de restricciones no tuviera ninguna relevancia práctica.

Más aún, con carácter general, es preciso tener presente que, al margen de las compras descubiertas de CDS, los inversores disponen de otros canales alternativos para

19 Los argumentos expuestos a continuación están parcialmente basados en la nota de posicionamiento de la CNMV *Reflections on the debate about sovereign CDS*, de marzo de 2010. Duffie (2010a, 2010b) y FMI (2010) desarrollan planteamientos que, en general, también cuestionan la conveniencia de imponer este tipo de restricción.

trasladar sus expectativas de aumento del riesgo de los bonos soberanos, como la operativa con otros derivados (por ejemplo, con opciones), la venta directa o en corto del bono soberano, etc. Además, una prohibición de estas características sólo puede producir resultados palpables si se realiza de manera coordinada a nivel internacional. De no ser así, el carácter global de los principales actores en estos mercados resultará, con toda probabilidad, en el desplazamiento de operaciones de compras descubiertas desde las jurisdicciones sobre las que se apliquen restricciones hacia otras donde no existan trabas a esta operativa. El resultado en ese escenario sería, previsiblemente, un escaso impacto sobre los precios y volúmenes negociados a nivel agregado.

Finalmente, en vista de los argumentos anteriores, parece sensato que la primera opción para conjurar posibles conductas abusivas o manipuladoras en los mercados de CDS soberanos europeos sea la aplicación rigurosa de la Directiva de Abuso de Mercado (MAD, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, puede ser oportuno y conveniente introducir modificaciones en la misma si se juzga necesario. En concreto, resulta conveniente que en el proceso de reforma de la MAD se amplíe el ámbito de instrumentos sujetos a la misma (incluyendo los derivados OTC y, de manera particular, los CDS) y se perfeccione la definición de manipulación, para incluir la realizada en un instrumento a través de otro derivado. Paralelamente, también en el ámbito europeo, debe aprovecharse el proceso actual de revisión de la Directiva MiFID (sobre mercados e intermediarios financieros) para exigir de manera expresa la publicación, de acceso público, de los datos de precios y volúmenes de cada transacción y la comunicación diaria a los supervisores, mediante la inclusión de los derivados no negociados en mercados regulados (OTC) en el sistema de información sobre transacciones (*transaction reporting*) previsto por la MiFID.

Las propuestas anteriores ya han sido formuladas por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) a la Comisión Europea y la prioridad en estos momentos debe ser llevarlas a efecto con la máxima celeridad.

Mientras tanto, la situación en España, afortunadamente, no requiere de cambios normativos significativos en materia de abuso de mercado o comunicación de operaciones, pues ya existe la obligación de informar a la CNMV sobre los CDS contratados cuyo subyacente sea un título negociado en mercados europeos, y la norma española sobre abuso de mercado sí es aplicable a estos productos.

5 Conclusiones

La controversia en torno a los CDS no ha dejado de aumentar desde que comenzó la crisis, primero, a raíz de su relación con la quiebra de Lehman Brothers y el colapso de AIG en 2008 y, posteriormente, como consecuencia de las turbulencias vividas en varios mercados de deuda soberana europea desde comienzos de 2010. En el marco de una creciente disparidad en los argumentos tanto a favor como en contra de estos productos, este artículo trata de arrojar luz sobre algunos aspectos del funcionamiento de los mercados de CDS que, con un elevado grado de consenso, requieren de mejoras urgentes y ambiciosas, frente a otros sobre los que el análisis y la evidencia disponibles sugieren más cautela.

Entre los primeros, se han señalado la falta de transparencia, tanto previa a la negociación como posterior a la misma, y el riesgo de incumplimiento por las contrapartes como los dos problemas de primer orden cuya solución pasa por lograr que un volumen creciente de estos contratos sean negociados y liquidados en cámaras de contrapartida central, sujetas a requisitos apropiados de supervisión, capitalización y transparencia. En este sentido, las propuestas impulsadas recientemente por el G-20, y que en el seno de la Unión Europea están siendo desarrolladas en estos momentos, deben llevarse a efecto de manera urgente y ambiciosa, bajo el principio de coordinación y cooperación estrecha entre distintas autoridades económicas y supervisoras.

En relación a las hipótesis que asignan a los CDS un papel desestabilizador en los mercados de deuda pública y a las consiguientes propuestas para restringir algunas operaciones con CDS soberanos, los argumentos expuestos en este artículo enfatizan, en primer lugar, la falta de indicios o datos que permitan afirmar con solvencia que estos productos derivados han jugado un papel determinante en la evolución reciente de algunos mercados de deuda soberana. En segundo lugar, el artículo aporta una serie de argumentos acerca de los efectos perniciosos que pueden tener algunas medidas restrictivas a la compra descubierta de CDS, en términos de pérdida de eficiencia y liquidez en estos mercados, de las graves dificultades para su aplicación práctica y de la conveniencia de impulsar otras medidas regulatorias, en línea con las mencionadas anteriormente, como mejor ruta para conseguir un funcionamiento más transparente y seguro de estos mercados.

6 Bibliografía

Alexopoulou, I., M. Andersson y O.M. Georgescu (2009). "An empirical study on the decoupling movements between corporate bond and CDS spreads". Banco Central Europeo, Working Paper Series, n. 1085.

Archaya, V. y R. Engle (2009). *A case for (even) more transparency in the OTC markets*.

Arora, N., Gandhi, P. y F. A. Longstaff (2009). *Counterparty credit risk and the credit default swap market*, mimeo UCLA Anderson School.

Attinasi, M-G., Checherita, C. y C. Nickel, (2009). *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*. ECB. Working Paper Series, n. 1131, diciembre.

Banco Central Europeo (2009). *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>.

Bank for International Settlements (2010). *OTC derivatives market activity in the second half of 2009*, mayo.

Blanco, R., S. Brennan y W. Ian (2005). "An empirical Analysis of the dynamic relationship between investment-grade Bonds and Credit Default Swaps". *Journal of Finance*, 60(5):2255-81.

- Cecchetti, S., Gyntelberg, J. y M. Hollanders (2009). "Central counterparties for over the counter derivatives". BIS Quarterly Review, septiembre.
- CGFS Papers (2010). *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, marzo.
- Comisión Europea (2009). *Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets: Future Policy Actions*. Comunicación de la CE, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/20091020_563_en.pdf.
- Comisión Europea (2010). *Public consultation on derivatives and market infrastructures*. Documento de consulta pública de la CE, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/derivatives/100614_derivatives.pdf.
- Committee on the Global Financial System (2010). "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", disponible en <http://www.bis.org/publ/cgfs36.htm>.
- Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) y Technical Committee of IOSCO (2010). *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*. Informe consultivo, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO-PD321.pdf>.
- Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) e IOSCO. *Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs*. Informe consultivo, disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss89.htm>.
- Duffie, D. (2010a). "Credit default swaps on government debt: Potential implications of the Greek debt crisis," declaración en el Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises (US House of Representatives), abril.
- Duffie, D. (2010b). "Is there a case for banning short speculation in sovereign bond markets?," mayo, de próxima publicación en Banque de France Financial Stability Review, mayo.
- Duffie, D., Li, A. y T. Lubke (2010). *Policy perspectives on OTC derivative markets infrastructure*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.
- Duffie, D. y H. Zhu (2010). "Does a central counterparty reduce counterparty risk?," manuscrito, Stanford University.
- Fitch Ratings (2009). *Global Credit Derivatives Survey: Surprises, Challenges and the Future*. Special Report.
- Fondo Monetario Internacional, FMI (2010). *Global Financial Stability Report*, Abril, capítulo 1, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>.
- Hull, J., M. Predescu, y A. White (2002). *The relationship between credit default swaps spreads, bond yields, and credit rating announcements*.
- Kiff, J., Elliot, J., Kazarian, E., Scarlata, J. y C. Spackman (2009). *Credit derivatives: systemic risk and policy options*. IMF Working paper.
- IMF. *Global financial stability report* (abril de 2010)

Litan, R.E. (2010). "The derivatives dealers club and derivatives markets reforms: A guide for policy makers, citizens and other interested parties". Initiative on Business and Public Policy at Brookings. The Brookings Institution.

Longstaff, F.A., Mithal, S. y E. Neis (2005). "Corporate yield spreads: default risk or liquidity?. New evidence from the credit default market". *Journal of Finance*, vol. 60, No 5, pp. 2213-53

Longstaff, F.A., Pan, J., Pedersen, L.H. y K. Singleton (2007). *How sovereign is sovereign credit risk?* NBER Working Paper Series, n. 13658.

Portes, R. (2010). *Ban Naked CDS*, manuscrito no publicado, London Business School.

Sgerri, S. y E. Zoli (2009). *Euro area sovereign risk during the crisis*. IMF Working Paper, WP/09/222.

Singleton, K.J. y J. Pan, (2008). "Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads". *Journal of Finance* vol. LXIII, n. 5.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009). "Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Exchanges," documento de trabajo, Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies.

De Wit, J. (2006). "Exploring de CDS-Bonds basis", National Bank of Belgium, Working Paper Research n. 104.

H. Zhu (2006). "An empirical Comparison of Credit Spreads between the Bond Market and the Credit Default Swap Market", *Journal of Financial Services Research*, 29(3):211-235.

Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias

Anna Isperto Maté y M^a Victoria Villanueva Fresán (*)

* Anna Isperto Maté y M^a Victoria Villanueva Fresán pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

En 2002, el Banco de España comenzó a elaborar la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE) y la Agencia Tributaria, y desde entonces se han realizado tres ediciones. El objetivo de esta encuesta es obtener información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de las familias, de forma que se puedan relacionar para un mismo hogar las características demográficas, las rentas, los activos reales y financieros, las deudas y el gasto.

Hasta el momento se han publicado los datos correspondientes a dos oleadas de la EFF: la de 2002 y la de 2005. En 2005 se intentó entrevistar a todos los encuestados en la primera ola (para intentar obtener una muestra con datos de panel), así como a una muestra de refresco para preservar la representatividad de la población de 2005.

El Banco de España ha publicado varios artículos que utilizan la información aportada en ambas encuestas. Entre ellos, cabe destacar un trabajo (véase Banco de España, 2007) que analiza los cambios en la renta y la riqueza, la posesión de activos reales y financieros, las deudas y el gasto del hogar entre 2002 y 2005. Por su parte, Bover (2008) utiliza los datos de los hogares panel de la EFF de los años 2002 y 2005 para analizar los cambios en la tenencia de los activos, la renta y la riqueza entre dichos años. La misma autora realizó un estudio (Bover, 2005) en el que se estima el efecto riqueza en el consumo utilizando los datos de la primera ola de la EFF.

Paralelamente, se han realizado varios estudios académicos que utilizan los datos de la EFF. En Mayordomo (2007) se cuantifica el impacto de las restricciones crediticias en la decisión de la compra de vivienda de las familias españolas. En Fernández (2008) se analizan empíricamente los determinantes de la elección de instrumentos de ahorro por parte de los hogares españoles, centrándose, en especial, en el efecto de la inversión en activos reales.

A diferencia de los trabajos anteriores, este artículo pone el énfasis en el análisis de la tenencia de acciones cotizadas en bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación en sociedades, activos de renta fija y fondos de inversión por parte de las familias españolas (por brevedad, este grupo de activos son denominados, en el contexto de este artículo, *activos financieros de inversión*). Así, quedan fuera del objeto principal de este estudio, por un lado, los *activos reales* (principalmente, vivienda e inversiones en negocios por cuenta propia), y, por otro lado, los activos bancarios tradicionales (fundamentalmente, depósitos en entidades financieras y cuentas vivienda) y los planes de pensiones y seguros, que, en adelante, se engloban conjuntamente bajo la etiqueta genérica de *resto de activos financieros*.

En concreto, el objetivo de este artículo es determinar el perfil inversor de los hogares que invierten en los distintos activos financieros de inversión, es decir, establecer qué características propias de los hogares influyen de manera más directa en la decisión de inversión en acciones, títulos de renta fija y fondos de inversión. Para ello,

se estudia el efecto tanto de la edad, la educación y la situación laboral del cabeza de familia¹, como del nivel de renta y riqueza neta del hogar sobre las decisiones de cartera. Así, por un lado, se analiza si dichas características afectan a la decisión de invertir en cada uno de los activos financieros de inversión mencionados. Por otro lado, mediante un análisis de conglomerados (análisis cluster) se clasifica a los distintos inversores en grupos en función de su semejanza, es decir, se forman clusters en los que los hogares presentan valores similares respecto a tres características: edad y educación del cabeza de familia y riqueza neta del hogar.

El resto del artículo se organiza de acuerdo al siguiente esquema. En el segundo apartado se describen de forma breve las principales características de la EFF. En el tercer apartado se presentan los principales datos, de carácter más general, relativos a la inversión de los hogares españoles, tanto en activos reales como financieros (cuántos hogares invierten, qué importe y cómo está distribuido), y se analiza el efecto que tienen las diferentes características del hogar en dichas variables. En el cuarto apartado se describe con mayor grado de detalle las características tanto del producto como del inversor para cada una de las categorías de activos analizadas. El artículo se cierra con un apartado de consideraciones finales.

2 La Encuesta Financiera de las Familias

El diseño de la EFF está inspirado en las encuestas llevadas a cabo desde hace años por otros países, en concreto, la encuesta de la Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie* (IBF) y, sobre todo, la de la Reserva Federal de Estados Unidos, *Survey of Consumer Finances* (SCF).

Una característica distintiva de la EFF es que realiza un sobremuestreo de hogares con mayor nivel de riqueza. La idea es tener una muestra no sólo representativa del conjunto de la población, sino también de la riqueza agregada de la economía, que permita el estudio del comportamiento financiero de aquellos hogares con mayor nivel de riqueza. Para obtener magnitudes poblacionales se utilizan los factores de elevación (o pesos), que se definen como la inversa de la probabilidad de ser incluido en la muestra y que miden la frecuencia con la que los hogares de la muestra se encuentran en la población total.

Dadas las elevadas tasas de no respuesta en este tipo de encuestas, trabajar sólo con los hogares de los que se cuenta con información, ignorando la ausencia de respuesta, supondría tener una submuestra aleatoria de la muestra original, con el riesgo de producir resultados sesgados. Por ello, las respuestas “No sabe/No contesta” son imputadas por el Banco de España. El objetivo de la imputación no es reemplazar la información perdida por valores estimados, sino preservar la distribución conjunta de los datos y las relaciones entre diferentes variables. La EFF, como la SCF americana, imputa cinco valores para cada observación faltante para tener en cuenta que existe un grado de incertidumbre sobre el valor imputado para un modelo dado de ausencia de respuesta².

1 Al igual que hace el Banco de España en sus análisis, se define como cabeza de familia la persona de referencia designada por el hogar a efectos de responder la encuesta si la persona de referencia es hombre, o a su pareja si la persona de referencia es mujer pero su pareja vive en el hogar.

2 Para un mayor detalle sobre los métodos de imputación, véase Barceló (2006, 2008).

Los datos estadísticos proporcionados en este artículo se han obtenido utilizando una base de datos construida con las cinco bases de datos imputadas de forma sucesiva, y ponderando por los factores de elevación para conseguir resultados poblacionales.

3 Decisión inversora de los hogares españoles: características generales

3.1 Inversión total de los hogares

La adquisición de la vivienda principal es la decisión de inversión más importante para la mayoría de los hogares españoles. Como se aprecia en el cuadro 1, más del 80% de las familias posee una vivienda de este tipo y la inversión mediana en la misma es claramente superior a la de cualquier otro activo. En términos generales, los hogares que no poseen vivienda principal tienen un nivel de renta y riqueza bajo, posiblemente insuficiente para poder acceder a la misma³.

Por otra parte, prácticamente la totalidad de la población posee activos financieros, debido a que la mayoría de los hogares tiene abierto algún tipo de depósito de pagos (cuentas corrientes, libretas u otros depósitos que pueden ser utilizados para realizar pagos mediante tarjetas o cheques). La tenencia de otros activos financieros es menos frecuente. Así, en torno a una cuarta parte de los hogares españoles posee planes de pensiones (sin incluir los derechos a pensiones de la Seguridad Social) y/o seguros, un 15% mantiene depósitos de no pagos (cuentas o depósitos a plazo, a la vista o de ahorro que no puedan ser utilizados para realizar pagos mediante tarjetas o cheques) y alrededor de un 18% tiene activos financieros de inversión. Dentro de estos últimos, las acciones cotizadas son los más frecuentes aunque, entre 2002 y 2005, los fondos de inversión ganaron mucho protagonismo.

En cuanto al importe invertido por los hogares en activos financieros, la mediana es relativamente reducida en depósitos de pagos, pese a ser los más comunes. Como se advierte en el cuadro 1, los importes medianos en depósitos de no pagos son iguales a los obtenidos para el total de activos financieros de inversión. Dentro de los segundos, el menor importe invertido corresponde al activo más frecuente, esto es, las acciones cotizadas (el importe mediano apenas supera los 6.000 euros).

Respecto a la distribución de la cartera agregada de los hogares españoles, los activos reales representan prácticamente el 90% del importe total de activos, correspondiendo el grueso de la inversión a la vivienda principal (véanse las dos últimas columnas del cuadro 1). Entre los activos financieros de inversión, la renta fija es la menos importante en términos relativos, mientras que el resto de los activos (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión) mantienen un peso similar entre sí. No obstante, entre 2002 y 2005 se observa un aumento de la importancia relativa de los fondos de inversión a costa de las acciones, tanto cotizadas como no cotizadas.

La distribución de la cartera difiere sensiblemente en función de las características de los hogares. En concreto, a mayor percentil de renta o de riqueza neta, menor es el peso de los activos reales a favor, principalmente, de los activos financieros de

3 El 85% de los hogares que no tienen vivienda principal son hogares que pertenecen al primer percentil de riqueza neta.

inversión. Una excepción a este patrón de comportamiento se produce en los hogares del primer cuartil de riqueza neta, que tienen un peso en activos reales menor debido, fundamentalmente, a que la mitad de ellos no tienen ningún activo real. Además, son hogares que tienen una elevada proporción de su riqueza financiera en depósitos de pagos. Por otra parte, a mayor nivel educativo del cabeza de familia, menor es el porcentaje que los activos reales representan sobre el total de activos y mayor es la posesión de activos financieros de inversión en relación al resto de activos financieros, a costa de los depósitos de pagos. Cabe destacar que estos resultados se mantienen al controlar por el percentil de riqueza neta.

Principales características de los activos más comunes de los hogares CUADRO 1

	Porcentaje de hogares		Importe mediano ¹		% var. ²	Distribución del importe total	
	2002	2005	2002	2005	2002/2005	2002	2005
Activos reales:	87,3	87,4	131.760	210.354	91,9	100,0	100,0
Vivienda principal	84,6	81,3	131.760	180.303	90,8	66,5	66,2
Otras propiedades inmob.	30,1	34,5	72.468	105.075	91,2	23,9	23,8
Negocios por cta. propia	12,4	11,1	36.612	83.969	102,1	8,9	9,4
Activos financieros:	98,6	96,5	4.746	6.010	59,0	100,0	100,0
Activos financieros de inversión	17,1	18,7	13.176	12.020	45,3	38,5	35,2
Acciones cotizadas	10,8	11,4	6.268	6.240	22,8	14,3	11,1
Acciones no cotizadas	2,2	2,2	15.461	18.000	18,1	12,4	9,2
Renta fija	1,9	1,5	13.240	24.040	24,7	2,2	1,7
Fondos de inversión	7,2	8,7	13.176	18.000	118,2	9,6	13,2
Garantizados	2,6	2,5	13.176	18.000	76,6	2,8	3,1
Renta fija	1,7	2,9	16.580	15.225	194,3	2,1	3,9
Renta variable	2,7	3,5	9.882	14.000	136,6	2,4	3,5
Mixta	1,4	1,8	13.176	18.000	96,4	1,7	2,1
Resto de activos financieros	98,5	96,4	3.959	9.200	67,7	61,5	64,8
Depósitos de pagos	97,8	92,5	1.980	3.000	101,1	21,0	26,6
Depósitos de no pagos	14,9	16,5	13.176	12.020	28,4	17,3	14,0
Cuentas ahorro vivienda	2,2	2,5	8.387	6.000	5,5	1,1	0,7
Planes pensiones y/o seguros	24,1	29,3	6.910	6.491	89,7	16,8	20,0

Fuente: Elaboración propia.

- 1 Importes calculados para los tenedores de cada tipo de activo, en euros del año 2005 (entre 2002 y 2005 la inflación acumulada fue del 9,8%).
- 2 Porcentaje de variación entre el importe total invertido en 2002 (en euros de 2002) y en 2005 (en euros de 2005). Así, parte de la variación recoge la inflación, parte la revalorización de los activos financieros y parte el incremento en la inversión en dicho activo.

3.2 Distribución de la inversión total por características de los hogares

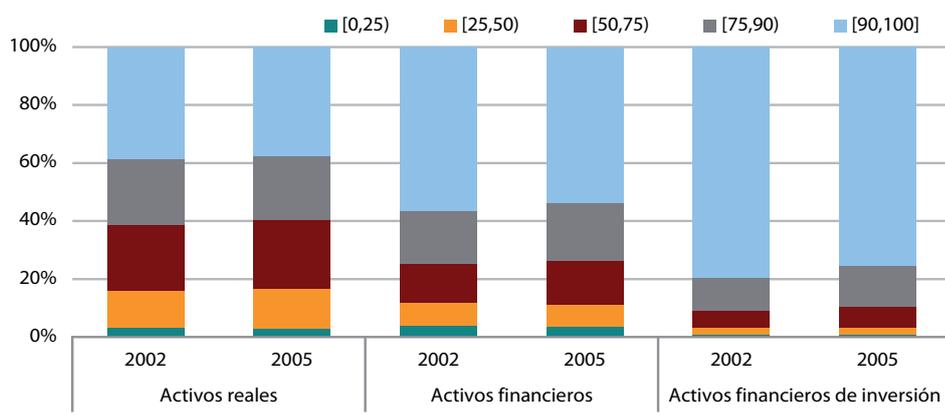
En referencia al importe total invertido en activos reales, que creció entre 2002 y 2005 un 91,9% (el aumento asociado a la revalorización de las viviendas se situó en torno al 50%), la cantidad es mayor, como cabría esperar, a medida que crece la riqueza neta del hogar. Así, los hogares del primer cuartil (el 25% de la población con menor nivel de riqueza neta) poseen poco más del 3% del valor total de la vivienda en España, mientras que el 25% de los hogares con mayor riqueza poseen aproximadamente el 60% (véase gráfico 1).

La inversión en activos financieros, al igual que sucede en el caso de los activos reales, muestra un patrón creciente con el nivel de riqueza neta, aunque este aumento es bastante más pronunciado que en el caso anterior. Es decir, la riqueza real está

sensiblemente más distribuida que la riqueza financiera, como ilustra el gráfico 1. En concreto, el 10% de los hogares con mayor riqueza neta poseen en torno al 55% del total de activos financieros en manos de los hogares españoles. Si se consideran exclusivamente los activos financieros de inversión, la concentración en el 10% de los hogares españoles con mayor riqueza es aún más pronunciada, ya que estos hogares poseen entre el 75 y el 80% del total.

Distribución de la inversión total de los hogares españoles en activos reales, activos financieros y activos financieros de inversión según percentil de riqueza neta

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

Según el grupo de edad del cabeza de familia, se observa una mayor concentración de inversión en activos financieros (teniendo en cuenta siempre el tamaño relativo de cada grupo) por parte de los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años. Sin embargo, controlando por el nivel de riqueza neta, se aprecia que tan sólo para el último decil, el valor de la inversión es significativamente mayor en relación a los demás grupos de edad⁴. En relación al nivel de educación del cabeza de familia, se obtiene que, para cualquiera que sea su nivel de riqueza neta, los hogares con estudios universitarios o superiores tienen tendencia a una mayor inversión en activos financieros que los hogares con menor nivel de estudios. Por otra parte, al analizar la situación laboral del cabeza de familia, se observa que los trabajadores por cuenta propia invierten más que los otros grupos, aunque esto es debido a que son hogares, en términos generales, situados en percentiles altos de riqueza neta.

En cuanto a los activos financieros de inversión, su distribución en función de las distintas características sigue un patrón relativamente similar al observado en la inversión total en activos financieros. Así, respecto a la distribución por edades, para el 90% de la población con menor nivel de riqueza neta, los hogares se comportan de forma muy parecida entre ellos. En cambio, para el 10% de hogares más ricos, es el grupo de hogares con cabeza de familia entre 45 y 64 años el que posee la mayor parte de activos financieros de inversión. Respecto al nivel de educación del cabeza

4 A pesar del comportamiento similar por edades dentro de cada percentil de riqueza neta del hogar, cabe mencionar que hay una mayor proporción de hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años en los percentiles altos de riqueza neta. Dado que en estos percentiles la inversión en activos financieros (y activos financieros de inversión) es mayor, se puede deducir que el ciclo vital de la inversión tiene forma de U invertida: baja inversión durante la juventud, acumulación en la edad madura y desinversión durante la vejez.

de familia, los hogares con estudios universitarios o superiores poseen niveles mayores de activos financieros de inversión que los hogares con menor nivel de estudios para cualquier nivel de riqueza neta, siendo la diferencia más acusada en los últimos percentiles. No obstante, en el caso de la situación laboral, el patrón es algo distinto: se observan diferencias entre los trabajadores por cuenta propia y el resto de grupos, pero únicamente en el último decil de riqueza, donde la tenencia de activos financieros de inversión es significativamente mayor a la del resto de grupos. La razón esencial es que en este decil se concentran la mayoría de hogares que poseen acciones no cotizadas, y el cabeza de familia de estos hogares, como se verá posteriormente, es en muchos casos un trabajador por cuenta propia.

En definitiva, a medida que aumenta el nivel de riqueza neta de los hogares, la inversión en cualquier tipo de activo es mayor, pero este aumento es desigual entre los diversos tipos de activos. Así, a mayor riqueza neta, más tendencia a invertir en activos financieros que en activos reales y, dentro de los financieros, va aumentando de forma más significativa la tenencia de activos financieros de inversión que del resto de activos.

4 Análisis de los activos financieros de inversión

El objetivo de este apartado es analizar con cierto grado de detalle, de forma individual, la distribución de cada uno de los activos financieros de inversión en las carteras de los hogares españoles. Por una parte, se detallan las características más relevantes de las inversiones en cada uno de estos activos. Por otro lado, se identifica el perfil del inversor de los distintos activos financieros de inversión. Para ello, primero, se examina la distribución del número de hogares que invierten en cada activo financiero de inversión según las distintas características del hogar. Posteriormente, para los activos más comunes en las carteras de inversión de los hogares, acciones cotizadas y fondos de inversión, se ofrecen los resultados de un análisis de conglomerados (análisis cluster)⁵.

Esta metodología⁶ permite clasificar a los individuos en grupos o clases por su semejanza o similitud, es decir, categorías en las que los individuos presentan valores similares respecto de las variables consideradas (en este estudio, las variables seleccionadas han sido la riqueza neta del hogar y la edad y educación del cabeza de familia). Así, se obtienen clases con un alto grado de homogeneidad interna, pero heterogéneas entre sí. Existen varios métodos a la hora de realizar un análisis de conglomerados. Debido al elevado número de observaciones empleadas en este estudio, se ha utilizado el análisis de conglomerados en dos etapas (*two-step cluster*) contenido en el paquete estadístico SPSS⁷.

5 Los resultados del análisis de conglomerados para el resto de activos financieros de inversión están disponibles en Ispierto y Villanueva (2010).

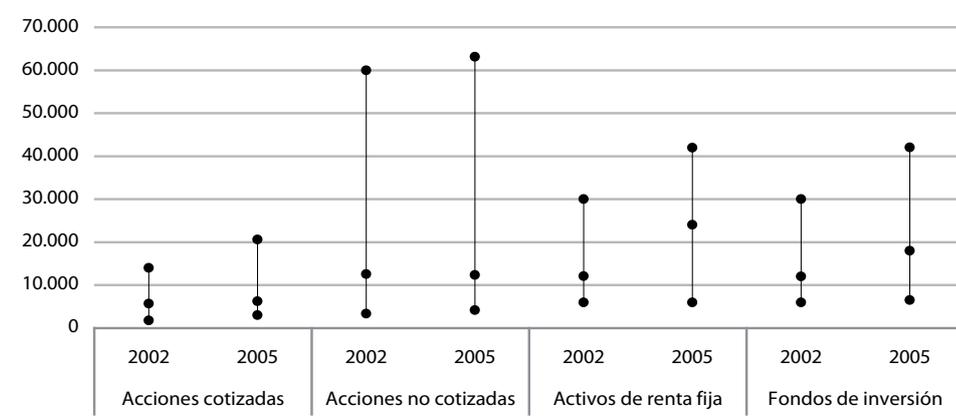
6 Para un mayor detalle sobre el análisis de conglomerados, véase Norušis (2010).

7 Ispierto y Villanueva (2010) contiene una descripción más detallada de la metodología utilizada.

4.1 Acciones cotizadas en bolsa

Entre 2002 y 2005 aumentó el porcentaje de hogares que poseían acciones cotizadas, desde el 10,8% al 11,4% del total. La distribución del importe invertido en acciones cotizadas cambió de forma significativa en ese periodo, especialmente para los hogares que invierten importes superiores a la mediana (véase gráfico 2). En general, se observó un incremento en el importe invertido en acciones cotizadas, aunque éste fue inferior a la revalorización de la bolsa, cercana al 80% en el periodo considerado. Por otra parte, si se compara con el resto de activos financieros de inversión, la distribución del importe invertido en acciones cotizadas está más concentrada, especialmente en 2002.

Gráficos de distribución (primer cuartil, mediana y tercer cuartil) del importe invertido en los distintos activos financieros de inversión (importes en euros) GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

Entre los hogares inversores en acciones cotizadas, un elevado número mantiene tendencias de estos activos relativamente reducidas tanto en lo que se refiere a su peso en la cartera de inversión financiera como al importe invertido. Así, la mitad de los hogares que invierten en acciones cotizadas lo hacen con un importe que supone menos del 20% de su cartera financiera y apenas concentran el 15% del importe total invertido en el activo. En contraste, la mayoría de las familias que tienen prácticamente la totalidad de su cartera financiera invertida en acciones cotizadas (el 4% de los hogares que tienen este activo), invierten importes muy elevados, que suponen, de forma agregada, poco menos del 20% de la inversión total en el activo.

En cuanto a las sociedades en las que se invierte, destaca que entre el 65 y el 70% de los hogares que invierten en acciones cotizadas lo hacen en acciones emitidas por una entidad bancaria, entre el 40 y el 50% en sociedades no financieras, y el 7% en otras instituciones financieras. Por otro lado, la mitad de los hogares que invierten en acciones cotizadas tiene sólo acciones de una única empresa, poco más del 20% posee acciones de dos empresas, el 10% tiene acciones de tres empresas y el 20% restante, acciones de más de tres empresas. Como cabría esperar, cuanto más riqueza tiene el hogar, mayor es el número medio de empresas distintas en las que invierte, y cuanto más joven es el cabeza de familia, menor número de acciones concentra.

Por último, alrededor de una cuarta parte de los hogares que poseen acciones cotizadas no posee ningún otro activo (exceptuando los depósitos de pagos) y más de un 60% no posee otros activos financieros de inversión (véase el cuadro 2). De los hogares que, además de acciones cotizadas, poseen algún otro activo financiero de inversión, la mayoría optó por los fondos de inversión, principalmente de renta variable.

Tenencia de otros activos financieros de los hogares que poseían un activo financiero de inversión determinado en 2005

CUADRO 2

% de hogares para cada activo financiero de inversión

Act. financieros de inversión	Act. financieros de inversión		Activos						
	Acciones cotizadas	Acc. no cotizadas	renta fija	Fondos inversión	Fondos garant.	Fondos RF	Fondos RV	Fondos mixtos	
Acciones cotizadas	-	26,6	35,1	41,6	36,5	45,2	60,0	45,7	
Acc. no cotizadas	5,1	-	8,1	3,8	6,2	0,7	5,7	6,8	
Activos renta fija	4,6	5,5	-	6,2	7,8	4,0	8,5	6,5	
Fondos de inversión	31,9	15,4	36,4	-	-	-	-	-	
Fondos garantizados	8,1	7,3	13,3	29,0	-	13,5	16,3	15,3	
Fondos de RF	11,4	0,9	7,7	32,9	15,4	-	22,5	16,3	
Fondos de RV	18,3	9,2	19,9	39,8	22,4	27,2	-	17,5	
Fondos mixtos	7,3	5,8	8,0	20,9	11,1	10,4	9,2	-	
Depósitos pagos	97,7	93,3	98,6	97,2	96,2	95,9	97,6	98,8	
Depósitos no pagos	30,6	30,5	33,6	30,2	30,8	28,1	29,3	38,4	
Pensiones y seguros	61,5	54,7	56,5	55,4	43,3	54,3	73,0	66,8	
Pro-memoria:									
Sólo depósitos pagos	22,0	26,8	16,6	23,0	31,8	24,5	8,9	11,6	
Ningún otro activo financiero de inversión	62,9	67,2	42,1	53,1	56,9	51,7	34,0	44,7	

Fuente: Elaboración propia.

El perfil de los inversores en acciones cotizadas se asemeja, en términos generales, al de los inversores en fondos de inversión. En general, se trata de hogares con un nivel medio de renta y riqueza neta bastante superior a la media poblacional.

El análisis de conglomerados revela tres tipos de inversores en acciones cotizadas (más un cuarto cluster que engloba a los valores atípicos⁸ y que son hogares con una riqueza neta muy elevada):

1. Hogares con riqueza neta relativamente baja respecto al resto de los inversores, cuyo cabeza de familia es joven y con una educación media-alta (cluster 1).

La mayoría de los inversores en acciones cotizadas, que suponen en torno al 40% del total de inversores, se engloban en este conglomerado, especialmente en 2002. Este grupo lo componen hogares con riqueza neta relativamente baja, si se compara con el resto de inversores en acciones cotizadas (su riqueza neta media supone en torno al 65% de la media para el total de inversores en acciones cotizadas), cuyo cabeza de familia es joven (poco más de 40 años de media), con una educación media-alta (mientras que en 2002 la mayoría de estos inversores

8 El método bietápico permite eliminar del análisis cluster a los valores atípicos (o ruido). En una primera etapa en la que se divide el total de observaciones en subgrupos, si existe algún subgrupo con un número muy reducido de datos, éste se elimina de la segunda etapa del proceso que da lugar a los clusters finales. Para un mayor detalle, véase Ispierto y Villanueva (2010).

había realizado estudios universitarios o estudios de grado superior de formación profesional, en 2005 la distribución era mucho más heterogénea), y trabaja por cuenta ajena. La renta de estos inversores es similar a la media del total de inversores en acciones cotizadas, aunque, al igual que para los hogares del resto de conglomerados, superior a la poblacional.

En lo que respecta a la cartera de estos inversores, son hogares que invierten en acciones cotizadas cantidades relativamente bajas (la mediana está en torno a 4.000 euros, frente a los 6.000 euros para el total de inversores en acciones cotizadas). También es reducido, en términos comparativos, el total de activos financieros de inversión y activos financieros que poseen, de 6.000 y 30.000 euros de mediana respectivamente⁹. La cuantía invertida en acciones cotizadas supone un peso reducido de su cartera financiera (el 20%).

2. Hogares con riqueza neta relativamente baja respecto al resto del grupo, cuyo cabeza de familia es mayor y con baja educación (cluster 2).

En este conglomerado se encuentran hogares cuyo cabeza de familia es mayor (la media está en torno a 60-65 años pero la desviación típica es elevada, por lo que incluye a los inversores en acciones cotizadas de mayor edad) y tiene estudios básicos (la mayoría tiene educación primaria). La riqueza neta de estos inversores es relativamente baja comparada con el total de hogares que invierten en acciones cotizadas aunque ligeramente superior a la de los inversores más jóvenes (cluster 1). Sin embargo, la renta es considerablemente inferior a la del resto de inversores en acciones cotizadas, ya que la mayoría de los hogares de este grupo están compuestos por jubilados.

La tenencia mediana de acciones cotizadas por estos hogares es similar a la del total de inversores en este activo, y dicho importe supone un elevado peso sobre su cartera financiera (aproximadamente un tercio). Por su parte, la inversión en activos financieros de inversión y en activos financieros es menor a la del total de inversores (la mediana representa aproximadamente el 80% de la mediana para el total de inversores). Estos importes son superiores a lo invertido por los hogares jóvenes del primer conglomerado.

3. Hogares con riqueza neta elevada cuyo cabeza de familia es mayor y con alta educación (cluster 3).

En 2002 éste era el grupo más pequeño (sin contar el cluster formado por los valores atípicos) mientras que en 2005 era el mayor. Este conglomerado engloba inversores en acciones cotizadas con una riqueza neta muy elevada (la mediana de la riqueza neta de este grupo está en torno al tercer cuartil del total de inversores en acciones cotizadas), cuyo cabeza de familia es mayor (en torno a 60 años) y con estudios universitarios. La renta de este conglomerado supera de forma significativa la media para el total de inversores en acciones cotizadas. Por su parte, la mayoría de los inversores en este grupo era, en 2005, trabajador por cuenta ajena y, en 2002, jubilado.

⁹ La mediana del total invertido en activos financieros de inversión por los hogares que poseen acciones cotizadas fue de 10.000 euros en 2002 y de 15.000 euros en 2005. Asimismo, el importe mediano invertido en activos financieros por estos hogares fue de 30.000 euros en 2002 y 55.000 euros en 2005.

Estos inversores poseen un importe elevado de acciones cotizadas, de activos financieros de inversión y de activos financieros (la mediana es aproximadamente el doble a la obtenida para el total de inversores).

4.2 Acciones no cotizadas y otras formas de participación en sociedades

En general, puede afirmarse que son pocos los hogares que invierten en acciones y/o participaciones no cotizadas en bolsa (el 2,2% del total de hogares). Un porcentaje importante de estos hogares invierte en empresas en las que trabaja algún miembro del hogar¹⁰ (70% de los hogares con acciones no cotizadas en 2002 y 45% en 2005).

Los hogares que invierten en acciones y/o participaciones no cotizadas en bolsa lo hacen, en general, en importes bastante elevados: la media fue de 117.686 euros en 2002 y de 127.499 euros en 2005. La distribución entre los hogares del importe invertido en este activo presenta una mayor dispersión en comparación con el resto de activos financieros de inversión, como se aprecia en el gráfico 2. Así, por ejemplo, la ratio entre el tercer y el primer cuartil está en torno a 15, más del doble respecto al resto de activos financieros.

En cuanto al tipo de entidad emisora de las acciones y/o participaciones no cotizadas, la mayoría de los hogares invierten en activos emitidos por sociedades no financieras (sobre el 85%), siendo considerablemente menor el porcentaje en otros emisores.

La mayoría de los hogares que poseen acciones y/o participaciones no cotizadas en bolsa sólo invierten en títulos de un único emisor. En general, son inversores con un bajo grado de diversificación en relación con otros activos financieros de inversión (el 65-70% del total de hogares con acciones no cotizadas tan sólo posee dicho activo).

Las características de los inversores en acciones no cotizadas difieren sustancialmente de las de los inversores en el resto de activos financieros de inversión. Así, casi la mitad de los inversores en acciones no cotizadas son empleados por cuenta propia, mientras que esta característica apenas está presente en el 10% de la población. Por otro lado, casi la mitad de los tenedores de este activo tiene estudios universitarios (frente al 15% en la población y al 35% para el total de hogares que poseen activos financieros de inversión), y son hogares con niveles medios de renta y riqueza neta muy superiores a la media poblacional (la riqueza neta media de este grupo es cuatro veces la poblacional). Estas cifras también son superiores a las correspondientes a los inversores en otros activos financieros de inversión. A su vez, la edad media de estos inversores es relativamente baja si se compara con los inversores en el resto de activos analizados.

4.3 Activos de renta fija

Comparado con el resto de activos financieros, pocos hogares poseen valores de renta fija: el 1,9% del total en 2002 y el 1,5% en 2005. Pese al descenso observado en el número de inversores, el importe invertido aumentó de forma significativa entre los dos años de referencia. Así, los hogares que invirtieron en activos de renta fija lo

10 Las acciones y/o participaciones no cotizadas excluyen aquellas acciones y/o participaciones en el propio negocio, caso de ser empleado por cuenta propia.

hicieron de media por valor de 24.886 euros en 2002 y de 35.471 euros en 2005. Además, la distribución del importe invertido cambió de forma sustancial entre ambos años (véase gráfico 2), especialmente para aquellos importes superiores a la mediana (dichos importes aumentaron entre el 50 y el 70%).

Por tipo de sociedad emisora, la mayoría de los hogares invirtieron en títulos de renta fija emitidos por el Estado u otras Administraciones Públicas (el 48% del total) o por entidades bancarias (el 46% del total en 2002 y el 36% en 2005), siendo marginales las tenencias del resto de emisores. Por otro lado, prácticamente la totalidad de hogares que invierten en renta fija lo hacen en valores procedentes de un único tipo de emisor.

En general, los hogares que poseen activos de renta fija tienen invertido en los mismos un porcentaje reducido de su cartera financiera. Como se aprecia en el cuadro 2, estos inversores tienden a poseer otros activos financieros en mayor grado que los hogares que invierten en el resto de activos financieros de inversión analizados.

Comparando con los inversores en otros activos financieros de inversión, hay una mayor proporción de hogares que invierten en activos de renta fija cuyo cabeza de familia tiene más de 65 años y posee niveles educativos bajos. Por otra parte, la riqueza neta media de estos hogares es mayor a la poblacional, pero sustancialmente menor al promedio para el resto de inversores en activos financieros de inversión.

4.4 Fondos de inversión

Como se ha indicado, los fondos de inversión son el segundo tipo de activo financiero de inversión que más hogares poseen, por detrás de las acciones cotizadas (el 7,2% del total de hogares en 2002 y el 8,7% en 2005 poseían fondos). Por tipo de fondo de inversión, los más difundidos son los fondos de renta variable, seguidos de los fondos de renta fija y los fondos garantizados (véase el cuadro 1). El auge en el número de inversores entre 2002 y 2005 fue generalizado para la mayoría de fondos de inversión, siendo especialmente importante en los fondos de renta fija y en los de renta variable¹¹. De forma paralela, la inversión creció de forma significativa entre ambos años (en media, el importe invertido fue de 29.132 euros en 2002 y de 47.132 euros en 2005), siendo el crecimiento bastante pronunciado en comparación con el resto de activos financieros de inversión. El auge en el importe invertido fue generalizado para todos los tipos de fondos de inversión. En general, los hogares que invierten en fondos de inversión lo hacen por importes reducidos, con un peso inferior al 50% del total de la cartera financiera.

En relación al número de fondos distintos que poseen los hogares que invierten en este tipo de activo, más del 65% tan sólo invierte en uno, mientras que alrededor del 10% invierte en cuatro o más fondos. Este resultado se mantiene para todos los tipos de fondos de inversión a excepción de los internacionales¹² (la mayoría de los hogares que invierten en este tipo de fondos poseen tres o más fondos). Por otra par-

11 Como se menciona en Cambón y Martínez (2010), entre 2002 y 2005 se percibió una fuerte reducción en la aversión al riesgo de los inversores, que unida a los bajos tipos de interés durante el periodo, parece haber propiciado la búsqueda de inversiones alternativas, entre ellas la inversión colectiva, con rentabilidades más elevadas que los depósitos bancarios y otros activos de riesgo reducido.

12 Son fondos de inversión cuyo patrimonio está constituido, principalmente, por activos financieros internacionales (denominados en monedas distintas del euro).

te, alrededor de la mitad de hogares con fondos de inversión no poseen otros activos financieros de inversión y más de un 20% no posee ningún otro activo financiero a excepción de las cuentas de pagos (véase el cuadro 2). Entre los hogares que, además de fondos de inversión, poseen otros activos, poco más de la mitad posee acciones cotizadas, porcentaje que varía dependiendo del tipo de fondo que se posea. Así, más hogares con fondos mixtos o de renta variable poseen también acciones cotizadas que hogares con fondos garantizados o de renta fija.

Como ya se ha mencionado, los inversores en fondos de inversión tienen unas características similares a los inversores en acciones cotizadas. Las principales características que definen al inversor en fondos de inversión son tanto el percentil de renta como el de riqueza neta del hogar; en ambos casos existe una elevada concentración de inversores en el último decil. En relación a las características estudiadas del cabeza de familia, la más relevante es la que se refiere a los estudios, observándose una cierta sobrerrepresentación de los universitarios. Asimismo es bastante significativo el perfil de riesgo del hogar, existiendo un peso importante de hogares con una preferencia por el riesgo media o superior¹³.

Los resultados del análisis de conglomerados revelan la existencia de tres grupos de inversores (más el grupo con los valores atípicos que representa a hogares con riqueza neta muy elevada). En 2005, aunque el número óptimo de clusters es uno más, se observa que dos de ellos desagregan un conglomerado obtenido en 2002 (en concreto, el cluster 1), concentrando a su vez un mayor número de hogares a costa del resto de conglomerados. En concreto, los tipos de inversores en fondos de inversión obtenidos son:

1. Hogares jóvenes y con un nivel de riqueza neta muy bajo respecto al total de inversores (cluster 1 en el año 2002 y clusters 1.a y 1.b en 2005).

Este grupo engloba a hogares jóvenes (en torno a 40 años) y con un nivel de riqueza neta bajo, si se compara con el total de inversores en fondos de inversión (en 2005, la riqueza neta media cambia sensiblemente entre los dos clusters incluidos en este grupo; sin embargo, en ambos casos, está muy por debajo de la media para el total de inversores en fondos de inversión). La educación del cabeza de familia cambia entre 2002 y 2005. Así, mientras que en el primer año la mayoría de los hogares de este grupo había realizado estudios universitarios o de grado superior de Formación Profesional, en 2005 el grupo se divide entre aquellos hogares con un menor nivel educativo (estudios inferiores a Bachillerato para el cluster 1.a) y hogares con una mayor educación (los hogares del cluster 1.b son, principalmente, universitarios).

La cartera financiera de estos hogares es menor cuando se compara con el resto de conglomerados (la mediana es aproximadamente un 25% inferior a la obtenida para el total de inversores¹⁴), incluso para el cluster 1.b, que tiene una mayor riqueza. Asimismo, el importe mediano invertido en fondos de inversión fue de 10.000 euros en 2002 y de 11.000-17.000 euros en 2005, inferior a lo invertido

13 Cabe mencionar que los hogares que declaran tener un perfil de riesgo muy alto o alto tienen principalmente fondos mixtos, de renta variable y/o de renta fija, mientras que los hogares con una preferencia por el riesgo medio o nulo se concentran en adquirir fondos garantizados, de renta variable y/o de renta fija.

14 La mediana de los activos financieros para el total de hogares poseedores de fondos de inversión fue de 38.000 euros en 2002 y de 54.000 euros en 2005. Por su parte, el importe mediano en activos financieros de inversión por estos hogares se situó en 20.000 euros en 2002 y en 24.000 euros en 2005.

por el resto de inversores (12.000 y 18.000 euros, respectivamente). En relación al tipo de fondos de inversión que poseen, en 2002 la mayoría de los hogares tenían en su cartera fondos de renta variable y fondos mixtos, mientras que en 2005 se centraron en fondos de renta variable.

2. Hogares con riqueza neta reducida respecto al grupo y cuyo cabeza de familia es mayor y con baja educación (cluster 2).

En este conglomerado se concentran hogares cuyo cabeza de familia es mayor (entre 2002 y 2005 la edad media cambia significativamente, de 60 a 73 años), tiene una educación baja (estudios inferiores a Bachillerato) y cuyo nivel de riqueza neta es inferior a la media obtenida con el total de inversores en fondos de inversión (aunque cabe resaltar que la distribución es muy dispar y recoge a hogares con niveles de riqueza neta muy diferentes).

El importe que estos hogares invierten en fondos de inversión es sensiblemente menor a la mediana para el total de inversores (10.000 y 18.000 euros en ambas encuestas) y supone un elevado peso de la cartera financiera (entre el 50% y el 60%). De forma análoga, los activos financieros de inversión y financieros que poseen son ligeramente inferiores a los registrados para el total de inversores. Por otra parte, los hogares de este grupo se centran en fondos de inversión considerados como seguros.

3. Hogares con riqueza neta elevada cuyo cabeza de familia es mayor y con educación alta (cluster 3).

Los hogares incluidos en este grupo tienen una riqueza neta elevada, muy superior a la media para el total de inversores, y el cabeza de familia es mayor (la media está alrededor de 60 años) y posee una educación alta (universitaria).

El importe que invierten en fondos de inversión, activos financieros y de inversión es muy elevado (la mediana es prácticamente el doble de la del total de inversores) y la mayoría de estos hogares acumulan fondos de inversión de renta variable, seguidos por los garantizados en 2002 y por la renta fija en 2005.

4.5 Resumen de los principales resultados

Este apartado final ofrece un resumen de las principales conclusiones extraídas de los análisis realizados en relación al perfil inversor de los hogares españoles. En lo que a **activos financieros de inversión** se refiere, en términos generales, cabe destacar que:

- El nivel total de la inversión por parte de los hogares en activos financieros de inversión muestra una forma de U invertida a lo largo de su ciclo vital. Es decir, la inversión va aumentando hasta que el inversor tiene una edad comprendida entre los 45 y 64 años, para ir disminuyendo progresivamente a partir de entonces.
- Existe una mayor concentración, en términos proporcionales, de activos financieros de inversión en los hogares con riqueza neta elevada y con estudios universitarios. Esto podría indicar, como se menciona en Fernández (2008), la existencia de costes de entrada en los mercados financieros, esto es, costes fijos de participación e información.

En lo referente al inversor en **acciones cotizadas y/o fondos de inversión**, se observa que:

- El perfil del inversor tanto en acciones cotizadas como en fondos de inversión es muy similar. En una alta proporción de los hogares que poseen alguno de estos activos,
 1. la edad del cabeza de familia está en torno a los 45-50 años;
 2. el cabeza de familia ha realizado estudios universitarios.

Los hogares inversores en **acciones no cotizadas** se caracterizan esencialmente por:

- La edad del cabeza de familia es inferior a la de los que invierten en el resto de activos financieros de inversión (la mayoría se sitúa alrededor de los 40 años).
- La riqueza neta de estos hogares es mayor a la del resto de los inversores.

Finalmente, entre los hogares que poseen **activos de renta fija** se observa que el patrón de edad de los inversores es distinto al del resto de activos financieros de inversión: hay una mayor inversión por parte de hogares jóvenes (alrededor de 40 años) y hogares con edad elevada (en torno a 70 años), en detrimento de los hogares con edades comprendidas entre 50 y 60 años.

5 Conclusiones

La EFF es la primera encuesta en España que contiene información detallada acerca de la situación inversora de los hogares. Con esta información, se puede conocer individualmente en qué activos invierten las familias españolas, el importe invertido y los rendimientos de dicha inversión. Adicionalmente, a partir de las variables socio-demográficas incluidas en la EFF, se puede construir un mapa de perfiles inversores de los hogares españoles. El objetivo de este artículo es, precisamente, realizar una primera incursión en este área, para lo que se ha centrado la atención en las decisiones de inversión en activos financieros.

De acuerdo al análisis de la EFF realizado aquí, como primera conclusión se puede afirmar que la riqueza neta es la característica más determinante en la decisión inversora de los hogares españoles. Esta relación es más significativa para los activos financieros de inversión (acciones cotizadas en bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación en sociedades, activos de renta fija y fondos de inversión) que para el resto de los activos financieros. Del resto de características del hogar analizadas, tan sólo la educación del cabeza de familia parece tener un efecto distintivo directo en la inversión de los hogares. Así, los hogares con estudios universitarios son el colectivo con una mayor proporción de inversores en activos financieros de inversión y son, a su vez, los que invierten importes más elevados, con independencia del nivel de riqueza del hogar.

Entre los resultados de este análisis acerca del perfil inversor de las familias españolas cabe destacar que: (i) el perfil de los inversores en acciones cotizadas es muy similar al de los hogares que poseen fondos de inversión; (ii) los inversores en acciones no cotizadas son bastante diferentes, en términos de sus rasgos socio-demo-

gráficos, al resto de los inversores (su riqueza neta media es mucho más elevada y son hogares más jóvenes); y (iii) los miembros de los hogares que poseen activos de renta fija son, en general, mayores que el resto de los inversores.

Las conclusiones obtenidas en este trabajo son útiles a la hora de entender las características más importantes para la decisión inversora de los hogares. Dicha información podría servir de ayuda, por ejemplo, en la confección de los programas de formación al inversor promovidos por la CNMV y el Banco de España.

En el futuro próximo, se seguirán examinando las nuevas olas de la EFF, con el objetivo de analizar la evolución dinámica del perfil inversor. Asimismo, se explorará la posibilidad de realizar una comparativa del perfil inversor del hogar español con el de otros países, con el objetivo de identificar posibles pautas idiosincrásicas en el comportamiento inversor de las familias españolas.

6 Bibliografía

- Banco de España (2007). “Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005”. *Boletín Económico* 12/2007.
- Barceló, C. (2006). “Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF)”. Banco de España, *Documentos Ocasionales*, nº 0603,.
- — (2008). “The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish Survey of Household Finances”. Banco de España, *Documentos Ocasionales*, nº 0829,.
- Bover, O. (2005). “Wealth effect on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances”. Banco de España, *Documentos de Trabajo* nº 0522.
- — (2008). “Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005”. Banco de España, *Documentos Ocasionales*, nº 0810.
- Cambón, M.I. y Martínez, M.A. (2010). “Los fondos de inversión españoles: evolución reciente e impacto de la crisis financiera” CNMV, *Boletín Trimestral*, Trimestre I, 2010.
- Fernández, D. (2008): “Elección de cartera de los hogares españoles: el papel de la vivienda y los costes de participación”, tesis de máster del CEMFI No. 0803, febrero 2008.
- Ispuerto, A. y Villanueva, M.V. (2010). “Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias”. CNMV, monografía de próxima aparición.
- Mayordomo, S. (2007). “¿Afectan las restricciones financieras al régimen de tenencia de vivienda?”, tesis de máster del CEMFI No. 0704, marzo 2007.
- Norušis, M. J. (2010): *PASW Statistics 18 Guide to Data Analysis*. Prentice Hall, capítulo 16.

III Novedades regulatorias

La Directiva UCITS IV

María de los Ángeles Martínez Blasco y Mauro Racanati (*)

* María de los Ángeles Martínez Blasco pertenece al Departamento de Supervisión de IIC y ECR y Mauro Racanati, al Departamento de Autorización y Registro de Entidades.

1 Introducción

La Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) fue durante muchos años el marco de referencia en la regulación de las instituciones de inversión colectiva en Europa. Esta Directiva, conocida como Directiva UCITS, fue objeto de un primer intento de modificación en la década de los años noventa del siglo pasado (Directiva UCITS II) que no terminó fructificando. Poco después se planteó una nueva propuesta de modificación que, finalmente, se materializó en dos directivas: la Directiva 2001/107/CE, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados, y la Directiva 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, en lo que se refiere a las inversiones de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

Conocidas conjuntamente como directivas UCITS III, ambas directivas introdujeron importantes modificaciones en el régimen normativo de los organismos de inversión colectiva. Sin embargo, los avances de la industria financiera en su conjunto y el carácter cada vez más competitivo y globalizado de la industria de inversión colectiva pusieron de manifiesto, ya a mediados de la primera década del siglo XXI, la existencia de ciertas limitaciones o carencias de estas normas, con repercusiones desfavorables en los costes y la posición competitiva de la industria de inversión colectiva europea. En 2005, la Comisión Europea adoptó diversas iniciativas, entre ellas la publicación de un Libro Blanco y la constitución de grupos de expertos en áreas específicas, con el objetivo de iniciar un proceso de consultas sobre los mecanismos para mejorar y perfeccionar el marco normativo. Estas iniciativas se plasmaron en la publicación, en noviembre de 2006, de un Libro Blanco sobre la mejora del marco regulador del mercado único de fondos de inversión. El Libro propuso abiertamente la modificación de las directivas vigentes.

Las recomendaciones del Libro Blanco de UCITS del año 2006 han dado lugar a la Directiva 2009/65/EC, de 13 de julio de 2009, conocida como Directiva UCITS IV, que refunde en un mismo texto, modificadas, las dos directivas anteriores. Actualmente se encuentra pendiente de promulgarse la normativa de nivel 2 que concreta las normas técnicas de aplicación de dicha Directiva. El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) ya ha emitido el informe de asesoramiento solicitado por la Comisión Europea respecto a las normas de nivel 2. Se espera que la aprobación de las mismas se produzca a mediados de 2010. Está previsto que las medidas de nivel 1 y 2, acompañadas por algunas medidas de nivel 3 de CESR, entren en vigor el 1 de julio de 2011, fecha en la que deben haberse completado ya las trasposiciones a las legislaciones nacionales.

El presente artículo destaca, de manera resumida, las principales novedades contempladas en la Directiva UCITS IV y en los distintos documentos de asesoramiento de CESR sobre la normativa asociada de nivel 2. Entre estas novedades cabe destacar, por su importancia, la concesión de un pasaporte comunitario para las gestoras, a las que se permite gestionar fondos constituidos en otro Estado Miembro de la Unión Europea. También las novedades relacionadas con la prevención y la gestión de los conflictos de interés y de los riesgos, la información a los inversores, el papel de los depositarios y el tratamiento de los procesos de fusión entre UCITS y de las estructuras principal-subordinado.

En cuanto a la organización del artículo, el apartado 2 revisa los objetivos generales de la Directiva UCITS IV. La sección 3 se ocupa del pasaporte de las gestoras, con especial atención a las normas de conducta, el tratamiento de los conflictos de interés, la gestión de riesgos y la necesaria cooperación entre supervisores. La sección 4 analiza el nuevo folleto simplificado, de distribución obligatoria a los inversores. La sección 5 se refiere al régimen de fusiones entre instituciones de inversión colectiva y la 6 al tratamiento de las estructuras compuestas por un fondo principal y fondos subordinados asociados al mismo. En la sección 7 se describe el nuevo tratamiento regulador de la comercialización transfronteriza de fondos. El artículo finaliza con una sección de conclusiones.

2 Objetivos de la Directiva UCITS IV

Tal como se ha adelantado, la modificación de la Directiva persigue incorporar las recomendaciones del Libro Blanco, que introduce el pasaporte de las gestoras de UCITS y contempla modificaciones importantes en materia de fusiones de UCITS, estructuras principal-subordinado (*master-feeder*), folletos (nuevo folleto simplificado, conocido por sus siglas en inglés, KID¹), comercialización transfronteriza o pasaporte de UCITS y cooperación entre autoridades supervisoras.

Todas estas medidas están encaminadas a fortalecer el mercado único de UCITS a nivel europeo, pero, además, pueden mencionarse otros objetivos. Así, en cuanto al pasaporte de las gestoras, esta medida permite que una gestora autorizada en un Estado Miembro pueda gestionar un fondo domiciliado en otro Estado Miembro sin tener presencia en dicho Estado, lo que posibilita un ahorro de costes para las gestoras y, por repercusión, para los inversores, así como una mayor competencia.

Por lo que respecta a las fusiones de UCITS y estructuras principal-subordinado, se persigue, además de favorecer la consolidación del mercado de UCITS en Europa, reconocer figuras que ya se aplicaban a nivel de legislaciones nacionales, con la consiguiente armonización de procedimientos y reducción de plazos. Asimismo, con el nuevo procedimiento de notificación de pasaportes de UCITS se pretende agilizar y simplificar los procedimientos con objeto de impulsar la actividad transnacional.

Finalmente, la introducción del KID tiene como objetivo crear un documento armonizado de dos páginas que incluya toda la información esencial que los inversores necesitan para tomar sus decisiones de inversión.

1 Key Information Document.

A continuación se presenta un análisis individual de cada una de las áreas en las que la Directiva introduce modificaciones.

3 El pasaporte de la gestora

El nuevo régimen de la Directiva UCITS IV va a implementar un verdadero pasaporte para las gestoras, al permitir que una gestora autorizada en un Estado Miembro pueda gestionar un fondo domiciliado en otro Estado Miembro sin tener presencia en dicho Estado. En este sentido, conviene señalar que la Directiva de 2001 (UCITS III) no llegó a instaurar un verdadero pasaporte para las sociedades gestoras por lo que, hasta el momento, estas entidades se han visto obligadas a establecer una sociedad de gestión plenamente operativa en cada uno de los países en los que estuviese domiciliado uno de sus fondos.

Las nuevas posibilidades que va a ofrecer el pasaporte de la gestora introducido por la Directiva UCITS IV van a requerir la armonización de la normativa que rige las gestoras respecto a los requisitos organizativos, los conflictos de interés, las normas de conducta y la gestión de riesgos. Dichos requisitos se han alineado con las reglas y la terminología contemplados por la Directiva MiFID en el ámbito de las entidades que prestan servicios de inversión, aunque recogiendo las especialidades del negocio de la gestión de la inversión colectiva, y también se aplicarán a las sociedades de inversión (SICAV) autogestionadas. Además, estos requisitos deberán ser proporcionados a la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades de las gestoras y de las IIC gestionadas. Adicionalmente, para que el pasaporte sea efectivo y funcione bien, será necesario establecer mecanismos de cooperación entre supervisores y concretar las medidas a tomar por el depositario para cumplir sus obligaciones en el caso de UCITS gestionadas por una sociedad gestora situada en otro Estado Miembro.

A continuación se describen las disposiciones de nivel 1 introducidas por la nueva Directiva UCITS IV, así como las medidas incluidas en el asesoramiento de CESR a la Comisión Europea relativo al futuro nivel 2 de la Directiva. Las medidas se desarrollan en cinco bloques que se explicarán en los siguientes apartados.

3.1 Requisitos organizativos y conflictos de interés

3.1.1 Requisitos organizativos

Los requisitos organizativos están recogidos en el artículo 12(1)(a) de la Directiva, que establece que las gestoras deberán contar con una buena organización administrativa y contable, mecanismos de control y de salvaguardia en el procesamiento electrónico de datos, así como mecanismos adecuados de control interno que permitan la reconstrucción de cualquier operación y la comprobación de que las inversiones de las UCITS se ajustan a las normas en vigor y a lo dispuesto en su folleto y en el reglamento. A continuación se describen los principales aspectos incluidos en el mencionado asesoramiento de CESR a la Comisión Europea a efectos de desarrollo de este precepto.

- **Organización y procedimientos generales para las gestoras: políticas de comunicación externa.** Las gestoras deberán establecer por escrito, implementar y

mantener procedimientos de toma de decisiones y una estructura organizativa que especifique las líneas de comunicación y asigne funciones y responsabilidades al personal. Asimismo, las gestoras deben tener mecanismos de control interno adecuados para garantizar que se cumple con los procedimientos.

- **Responsabilidad de la alta dirección (“senior management”).** La alta dirección será la responsable de garantizar que la gestora cumple sus funciones; en particular, debe evaluar periódicamente la efectividad de los procedimientos y políticas y tomar las medidas apropiadas para corregir cualquier deficiencia.
- **Política de remuneración.** Las gestoras deberán establecer por escrito, implementar y mantener una política de remuneración clara, transparente a nivel interno, revisable anualmente, que no incentive a tomar riesgos inconsistentes con el perfil de riesgo de cada IIC y que incluya medidas para evitar conflictos de interés. Esta política se aplicará al personal cuya actividad pueda tener un impacto relevante en el perfil de riesgo de las IIC gestionadas.
- **Función de cumplimiento normativo.** Las gestoras deberán establecer y mantener una función de cumplimiento, que opere de manera independiente, con suficiente autoridad y con carácter permanente, cuyo cometido sea controlar y evaluar de manera periódica la adecuación y efectividad de las políticas y procedimientos de la gestora y las acciones llevadas a cabo para corregir cualquier deficiencia, así como asesorar a los cargos de la gestora para que lleven a cabo sus actividades. Se debe nombrar un responsable de cumplimiento (*compliance officer*), que debe remitir informes periódicos a la alta dirección, al menos con periodicidad anual.
- **Unidad de auditoría interna.** Las gestoras deberán establecer, cuando sea proporcionado a su actividad, una unidad de auditoría interna, separada e independiente de otras áreas.
- **Reclamaciones de los inversores.** Las gestoras deberán establecer procedimientos efectivos y transparentes para tramitar de forma rápida las reclamaciones de los inversores, así como asegurarse de que la reclamación se registra y de que se toman medidas apropiadas para su resolución.
- **Régimen sobre operaciones personales.** Las gestoras deberán establecer medidas adecuadas de control para aquellas personas que participen en actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés o que tengan acceso a información privilegiada o confidencial. La gestora será informada rápidamente de cualquier operación personal y llevará un registro de las operaciones personales notificadas, incluidas cualquier autorización o prohibición de las mismas.
- **Registro de órdenes.** Las gestoras deberán registrar para cada transacción que realicen, la información suficiente para reconstruir los detalles de la orden. Los registros de órdenes se conservarán durante un mínimo de 5 años, aunque el supervisor podrá exigir que se conserven durante más tiempo. Asimismo, las gestoras deberán contar con un registro de órdenes de suscripción y reembolso que se centralizarán y quedarán almacenadas inmediatamente después de ser recibidas.
- **Existencia de procedimientos contables, de valoración y de cálculo del valor liquidativo.** Las gestoras deberán establecer procedimientos contables que ase-

guren la protección de los partícipes y que permitan identificar en todo momento los activos y pasivos de las IIC. Además, deberán mantener procedimientos contables y de valoración que garanticen que el cálculo del valor liquidativo se efectúe de manera precisa, así como que las operaciones de suscripción y reembolso se ejecuten al valor liquidativo apropiado.

- **Implementación de la política de inversión de las IIC.** La alta dirección será la responsable de implementar la política de inversión de las IIC. Con ese propósito, aprobará la estrategia de inversión de cada IIC y supervisará periódicamente el cumplimiento de la política de inversión y de los niveles de riesgo de cada IIC.
- **Ejercicio de los derechos de voto.** Las gestoras deberán tener un procedimiento y estrategia que recoja si van a ser ejercitados tales derechos y de qué manera. En los procedimientos se indicarán los mecanismos de control de los eventos corporativos relevantes, con objeto de evaluar la oportunidad y las modalidades de los derechos de voto, de acuerdo con la política de inversión de la IIC, y evitando que se produzcan conflictos de interés derivados del ejercicio de los mismos.

3.1.2 Conflictos de interés

El artículo 12 (1) (b) de la Directiva hace referencia a los conflictos de interés, estableciendo que la gestora debe estar organizada de manera que se minimicen los riesgos de que los intereses de las UCITS o de los clientes se vean perjudicados por tales conflictos. En el asesoramiento de CESR se desarrolla este principio estableciendo que las gestoras deben fijar por escrito e implementar una política para tratar y prevenir los conflictos de interés, identificando las circunstancias que puedan dar lugar a los mismos, así como definiendo los procedimientos a adoptar para gestionar tales conflictos y minimizar los perjuicios que puedan ocasionar. Además, las gestoras deberán llevar un registro con las actividades en las que haya surgido un conflicto de interés e informar a los inversores acerca de tales situaciones. Cuando los procedimientos implementados en la gestora para gestionarlos no sean suficientes para garantizar que no se producirán perjuicios a los inversores, la alta dirección habrá de ser informada de los conflictos de interés para tomar las decisiones necesarias con el fin de proteger a los inversores.

3.2 Normas de conducta

El artículo 14 de la Directiva hace referencia a las normas de conducta que deben observar las gestoras, estableciendo los principios que deben regir su actuación, entre ellos, el deber de actuar con honestidad, con la diligencia debida y en el mejor interés de los inversores, emplear los recursos y procedimientos necesarios para un funcionamiento apropiado de sus actividades, tratar de evitar conflictos de interés y cumplir con todos los requisitos regulatorios. A continuación se exponen las medidas incluidas en el asesoramiento de CESR a efectos del desarrollo del nivel 2.

En primer lugar, las gestoras deben actuar en el mejor interés de los inversores y garantizar la integridad del mercado. Para ello han de asegurar la existencia de equidad entre inversores, aplicar criterios claros y transparentes al definir los gastos y comisiones que soporte la IIC y evitar la carga de costes indebidos como, por ejemplo, los

asociados a una excesiva e injustificada rotación de las carteras. Deben asimismo aplicar políticas y procedimientos para prevenir malas prácticas.

Al mismo tiempo, se regulan los requisitos que deben reunir los procedimientos de diligencia debida (*due diligence*) que realizan las gestoras. Tales procedimientos deben establecerse por escrito, llevarse a cabo por unidades operativas independientes de aquéllas que toman las decisiones de inversión y ser proporcionados a la complejidad y al riesgo de los activos. Estos procedimientos sirven para garantizar que las decisiones de inversión de una determinada IIC se llevan a cabo en consonancia con sus objetivos, estrategia inversora y límites de riesgo. Con carácter previo a la inversión, se analizará la contribución de la misma a la composición de la cartera de la IIC, a su liquidez y perfil de riesgo, se evaluará la aptitud de los activos, que la inversión cumpla con la política sobre conflictos de interés y que sea compatible con las obligaciones de cálculo del valor liquidativo y de reembolso.

Por otro lado, en caso de comercialización directa por la gestora, se ha dispuesto que las gestoras apliquen normas de conducta previstas en la MiFID, en particular el denominado “test de conveniencia”. De esta forma, deberán requerir información al inversor acerca de su conocimiento y experiencia financiera para determinar si es suficiente para comprender los riesgos de una determinada IIC. También se ha regulado el procedimiento denominado “de sólo ejecución”, que permite a las gestoras tramitar órdenes de suscripción y reembolso para IIC sin obtener información acerca de la experiencia y conocimientos del cliente cuando (i) la comercialización de la IIC se produzca a iniciativa del inversor, (ii) se informe al mismo de que la gestora no está obligada a valorar si la IIC es apropiada o no para él y (iii) la gestora cumpla con sus obligaciones sobre conflictos de interés.

Adicionalmente, se desarrollan los principios que deben regir la ejecución de órdenes, tanto las de suscripción y reembolso como las que se pasan a los intermediarios. Respecto a las órdenes de suscripción y reembolso, las gestoras deben remitir al inversor un aviso confirmando la ejecución de la orden no más tarde del día hábil siguiente a su ejecución. En relación con las órdenes que se pasan a los intermediarios, se definen el principio de mejor ejecución (*best execution*) y los principios generales que deben regir la ejecución de órdenes, su agregación y su asignación a las distintas IIC. En este sentido, las gestoras deben establecer procedimientos para obtener el mejor resultado posible en la ejecución de órdenes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución, el volumen y la naturaleza de la operación. También deberán identificar, para cada clase de instrumento, las entidades a las que se dirigirán las órdenes y deberán supervisar la calidad de la ejecución. Asimismo, deben implementar procedimientos que aseguren la ejecución rápida y equitativa de las transacciones llevadas a cabo por cuenta de las IIC, no pudiendo hacer un uso inadecuado de la información de la que dispongan sobre las órdenes pendientes de las IIC. Deberá existir una política de atribución equitativa cuando las órdenes se ejecuten conjuntamente para varias IIC, si se ejecutan parcialmente, y cuando se acumulen transacciones por cuenta propia o de otros clientes.

Por último, se definen los incentivos permitidos, considerando que las gestoras actúan honestamente si, al gestionar las IIC, no pagan o reciben comisiones o beneficios no monetarios distintos de los recogidos a continuación: (i) comisiones o beneficios no monetarios pagados o entregados por la UCITS, (ii) comisiones necesarias para el funcionamiento de la IIC y (iii) comisiones o beneficios no monetarios pagados o entregados a una tercera parte, o por una tercera parte, siempre que la

existencia, naturaleza y cuantía de las comisiones mencionadas anteriormente se revelen a la IIC con carácter previo a la prestación del servicio y que, además, el pago o el beneficio no monetario entregado aumente la calidad del servicio prestado.

3.3 Gestión de riesgos

La Directiva establece en su artículo 51 que la gestora utilizará un procedimiento de gestión del riesgo que le permita vigilar en cualquier momento el riesgo de las posiciones y su contribución al riesgo de la cartera. El artículo 51 (4) (b) remite a un desarrollo posterior que especificará los criterios para valorar la adecuación del procedimiento de gestión de riesgo utilizado por la gestora y las reglas que permitan una valoración adecuada e independiente de los derivados OTC, así como la información a comunicar al Estado Miembro de la gestora relativa a la información sobre los tipos de instrumentos derivados utilizados y su contribución al riesgo de cada UCITS. Este desarrollo se realizará mediante medidas tanto de nivel 2 como de nivel 3, en especial en lo relativo a la medición del riesgo en derivados. Seguidamente se describen las medidas de nivel 2, de acuerdo al asesoramiento de CESR.

La gestora debe establecer una política de gestión del riesgo con el objeto de analizar y gestionar los riesgos de mercado, de contrapartida, de liquidez, operacional y otros que puedan ser relevantes para cada una de las IIC que gestionan. Asimismo, deberá señalar los métodos, técnicas y herramientas apropiados para identificar y medir los riesgos así como especificar el método empleado para medir la exposición global de la IIC.

La función de gestión de riesgos que lleve a cabo, debe tener la autoridad, los recursos y la experiencia necesarios, así como la posibilidad de acceder a toda la información relevante. Además, debe ser tanto jerárquicamente como funcionalmente independiente de las unidades operativas, cuando resulte proporcionado a la naturaleza, volumen y complejidad de sus actividades y de las IIC gestionadas. Entre sus tareas se encuentra la implementación de la política y procedimientos de gestión del riesgo, el suministro de información al Consejo de administración para la identificación del perfil de riesgo de cada IIC, el control del cumplimiento de los límites de riesgo, incluyendo los límites legales sobre exposición global y riesgo de contraparte, y revisar y proporcionar asesoramiento y apoyo en la valoración de activos OTC, complejos e ilíquidos. Se puede delegar en terceras entidades la función de gestión del riesgo, aunque la gestora retiene la responsabilidad. Por ello, las gestoras deben evaluar si el tercero tiene la capacidad para llevar a cabo las actividades de forma profesional y de manera eficiente, valorando de manera periódica la actuación del mismo, para lo que debe establecer métodos de supervisión de la entidad delegada, reteniendo los recursos necesarios para supervisar su actuación.

El Consejo de administración es el órgano encargado de aprobar y revisar periódicamente las políticas, procedimientos y técnicas de gestión de riesgo y recibir informes periódicos en los que se detalle si las IIC han cumplido el nivel de riesgo aprobado para cada IIC y si se han tenido que tomar medidas para corregir incidencias o incumplimientos.

Respecto a la medida y a la gestión de los riesgos, las gestoras deberán asegurarse de que para cada IIC los riesgos de cada posición y su contribución al riesgo global están adecuadamente medidos basándose en datos fiables, así como establecer para

cada IIC un sistema documentado de los límites y procedimientos para que se tomen las medidas adecuadas en el caso de su superación. También dispondrán de un sistema de gestión del riesgo de liquidez que asegure que se gestiona de manera adecuada el perfil de liquidez de las inversiones, en congruencia con la política de reembolsos del folleto.

Asimismo se establecen procedimientos para la valoración de derivados OTC, por los que se dispone que la gestora deba verificar que la valoración de estos activos no descansa sólo en el precio dado por la contrapartida, y se fija la obligatoriedad de contar con procedimientos de valoración que reflejen el valor razonable de ese tipo de activos. La verificación de la valoración se puede hacer por una tercera entidad independiente de la gestora o por una unidad de la gestora independiente de la gestión de activos. Adicionalmente, en lo referente a la medición del riesgo en derivados, se define el término “exposición global”, determinando que su cálculo debe realizarse de manera diaria. La exposición global se puede calcular mediante el método del compromiso, mediante el método del valor en riesgo (*value at risk*, VAR) o mediante otro sistema avanzado de medición de riesgos. El método elegido debe ser apropiado a la estrategia inversora. Los límites de concentración por emisor deben calcularse empleando el método del compromiso. Además se establece que el riesgo de contraparte asociado a un instrumento financiero OTC debe calcularse de acuerdo con el valor de mercado (*mark to market*) del instrumento.

Finalmente, también hay una referencia a la supervisión por las autoridades de los procedimientos de gestión de riesgos de las gestoras y se establece que tanto en el momento de autorizar una nueva gestora o una nueva IIC, como de manera continuada en el tiempo, el supervisor debe revisar la adecuación y eficacia de los procedimientos de gestión de riesgos de las gestoras.

3.4 Medidas que debe tomar un depositario de una UCITS gestionada por una gestora situada en otro Estado Miembro

Los artículos 22 y 23 de la Directiva hacen referencia a estas medidas. En particular, disponen que cuando el Estado Miembro de la gestora difiera del de la UCITS, el depositario deberá firmar un acuerdo con la gestora regulando el flujo de información necesario para que aquél desarrolle su función. La Comisión Europea podrá adoptar medidas para que el depositario cumpla sus obligaciones en estos casos, y en particular, especificar el contenido que debe tener el acuerdo entre gestora y depositario. El asesoramiento realizado por CESR respecto a estas futuras medidas de nivel 2 señala que el depositario debe cumplir el acuerdo firmado por escrito con la gestora, que contendrá los derechos y obligaciones de ambas partes.

3.5 Cooperación entre supervisores

Con el objetivo de facilitar la implementación del pasaporte, CESR ha prestado asesoría en dos elementos clave de la cooperación supervisora: por un lado, las inspecciones e investigaciones in situ y, por otro, el intercambio de información entre autoridades competentes. Los preceptos que establecen la cooperación entre supervisores están recogidos en los artículos 101 y 105 de la Directiva. Así, el artículo 101 establece que una autoridad puede solicitar la cooperación de otra autoridad para realizar una inspección in situ en su territorio. La autoridad que recibe la solicitud

de visita puede decidir hacer la visita ella misma, permitir a la autoridad peticionaria que la haga o permitir que la hagan auditores o expertos. También pueden existir grupos mixtos integrados por varias autoridades. Una autoridad competente de un Estado Miembro puede rechazar la cooperación cuando afecte gravemente a cuestiones de soberanía pública, existan procedimientos judiciales iniciados o el asunto se hubiera dado ya por cerrado. De acuerdo al asesoramiento de CESR para las medidas de nivel 2, se establece que la solicitud de cooperación debe hacerse por escrito, con antelación suficiente para su consideración y de forma detallada. Únicamente se admitiría que la solicitud se realice por correo electrónico en caso de urgencia, condicionada siempre a su posterior solicitud formal. Por defecto, la visita la realiza la autoridad que recibe la solicitud, salvo que se acuerde entre las dos que la realice la solicitante o auditores expertos. Asimismo, una autoridad puede solicitar realizar entrevistas en el territorio de otra. Además, en los casos en que exista pasaporte de la gestora, se definen reglas especiales para las visitas in situ y las investigaciones que se realicen. Así, las autoridades competentes del Estado Miembro de la gestora y las del Estado Miembro de la UCITS afectada se consultarán mutuamente y se intercambiarán información acerca de las inspecciones de UCITS, gestoras y depositarios que se realicen. Los procedimientos por los que deberá regirse la cooperación entre autoridades y las visitas in situ se establecerán mediante medidas de nivel 3.

Asimismo, el artículo 105 de la Directiva habilita a la Comisión para establecer medidas de nivel 2 respecto a los procedimientos de intercambio de información entre autoridades. En concreto, se definen tres tipos de intercambios de información:

- Intercambios de información rutinarios: se prevén ciertos casos, como la retirada de autorización, la imposición de sanciones, la detección de problemas serios en las gestoras o cualquier otra incidencia relevante en las UCITS, como situaciones de suspensión de suscripciones o reembolsos impuestas, en los que la información se debe suministrar inmediatamente a la otra autoridad competente sin necesidad de que se haga una petición expresa.
- Intercambios de información no solicitados: cualquier hecho relevante que pueda ser de interés material para otra autoridad.
- Intercambios de información en el ámbito del pasaporte de la gestora: las autoridades competentes deberán prestarse ayuda y establecer flujos de información en los procedimientos de autorización de gestoras que quieran desempeñar actividades en otro Estado Miembro, mediante sucursal o en libre prestación de servicios, o que vayan a gestionar UCITS en otro Estado Miembro, así como en la supervisión de gestoras con pasaporte. También se prevé la posibilidad de realizar reuniones periódicas para valorar los riesgos que afectan a las entidades supervisadas o para mejorar la cooperación.

4 El nuevo folleto simplificado

El folleto simplificado ha sido criticado como un documento excesivamente largo, complejo y cuyo contenido no es asimilado o entendido fácilmente por los inversores (especialmente por los minoristas). Asimismo, la transposición de las normas definitorias del contenido del folleto a las legislaciones nacionales se ha caracterizado por fuertes divergencias entre los distintos países. De ahí que el Libro Blanco recomendase revisar, en su momento, el contenido del mismo para que la información hiciese mayor hincapié en costes, gastos y rentabilidad de las UCITS y para que el folleto simplificado se convirtiese en un documento corto, conciso y claro, de verdadera utilidad para el inversor. Siguiendo estas recomendaciones, la Directiva UCITS IV elimina el folleto simplificado y crea un nuevo documento, el KID, que deberá entregarse a los inversores.

De acuerdo con el artículo 78 (3) de la Directiva, el KID proporcionará información de los siguientes aspectos:

- a) identificación de la UCITS;
- b) descripción sucinta de sus objetivos de inversión y su política de inversión;
- c) presentación de los rendimientos históricos o, si procede, escenarios de rentabilidad;
- d) costes y gastos asociados;
- e) y perfil de riesgo/remuneración de la inversión, con orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a las inversiones.

Asimismo se establece que deberá especificar claramente dónde y cómo obtener información adicional y, de forma gratuita, el folleto completo, así como los informes anual y semestral. Indicará también la lengua en la que esta información esté a disposición de los inversores.

Por otra parte, y debido al contenido eminentemente técnico de este documento, se confiaron a la normativa de nivel 2 un buen número de aspectos. Se espera que esta normativa recoja las sugerencias primordiales del asesoramiento brindado por CESR. En este sentido, cabe señalar que el asesoramiento de CESR hace especial hincapié en el perfil de riesgo de la UCITS, la información sobre los gastos soportados y la rentabilidad y la propia estructura del documento.

Un aspecto que ha sido objeto de una amplia discusión en CESR es el alcance de la obligación de entrega o puesta a disposición del KID. En las propuestas iniciales, se distinguía entre las obligaciones de la gestora y las obligaciones de los comercializadores. En el primer caso, la gestora debía entregar obligatoriamente el KID a los inversores, mientras que en el segundo únicamente se hacía una referencia genérica a las obligaciones de información de los comercializadores en la Directiva MiFID. En este contexto, quedaba a discreción de cada intermediario si quería o no usar el KID para cumplir con sus obligaciones de información, lo que podría resultar en una diferencia injustificada en la información que reciben los inversores en función del canal de distribución que utilicen. Finalmente, el documento de asesoramiento de

CESR propone que la obligación de entrega del KID alcance también a los comercializadores.

Con respecto a su estructura, el KID se organizará en cinco secciones, de acuerdo con el siguiente detalle:

- a) Política de inversión y objetivo de gestión: en esta sección se incluirá una descripción de los mercados e instrumentos en los que invierte el fondo, las técnicas de gestión utilizadas, el objetivo de rentabilidad, el índice de referencia, etc. La descripción de la política de inversión deberá realizarse en un lenguaje que sea comprensible para un inversor minorista, evitando en la medida de lo posible el uso de tecnicismos.
- b) Perfil de riesgo del fondo: la descripción del perfil de riesgo deberá realizarse utilizando un indicador sintético de riesgo. Mediante este sistema, todas las UCITS deberán evaluar cuál es su perfil de riesgo utilizando una metodología cuantitativa que estará armonizada a nivel europeo. Como resultado, en el KID se deberá mostrar cuál es el nivel de riesgo de cada fondo mediante una escala numérica que irá del 1 al 7.

Acompañando al indicador de riesgo se incluirá, en su caso, una breve explicación de los riesgos específicos de cada fondo que no queden adecuadamente cubiertos por el indicador. Esta explicación deberá estar adaptada de forma individual a cada IIC, evitando que se utilicen listas genéricas de riesgos y textos estándar que no resultan informativos para el inversor.

Como regla general, el cálculo del indicador de riesgo estará basado en la volatilidad histórica de los rendimientos del fondo durante los últimos cinco años. No obstante, también se han desarrollado algunas reglas específicas para evaluar el nivel de riesgo de los fondos que no tienen historia suficiente, o en los que dicha historia no resulta representativa:

- En los fondos tradicionales, si no existe un historial suficientemente prolongado, la serie utilizada para calcular la volatilidad del fondo se completará con la historia de un *benchmark* que sea representativo de la cartera del fondo.
- En los fondos de retorno absoluto o con límite de riesgo (CPPI²), siguiendo un criterio de prudencia, se tomará el máximo entre (i) la volatilidad histórica del fondo y (ii) la volatilidad calculada a partir del objetivo de riesgo comunicado por el fondo. En el caso de que estos fondos no tengan historia suficiente, se tomará la volatilidad calculada a partir de la composición actual de la cartera del fondo.
- En los fondos estructurados/garantizados, dado que su distribución de rendimientos es con frecuencia asimétrica, se utilizará una metodología VaR³. En concreto, esta metodología establece que el VaR a vencimiento se calcule realizando una simulación histórica (*backtesting*), que reproduzca el resultado

2 CPPI (*Constant Proportion Portfolio Insurance*): valor derivado de un capital garantizado que se utiliza en una estrategia de inversiones dinámica.

3 VaR (*Value at Risk*): mide la pérdida máxima que un activo o cartera podría sufrir en un determinado periodo y con un nivel de confianza dado.

que habría obtenido el fondo si se hubiera lanzado semanalmente durante un plazo temporal de cinco años.

- c) Rentabilidad histórica: se propone que las UCITS informen en el KID sobre la rentabilidad histórica que han obtenido durante los últimos diez años. Esta información se presentará en un gráfico de barras armonizado que permita la comparación entre fondos. Las UCITS que se hayan marcado un índice de referencia, deberán mostrar el comportamiento de dicho índice junto a su propia rentabilidad histórica.

Para los fondos estructurados/garantizados, en lugar de mostrar la rentabilidad histórica, se incluirá una tabla ilustrativa que muestre la rentabilidad que obtendría el fondo en diferentes situaciones. Para ello se indicará el resultado que el fondo obtendría en un escenario adverso, neutral y favorable de movimiento de los subyacentes. Deberá aclararse que los escenarios se incluyen únicamente a efectos ilustrativos y que no tienen por qué tener la misma probabilidad de ocurrencia.

- d) Comisiones y gastos: el sistema propuesto tendrá un formato similar al actual. Se propone que se informe por separado de tres tipos de comisiones:
- i) comisiones de suscripción y reembolso;
 - ii) comisión de gestión *ex post*, correspondiente al ejercicio anterior;
 - iii) descripción de la comisión por resultados, incluyendo una indicación del importe cobrado en el año anterior.

Respecto a los costes de transacción, se ha decidido no incluirlos en el KID, ya que la mayoría de los reguladores argumentan que son difíciles de calcular, especialmente en renta fija y derivados. No obstante, en el asesoramiento de CESR a la Comisión Europea, se indica expresamente que CESR considera que debería mejorarse la transparencia en este tipo de costes y que, en un futuro, debería volver a plantearse su inclusión en el KID.

- e) Otra información relevante: en esta sección se incluirá el resto de información que sea relevante para el inversor (periodicidad de suscripciones y reembolsos, autoridad supervisora, depositario, dónde obtener el folleto completo, etc.).

5 Fusiones de UCITS

Como se ha adelantado, las fusiones de UCITS no se encontraban reguladas en “UCITS III” pero sí en las normativas nacionales de los distintos Estados Miembros. El régimen previsto en la Directiva para las fusiones de UCITS será de aplicación a las fusiones transfronterizas, esto es, fusiones de UCITS en las que al menos dos de las UCITS estén establecidas en Estados Miembros diferentes, o fusiones de UCITS establecidas en un mismo Estado Miembro en una UCITS recientemente constituida y establecida en otro Estado Miembro. También será aplicable a las fusiones nacionales cuando alguna de las UCITS implicadas haya solicitado su comercialización en algún otro Estado Miembro.

De manera específica, el texto plantea la fusión de todo tipo de UCITS o compartimentos. Será necesario que la UCITS absorbente o de nueva creación esté registrada para su comercialización en todos los Estados donde residan las UCITS absorbidas. La autorización de la fusión corresponde darla a la autoridad competente de la UCITS absorbida, previa consulta con la autoridad de la UCITS absorbente, en el plazo de 30 días laborables.

La Directiva también regula la documentación a presentar para la autorización de la fusión (artículo 39), el contenido del proyecto de fusión (artículo 40), y la información a suministrar a los partícipes (artículo 43), una vez haya sido autorizada la fusión y al menos 30 días antes de la última fecha para realizar el reembolso sin comisiones, tanto de la UCITS absorbente, como de la o las UCITS absorbidas. Dicha información contendrá datos adecuados y exactos, a fin de permitir que los inversores se formen un juicio fundado sobre la posible incidencia en sus inversiones.

Asimismo, en el artículo 42 se establece que la legislación de los Estados Miembros de origen de las UCITS fusionadas preverá la validación por un auditor independiente o por un depositario de determinados elementos del proceso de fusión.

En cuanto a la información a suministrar a los partícipes, se ha dejado a la normativa de nivel 2 el contenido de la misma y cómo debe llevarse a cabo. En el asesoramiento de CESR a la CE se propuso que la información que deba facilitarse a los inversores sea breve y en un lenguaje no técnico, y lo suficientemente detallada y completa para los partícipes de la UCITS o las UCITS absorbidas, debido a que éstos no tienen por qué tener un conocimiento previo de las características de la UCITS beneficiaria. En el caso de que se trate de una fusión transfronteriza, se propone que se tenga especial cuidado en dar explicaciones de los términos y procedimientos del Estado Miembro de origen de la UCITS beneficiaria.

Sobre cómo comunicar la información a los partícipes de las UCITS involucradas, el asesoramiento de CESR no propone una armonización, debido a que las normativas nacionales de los distintos Estados Miembros ya tienen establecidas disposiciones acerca de cómo deben proporcionar información a los partícipes en las fusiones domésticas.

6 Estructuras principal-subordinado (*master-feeder*)

Las UCITS subordinadas son definidas en el artículo 57 de la Directiva como aquellas que invierten al menos el 85% de su activo en una única UCITS principal. El 15% restante podrá invertirse en liquidez y en derivados con la finalidad de cobertura, así como en muebles e inmuebles necesarios para el desempeño de la actividad si se trata de una sociedad de inversión.

El fondo o estructura principal no podrá invertir en otras estructuras principales o subordinadas, pero sí en otras UCITS ordinarias, no podrá aplicar comisiones de suscripción y reembolso a sus subordinadas, y deberá tener como partícipe al menos un fondo subordinado, pero también podrá tener inversores particulares.

La autorización de la inversión del fondo subordinado en uno principal corresponderá a la autoridad competente del Estado Miembro de origen del primero, que con-

tará para ello con dos meses, si se trata de una UCITS de nueva creación, o 15 días laborables, si se trata de la transformación de una UCITS ya existente.

La Directiva establece en el artículo 59 la documentación a presentar por la UCITS subordinada en el momento de la autorización, entre la que figura un acuerdo entre ésta y la UCITS principal cuyo objetivo es asegurar que la primera cumplirá las obligaciones impuestas por la Directiva. En caso de que ambas UCITS estén gestionadas por la misma gestora, el acuerdo podrá ser sustituido por unas normas internas de ejercicio de la actividad.

CESR ha asesorado sobre el contenido de dicho acuerdo y sobre la legislación aplicable al mismo, que será, a elección de las partes, la del Estado Miembro de cualquiera de las dos UCITS (principal o subordinada).

En el caso de que una UCITS se transforme en una UCITS subordinada o, siendo ya una UCITS de este tipo, se vincule con otra UCITS principal, la autorización de la operación también estará condicionada a la presentación de un documento en el que se especifique el contenido de la información a suministrar a los partícipes del fondo.

Otros aspectos relevantes también contemplados en la Directiva respecto a las estructuras principal-subordinado son los siguientes:

- a- La UCITS principal y la subordinada adoptarán las medidas oportunas para coordinar el calendario de cálculo y publicación de los valores liquidativos a fin de evitar prácticas de arbitraje indebidas relacionadas con el horario de los mercados. En el asesoramiento de CESR se propone que estas medidas se incluyan en el acuerdo entre ambas UCITS, haciendo especial hincapié en el caso de que las participaciones se negocien en un mercado secundario.
- b- Opciones de la UCITS subordinada en caso de liquidación, fusión o escisión de la UCITS principal. Cuando la UCITS principal sea objeto de liquidación, también se liquidará la subordinada, a menos que la autoridad competente del Estado Miembro de ésta le autorice a invertir al menos el 85% de su activo en otra UCITS principal o a transformarse en una UCITS ordinaria. Las UCITS principales sólo podrán liquidarse transcurridos al menos 3 meses desde que se haya informado de la liquidación a los partícipes y a las autoridades competentes de los Estados Miembros de las UCITS subordinadas. En el caso de una fusión, ésta no será efectiva al menos hasta 60 días después de que se haya facilitado la información correspondiente.
- c- El depositario de la UCITS principal deberá informar inmediatamente a la autoridad competente del Estado Miembro de origen de la UCITS principal, a la UCITS subordinada (o a su gestora) y al depositario de ésta de toda posible irregularidad detectada y que pueda tener un impacto negativo en su valor liquidativo.

7 Nuevo procedimiento de comercialización transfronteriza (pasaporte de UCITS)

A partir de la entrada en vigor de la Directiva, se articulará un nuevo régimen de pasaporte basado en la comunicación electrónica entre autoridades competentes, junto con un sistema de plazos que pretende simplificar e impulsar la actividad transnacional. Hasta ahora, la UCITS que quería comercializarse en otro Estado Miembro tenía que solicitar primero el pasaporte en la autoridad competente de su Estado de origen y, una vez obtenido el mismo, solicitar la inscripción en el Estado de acogida.

El principio fundamental del nuevo régimen es que, una vez que el Estado Miembro de acogida recibe la notificación (o pasaporte) del Estado Miembro de origen, la UCITS puede iniciar su comercialización en dicho Estado de acogida.

La comunicación será electrónica y el Estado Miembro de acogida no podrá imponer a la UCITS ningún requisito adicional.

Con respecto al procedimiento, éste viene regulado en el artículo 93 de la Directiva y establece que la UCITS que quiera comercializar sus participaciones en otro Estado Miembro debe presentar a su autoridad competente:

- a) Un escrito de notificación (*notification letter*), que contendrá información sobre las modalidades previstas de comercialización en el Estado de acogida. A tal efecto, los Estados Miembros velarán porque esta información pueda obtenerse fácilmente y a distancia y por medios electrónicos.
- b) La última versión del reglamento o los documentos constitutivos, folleto y KID, así como, en su caso, el último informe anual y, de ser necesario, el informe semestral. En cuanto a la traducción, sólo es obligatorio presentar traducido el KID, y sin necesidad de que la traducción sea jurada. El resto de la documentación se podrá presentar traducida o en un idioma comúnmente aceptado en el ámbito financiero internacional, a elección de la UCITS.

La autoridad competente del Estado de origen verificará que la documentación esté completa y la remitirá a la autoridad competente del Estado de acogida en el plazo máximo de diez días hábiles, adjuntando un certificado acreditativo (*attestation*) de que la UCITS cumple las condiciones de la Directiva. Una vez remitida la documentación a la autoridad competente del Estado de acogida notificará la remisión a la UCITS, que podrá tener acceso a dicho mercado a partir de esa fecha.

Los Estados Miembros garantizarán que sus autoridades competentes acepten el envío y archivo electrónico de la documentación. El Estado de origen garantizará que la autoridad competente del Estado de acogida tenga acceso por medios electrónicos a la documentación y velará por que la UCITS la mantenga actualizada. La UCITS notificará a la autoridad competente del Estado de acogida cualquier modificación de la documentación e indicará el sitio en el que puede obtenerse en formato electrónico.

En caso de modificación de las disposiciones para la comercialización comunicadas en la carta de notificación o de modificaciones en relación con las clases de acciones a comercializar, la UCITS informará de ello por escrito previamente a la autoridad competente del Estado de acogida.

Con respecto a la información a proporcionar a los inversores en el Estado de acogida, el principio es que se les brinde toda la documentación e información que, con arreglo a las disposiciones de la Directiva, se les deba proporcionar a los inversores en el Estado de origen.

En relación con el pasaporte de UCITS, el asesoramiento de CESR a la CE para el desarrollo de las normas de nivel 2 hace especial hincapié en cuatro aspectos:

- a) Alcance de la información requerida por cada Estado Miembro de acogida, que afecte exclusivamente a la comercialización en su territorio: se propuso el contenido de la información que cada país debe mantener actualizado y publicado en su página web, con especial mención a los comercializadores y al material publicitario.
- b) Facilitar al Estado de acogida el acceso a la documentación de la notificación: la referencia en la Directiva a un “acceso por medios electrónicos” puede incluir desde notificaciones por correo electrónico hasta la creación de un sistema centralizado para el intercambio de pasaportes a nivel europeo.
- c) Escrito de notificación y certificado acreditativo: los anexos I y II del documento de asesoramiento de CESR contienen los modelos normalizados de ambos documentos.
- d) Transmisión electrónica de la información: se especifica en el documento de CESR un procedimiento de intercambio de correos electrónicos como una solución de mínimos para cumplir con lo establecido en la Directiva.

Por otra parte, se evalúa la posibilidad de desarrollar un sistema centralizado para hacer frente al procedimiento de notificación y a posteriores actualizaciones.

8 Conclusiones

Este artículo contiene una exposición de las múltiples novedades introducidas por la Directiva UCITS IV. Esta Directiva potencia las estructuras transnacionales gestora-fondo, al permitirse que fondos constituidos en un país puedan ser gestionados por gestoras radicadas en otro. De este modo, las gestoras locales dispondrán ahora de más opciones a la hora de internacionalizar su actividad, por lo que es previsible una reordenación de las diferentes actividades de gestión y comercialización a nivel continental. Por otra parte, el pasaporte comunitario de las gestoras requerirá la coordinación y cooperación de los supervisores para asegurar el nivel de protección del inversor requerido por la Directiva, lo que plantea importantes retos para los próximos años. Conviene destacar, en este sentido, que la Circular 6/2009 de la CNMV recoge los principios de gestión del riesgo aprobados por CESR en febrero de 2009, así como la mayor parte del contenido de su asesoramiento a la Comisión Europea sobre el nivel 2 de la Directiva UCITS IV. En este sentido, se puede concluir que la Circular es altamente congruente con las recomendaciones que emanan de CESR.

En materia de información al inversor, una importante novedad de la Directiva es el establecimiento del KID (*Key Information Document*). Al concretarse su contenido y ser obligatoria su entrega, este documento supone una verdadera armonización de la información que van a recibir los inversores. En España, todavía está pendiente la

adaptación al KID del actual folleto simplificado, pero no parece que esta tarea vaya a ser especialmente complicada, puesto que, desde hace un tiempo, se ha venido trabajando en ese sentido.

Las medidas relativas a fusiones de fondos y estructuras principal-subordinado pueden favorecer una mayor integración del mercado de UCITS a nivel europeo, aunque las diferencias en el tratamiento fiscal pueden tener todavía un efecto disuasorio sobre las fusiones transfronterizas. Por este motivo, CESR solicitó en su documento de asesoramiento que la Comisión Europea realizase un examen sobre la eficacia del régimen de fusiones contemplado en la Directiva.

Por último, el nuevo procedimiento de notificación para la comercialización transfronteriza supone agilizar y simplificar el régimen de pasaporte de UCITS. Dicho pasaporte adopta el procedimiento de comunicación vigente para ESI y gestoras, al establecer como interlocutor a las autoridades competentes del Estado Miembro de origen. Al armonizarse el procedimiento, se requerirá la adaptación de los procedimientos actuales en mayor o menor medida, según se trate de un procedimiento de intercambio de correos electrónicos o de un sistema informático centralizado.

IV Anexo Legislativo

Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del primer trimestre de 2010 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Reglamento (UE) nº 243/2010 de la Comisión de 23 de marzo de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, en lo que se refiere a las mejoras de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Esta norma incorpora al Derecho de la UE unas mejoras de las NIIF publicadas por el IASB en el marco del procedimiento de mejora que emprende anualmente este organismo. Las modificaciones afectan a las siguientes normas:

- NIIF 2, sobre pagos basados en acciones, en lo relativo a su ámbito de aplicación para mantener la coherencia con lo dispuesto en la NIIF 3, sobre combinaciones de negocios.
 - NIIF 5, en lo que se refiere a la información a revelar sobre los activos no corrientes (o grupos enajenables de elementos) mantenidos para la venta y actividades interrumpidas.
 - NIIF 8, en lo que se refiere a la información a revelar sobre el valor de los activos y pasivos totales para cada segmento de explotación.
 - NIC 1, sobre presentación de estados financieros, en lo que se refiere a la clasificación de los pasivos como corrientes o no corrientes.
 - NIC 7, sobre el estado de flujos de efectivo, en lo que se refiere a la clasificación de un activo como actividad de inversión.
 - NIC 17, sobre arrendamientos, en particular sobre contratos de arrendamiento que incluyan componentes de edificios y de terrenos simultáneamente.
 - NIC 36, sobre deterioro del valor de los activos, en lo que respecta a las modalidades de los tests de deterioro del fondo de comercio.
 - NIC 38, sobre activos intangibles, con particular incidencia en la valoración de activos intangibles adquiridos como consecuencia de una combinación de negocios.
 - NIC 39, sobre reconocimiento y valoración de instrumentos financieros, en lo que se refiere a coberturas de flujos de efectivo y a derivados que dan lugar a una combinación de negocios.
 - Interpretación 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF), relativa a la nueva evaluación de derivados implícitos, precisando la presente modificación el ámbito de aplicación de esta norma en relación con las combinaciones de negocio.
 - Interpretación 16 del CINIIF, sobre coberturas de una inversión en un negocio en el extranjero.
- **Reglamento (UE) nº 244/2010 de la Comisión, de 23 de marzo de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 2.

Esta norma incorpora al Derecho de la UE una modificación de la NIIF 2 relativa al tratamiento contable de las transacciones con acciones.

Como regla general se establece que, en estas transacciones que incluyen pagos en acciones, si el valor razonable de las acciones entregadas por una de las partes es superior a la contraprestación recibida, deberá contabilizarse por la diferencia una contraprestación adicional aunque no sea identificable.

- **Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo**, por el que se amplía la vigencia de determinadas medidas de carácter temporal.

Junto a otros aspectos sin relación alguna con los mercados de valores, en este Real Decreto-Ley se prorroga dos años más el régimen establecido en el Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre, en virtud del cual no se consideran las pérdidas por deterioro del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias para los supuestos de reducción obligatoria de capital y de disolución de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

- **Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril**, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo.

Entre otros aspectos, se abordan las siguientes medidas con incidencia en el ámbito del mercado de valores:

- Se reducen varios plazos relativos al funcionamiento del FROB.
- Se simplifica la emisión de cuotas participativas de cajas de ahorro que vayan a ser suscritas por el FROB
- Se modifica la normativa sobre fondos de titulización de activos permitiendo que estos fondos sean titulares de los inmuebles, derechos y cantidades resultantes de los remates de la ejecución de los préstamos hipotecarios de los que sean titulares como consecuencia de su titulización.
- Se modifica la LMV para exigir la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión en determinadas ofertas de valores dirigidas al público en general, que no requieran folleto y que empleen para ello cualquier forma de comunicación publicitaria, con el objetivo último de instrumentar cauces adecuados para la protección del inversor.
- Se elevan las cantidades inembargables en el caso de que el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado.
- **Resolución de 9 de marzo de 2010, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera**, por la que se publica el acuerdo adoptado por el Consejo rector del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el 8 de marzo de 2010, sobre modificación parcial de las directrices de inversión del fondo.

Se permite que el Fondo de Adquisición de Activos Financieros supere los límites preexistentes a la concentración de riesgos con un mismo emisor, teniendo en cuenta que este Fondo no realizará ya más inversiones al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009.

- **Real Decreto 437/2010, de 9 de abril**, por el que se desarrolla la regulación del proceso de titulización de déficit del sistema eléctrico.

Conforme a la D.A. 21ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, el Estado asume la diferencia entre las tarifas que pagan los consumidores y los costes reales de la energía mediante el reconocimiento de derechos de cobro a largo plazo en favor del sector eléctrico, los cuales se ceden al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, que emitirá sus correspondientes pasivos por medio de un mecanismo competitivo en el mercado financiero con la garantía del Estado. Por medio de este Real Decreto, se determina el precio y las condiciones de cesión de los derechos de cobro al Fondo de titulización, así como las bases del procedimiento competitivo por el que se emitirán los instrumentos financieros del Fondo.

- **Ley de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.**

Esta norma reordena la regulación administrativa relativa a la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo con objeto básicamente de transponer la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo. Los aspectos de esta norma con mayor incidencia en el mercado de valores son los siguientes:

- Se modifica el artículo 43.1.j) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, relativo a los procedimientos internos de control de riesgos, incluyendo la prevención del blanqueo de capitales como uno de los objetivos de estos procedimientos.
- Los sujetos obligados por la norma no establecerán o mantendrán relaciones de negocio con sociedades cuyas acciones estén representadas mediante títulos al portador.
- Se crea el Fichero de Titularidades Financieras y se impone a las entidades de crédito la obligación de declarar la apertura y cancelación de cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de valores y depósitos a plazo e identificar a los titulares de las mismas, para su inclusión en dicho fichero.

- **Real Decreto de régimen jurídico de las entidades de pago.**

Esta norma desarrolla la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y completa el proceso de transposición de la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior. El pago, modo solutorio por antonomasia en el derecho de obligaciones, es objeto de regulación por parte de esta Directiva en la medida en que conlleve la prestación de servicios de forma profesionalizada, masiva, por determinadas personas jurídicas y a través de ciertos medios. Desde esta perspectiva, se busca proteger a los usuarios y estimular la competencia a través de la armonización de los requisitos de acceso a este mercado y de la creación de una nueva categoría subjetiva, las entidades de pago.

Los principales aspectos a los que se refiere el Real Decreto son los siguientes:

- Se desarrolla el régimen jurídico de las entidades de pago, reguladas en la Ley de Servicios de Pago.

- Se fijan requisitos de capital inicial y recursos propios para este tipo de entidades, así como los requisitos de la solicitud de autorización ante el Ministerio de Economía y Hacienda.
- Se desarrolla el régimen de agentes de las entidades de pago y la delegación de funciones, de manera muy similar a la regulación de las entidades de crédito.
- Se contempla también la actividad transfronteriza de las entidades de pago: actuación en España de entidades de pago autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea; apertura de sucursales y libre prestación de servicios en un Estado no miembro de la Unión Europea por entidades de pago españolas; y creación o adquisición de participaciones en entidades de pago de un Estado no miembro de la Unión Europea.
- Se establece un Registro de Altos Cargos de las entidades de pago, a cargo del Banco de España, así como un registro de las personas responsables de la gestión de las sucursales y redes de agentes.
- Se regula la figura de la entidad de pago híbrida, que es aquella que desarrolla alguna actividad económica distinta de la prestación de servicios de pago. El Banco de España podrá solicitar de las entidades de pago híbridas información sobre las actividades económicas que vienen realizando o pretenden realizar, que determinen su calificación como tales y que resulten relevantes para el ejercicio de su función de supervisión.
- Se limita la posibilidad de que una cuenta de pago tenga saldo deudor. Las cuentas de pago de estas entidades únicamente podrán presentar saldo deudor como resultado de la prestación de servicios de pago iniciados por el beneficiario de los mismos, pero nunca por operaciones de pago iniciadas directamente por el ordenante titular de la cuenta de pago.
- **Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo**, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Por medio de esta norma, se refunden en los textos del RD 2606/1996 y del RD 948/2001 las modificaciones introducidas por el RD 1642/2008, de 10 de octubre, el cual ampliaba el importe garantizado por el fondo de garantía de depósitos de 20.000 a 100.000 euros.

Por otro lado, se establece la obligación de que las entidades de crédito amplíen la información que dan a sus depositantes en relación con el régimen de protección del fondo de garantía de depósitos. También se establece que los fondos de garantía de depósitos llevarán a cabo pruebas de funcionamiento y, si procede, serán informados cuando las autoridades competentes descubran problemas en una entidad de crédito que puedan dar lugar a la intervención de un sistema de garantía de depósitos.

- **Real Decreto 749/2010, de 7 de junio**, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reglamentos en el ámbito tributario.

Mediante esta norma se modifican algunos aspectos concretos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva:

- Se extiende el régimen de los fondos de inversión cotizados del artículo 49 del RIIC a determinadas SICAV que repliquen o reproduzcan índices bursátiles o de renta fija.
- Se permite la creación de instituciones de inversión colectiva o compartimentos de propósito especial, conocidos a nivel internacional como side pockets, en los que se alojarán los activos afectados por la situación de crisis económica que dificultan su valoración y hacen disminuir su liquidez.
- Se flexibiliza el régimen de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, incluyendo a las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario entre los activos en los que pueden materializar sus inversiones.
- Se flexibilizan determinados límites a las inversiones que tienen que cumplir los fondos de inversión con objetivos de rentabilidad garantizados.
- Se mejora el régimen de transparencia de las comisiones.
- Se exime de la obligación de practicar retención o ingreso a cuenta de las rentas derivadas de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones representativas del capital, o patrimonio de los fondos de inversión cotizados, o sociedades de inversión de capital variable índice cotizadas.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	69.955,5	16.349,3	11.390,7	2.060,3	1.087,1	2.311,3	241,5	3.144,3
Ampliaciones de capital	67.887,0	16.339,7	11.388,7	2.060,3	1.087,1	2.309,4	241,5	2.609,9
De ellas, mediante OPS	8.502,7	292,0	17,4	0,0	7,0	10,3	14,8	910,0
Tramo nacional	4.821,3	292,0	17,4	0,0	7,0	10,3	14,8	910,0
Tramo internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068,5	9,5	1,9	0,0	0,0	1,9	0,0	534,4
Tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	0,0	0,0	1,9	0,0	534,4
Tramo internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINALES³ (millones de euros)	6.441,5	1.835,8	1.892,1	596,8	142,1	182,8	143,8	787,8
Ampliaciones de capital	6.358,4	1.835,7	1.892,0	596,8	142,1	182,7	143,8	787,8
De ellas, mediante OPS	1.122,9	100,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Tramo nacional	676,0	100,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Tramo internacional	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	100	54	53	14	11	19	10	12
Ampliaciones de capital	91	53	53	14	11	19	10	11
De ellas, mediante OPS	8	2	2	0	1	1	2	2
De ellas, liberadas	19	18	11	3	4	3	1	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	0	0	1	0	2
NÚMERO DE EMISORES⁴	57	39	34	9	9	16	10	8
Ampliaciones de capital	52	38	34	9	9	16	10	8
De ellas, mediante OPS	6	2	2	0	1	1	2	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8	2	1	0	0	1	0	1

1 Incluye las operaciones con folleto de emisión y las admisiones a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

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

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

Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	8.502,7	292,0	17,4	0,0	7,0	10,3	14,8	910,0
Mercado nacional	4.646,2	282,0	17,4	0,0	7,0	10,3	14,8	910,0
Suscriptores minoristas	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.805,2	90,5	17,4	0,0	7,0	10,3	14,8	910,0
Mercado internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.068,5	9,5	1,9	0,0	0,0	1,9	0,0	534,4
Mercado nacional	1.505,7	9,5	1,9	0,0	0,0	1,9	0,0	534,4
Suscriptores minoristas	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.111,8	9,5	1,9	0,0	0,0	1,9	0,0	534,4
Mercado internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2010.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	143	136	133	136	133	133	132	133
Sin Nuevo mercado	142	136	133	136	133	133	132	133
Nuevo mercado	1	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	11	8	7	8	7	7	6	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	6	5	6	5	5	4	4
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	31	29	29	29	29	29	29	28
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	20	19	19	19	19	19	19	18
Bilbao	9	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	9	7	6	6	6	6	6	6
Corros SICAV	8	3	1	3	2	1	1	1
MAB	3.287	3.347	3.251	3.296	3.277	3.251	3.213	3.199
Latibex	34	35	32	34	33	32	32	32

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	892.053,8	531.194,2	639.087,1	534.519,3	623.810,3	639.087,1	590.182,8	515.828,9
Sin Nuevo mercado	891.875,7	531.194,2	639.087,1	534.519,3	623.810,3	639.087,1	590.182,8	515.828,9
Nuevo mercado	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	134.768,6	61.317,5	94.954,0	68.600,4	80.146,3	94.954,0	92.275,8	78.989,0
Ibex 35	524.651,0	322.806,6	404.997,3	334.760,9	401.655,7	404.997,3	376.747,6	324.401,1
Segundo Mercado	286,8	109,9	80,9	82,4	82,9	80,9	69,1	66,5
Madrid	27,8	22,8	24,9	23,0	24,9	24,9	23,4	24,9
Barcelona	259,0	87,1	56,0	59,4	58,0	56,0	45,7	41,5
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.444,9	5.340,7	4.226,5	4.142,7	4.278,8	4.226,5	4.159,1	4.101,2
Madrid	1.840,6	1.454,7	997,3	968,6	1.091,0	997,3	958,0	931,1
Barcelona	4.627,8	3.580,2	3.400,6	2.898,7	3.501,8	3.400,6	3.336,4	3.303,9
Bilbao	108,2	45,9	435,4	45,9	338,9	435,4	433,4	384,1
Valencia	1.206,5	760,4	559,2	467,4	526,9	559,2	554,8	543,4
Corros SICAV ⁵	204,9	126,8	28,5	125,1	94,3	28,5	28,9	30,4
MAB ⁵	31.202,5	24.718,6	26.490,7	24.896,2	26.318,9	26.490,7	26.948,4	26.338,0
Latibex	427.773,6	210.773,5	412.628,9	354.085,6	360.557,7	412.628,9	437.016,7	410.991,7

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Sólo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.653.354,8	1.228.392,4	877.073,5	223.468,1	214.547,9	256.295,3	226.191,0	215.347,0
Sin Nuevo mercado	1.627.369,5	1.228.380,9	877.073,5	223.468,1	214.547,9	256.295,3	226.191,0	215.347,0
Nuevo mercado	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	7.499,3	1.407,1	4.750,4	1.141,5	1.616,9	1.573,3	1.704,5	1.689,4
Segundo Mercado	192,9	31,7	3,2	1,4	0,2	0,4	0,3	0,8
Madrid	8,9	3,4	2,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,6
Barcelona	182,3	28,3	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	792,7	182,1	52,8	24,0	6,1	10,4	14,1	7,6
Madrid	236,1	73,9	16,5	8,3	1,8	1,3	1,2	4,0
Barcelona	402,8	103,6	29,4	10,3	3,2	9,0	9,1	3,5
Bilbao	0,1	0,1	1,1	0,0	1,1	0,0	3,9	0,0
Valencia	153,8	4,5	5,9	5,4	0,0	0,1	0,0	0,1
Corros SICAV	361,6	25,3	19,7	3,0	7,9	1,7	3,3	3,7
MAB	6.985,2	7.060,3	5.080,1	1.109,4	1.248,8	1.544,4	1.089,0	796,9
Latibex	868,2	757,7	434,7	115,2	110,1	120,0	146,5	135,2

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	207.873,9	204.427,1	243.475,3	218.800,9	209.298,5
Órdenes	985.087,6	774.718,1	499.182,8	130.334,7	122.153,3	129.372,8	135.802,4	114.421,7
Aplicaciones	155.085,1	105.673,9	51.335,8	12.739,6	12.043,7	15.150,6	14.134,7	10.820,8
Bloques	437.076,8	300.443,9	283.336,3	64.799,6	70.230,1	98.952,0	68.863,7	84.056,0
Fuera de hora	18.301,5	10.175,2	5.996,6	284,1	1.379,4	4.253,2	3.481,0	2.448,8
Autorizadas	4.189,6	3.183,2	4.695,6	2.710,4	443,6	789,1	246,2	608,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	26.284,3	17.461,2	7.188,9	7.085,4	100,0	3,6	0,0	273,1
OPV	11.177,4	292,0	1.325,0	1.325,0	0,0	0,0	0,0	1.448,2
Toma de razón	2.954,4	1.066,8	5.202,6	205,2	4.394,0	9,0	0,0	0,7
Ejercicio de opciones	10.240,4	9.661,9	11.443,2	2.731,1	1.953,7	5.063,3	1.741,6	267,7
Operaciones de cobertura	2.957,8	5.716,3	7.366,7	1.253,0	1.850,1	2.701,8	1.921,4	1.001,7

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo 2010.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	835.326,9	583.950,8	471.007,1	118.161,0	111.062,6	159.073,2	116.966,4	125.890,7
Crédito de valores para su venta ³	555,4	624,9	704,3	202,7	180,6	153,0	153,6	95,8
Crédito para compra de valores ³	411,3	154,7	106,4	27,7	32,0	21,5	19,0	11,5
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	79.532,9	43.647,8	47.322,2	42.636,4	42.993,7	47.322,2	42.162,6	40.977,4
Crédito de valores para su venta ³	112,4	20,7	21,1	38,3	63,1	21,1	18,7	13,4
Crédito para compra de valores ³	59,4	7,0	5,6	4,5	7,4	5,6	4,8	4,6

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES	173	179	168	88	58	69	36	43
Cédulas hipotecarias	10	19	27	6	11	16	9	16
Cédulas territoriales	4	7	1	1	0	0	2	3
Bonos y obligaciones no convertibles	41	30	50	38	22	30	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	3	1	2	1	16	16
Bonos de titulación	77	88	68	24	15	13	5	5
Programas de pagarés	80	77	69	16	11	26	13	11
De titulación	3	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	77	75	67	15	11	25	13	11
Otras emisiones de renta fija	2	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	8	23	15	8	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES	335	337	512	180	103	118	70	83
Cédulas hipotecarias	32	47	75	11	13	20	11	26
Cédulas territoriales	8	8	1	1	0	0	2	3
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	106	51	56	39	38
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	1	3	2	0	0
Bonos de titulación	101	108	76	26	16	13	5	5
Programas de pagarés	107	88	73	16	11	26	13	11
De titulación	3	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	104	86	71	15	11	25	13	11
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	19	9	1	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757,0	476.275,7	387.475,8	130.128,7	66.721,8	74.198,8	51.667,5	35.465,1
Cédulas hipotecarias	24.695,5	14.300,0	35.573,9	10.175,0	3.870,0	11.055,0	4.650,0	8.654,9
Cédulas territoriales	5.060,0	1.820,0	500,0	500,0	0,0	0,0	400,0	3.700,0
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416,0	10.489,6	62.249,0	28.248,9	6.138,1	12.370,1	8.732,8	5.424,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.429,1	3.200,0	300,0	2.200,0	700,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	141.627,0	135.252,5	81.651,2	31.035,3	12.956,3	10.301,2	2.875,0	5.954,0
Tramo nacional	94.049,0	132.730,1	77.289,4	28.483,9	11.750,6	9.696,5	2.875,0	5.954,0
Tramo internacional	47.578,0	2.522,4	4.361,9	2.551,5	1.205,7	604,7	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	442.433,5	311.738,5	191.341,7	49.696,5	40.340,4	39.752,6	35.009,7	11.731,3
De titulación	464,8	2.843,1	4.758,4	1.226,7	952,8	1.245,0	995,0	507,0
Resto de pagarés	441.968,7	308.895,4	186.583,3	48.469,8	39.387,6	38.507,6	34.014,7	11.224,3
Otras emisiones de renta fija	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	225,0	1.246,0	12.960,0	10.173,0	1.217,0	20,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	47.158,3	12.949,5	20.988,5	5.571,2	4.679,0	2.254,1	3.284,0	1.688,5
Emisiones aseguradas	86.161,1	9.169,5	4.793,8	2.559,0	1.450,0	784,8	299,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	640.096,2	476.710,4	388.455,0	112.139,7	80.868,2	68.506,9	56.592,9	35.626,0
Pagarés	439.787,3	314.417,4	191.427,7	49.459,9	41.194,3	37.110,1	37.414,8	12.069,2
Bonos y obligaciones	30.006,9	10.040,3	61.862,5	25.239,7	9.304,6	11.959,7	8.323,1	5.476,9
Cédulas hipotecarias	27.195,5	14.150,0	35.568,9	7.925,0	5.820,0	11.200,0	4.775,0	8.360,0
Cédulas territoriales	7.450,0	1.930,0	500,0	500,0	0,0	0,0	125,0	3.975,0
Bonos de titulación	135.149,5	135.926,6	85.542,9	26.211,9	16.041,6	7.495,2	5.855,0	5.745,0
Participaciones preferentes	507,0	246,0	13.552,9	2.803,2	8.507,7	742,0	100,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2010.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	492	556	614	597	610	614	618	618
Pagarés	73	72	67	72	70	67	66	66
Bonos y obligaciones	92	93	91	90	91	91	92	91
Cédulas hipotecarias	14	22	29	25	26	29	30	30
Cédulas territoriales	7	11	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulación	316	383	442	425	439	442	445	447
Participaciones preferentes	50	52	60	57	60	60	61	60
Bonos matador	15	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	4.314	4.639	4.084	4.334	4.218	4.084	4.062	3.921
Pagarés	2.493	2.489	1.507	1.926	1.696	1.507	1.464	1.298
Bonos y obligaciones	445	450	611	526	577	611	625	645
Cédulas hipotecarias	111	146	202	181	192	202	210	217
Cédulas territoriales	19	26	25	25	25	25	23	24
Bonos de titulación	1.157	1.436	1.629	1.577	1.624	1.629	1.630	1.628
Participaciones preferentes	71	78	96	85	90	96	96	95
Bonos matador	18	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	758.559,8	819.637,7	870.981,1	874.640,9	887.608,4	870.981,1	866.273,2	855.016,4
Pagarés	98.467,6	71.762,2	41.647,0	57.337,7	54.560,4	41.647,0	45.347,2	37.839,5
Bonos y obligaciones	139.586,3	122.001,9	150.886,3	138.770,0	143.761,9	150.886,3	152.333,9	150.903,9
Cédulas hipotecarias	150.905,5	162.465,5	185.343,8	178.166,9	183.686,9	185.343,8	186.018,8	186.718,8
Cédulas territoriales	16.375,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0	16.030,0	16.030,0	15.725,0	18.050,0
Bonos de titulación	328.924,6	422.010,7	442.831,5	456.646,7	454.922,0	442.831,5	432.505,7	427.246,6
Participaciones preferentes	23.062,6	23.308,6	33.183,8	26.630,7	33.588,4	33.183,8	33.283,8	33.198,8
Bonos matador	1.238,2	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.505.457,8	946.141,6	1.008.622,5	655.522,1	534.189,9
Pagarés	568.009,6	591.943,8	533.331,0	130.286,2	125.139,0	111.412,5	116.534,6	66.533,6
Bonos y obligaciones	87.035,7	80.573,8	321.743,0	94.118,5	83.499,1	108.864,2	158.121,4	148.773,1
Cédulas hipotecarias	80.811,2	129.995,3	263.150,0	101.235,5	59.334,2	50.553,9	20.802,8	38.457,9
Cédulas territoriales	7.749,8	10.142,3	7.209,0	1.535,1	1.584,0	781,1	889,3	6.984,6
Bonos de titulación	378.005,2	1.704.341,8	3.527.486,4	1.176.736,3	675.114,4	735.745,7	357.996,5	272.471,8
Participaciones preferentes	4.492,4	4.030,0	5.668,5	1.535,8	1.470,9	1.262,6	1.176,7	826,3
Bonos matador	1.373,8	13,2	45,2	10,4	0,0	2,5	0,9	142,6
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.505.457,8	946.141,6	1.008.622,5	655.522,1	534.189,9
Simple	416.477,9	387.897,1	378.348,4	120.106,9	64.565,1	86.264,0	82.774,2	50.906,0
Repo	441.362,7	381.505,0	362.068,7	85.740,8	94.429,8	83.265,5	88.416,1	54.947,3
Simultánea	269.637,1	1.751.638,0	3.918.216,1	1.299.610,1	787.146,7	839.093,0	484.331,9	428.336,6

1 Datos disponibles: mayo 2010.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	837.308,5	744.652,5	681.946,6	186.777,9	148.153,9	158.437,3	162.210,3	98.216,6
Sociedades no financieras	364.490,6	285.044,4	256.224,6	72.117,7	60.996,6	49.251,8	49.505,8	27.177,3
Instituciones financieras	282.816,9	334.851,6	298.909,1	77.035,9	63.803,2	72.792,9	75.137,6	52.134,7
Entidades de crédito	99.492,0	130.056,0	125.547,5	43.243,2	17.547,5	27.731,9	24.254,8	17.526,9
IC, seguros y fondos de pensiones	152.429,2	154.709,8	115.865,3	23.311,1	31.404,8	29.611,2	35.927,1	24.359,9
Otras entidades financieras	30.895,6	50.085,8	57.496,3	10.481,7	14.850,9	15.449,8	14.955,7	10.247,9
Administraciones públicas	7.762,4	6.331,2	5.808,5	1.018,1	1.267,5	900,1	1.222,0	596,6
Hogares e ISFLSH ²	28.534,8	13.344,0	14.647,8	2.506,6	2.026,9	6.031,8	6.377,6	2.278,1
Resto del mundo	153.703,8	105.081,2	106.356,6	34.099,6	20.059,7	29.460,8	29.967,2	16.029,9

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)	9.020,3	3.390,6	5.866,8	0,0	500,0	4.056,0	200,0	200,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0	200,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	4.510,8	0,0	500,0	2.700,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	2.020,3	3.390,6	1.356,0	0,0	0,0	1.356,0	0,0	0,0
Otros	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	16	33	10	0	1	8	3	4
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	3	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	4	0	1	2	0	0
Bonos de titulización	15	33	6	0	0	6	0	0
Otros	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	53	58	62	58	58	62	61	62
Emisores privados	40	45	48	45	45	48	47	48
Sociedades no financieras	6	5	6	7	6	6	5	5
Instituciones financieras privadas	34	40	42	38	39	42	42	43
Administraciones públicas ³	13	13	14	13	13	14	14	14
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	249	271	269	265	263	269	260	262
Emisores privados	133	157	155	150	149	155	152	156
Sociedades no financieras	12	9	10	11	10	10	8	8
Instituciones financieras privadas	121	148	145	139	139	145	144	148
Administraciones públicas ³	116	114	114	115	114	114	108	106
Comunidades autónomas	83	82	76	82	80	76	69	67
SALDO VIVO² (millones de euros)	25.654,7	29.142,6	36.299,5	31.829,4	31.571,0	36.299,5	36.329,8	34.905,0
Emisores privados	14.958,1	17.237,9	21.600,9	17.908,5	17.914,3	21.600,9	21.083,8	19.602,0
Sociedades no financieras	452,5	381,0	1.783,7	1.691,7	1.691,7	1.783,7	1.778,2	377,3
Instituciones financieras privadas	14.505,6	16.856,9	19.817,2	16.216,8	16.222,6	19.817,2	19.305,6	19.224,7
Administraciones públicas ³	10.696,6	11.904,7	14.698,6	13.920,9	13.656,7	14.698,6	15.246,0	15.303,0
Comunidades autónomas	8.862,6	9.972,5	12.338,3	11.978,2	11.577,3	12.338,3	12.836,3	12.893,3

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	448,9	1.580,1	633,0	150,5	138,1	279,6	83,8	185,7
Corros	7.154,3	7.842,1	4.008,4	634,2	299,6	2.892,5	328,9	1.012,1
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.040,1	7.674,9	3.821,1	601,4	273,5	2.798,4	101,5	866,5
Bilbao	7,5	6,1	4,6	0,7	0,6	0,8	0,8	0,5
Valencia	106,7	161,1	182,7	32,1	25,5	92,4	226,6	23,9
Deuda anotada	33,6	46,2	49,1	14,0	11,2	9,6	11,8	297,1
Deuda comunidades autónomas	83.967,7	71.045,0	70.065,8	19.367,6	16.815,4	15.216,3	18.577,3	8.262,6

1 Datos disponibles: mayo 2010.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.

CUADRO 1.16

Contratación de deuda pública por modalidad

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	174.046,3	132.327,4	202.120,5	38.433,8	55.827,0	65.944,6	83.724,5	37.013,2
Simple	134.147,0	89.010,5	114.314,0	15.644,0	36.141,0	50.843,5	53.396,0	14.941,0
Simultáneas	39.899,3	43.316,9	86.806,5	22.789,8	19.211,0	14.576,1	29.997,5	22.031,2
Otras operaciones	0,0	0,0	1.000,0	0,0	475,0	525,0	331,0	41,0

1 Datos disponibles: mayo 2010.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Sobre deuda	13	12	18	4	4	4	4	0
Futuro sobre bono nocal²	13	12	18	4	4	4	4	0
Sobre Ibex 35³,⁴	9.288.909	8.433.963	6.187.544	1.663.403	1.503.939	1.499.223	1.635.380	1.602.548
Futuro sobre Ibex 35 plus	8.435.258	7.275.299	5.436.989	1.461.307	1.321.524	1.323.307	1.467.635	1.447.844
Futuro mini sobre Ibex 35	286.574	330.042	314.829	88.829	85.642	69.660	87.166	91.625
Opción call mini	227.535	323.874	230.349	60.400	59.988	53.552	35.979	21.699
Opción put mini	339.542	504.749	205.377	52.868	36.785	52.704	44.600	41.381
Sobre acciones⁵	34.887.808	64.554.817	80.114.693	22.320.897	20.467.870	16.243.034	13.957.914	6.550.289
Futuros	21.294.315	46.237.568	44.586.779	14.386.553	11.674.200	5.501.720	4.136.308	1.477.885
Opción call	6.775.525	7.809.423	18.864.840	4.025.150	5.103.159	6.046.542	4.357.759	2.604.150
Opción put	6.817.968	10.507.826	16.663.074	3.909.194	3.690.511	4.694.772	5.463.847	2.468.254

Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda⁶	1.059.113	869.105	558.848	171.829	90.935	138.338	137.861	70.188
Sobre índices⁷	1.371.250	1.169.059	835.159	211.834	128.087	208.726	212.055	110.055

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

WARRANTS²	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Importe de las primas (millones de euros)	8.920,3	12.234,4	5.165,1	522,9	1.439,7	1.252,0	1.324,5	825,4
Sobre acciones	6.215,1	6.914,1	2.607,1	251,0	755,6	525,7	699,4	359,2
Sobre índices	2.311,2	4.542,8	2.000,1	198,0	559,3	614,4	491,5	329,9
Otros³	394,0	777,5	558,0	73,9	124,9	111,9	133,6	136,3
Número de emisiones	7.005	9.790	7.342	1.111	2.099	1.616	2.164	1.449
Número de emisores	7	8	9	6	9	6	7	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	151,0	77,0	35,0	0,0	0,0	35,0	5,0	17,0
Sobre acciones	145,0	77,0	25,0	0,0	0,0	25,0	5,0	17,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros³	6,0	0,0	10,0	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0
Número de emisiones	9	4	3	0	0	3	1	2
Número de emisores	3	1	1	0	0	1	1	1

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

3 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	5.129,6	2.943,7	1.768,4	488,2	407,0	382,0	335,5	350,7
Sobre acciones nacionales	3.200,7	1.581,9	809,9	213,2	203,3	170,7	144,8	168,6
Sobre acciones extranjeras	474,2	145,7	97,6	21,4	28,3	25,6	14,4	16,4
Sobre índices	1.376,6	1.063,3	761,2	233,2	158,9	160,4	159,9	153,4
Otros ²	78,1	152,8	99,7	20,4	16,5	25,2	16,4	12,3
Número de emisiones ³	7.837	9.770	8.038	3.451	3.086	3.038	3.066	2.812
Número de emisores ³	9	10	10	9	10	10	9	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	49,8	16,8	39,2	8,5	13,4	9,7	6,5	1,8
Número de emisiones ³	14	26	22	16	16	16	15	14
Número de emisores ³	5	4	4	2	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.664,5	6.938,1	3.470,6	916,6	856,9	1.092,8	1.675,4	1.965,0
Número de fondos	21	30	32	31	32	32	32	32
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	885,8	1.630,3	1.648,4	1.443,9	1.510,5	1.648,4	1.452,8	n.d.

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros
Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	46.405	48.091	135.705	36.455	42.310	27.325	52.695	31.965

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo 2010.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	46	51	50	50	50	50	50	51
Sucursales	102	79	78	78	77	78	79	79
Representantes	6.657	6.041	6.102	5.930	5.991	6.102	6.183	6.153
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	53	50	50	49	49	50	52	50
Sucursales	12	9	9	9	9	9	9	8
Representantes	625	639	638	645	629	638	691	672
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	11	10	9	9	9	9	9	8
Sucursales	4	4	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	6	5	5	5	5	5	4
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	-	-	16	3	6	16	26	29
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	201	195	193	196	194	193	194	193

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Total	1.766	2.232	2.345	2.300	2.363	2.345	2.443	2.477
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.394	1.818	1.922	1.878	1.945	1.922	2.011	2.047
Con sucursal	29	37	36	35	36	36	35	37
En libre prestación de servicios	1.365	1.781	1.886	1.843	1.909	1.886	1.976	2.010
Entidades de crédito ³	372	414	423	422	418	423	432	430
Comunitarias	363	405	413	412	408	413	422	420
Con sucursal	52	56	53	54	54	53	54	55
En libre prestación de servicios	310	348	359	357	353	359	367	364
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: mayo 2010.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	I 2009				I 2010			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENDA FIJA								
Total	84.779	2.429.843	238.248	2.752.870	172.394	2.419.525	199.750	2.791.669
Sociedades de valores	76.097	147.241	45.375	268.713	146.378	69.956	46.305	262.639
Agencias de valores	8.682	2.282.602	192.873	2.484.157	26.016	2.349.569	153.445	2.529.030
RENDA VARIABLE								
Total	243.169	1.661	20.768	265.598	257.073	1.515	18.837	277.425
Sociedades de valores	228.246	1.441	19.467	249.154	249.227	1.322	17.392	267.941
Agencias de valores	14.923	220	1.301	16.444	7.846	193	1.445	9.484

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2009				I 2010			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	305.999	975.567	776.502	2.058.068	900.978	2.385.072	654.745	3.940.795
Sociedades de valores	295.044	806.015	27.886	1.128.945	875.119	2.034.636	33.529	2.943.284
Agencias de valores	10.955	169.552	748.616	929.123	25.859	350.436	621.216	997.511

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés, y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	I 2009			I 2010		
	Total	IIC	Otras ²	Total	IIC	Otras ²
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	12.805	199	12.606	12.927	95	12.832
Sociedades de valores	6.855	11	6.844	6.989	19	6.970
Agencias de valores	3.158	156	3.002	3.324	48	3.276
Sociedades gestoras de cartera	2.792	32	2.760	2.614	28	2.586
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	7.897.438	872.183	7.025.255	9.721.135	756.737	8.964.398
Sociedades de valores	3.153.451	42.314	3.111.137	4.147.360	185.044	3.962.316
Agencias de valores	2.075.636	664.071	1.411.565	2.453.903	382.795	2.071.108
Sociedades gestoras de cartera	2.668.351	165.798	2.502.553	3.119.872	188.898	2.930.974

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.6

Miles de euros ²	2009			2010				
	2007	2008	2009	II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	-29.968	109.682	163.202	98.211	132.653	163.202	7.810	16.256
II. Comisiones netas	893.803	674.204	529.792	263.558	389.667	529.792	131.174	183.153
Comisiones percibidas	1.181.772	943.619	781.555	393.081	578.824	781.555	195.160	269.153
Tramitación y ejecución de órdenes	775.418	648.036	548.951	274.327	404.912	548.951	137.816	192.923
Colocación y aseguramiento de emisiones	62.145	42.502	25.726	21.567	23.616	25.726	772	994
Depósito y anotación de valores	25.351	21.198	16.183	7.911	11.993	16.183	4.054	7.395
Gestión de carteras	29.649	17.306	11.543	4.858	7.403	11.543	3.043	4.508
Diseño y asesoramiento	65.083	56.671	60.392	28.642	43.552	60.392	14.069	17.586
Búsqueda y colocación de paquetes	9	12	10	6	6	10	7	7
Operaciones de crédito al mercado	23	19	14	10	11	14	2	3
Comercialización de IIC ⁴	138.481	91.167	63.296	27.509	44.368	63.296	16.388	21.566
Otras	85.613	66.708	55.440	28.251	42.963	55.440	19.009	24.172
Comisiones satisfechas	287.969	269.415	251.763	129.523	189.157	251.763	63.986	86.000
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	-239.572	800.194	43.855	51.163	56.609	43.855	-4.943	-17.339
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	486.643	-626.527	21.582	383	1.697	21.582	41.152	63.029
V. Margen bruto	1.110.906	957.553	758.431	413.315	580.626	758.431	175.192	245.100
VI. Resultado de explotación	587.354	434.209	275.747	185.957	210.563	275.747	72.507	107.148
VII. Resultado de actividades continuadas	540.390	365.374	260.458	173.295	264.988	260.458	64.583	96.692
VIII. Resultado neto del ejercicio	540.390	367.665	260.458	173.295	264.988	260.458	64.583	96.692

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: abril 2010.

4 En los periodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ⁴	Total		Margen de intereses		Inversiones Financieras ²		Diferencias de cambio y otras partidas ³	
	I 2009	I 2010	I 2009	I 2010	I 2009	I 2010	I 2009	I 2010
Total	52.198	44.074	54.459	7.810	36.622	-4.944	-38.883	41.208
Activos monetarios y deuda pública	3.716	3.889	331	1.099	3.385	2.790	-	-
Otros valores de renta fija	-161.171	24.342	45.749	4.843	-206.920	19.499	-	-
Cartera interior	-174.405	20.081	44.783	4.356	-219.188	15.725	-	-
Cartera exterior	13.234	4.261	966	487	12.268	3.774	-	-
Renta variable	55.544	48.680	14.744	3.321	40.800	45.359	-	-
Cartera interior	827	-4.213	9.171	2.090	-8.344	-6.303	-	-
Cartera exterior	54.717	52.893	5.573	1.231	49.144	51.662	-	-
Derivados	200.597	-72.275	-	-	200.597	-72.275	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-13.496	-786	-13.496	-786	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	2.034	1.321	2.034	1.321	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-38.367	41.056	-	-	-	-	-38.367	41.056
Otros productos y cargas de explotación	42	96	-	-	-	-	42	96
Otras operaciones	3.299	-2.249	5.097	-1.988	-1.240	-317	-558	56

1 Datos obtenidos de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008, que modifica su régimen contable.

2 Los resultados procedentes de inversiones financieras no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.

3 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores¹

CUADRO 2.8

Miles de euros ²	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	14.395	7.980	2.652	1.679	2.301	2.652	191	262
II. Comisiones netas	237.403	149.874	127.410	63.582	93.005	127.410	33.190	34.792
Comisiones percibidas	310.892	172.344	144.373	72.250	105.442	144.373	37.513	40.478
Tramitación y ejecución de órdenes	131.976	62.345	53.988	30.001	41.786	53.988	13.931	11.520
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.501	4.847	2.989	1.081	1.148	2.989	387	457
Depósito y anotación de valores	1.680	676	509	166	343	509	94	130
Gestión de carteras	27.457	21.137	19.633	9.284	14.067	19.633	4.654	6.394
Diseño y asesoramiento	2.224	4.962	2.806	1.033	1.535	2.806	719	1.264
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	10	28	3	10	28	354	10
Comercialización de IIC ⁴	74.918	31.287	23.966	9.943	15.993	23.966	6.613	8.615
Otras	70.136	47.081	40.453	20.740	30.560	40.453	10.763	12.088
Comisiones satisfechas	73.489	22.470	16.963	8.668	12.437	16.963	4.323	5.686
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	2.212	-1.176	1.709	26	265	1.709	-37	-56
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-407	3.526	-1.111	-289	-986	-1.111	-102	-171
V. Margen bruto	253.603	160.204	130.661	64.998	94.585	130.661	33.243	34.827
VI. Resultado de explotación	85.423	20.377	9.090	1.843	4.376	9.090	4.729	2.699
VII. Resultado de actividades continuadas	86.017	14.372	4.862	125	3.725	4.862	4.354	2.282
VIII. Resultado neto del ejercicio	86.017	14.372	4.862	125	3.725	4.862	4.354	2.282

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: abril 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²				2009			2010	
	2007	2008	2009	II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	1.442	1.482	341	247	305	341	63	91
II. Comisiones netas	15.501	12.044	10.820	5.175	7.964	10.820	3.333	4.200
Comisiones percibidas	27.340	23.877	21.835	10.653	16.237	21.835	6.085	7.854
Gestión de carteras	24.239	20.683	18.549	8.995	13.634	18.549	4.642	6.192
Diseño y asesoramiento	2.614	2.484	2.698	1.316	2.141	2.698	1.289	1.459
Comercialización de IIC ⁴	34	66	18	7	9	18	17	20
Otras	453	644	571	335	453	571	138	183
Comisiones satisfechas	11.839	11.833	11.016	5.479	8.273	11.016	2.752	3.655
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	96	-108	92	25	91	92	-11	86
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-37	-418	-383	-247	-308	-383	-111	-86
V. Margen bruto	17.002	13.000	10.869	5.200	8.051	10.869	3.275	4.290
VI. Resultado de explotación	6.896	1.157	1.395	508	1.150	1.395	806	1.168
VII. Resultado de actividades continuadas	4.837	765	961	291	836	961	724	979
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.837	765	961	291	836	961	724	979

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: abril 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ³	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.388.370	304,12	21	16	17	9	11	11	5	10	7	4
Sociedades de valores	1.305.941	326,82	5	3	4	3	10	9	4	4	5	3
Agencias de valores	61.002	147,75	15	11	11	4	1	2	1	5	2	0
Sociedades gestoras de cartera	21.427	136,88	1	2	2	2	0	0	0	1	0	1

1 Datos disponibles: marzo 2010.

2 Cuadro elaborado a partir de la información remitida a la CNMV según la nueva circular CR CNMV 12/2008 sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión.

3 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada										
	Media ²	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	14,34	37	18	17	14	14	3	0	4	4	
Sociedades de valores	14,47	15	10	9	8	5	2	0	1	0	
Agencias de valores	14,10	18	7	7	4	9	1	0	3	3	
Sociedades gestoras de cartera	8,22	4	1	1	2	0	0	0	0	1	

1 Datos disponibles: marzo 2010.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b,c,d}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Total IIC de carácter financiero	6.296	6.354	5.892	6.168	6.050	5.892	5.808	5.787
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.808	2.705	2.593	2.534	2.521
Sociedades de inversión	3.290	3.347	3.232	3.294	3.278	3.232	3.206	3.201
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	40	38	37	35
IIC de inversión libre	21	24	29	26	27	29	31	30
Total IIC inmobiliarias	18	18	16	17	16	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	440	563	582	555	577	582	615	627
Fondos extranjeros comercializados en España	225	312	324	309	327	324	353	361
Sociedades extranjeras comercializadas en España	215	251	258	246	250	258	262	266
SGIIC	120	120	120	120	121	120	120	120
Depositarias IIC	126	125	124	125	124	124	124	124

1 Datos disponibles: mayo 2010.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Total IIC de carácter financiero	8.487.205	6.358.730	5.894.907	5.921.511	5.878.213	5.894.907	5.907.673	5.924.503
Fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.507.113
Sociedades de inversión	434.156	435.384	419.504	423.186	416.740	419.504	418.075	417.390
Total IIC inmobiliarias	146.353	98.327	84.511	90.398	88.832	84.511	82.574	82.446
Fondos de inversión inmobiliaria	145.510	97.390	83.583	89.461	87.903	83.583	81.647	81.519
Sociedades de inversión inmobiliaria	843	937	928	937	929	928	927	927
Total IIC extranjeras comercializadas en España	850.931	593.488	685.094	602.487	613.561	685.094	748.749	-
Fondos extranjeros comercializados en España	142.782	102.922	133.289	117.389	118.200	133.289	157.027	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	708.149	490.566	551.805	485.098	495.361	551.805	591.722	-

1 Datos disponibles: abril 2010. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
Total IIC de carácter financiero	286.522,40	200.522,20	196.472,5	191.952,4	195.352,4	196.472,5	193.941,8	191.572,5
Fondos de inversión ²	255.040,9	175.865,3	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	165.101,1
Sociedades de inversión	31.481,5	24.656,9	25.924,8	24.791,5	25.894,0	25.924,8	26.417,5	26.471,4
Total IIC inmobiliarias	9.121,4	7.778,8	6.773,7	6.907,9	6.807,3	6.773,7	6.668,4	6.636,0
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.324,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,6	360,7	313,0	308,6	304,6	311,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	37.092,7	18.254,8	25.207,2	18.056,1	20.684,8	25.207,2	30.864,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	7.010,3	3.352,0	6.080,8	4.157,9	4.850,5	6.080,8	6.519,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	30.082,4	14.902,8	19.126,4	13.898,2	15.834,3	19.126,4	24.345,6	-

1 Datos disponibles: abril 2010. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en abril 2010, del orden de 8.500 millones de euros.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Marzo 2009 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	255.040,9	175.865,5	170.547,7	168.829,4	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3
Cartera de inversiones financieras	239.266,6	166.384,7	163.165,5	161.288,0	159.013,4	161.747,5	163.165,5	160.119,6
Cartera interior	134.564,1	107.346,9	100.642,7	104.282,0	100.254,7	101.271,6	100.642,7	95.576,2
Valores representativos de deuda	103.798,8	81.904,0	74.629,0	80.121,5	76.128,9	76.391,9	74.629,0	71.916,5
Instrumentos de patrimonio	11.550,1	4.023,1	4.741,0	3.265,8	3.744,5	4.453,4	4.741,0	4.384,1
Instituciones de inversión colectiva	18.662,1	10.134,3	9.041,5	9.037,4	8.300,3	8.122,9	9.041,5	8.930,1
Depósitos en EECC	-	10.657,5	11.552,2	11.228,8	11.436,7	11.681,3	11.552,2	10.531,5
Derivados	553,2	627,9	679,0	628,4	644,4	622,2	679,0	560,7
Otros	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Cartera exterior	104.702,5	59.036,0	62.487,0	56.983,3	58.732,0	60.440,5	62.487,0	62.922,0
Valores representativos de deuda	66.604,8	49.660,5	48.435,2	49.058,9	49.431,8	48.807,4	48.435,2	47.491,3
Instrumentos de patrimonio	16.731,6	5.216,1	7.784,3	4.374,4	5.395,4	6.655,1	7.784,3	8.291,3
Instituciones de inversión colectiva	16.924,4	3.524,5	5.665,4	3.153,8	3.582,0	4.444,6	5.665,4	7.398,7
Depósitos en EECC	-	17,5	82,4	0,8	4,3	27,4	82,4	79,9
Derivados	4.441,7	599,5	518,7	383,9	317,8	505,1	518,7	483,6
Otros	-	17,9	1,1	11,3	0,7	1,0	1,1	1,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	1,7	35,8	22,8	26,6	35,3	35,8	49,9
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Inmovilizado material	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Tesorería	15.413,5	8.703,2	7.268,2	7.144,9	7.897,4	7.456,9	7.268,2	7.350,8
Neto deudores/acreedores	360,8	777,7	114,1	396,5	250,3	254,0	114,1	53,9

¹ No se incluye información de la inversión libre puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	31.481,5	24.656,8	25.924,8	23.946,7	24.791,5	25.894,0	25.924,8	26.417,5
Cartera de inversiones financieras	30.037,4	23.445,9	24.813,9	22.877,5	23.501,7	24.849,6	24.813,9	25.334,6
Cartera interior	17.075,3	16.175,1	13.514,7	15.289,2	14.766,2	14.457,6	13.514,7	12.862,8
Valores representativos de deuda	9.516,5	10.434,1	7.400,4	10.057,8	9.248,2	8.237,0	7.400,4	6.744,2
Instrumentos de patrimonio	6.174,4	3.214,9	3.376,3	2.585,8	2.871,8	3.363,8	3.376,3	3.153,2
Instituciones de inversión colectiva	1.362,3	1.108,8	1.091,1	1.125,6	1.151,8	1.171,2	1.091,1	987,1
Depósitos en EECC	-	1.383,2	1.631,9	1.507,8	1.481,8	1.665,8	1.631,9	2.014,0
Derivados	22,1	9,8	-6,6	-5,1	-4,5	-4,3	-6,6	-11,8
Otros	-	24,4	21,7	17,3	17,1	24,1	21,7	22,0
Cartera exterior	12.962,2	7.267,9	11.294,2	7.584,1	8.730,3	10.386,2	11.294,2	12.352,2
Valores representativos de deuda	2.189,9	2.609,7	4.606,5	3.425,7	3.904,1	4.502,7	4.606,5	4.681,7
Instrumentos de patrimonio	5.120,0	2.014,6	3.559,4	1.794,6	2.314,7	3.099,6	3.559,4	4.002,4
Instituciones de inversión colectiva	5.426,7	2.486,4	2.987,4	2.241,9	2.399,4	2.638,4	2.987,4	3.611,3
Depósitos en EECC	-	28,9	26,3	15,9	5,4	30,3	26,3	16,8
Derivados	225,6	120,5	113,1	102,2	104,1	113,7	113,1	105,3
Otros	-	7,8	1,6	3,8	2,5	1,6	1,6	2,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	2,8	5,1	4,3	5,1	5,8	5,1	6,2
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	-	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Tesorería	1.182,2	1.021,0	975,9	902,6	1.079,5	970,2	975,9	0,2
Neto deudores/acreedores	261,8	188,8	134,8	166,4	210,1	74,0	134,8	919,9

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.735	2.628	2.536	2.500	2.479
Renta fija ³	600	629	582	612	598	582	567	562
Renta fija mixta ⁴	204	195	169	190	171	169	171	165
Renta variable mixta ⁵	207	202	165	181	174	165	161	146
Renta variable euro ⁶	247	237	182	193	185	182	179	181
Renta variable internacional ⁷	357	330	242	271	252	242	239	239
Garantizado renta fija	251	260	233	253	241	233	239	245
Garantizado renta variable ⁸	590	590	561	610	593	561	549	547
Fondos globales	470	469	187	208	193	187	182	182
De gestión pasiva ⁹	-	-	69	69	69	69	66	65
Retorno absoluto ⁹	-	-	146	148	152	146	147	147
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.507.113
Renta fija ³	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.067.091	2.044.082	2.041.487	1.994.558	1.971.914
Renta fija mixta ⁴	493.786	277.629	290.151	241.097	254.599	290.151	298.542	300.710
Renta variable mixta ⁵	331.214	209.782	182.542	187.244	184.985	182.542	180.722	179.119
Renta variable euro ⁶	577.522	377.545	299.353	270.079	277.093	299.353	290.734	288.533
Renta variable internacional ⁷	800.556	467.691	458.097	419.928	434.299	458.097	478.952	490.429
Garantizado renta fija	549.108	538.799	570.963	540.428	550.041	570.963	617.901	642.469
Garantizado renta variable ⁸	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.339.321	1.271.266	1.188.304	1.153.385	1.145.921
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	96.581	79.288	88.337	94.630	97.067
De gestión pasiva ⁹	-	-	85.403	91.738	97.399	85.403	92.352	93.973
Retorno absoluto ⁹	-	-	270.766	244.818	268.421	270.766	287.822	296.978
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,2	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	165.101,1
Renta fija ³	113.234,1	92.813,1	84.657,2	86.711,3	85.935,6	84.657,2	79.655,6	76.934,1
Renta fija mixta ⁴	13.011,9	5.803,0	8.695,5	5.421,8	6.322,4	8.695,5	8.867,1	8.652,6
Renta variable mixta ⁵	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.480,1	3.812,4	3.879,6	3.930,7	3.842,9
Renta variable euro ⁶	16.589,7	5.936,9	6.321,6	4.945,9	6.094,1	6.321,6	6.017,6	5.787,8
Renta variable internacional ⁷	13.948,0	4.256,6	5.902,4	4.108,3	5.020,9	5.902,4	6.869,4	7.177,4
Garantizado renta fija	17.674,4	21.281,6	21.033,4	21.664,1	21.322,7	21.033,4	22.047,8	22.649,6
Garantizado renta variable ⁸	42.042,1	30.742,4	25.665,8	29.120,6	27.835,8	25.665,8	24.814,2	24.447,3
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	3.350,7	3.400,4	3.872,5	4.130,3	4.167,7
De gestión pasiva ⁹	-	-	3.216,6	2.714,5	3.066,3	3.216,6	2.971,9	2.955,4
Retorno absoluto ⁹	-	-	7.303,0	5.643,6	6.647,7	7.303,0	8.219,9	8.486,4

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Datos disponibles: abril 2010.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

8 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

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

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ²
PARTÍCIPES	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.507.113
Personas físicas	7.814.633	5.754.043	5.322.190	5.343.778	5.309.003	5.322.214	5.334.304	5.352.498
Residentes	7.721.427	5.677.116	5.236.839	5.271.331	5.238.302	5.252.126	5.264.655	5.283.466
No residentes	93.206	76.927	85.351	72.447	70.701	70.088	69.649	69.032
Personas jurídicas	238.416	169.303	153.213	154.547	152.470	153.189	155.294	154.615
Entidades de crédito	2.235	1.713	698	689	673	674	631	639
Otros agentes residentes	234.376	166.041	151.479	152.453	150.398	151.479	153.637	152.957
Entidades no residentes	1.805	1.549	1.036	1.405	1.399	1.036	1.026	1.019
PATRIMONIO (millones de euros)	255.041,0	175.865,5	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	165.101,1
Personas físicas	190.512,2	135.756,2	132.860,2	131.675,4	133.194,9	132.860,5	130.952,9	129.755,4
Residentes	187.746,8	133.878,0	130.680,7	129.704,0	131.331,5	130.954,4	129.010,4	127.783,2
No residentes	2.765,4	1.878,2	2.179,5	1.971,4	1.863,4	1.906,0	1.942,5	1.972,2
Personas jurídicas	64.528,7	40.109,3	37.687,5	35.485,6	36.263,5	37.687,2	36.571,4	35.345,7
Entidades de crédito	5.721,0	4.193,0	2.572,3	2.319,6	2.455,5	2.572,0	2.437,5	2.274,5
Otros agentes residentes	56.974,4	34.738,0	34.065,1	32.275,4	32.833,8	34.065,1	33.287,2	32.132,6
Entidades no residentes	1.833,3	1.178,4	1.050,1	890,6	974,1	1.050,1	846,7	938,7

1 No incluye datos de inversión libre.

2 Dato disponible: abril 2010.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2009				2010
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	180.943,1	135.461,7	109.915,2	23.902,8	24.085,5	28.762,7	33.164,2	25.226,0
Renta fija	116.323,9	101.909,7	73.718,8	18.299,3	15.572,6	19.696,6	20.150,3	15.240,8
Renta fija mixta	5.859,4	1.914,5	5.267,6	361,9	515,0	1.081,7	3.309,0	1.243,5
Renta variable mixta	2.749,8	1.350,2	1.135,4	71,0	156,3	541,5	366,6	292,1
Renta variable nacional	9.625,7	2.858,0	2.183,8	362,1	489,3	589,2	743,2	582,5
Renta variable internacional	11.408,2	3.309,6	2.929,5	390,8	598,4	775,0	1.165,3	1.259,1
Garantizado renta fija	9.161,3	11.937,0	11.755,4	3.180,6	3.783,2	2.544,8	2.246,8	2.359,6
Garantizado renta variable	8.070,6	6.544,7	5.589,1	636,5	1.369,3	1.683,7	1.899,6	1.607,4
Fondos globales	17.744,2	5.638,0	2.754,4	600,6	971,5	389,4	792,9	545,0
De gestión pasiva	-	-	535,5	-	62,1	204,4	269,0	242,6
Retorno absoluto	-	-	4.045,7	-	567,8	1.256,4	2.221,5	1.853,3
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	202.827,1	202.864,1	122.617,50	30.018,9	29.142,2	30.511,1	32.945,1	28.324,7
Renta fija	122.178,3	124.242,9	81.197,6	19.963,9	19.433,2	20.090,1	21.710,4	19.940,5
Renta fija mixta	7.809,6	8.136,6	2.724,4	806,2	549,3	576,6	792,3	1.106,0
Renta variable mixta	4.023,0	4.675,6	1.596,5	493,0	284,4	554,2	264,9	225,7
Renta variable euro	12.438,0	8.617,2	2.457,8	751,4	515,9	455,6	734,9	709,6
Renta variable internacional	14.358,4	8.657,3	2.165,3	506,3	592,0	457,5	609,5	704,9
Garantizado renta fija	6.430,6	9.499,1	15.004,5	3.587,1	3.300,3	4.046,6	4.070,5	2.135,7
Garantizado renta variable	11.602,6	18.216,4	10.990,8	2.372,5	2.944,0	3.100,2	2.574,1	1.818,0
Fondos globales	23.986,6	20.819,0	2.548,6	1.538,5	588,0	141,6	280,5	269,3
De gestión pasiva	-	-	708,0	-	307,8	164,3	235,9	396,2
Retorno absoluto	-	-	3.224,0	-	627,3	924,6	1.672,1	1.018,9

1 Datos estimados.

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2009				2010
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS³								
Total fondos de inversión	-21.884,0	-67.402,4	-12.702,3	-6.116,1	-5.056,7	-1.748,4	219,1	-3.098,8
Renta fija	-5.854,4	-22.333,2	-7.478,8	-1.664,6	-3.860,6	-393,5	-1.560,1	-4.699,7
Renta fija mixta	-1.950,2	-6.222,1	2.543,2	-444,3	-34,3	505,1	2.516,7	137,5
Renta variable mixta	-1.273,2	-3.325,4	-461,1	-422,0	-128,1	-12,7	101,7	66,5
Renta variable euro	-2.812,3	-5.759,2	-274,0	-389,3	-26,6	133,6	8,3	-127,1
Renta variable internacional	-2.950,2	-5.347,7	764,2	-115,5	6,4	317,5	555,8	554,2
Garantizado renta fija	2.730,7	2.437,9	-3.249,1	-406,5	482,9	-1.501,8	-1.823,7	223,8
Garantizado renta variable	-3.532,0	-11.671,7	-5.401,7	-1.736,0	-1.574,7	-1.416,5	-674,5	-210,6
Fondos globales	-6.242,4	-15.181,0	205,8	-937,9	383,5	247,8	512,4	275,7
De gestión pasiva	-	-	-172,5	-	-245,7	40,1	33,1	-153,6
Retorno absoluto	-	-	821,7	-	-59,5	331,8	549,4	834,4
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.675,6	-11.988,0	8.389,8	-654,8	3.657,3	4.022,8	1.364,5	930,1
Renta fija	3.082,8	1.927,7	1.535,3	193,4	491,6	657,9	192,4	359,6
Renta fija mixta	287,0	-716,8	507,9	-66,7	184,3	229,7	160,6	34,1
Renta variable mixta	266,1	-1.589,0	529,9	-207,0	313,9	346,4	76,6	-10,0
Renta variable euro	1.072,5	-5.172,6	1.477,1	-764,6	1.065,0	981,7	195,0	-184,3
Renta variable internacional	21,0	-4.092,4	1.309,0	-304,2	652,6	606,0	354,6	346,4
Garantizado renta fija	441,5	597,6	830,5	311,6	225,4	206,0	87,5	213,6
Garantizado renta variable	1.037,0	-1.310,4	1.024,0	335,9	263,9	381,2	43,0	94,7
Fondos globales	467,7	-1.632,1	272,2	-153,2	205,4	152,7	67,3	55,6
De gestión pasiva	-	-	657,8	-	193,0	330,3	134,5	-52,8
Retorno absoluto	-	-	246,4	-	62,2	131,0	53,2	73,3

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

3 Datos estimados.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2007	2008	2009 ¹	2009				2010
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,45	-4,09	6,13	-0,13	2,39	2,71	1,09	0,80
Renta fija	3,32	2,53	2,69	0,39	0,74	0,99	0,44	0,62
Renta fija mixta	2,98	-5,75	9,34	-0,91	3,72	4,43	2,46	0,71
Renta variable mixta	4,25	-23,30	16,44	-5,60	9,51	9,99	2,45	0,24
Renta variable euro	7,04	-47,02	31,02	-14,44	20,00	18,78	3,73	-2,57
Renta variable internacional	2,00	-49,55	33,16	-9,83	16,86	14,22	7,23	6,06
Garantizado renta fija	3,25	3,39	4,10	1,64	1,23	0,99	0,57	1,15
Garantizado renta variable	3,65	-1,88	5,08	1,48	1,23	1,74	0,49	0,70
Fondos globales	2,57	-7,36	10,82	-1,16	4,67	5,17	2,16	1,71
De gestión pasiva	-	-	-	-	14,13	11,63	4,60	-1,54
Retorno absoluto	-	-	-	-	1,67	2,44	1,11	1,25
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,00	0,87	0,87	0,21	0,21	0,23	0,23	0,22
Renta fija	0,61	0,58	0,63	0,15	0,15	0,16	0,17	0,16
Renta fija mixta	1,13	1,14	1,14	0,29	0,29	0,31	0,31	0,29
Renta variable mixta	1,54	1,54	1,58	0,38	0,39	0,40	0,40	0,38
Renta variable euro	1,65	1,60	1,75	0,40	0,43	0,45	0,45	0,43
Renta variable internacional	1,79	1,69	1,79	0,39	0,44	0,45	0,47	0,46
Garantizado renta fija	0,62	0,49	0,65	0,13	0,14	0,15	0,16	0,14
Garantizado renta variable	1,30	1,29	1,26	0,33	0,33	0,34	0,31	0,29
Fondos globales	1,16	1,04	1,08	0,27	0,28	0,31	0,27	0,27
De gestión pasiva	-	-	-	-	0,15	0,17	0,17	0,16
Retorno absoluto	-	-	-	-	0,28	0,30	0,29	0,28
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ No se incluyen los datos anuales de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2007	2008	2009 ¹	2009				2010
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	2,73	-4,21	5,73	-0,32	2,43	2,80	0,73	0,61
Renta fija	2,68	2,06	1,91	0,23	0,55	0,88	0,24	0,46
Renta fija mixta	2,01	-7,14	6,85	-1,51	3,48	4,18	0,63	0,42
Renta variable mixta	2,79	-22,21	16,47	-5,66	9,86	10,18	1,99	-0,14
Renta variable euro	6,05	-39,78	32,41	-13,02	23,34	19,76	3,06	-2,57
Renta variable internacional	1,31	-41,71	37,28	-6,60	20,08	15,15	6,30	5,63
Garantizado renta fija	2,80	3,29	3,81	1,14	0,94	1,31	0,37	0,98
Garantizado renta variable	2,46	-2,61	3,56	1,11	0,85	1,40	0,16	0,39
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	-1,33	4,90	5,18	1,87	1,43
De gestión pasiva	-	-	-	-	16,50	12,09	4,61	-1,26
Retorno absoluto	-	-	-	-	1,54	1,90	0,70	0,98

¹ No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.551	1.768	1.778	1.917	2.066
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	451,4	536,9	602,6	652,0	668,5
Suscripciones (millones de euros)	378,2	390,4	235,4	23,5	71,6	66,5	73,8	68,6
Reembolsos (millones de euros)	2,6	256,7	182,8	108,3	17,5	24,5	32,5	45,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	164,7	134,3	52,6	-84,8	54,1	41,9	41,4	23,4
Rendimientos netos (millones euros)	0,2	-39,1	62,2	2,7	25,7	25,9	7,9	-6,8
Rentabilidad (en %)	0,84	-4,82	14,94	-0,40	8,12	5,21	1,45	-1,21
Rendimientos de gestión (%) ²	0,57	-2,51	13,75	0,31	5,84	5,25	1,80	-0,66
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,39	2,50	2,55	0,65	0,75	0,65	0,48	0,35
Gastos de financiación (%) ²	0,33	0,16	0,10	0,02	0,03	0,02	0,03	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.950	8.516	5.321	5.646	5.577	5.303	5.321	5.352
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	775,2	709,5	846,9	810,2	790,4
Suscripciones (millones de euros)	1.071,2	967,3	302,4	35,5	9,2	170,1	87,6	-
Reembolsos (millones de euros)	65,9	616,6	565,4	294,6	93,3	56,6	120,9	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	1.005,5	350,7	-263,0	-259,1	-84,1	113,5	-33,3	-
Rendimientos netos (millones euros)	-9,6	-245,7	85,0	13,1	32,0	28,3	11,6	-
Rentabilidad (en %)	-0,43	-17,80	7,85	1,34	2,59	2,88	0,83	0,78
Rendimientos de gestión (%) ³	-1,36	-17,84	11,54	1,91	2,86	3,29	1,77	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,15	1,63	1,34	0,35	0,37	0,41	0,29	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,06	0,11	0,19	0,03	0,03	0,02	0,05	-

1 Datos disponibles: febrero 2010. Rentabilidad calculada para el periodo diciembre - febrero.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ³
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.808	2.705	2.593	2.534	2.524
Sociedades de inversión	3.181	3.240	3.124	3.194	3.175	3.135	3.111	3.111
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	40	38	37	35
IIC de inversión libre	21	24	28	25	26	28	31	31
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	255.040,9	175.850,2	170.547,7	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3	165.101,1
Sociedades de inversión	30.300,0	23.656,1	24.953,0	23.941,7	24.966,5	24.953,0	25.416,6	25.489,5
IIC de IIC de inversión libre ²	1.000,6	1.021,3	810,2	709,5	846,9	810,2	790,4	-
IIC de inversión libre ²	445,8	539,4	652,0	530,8	596,8	652,0	668,5	-
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.324,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,5	360,7	313,0	308,5	304,6	311,2

1 A partir del II trimestre de 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles para el primer trimestre de 2010: febrero 2010.

3 Datos disponibles: abril 2010.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN ² (millones de euros)	37.092,7	18.254,8	25.207,2	16.207,1	18.056,1	20.684,8	25.207,2	30.864,9
Fondos	7.010,3	3.352,0	6.080,8	3.207,4	4.157,9	4.850,5	6.080,8	6.519,3
Sociedades	30.082,4	14.902,8	19.126,4	12.999,7	13.898,2	15.834,3	19.126,4	24.345,6
Nº DE INVERSORES	850.931	593.488	685.094	545.521	602.487	613.561	685.094	748.749
Fondos	142.782	102.922	133.289	103.124	117.389	118.200	133.289	157.027
Sociedades	708.149	490.566	551.805	442.397	485.098	495.361	551.805	591.722
Nº DE INSTITUCIONES	440	563	582	566	555	577	582	615
Fondos	225	312	324	313	309	327	324	353
Sociedades	215	251	258	253	246	250	258	262
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	229	274	275	275	270	273	275	278
Francia	122	161	178	161	163	180	178	201
Irlanda	52	63	64	64	58	59	64	67
Alemania	15	16	17	17	16	17	17	19
Reino Unido	12	14	14	14	14	14	14	15
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	5	28	27	28	27	27	27	28
Bélgica	3	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Desde diciembre de 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II ¹
FONDOS								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Partícipes	145.510	97.390	83.583	89.461	87.903	83.583	81.647	81.519
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.324,8
Rentabilidad (%)	1,27	0,69	-8,31	-1,23	-1,37	-1,45	-1,63	-0,38
SOCIEDADES								
Número	9	9	8	9	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	937	929	928	927	927
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	360,7	313,0	308,6	304,6	311,2

1 Datos disponibles: abril 2010. En este caso, la rentabilidad es mensual.

