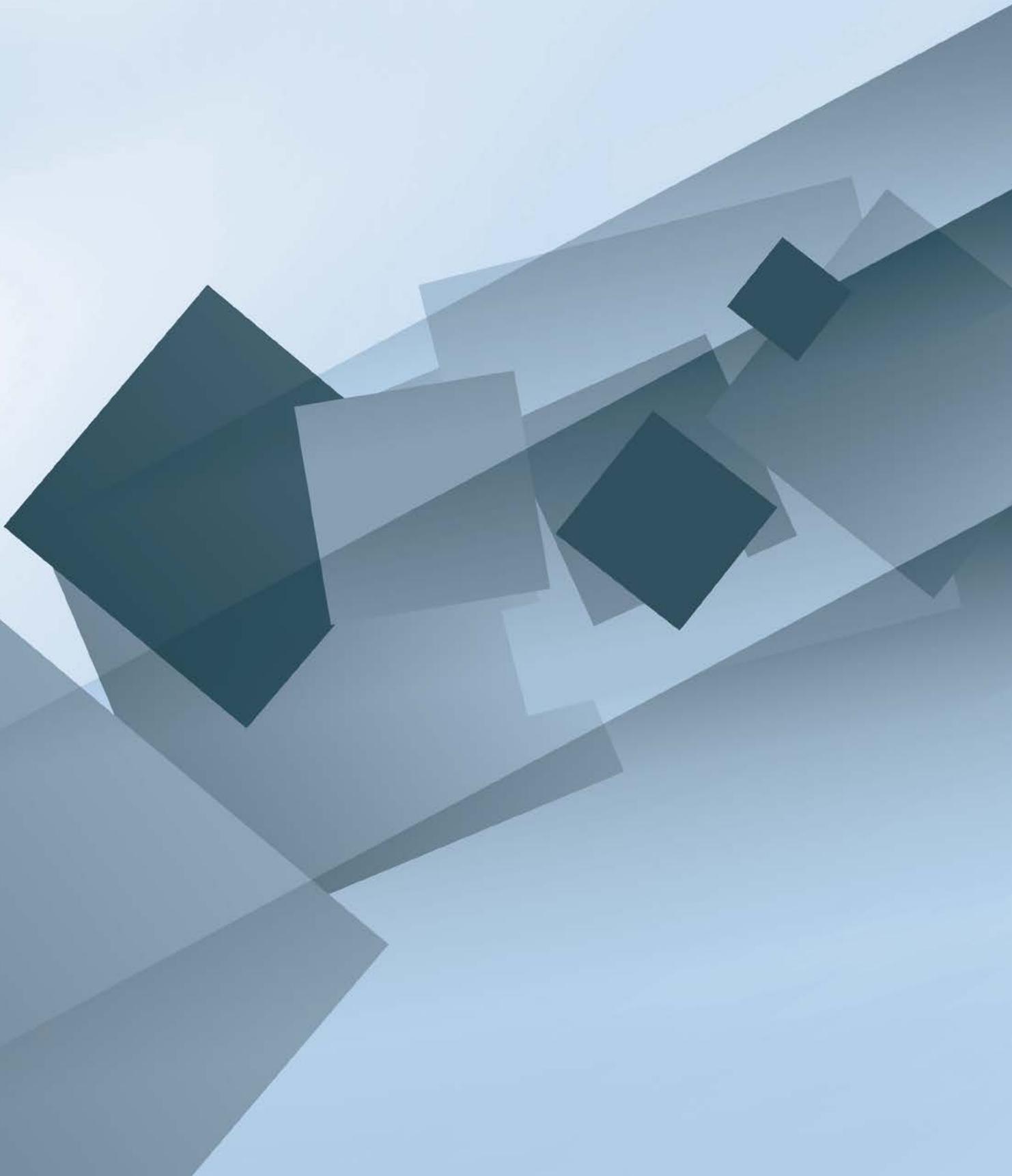




BOLETÍN DE LA CNMV
Abril 2017



BOLETÍN DE LA CNMV

Abril 2017

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín 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 el sitio web www.cnmv.es.

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	71
	Medidas alternativas del rendimiento de las entidades	
	Óscar Casado Galán	
III	Anexo legislativo	91
IV	Anexo estadístico	97

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
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
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital-riesgo
EEE	Espacio Económico Europeo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESA	Autoridad Europea de Supervisión / European Supervisory Authority
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
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
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IASB	Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad / International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones 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
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / 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
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
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	Sociedades 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
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
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
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	24
2.3	Perspectivas	34
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	37
3.2	Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	52
4.1	Vehículos de inversión	52
4.2	Empresas de servicios de inversión	59
4.3	Sociedades gestoras de IIC	67
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	68

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Los activos financieros de los hogares en España: evolución reciente y comparación con otros países de la zona euro	30
Recuadro 2:	Comunicado sobre la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo de 2017	41
Recuadro 3:	Nueva evaluación del Programa de Educación Financiera	55
Recuadro 4:	Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas	65

1 Resumen ejecutivo

- El resultado de las elecciones estadounidenses y el incremento de la inflación son los dos factores que más han marcado la evolución del entorno macroeconómico y financiero internacional durante los últimos meses. La nueva Administración en EE. UU. introduce un impacto significativo en la política económica esperada de aquella economía, pues abre la expectativa de un incremento del proteccionismo económico, una política fiscal más expansiva y unos tipos de interés más altos. De hecho, la Reserva Federal ya ha elevado dos veces los tipos de interés desde la última publicación de este informe y se esperan dos subidas más en lo que resta de ejercicio. Por su parte, el BCE ha mantenido estable el tono de su política monetaria, ya que considera que el reciente repunte de la inflación se debe a factores transitorios, y ha asegurado la continuidad de su programa de compras.
- Las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo reflejaron con rapidez este cambio de escenario macrofinanciero, con repuntes significativos, más intensos en EE. UU., que se han prolongado durante los primeros meses del año. Así, desde noviembre, la rentabilidad del bono de deuda pública a diez años de la economía norteamericana registraba un aumento cercano a los 70 p.b., situándose en el 2,5 % a mediados de marzo¹. Por lo que hace a las bolsas, las revalorizaciones que se produjeron durante la segunda mitad del año pasado, superados los efectos del *brexit*, han continuado en 2017. Los índices europeos registran avances de entre el 2,5 % y el 6,7 %, y los estadounidenses de entre el 6 % y el 9,6 %, impulsados por las nuevas políticas de su Gobierno. Estas revalorizaciones se producen en un contexto en el que se percibe un crecimiento más sólido, pero en el que persisten varias fuentes de incertidumbre, algunas de ellas de carácter político, que pueden dar lugar a episodios de turbulencias en los mercados, y otras asociadas, por ejemplo, a la evolución del negocio bancario en Europa.
- En España, los últimos datos de actividad confirmaron un crecimiento del PIB en 2016 del 3,2 %, muy por encima de los registros de la zona euro, y un incremento del empleo cercano al 3 %. Este marco dio lugar a nuevos descensos en la tasa de paro, que finalizó el año pasado en el 18,6 % de la población activa, frente al 22,1 % de media en 2015. Recientemente, al igual que en otras economías avanzadas, se ha observado un repunte significativo en la tasa de inflación, motivado sobre todo por el incremento de los precios de la energía. La tasa subyacente permanece por debajo del 1 %. En principio, el repunte de la inflación parece tener un carácter transitorio y tenderá a disiparse conforme avance el año, aunque previsiblemente la tasa permanecerá en niveles superiores a los de 2015.

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

- El negocio de los bancos continúa condicionado por las dificultades que supone incrementar el margen de intereses en el contexto actual de tipos de interés reducidos y por la relevancia cada vez mayor de otras fuerzas competitivas (*shadow banking* y *fintech*). En el caso español, el sector se beneficia del buen comportamiento de la actividad doméstica, que permite un menor deterioro de los activos y una disminución de la tasa de morosidad. Con todo, la mayoría de las entidades están inmersas en procesos de ganancias de eficiencia y de racionalización de recursos que darán lugar a incrementos de rentabilidad.
- El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.078 millones de euros en 2016, un 3,5 % menos que en 2015. El retroceso agregado se explica casi exclusivamente por las fuertes pérdidas de una entidad perteneciente al sector del comercio y los servicios (Abengoa). Descontando los resultados de esta entidad, el beneficio agregado de estas entidades habría crecido un 30 %, una tendencia en línea con el dinamismo de la actividad económica doméstica².
- En los mercados financieros españoles, el indicador de estrés ha permanecido por debajo de 0,30 durante los primeros meses del año, niveles de riesgo bajo que contrastan con los repuntes del año pasado, asociados a varios episodios de incertidumbre. El nivel de estrés más elevado se observa en el mercado de bonos y se debe al incremento de la volatilidad y el empeoramiento de la liquidez que se ha producido en los últimos meses.
- Los mercados de renta variable españoles finalizaron 2016 con alzas significativas que permitieron compensar la mayor parte de las pérdidas acumuladas en el año y disminuyeron la caída anual hasta el 2 %. Este comportamiento positivo se mantuvo durante el primer trimestre del año, de modo que el Ibex 35 acumula una revalorización del 6,7 %, superior a la de los principales índices europeos, gracias a la mejora de la economía y al crecimiento de los beneficios empresariales. La mayor parte de los sectores presenta una evolución positiva, y en este sentido destacan las alzas de las compañías de menor capitalización (10,8 %), más expuestas al ciclo económico interno. A pesar de que en el primer trimestre la contratación total de acciones españolas siguió descendiendo (un 19 % interanual), se observa un claro cambio en la tendencia con las primeras salidas a bolsa de dos compañías desde el segundo trimestre de 2016, además de otras anunciadas al cierre de esta edición.
- Los mercados de renta fija nacionales, al igual que los internacionales, terminaron 2016 con notables incrementos en las rentabilidades como consecuencia del cambio de sesgo en la política monetaria de la Reserva Federal, así como de la perspectiva de que el BCE comience a reorientar su política monetaria en un futuro próximo y adopte las primeras medidas de retirada de estímulos monetarios, todo ello en un contexto de inflación más elevada. En el primer trimestre del año, las subidas de tipos han sido más moderadas, pero han estado acompañadas de un leve incremento de la prima de riesgo soberano relacionado con las incertidumbres de tipo político en Europa. Las emisiones de deuda de los emisores

2 Además, el nivel de las deudas de estas entidades apenas cambió en 2016, permitiendo una leve caída de la tasa de apalancamiento, que pasó de 1,15 en 2015 a 1,11 en 2016.

españoles se han reducido en el primer trimestre del año debido a la fuerte disminución de las emisiones de titulizaciones y de cédulas, pero destaca el avance de las emisiones de bonos (tanto de las registradas en la CNMV como de las registradas en el exterior), que se explica, en parte, por la expectativa de las entidades relacionadas con el encarecimiento progresivo de este tipo de financiación.

- El patrimonio de los fondos de inversión españoles creció un 7,1 % durante 2016, hasta alcanzar los 237.862 millones de euros, perpetuando una expansión que comenzó en 2013. El ritmo de aumento fue, eso sí, inferior al de otros años, pues los periodos de incertidumbre en los mercados dieron lugar a reembolsos en los primeros meses del año, que se compensaron con posterioridad. El incremento de la incertidumbre también repercutió en la tipología de fondos elegida por los inversores, que en 2016 se decantaron por fondos percibidos como menos arriesgados. El patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España también se incrementó: en concreto, el aumento fue del 6,4 %, hasta los 114.990 millones de euros, lo que representa cerca de un 30 % del patrimonio total comercializado en España. La expansión del patrimonio de las IIC no se tradujo en un aumento del beneficio de las sociedades gestoras de estos productos, ya que descendieron las comisiones medias de gestión aplicadas.
- Los intermediarios financieros (ESI) registrados en la CNMV volvieron a atravesar un periodo complicado en 2016, debido al descenso de las comisiones relacionadas con la contratación en los mercados, principal fuente de ingresos de estas entidades. Así, el beneficio agregado antes de impuestos de estas entidades cayó un 10,8 %, hasta los 195,2 millones de euros, aunque el número de entidades en pérdidas, así como su volumen, se redujo en comparación con las cifras del año anterior. Por su parte, el negocio de las EAFI siguió en expansión en 2016, con un incremento del patrimonio asesorado del 11 %, hasta los 28,2 mil millones de euros. Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo satisfactorias.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primer recuadro resume los principales resultados de la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y se detiene especialmente en la composición de los activos financieros de los hogares. Estos resultados se comparan con los obtenidos por la Encuesta de las Finanzas y Consumo de los Hogares del Eurosistema (HFCS, por sus siglas en inglés).
 - El segundo recuadro aporta información sobre un comunicado de la CNMV de finales de febrero relacionado con la obligación de las entidades de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo.
 - El tercer recuadro da a conocer los resultados de la última evaluación realizada en el marco del Plan de Educación Financiera, impulsado desde el año 2008 por el Banco de España y la CNMV, entre estudiantes de tercero de la ESO.
 - Finalmente, el cuarto recuadro describe las medidas que la CNMV ha puesto en marcha para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos forex u opciones binarias.

2 Entorno macrofinanciero

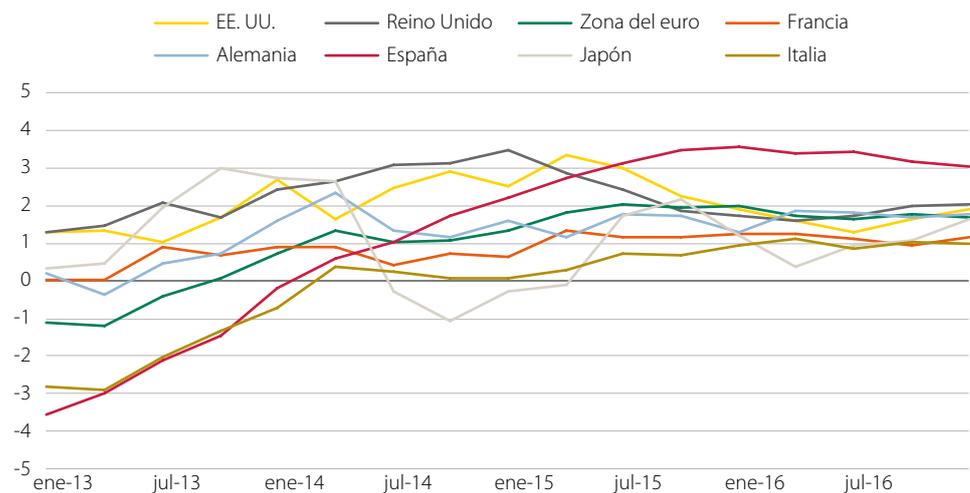
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La economía mundial creció un 3,1 % en 2016 (3,2 % en 2015), debido al notable avance de las economías emergentes (4,1 %).

La economía mundial creció un 3,1 % en 2016, una tasa ligeramente inferior a la registrada en 2015 (3,2 %), debido a un avance del 1,6 % en el conjunto de las economías avanzadas y del 4,1 % en el de las emergentes. Así, tanto en EE. UU. como en el Reino Unido, donde la actividad creció a un ritmo del 1,6 % y 1,8 % respectivamente, la economía mostró un gran dinamismo en la segunda mitad del año, después de haber experimentado un crecimiento más modesto durante el primer semestre. Dentro de la zona del euro, cuyo PIB avanzó un 1,7 %, se observó una evolución algo heterogénea entre las diferentes economías: Alemania (1,8 %) y, sobre todo, España (3,2 %) destacaron por su mayor dinamismo, mientras que Francia e Italia registraron avances más reducidos (1,1 % y 1 %, respectivamente). En el ámbito de las economías emergentes, el crecimiento estuvo liderado por las economías asiáticas (6,3 %), en especial por China (6,7 %) e India (6,6 %). Las economías latinoamericanas mostraron una caída del PIB del 0,7 % a causa del retroceso que sufrió Brasil (-3,5 %).

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Las políticas monetarias en la zona del euro y en EE. UU. continuaron divergiendo. Así, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria...

La evolución de las políticas monetarias en la zona del euro y en EE. UU. continuó divergiendo. Así, en la zona del euro, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria al considerar, por un lado, que los incrementos observados en la tasa de inflación se debían a factores transitorios y, por otro, que aún no había señales convincentes de que la tasa de inflación subyacente estuviera mostrando una tendencia creciente. De este modo, el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito permanecieron inalterados, respectivamente, en el 0 %, -0,4 % y 0,25 %, mientras que se aseguró la continuidad del programa de compras, cuyo volumen mensual se situará en 60 mil millones de euros a partir de abril y hasta diciembre de 2017, o más allá de ese horizonte si fuese necesario.

... mientras que la Reserva Federal aumentó el tipo de interés oficial hasta el rango de 0,75 % - 1 %.

La Reserva Federal de EE. UU., por el contrario, volvió a aumentar el tipo de interés de referencia en marzo, después de haberlo hecho en diciembre, hasta el rango de 0,75 % - 1 %. La decisión se basó en los progresos observados en el mercado laboral

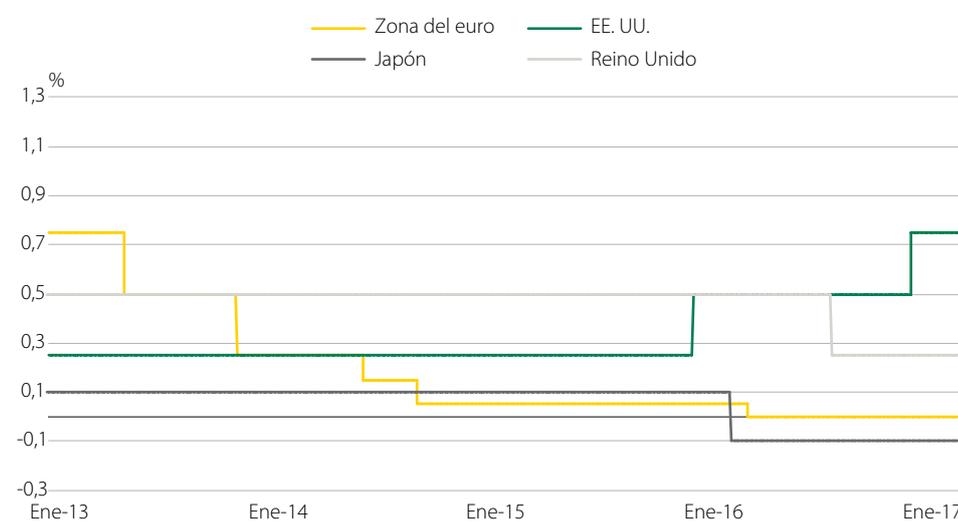
y la continuada expansión, aunque a un ritmo moderado, de la actividad económica. Así, la institución estadounidense considera que su política monetaria permitirá la convergencia a medio plazo de la tasa de inflación hacia su objetivo del 2 % y espera que la evolución de las condiciones económicas sea consistente con aumentos graduales del tipo de interés, si bien el ritmo de dichos incrementos dependerá del desarrollo de la actividad y de los avances en el empleo y los precios.

Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios tanto el tipo de interés oficial, que ya se rebajó en agosto hasta los 25 p.b., como el programa de compras de activos de renta fija, y espera que la inflación se sitúe por encima de su objetivo de manera temporal a causa de la depreciación de la libra. El Banco de Japón también decidió mantener inalterada su política monetaria ultraexpansiva y seguirá ampliando la base monetaria hasta que la inflación se sitúe de manera estable por encima del objetivo (2 %) y mantenga bajo control la curva de tipos de interés.

Por su parte, ni el Banco de Inglaterra ni el Banco de Japón mostraron cambios en el tono de sus políticas monetarias.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés a corto plazo mostraron gran heterogeneidad entre las economías avanzadas, a causa de las diferencias en las políticas monetarias aplicadas. En EE. UU., los tipos de interés del mercado interbancario, que durante 2016 repuntaron 39 p.b. para el plazo de tres meses y 51 p.b. para el plazo de doce meses, siguieron esta tendencia ascendente durante los primeros meses de 2017. A mediados de marzo, estos tipos de interés se situaban en el 1,14 % y el 1,83 %, lo que supone un aumento de 14 p.b. en relación con los valores de finales de 2016. En la zona del euro, en cambio, los tipos a tres y doce meses continuaron adentrándose en terreno negativo y se situaron, respectivamente, en el -0,33 % y el -0,11 % a mediados de marzo (-0,32 % y -0,08 %, respectivamente, al cierre de 2016).

Los tipos de interés a corto plazo repuntan en EE. UU., mientras que en la zona euro permanecen en terreno negativo, en línea con las diferencias en el tono de la política monetaria.

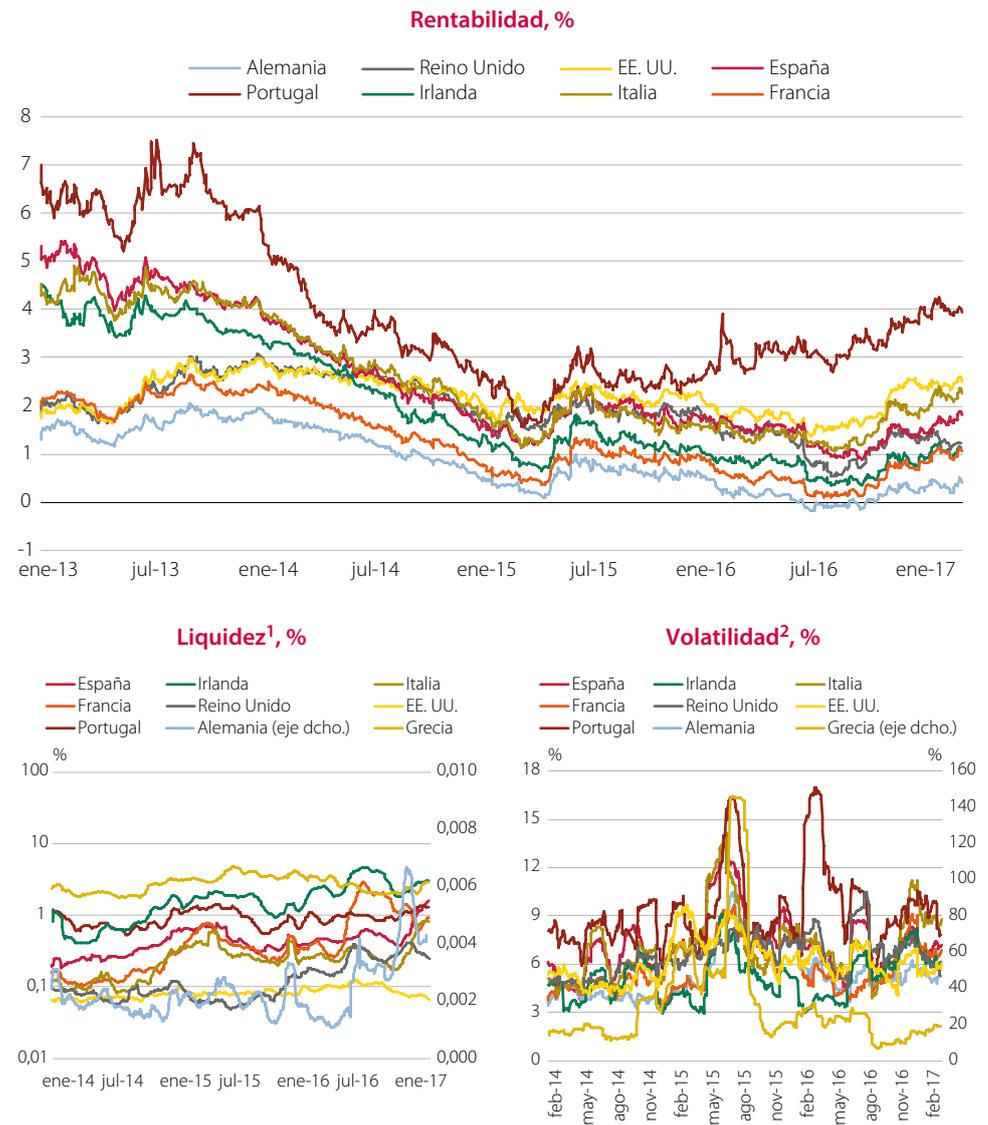
En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de la deuda pública a diez años descendieron, en general, en la mayoría de las economías avanzadas durante el primer semestre de 2016, mientras que en la segunda mitad del año se produjo un incremento de las mismas como consecuencia del cambio de escenario macrofinanciero introducido por la nueva Administración estadounidense. A pe-

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo descendieron en el primer semestre de 2016 y repuntaron después, con más intensidad tras las elecciones en EE. UU. en noviembre...

sar del giro alcista de los últimos meses, las rentabilidades a diez años de las economías europeas finalizaron 2016 en niveles inferiores a los de finales de 2015, excepto en Italia y en Portugal, donde la incertidumbre relacionada con la salud de su sector bancario incidió significativamente en la evolución de sus rentabilidades. En EE. UU., por el contrario, el cambio de tendencia de los tipos de interés a largo plazo fue mucho más pronunciado y comenzó antes que en Europa, por lo que, en el balance del año, la rentabilidad de la deuda pública registraba un aumento de 25 p.b.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



Fuentes: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo.

- 1 Promedio de un mes del diferencial compraventa (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán se representa el promedio de un mes del diferencial de compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero. Un incremento del indicador supone una pérdida de liquidez.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de cuarenta días.

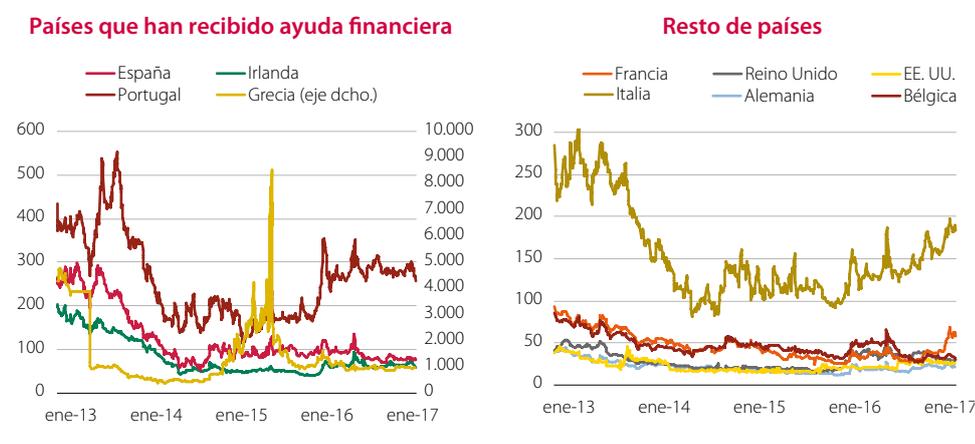
La tendencia alcista de las rentabilidades de la deuda ha continuado durante los primeros meses de 2017 de forma generalizada en todas las economías avanzadas. Así, a mediados de marzo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de EE.UU. se situaba en el 2,5 % (68 p.b. más que en noviembre), un registro muy superior al de las economías más sólidas de la eurozona, que refleja la expectativa de una normalización más rápida de la política monetaria de la Reserva Federal. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública en Alemania y España se situaron en el 0,41 % y el 1,81 % a mediados de marzo (24 p.b. y 52 p.b. más que en noviembre) y las de Italia y Francia en el 2,3 % y el 1 % respectivamente. Los incrementos observados en estas últimas economías (55 p.b.) fueron ligeramente superiores a los de otras economías de la zona debido, en parte, a la incertidumbre política existente en estos países y, en el caso concreto de Italia, a la preocupación sobre las debilidades del sector bancario. No obstante, estos registros continúan situándose en niveles mínimos históricos.

... una tendencia que continuó en los primeros meses de 2017.

Las primas de riesgo de crédito soberano, evaluadas mediante los CDS a cinco años de los bonos soberanos, presentaron una evolución muy estable a lo largo de 2016 tanto en EE. UU. como en las economías *core* de la zona euro (véase el gráfico 4). En las economías de la periferia de Europa, en cambio, se observó mayor heterogeneidad, con una caída de 6 p.b. en España y aumentos en Italia y Portugal de 66 p.b. y 102 p.b. respectivamente. En marzo de este año, las primas de riesgo se situaban en 26 p.b. en EE. UU., 21 p.b. en Alemania, 29 p.b. en el Reino Unido, 77 p.b. en España, 184 p.b. en Italia y 275 p.b. en Portugal, unos valores similares a los del cierre de 2016. Solo en Francia se observó un incremento de la prima de riesgo algo mayor (21 p.b.), situándose en 59 p.b. de media en marzo.

Las primas de riesgo de crédito de los CDS muestran estabilidad en la mayoría de las economías y solo repuntan en aquellas donde se percibe algún foco de incertidumbre (banca o elecciones), esto es, Italia, Portugal y más recientemente Francia.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años, p.b.) GRÁFICO 4



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

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en 2016 en todos los tipos de deuda de EE. UU. y en las dos categorías de peor calidad crediticia de la zona euro (la prima de riesgo de los bonos con *rating* AAA se mantuvo inalterada). Como se muestra en el gráfico 5, los instrumentos de peor calidad crediticia (*high yield*) registraron los mayores descensos en las dos regiones, en especial en EE. UU., donde la reducción fue de 246 p.b., muy por encima de la caída de 73 p.b. en la zona euro. Las primas de dichos instrumentos continuaron disminuyendo durante los primeros meses de 2017, un comportamiento que se podría relacionar con la creciente importancia de las estrategias orientadas a la búsqueda de

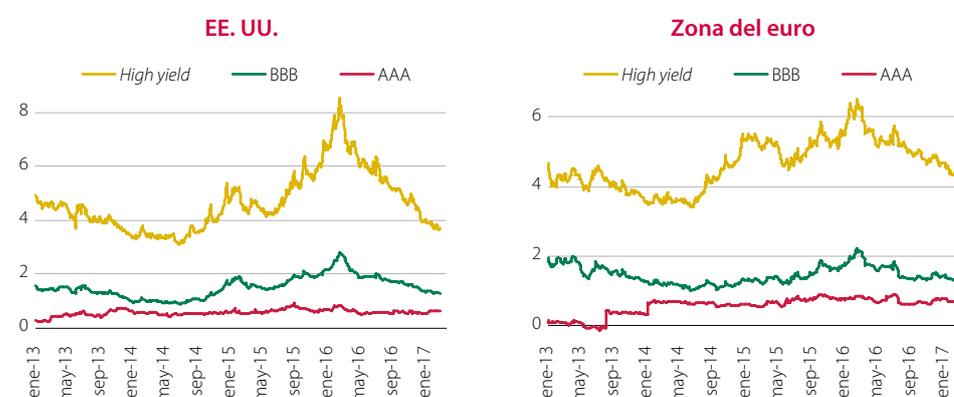
Nuevo descenso de las primas de riesgo de los bonos high yield que refleja la importancia de las estrategias relacionadas con la búsqueda de rentabilidad.

rentabilidad en un contexto de tipos de interés extremadamente reducidos. De este modo, las primas de riesgo de los instrumentos *high yield* se situaron en marzo en 366 p.b. en EE. UU. y en 433 p.b. en la zona euro.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales¹



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

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

El volumen de emisiones de deuda en los mercados internacionales creció un 5,2 % en 2016.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales de renta fija durante el año 2016 alcanzaron los 2,72 billones de dólares, lo que supone un incremento del 5,2 % con respecto al volumen emitido en 2015. Por sectores, se registraron incrementos tanto en las emisiones soberanas como en las emisiones del sector privado, que en 2016 se situaron, respectivamente, en 1,43 y 1,29 billones de dólares, 91 y 45 mil millones de dólares más que en el ejercicio anterior.

En Europa y en EE. UU. las emisiones de deuda soberana cayeron en 2016...

En Europa, el volumen de emisiones netas de deuda del sector público continuó condicionado por el proceso de consolidación fiscal. Dicho importe descendió desde los 110 mil millones de dólares registrados en 2015 hasta los 70 mil millones en 2016 como consecuencia, principalmente, de la reducción de emisiones en el segundo semestre del año, que, en términos netos, se situaron en terreno negativo (-178 mil millones de dólares; véase el panel superior derecho del gráfico 6). También disminuyeron las emisiones netas soberanas en EE. UU., aunque en este caso el descenso se debió al incremento del volumen de los vencimientos, que aumentaron un 16,5 % en el último ejercicio.

... mientras que las del sector financiero aumentaron en EE. UU. y retrocedieron en Europa como consecuencia del complicado entorno en el que operan estas entidades.

Las emisiones netas del sector financiero efectuadas en EE. UU. a lo largo de 2016 se situaron en 220 mil millones de dólares, 14 mil millones de dólares más que en 2015, debido al descenso del volumen de vencimientos. Por su lado, las emisiones netas del sector financiero en Europa, que ya fueron negativas en 2015, cayeron aún más en el último ejercicio (un 24,9 %, hasta -97 mil millones de dólares). Esta disminución de las emisiones pone de manifiesto el proceso de desapalancamiento en el que se ve sumida la banca europea, que afronta retos relacionados con el exceso de capacidad del sector, los elevados costes operativos y una creciente competencia en la prestación de algunos servicios financieros.

Los volúmenes emitidos de deuda corporativa en 2016 fueron superiores a los registrados el año anterior en todas las regiones, a excepción de EE. UU. En particular, las

emisiones netas aumentaron un 29 % en Europa, hasta los 165 mil millones de dólares, y alcanzaron los 10 mil millones de dólares en Japón, después de haber mostrado un registro negativo durante 2015 e incluso en el primer semestre de 2016. Parte de estos incrementos se puede atribuir a los programas de compra de activos puestos en marcha por los bancos centrales de ambas regiones y a la expectativa de aumento en los tipos de interés que invita a las entidades a emitir con anticipación a un coste menor. En el caso de EE. UU., el descenso de las emisiones netas, que cayeron un 15,4 % en 2016, se explica en parte por la comparación con el elevado volumen de emisiones que se produjo en el primer semestre del año anterior, cuando las entidades dinamizaron su actividad en los mercados primarios de deuda en un contexto en el que esperaban un aumento de tipos por parte de la Reserva Federal.

Las emisiones de deuda corporativa aumentaron en todas las regiones excepto en EE. UU., influidas por los programas de compra de deuda de los bancos centrales y las perspectivas de aumento en los tipos de interés.

En los primeros meses de 2017³, las emisiones netas de renta fija internacionales se redujeron un 40 % en comparación con el mismo periodo del año anterior, debido principalmente a la disminución en el volumen de emisiones de deuda soberana de EE. UU y Europa.

En los primeros meses de 2017 se observa un retroceso en las emisiones originado por la disminución de las emisiones de deuda soberana.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2017 son hasta el 15 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

3 Datos hasta el 15 de marzo de 2017.

A pesar de las pérdidas de la primera mitad del año pasado, la mayoría de los índices de renta variable finalizó el año con ganancias...

Los principales índices de renta variable internacional, que registraron pérdidas durante la primera mitad de 2016 en relación con varias fuentes de incertidumbre⁴, mostraron aumentos considerables en el segundo semestre, de forma que la mayoría de ellos cerró el año con ganancias. Los avances más cuantiosos se observaron en los índices estadounidenses (13,4 % el Dow Jones, 9,5 % el S&P 500 y 7,5 % el tecnológico Nasdaq), en contraste con los japoneses, cuyas variaciones fueron más reducidas (0,4 % el Nikkei y -1,9 % el Topix). En Europa, destacaron los avances del índice británico FTSE 100 (14,4 %) y del alemán Dax 30 (6,9 %), mientras que el índice italiano Mib 30 acumuló unas pérdidas del 10,2 %, por las dificultades que afronta el sector financiero en este país, y el índice español cayó un 2 %.

... que se han prolongado en los primeros meses de 2017, en un entorno de baja volatilidad.

Las revalorizaciones de las bolsas se han mantenido, en términos generales, en los primeros meses de 2017, observándose ganancias que han oscilado entre el 2,8 % del Mib 30 y el 2,5 % del Cac 40 hasta el 6 % del Dow Jones o el 9,6 % del Nasdaq. Los índices estadounidenses se han visto favorecidos por las expectativas relacionadas con la aplicación de una política fiscal más expansiva y la desregulación de algunas industrias estratégicas, mientras que en Europa algunos índices han acusado el incremento de la incertidumbre política. Las volatilidades implícitas de las principales bolsas internacionales se han mantenido en niveles reducidos (entre el 10 % y el 20 %) desde comienzos de año (véase el panel derecho del gráfico 7).

Los índices de renta variable emergente también experimentaron avances en 2016, sobre todo en Latinoamérica y en Europa del Este.

En los mercados de renta variable emergente, el índice MSCI se revalorizó un 5,3 % en 2016, debido a su evolución positiva durante el segundo semestre, que compensó las leves pérdidas producidas en la primera mitad del año. Por regiones, los índices de Latinoamérica y de Europa del Este registraron avances muy importantes a lo largo del año pasado. Así, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa mostraron ganancias del 44,9 % y 38,9 % respectivamente, mientras que la bolsa rusa obtuvo una rentabilidad del 52,2 %. La evolución de los índices asiáticos fue más heterogénea, destacando el retroceso del 12,3 % del Shanghai Composite, que reflejó las preocupaciones por la depreciación del renminbi, por las potenciales salidas de capital y por el elevado nivel de deuda corporativa. Desde el inicio del año, las principales bolsas emergentes han registrado avances, a excepción de la rusa, cuya variación ha sido del -7,8 %.

4 En los primeros meses del año la incertidumbre se produjo en relación con la evolución de las economías emergentes, en particular de China, y a mediados de año tras conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea (*brexít*).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2013	2014	2015	2016	I-16	II-16	III-16	IV-16	I-17 (hasta el 15 de marzo)	
									% s/trim. ant.	% inter- anual ²
Mundo										
MSCI World	24,1	2,9	-2,7	5,3	-0,9	0,3	4,4	1,5	5,9	14,5
Zona euro										
Eurostoxx 50	17,9	1,2	3,8	0,7	-8,0	-4,7	4,8	9,6	3,6	11,2
Euronext 100	19,0	3,6	8,0	3,0	-4,6	-2,1	4,1	5,9	3,1	10,4
Dax 30	25,5	2,7	9,6	6,9	-7,2	-2,9	8,6	9,2	4,6	20,9
Cac 40	18,0	-0,5	8,5	4,9	-5,4	-3,4	5,0	9,3	2,5	11,5
Mib 30	16,6	0,2	12,7	-10,2	-15,4	-10,6	1,3	17,3	2,8	5,4
Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	-8,6	-6,4	7,5	6,5	6,7	11,1
Reino Unido										
FTSE 100	14,4	-2,7	-4,9	14,4	-1,1	5,3	6,1	3,5	3,2	20,0
Estados Unidos										
Dow Jones	26,5	7,5	-2,2	13,4	1,5	1,4	2,1	7,9	6,0	21,4
S&P 500	29,6	11,4	-0,7	9,5	0,8	1,9	3,3	3,3	6,5	18,3
Nasdaq-Composite	38,3	13,4	5,7	7,5	-2,7	-0,6	9,7	1,3	9,6	24,8
Japón										
Nikkei 225	56,7	7,1	9,1	0,4	-12,0	-7,1	5,6	16,2	2,4	14,4
Topix	51,5	8,1	9,9	-1,9	-12,9	-7,5	6,2	14,8	3,5	14,5

Fuente: Datastream.

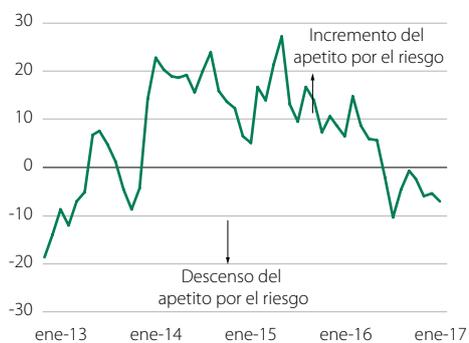
1 En moneda local.

2 Variación Interanual alcanzada en la fecha de referencia.

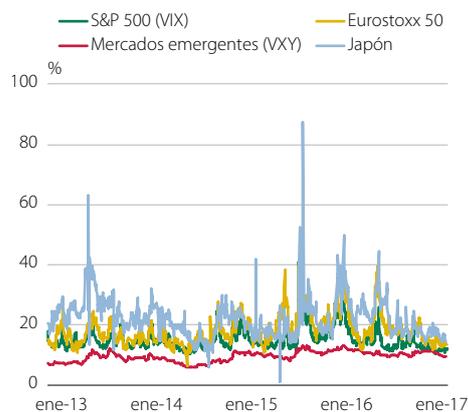
Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

Apetito por el riesgo¹



Volatilidad implícita (%)



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

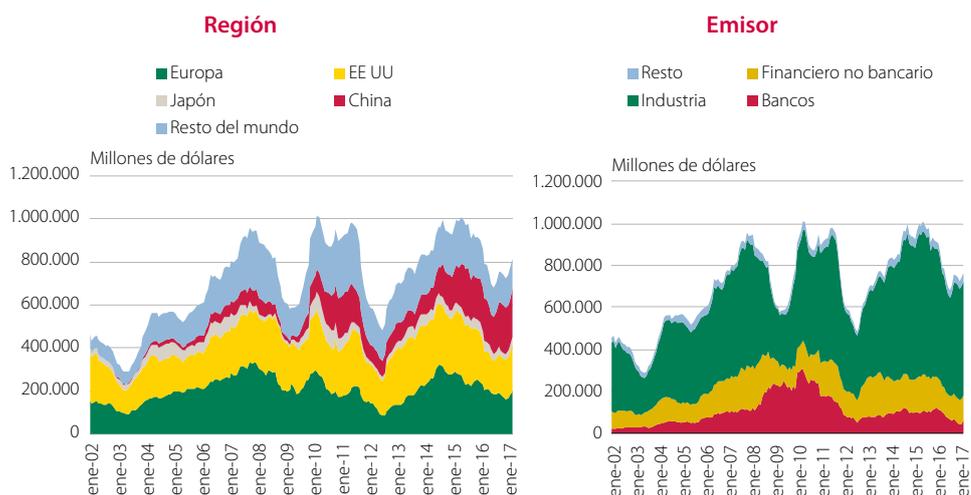
1 Indicador State Street.

En los mercados internacionales de renta variable las emisiones acumuladas durante doce meses hasta marzo de 2017 fueron ligeramente superiores a las observadas un año antes.

En los mercados internacionales de renta variable, el volumen de las emisiones de acciones se situó en 725 mil millones de dólares en 2016, un 21 % menos que en 2015. Sin embargo, se ha observado un dinamismo mayor en los primeros meses de este año pues, con datos acumulados de doce meses hasta marzo, el volumen de emisiones se ha situado en 818 mil millones de dólares, ligeramente por encima del registro del año anterior (véase el gráfico 8). El análisis por regiones muestra una cierta heterogeneidad, con retrocesos en las emisiones de acciones en Japón (-17,3 %) y en Europa (-3,3 %) y aumentos en China (12,5 %) y, en especial, en EE. UU. (20,3 %). En esta última economía, las emisiones se han visto favorecidas por las fuertes revalorizaciones de las cotizaciones de las acciones. Por sectores, todos los subgrupos mostraron incrementos (empresas financieras: 7,3 %; empresas industriales: 5,4 %, y empresas de *utilities*: 52,6 %) a excepción de los bancos (-25,7 %). En el caso de estos últimos, aunque la variación del volumen emitido ha mejorado con respecto a los registros del segundo semestre de 2016 (-66 % en diciembre), este sigue siendo negativo debido, en parte, a los retos que afronta el sistema bancario europeo, que muestra dificultades para obtener rentabilidades más altas en un contexto de tipos de interés extremadamente reducidos y también de creciente competencia en el sector financiero.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 15 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española creció un 3,2 % de media en 2016, muy por encima del registro de la zona euro (1,7 %).

En 2016, la tasa de crecimiento del PIB de la economía española se mantuvo inalterada con respecto a la observada el año anterior y se situó muy por encima del registro de la zona euro. En particular, la tasa de variación interanual del PIB fue del 3,2 % (0,7 % en el cuarto trimestre), mientras que en la zona euro fue del 1,7 % (0,4 % en el cuarto trimestre).

La contribución al crecimiento de la demanda nacional se redujo, pero se vio compensada por el incremento de la aportación del sector exterior.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB descendió 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en 2016, hasta los 2,8 p.p., una disminución que estuvo compensada por un aumento de la contribución del sector exterior. Dentro de los componentes de la demanda interna, únicamente aumentó el crecimiento del consumo pri-

vado (del 2,8 al 3,2 %), mientras que se ralentizó tanto la formación bruta de capital fijo (del 6 al 3,1 %) como el consumo público, que pasó del 2 al 0,8 %. Por otra parte, el crecimiento de las exportaciones se desaceleró (del 4,9 al 4,4 %), si bien el de las importaciones lo hizo con mayor intensidad (del 5,6 al 3,3 %), de manera que la aportación del sector exterior pasó a ser positiva (de -0,1 a 0,4 p.p.).

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas mostraron avances más intensos que en 2015 salvo el sector industrial, cuya tasa de variación anual se situó en el 2,4 % en 2016 (5,5 en el año anterior). El valor añadido de las ramas primarias creció un 3,4 % en 2016 (-2,8 en el año anterior), el de la construcción aumentó un 2,5 % (0,2 en el año anterior) y el del sector de los servicios lo hizo un 3,4 % (2,6 en el año anterior).

Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores intensificaron sus avances en 2016 salvo el industrial.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2013	2014	2015	2016	CE ¹	
					2017P	2018P
PIB	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,3	2,1
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,1	1,8
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	0,8	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-3,4	3,8	6,0	3,1	3,4	3,8
Construcción	-8,6	1,2	4,9	1,9	n. d.	n. d.
Bienes de equipo y otros	5,3	8,4	8,9	5,1	4,0	3,8
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	4,4	4,0	4,3
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	3,3	3,5	4,3
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,4	-0,5	-0,1	0,4	0,2	0,1
Empleo²	-3,4	1,1	3,0	2,9	2,0	1,7
Tasa de paro	26,1	24,4	22,1	19,6	17,7	16,0
Índice de precios de consumo³	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	1,9	1,7
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,1	1,4	2,0	1,7	1,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-7,0	-6,0	-5,1	-4,7	-3,5	-2,9
Deuda pública (% PIB)⁵	95,4	100,4	99,8	99,7	100,0	99,7
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁶	-83,7	-90,1	-79,3	-76,3	n. d.	n. d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2017.

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

3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2012, 2013, 2014 y 2015 por una cuantía del 3,8 %, el 0,5 %, el 0,1 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente. El dato de 2016 corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

5 El dato de 2016 corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

6 Sin Banco de España. El saldo de la posición de inversión internacional neta corresponde al tercer trimestre de 2016.

n. d.: [dato] no disponible.

Después de haber mostrado tasas negativas durante la primera mitad de 2016, la tasa de inflación ha aumentado de manera considerable en los últimos meses, como consecuencia del incremento de los precios de la energía. Así, a finales de 2016 la inflación se situó en el 1,6 %, casi un punto porcentual más que en noviembre, y en

La inflación ha repuntado con fuerza en los últimos meses debido al encarecimiento de los precios de la energía. La tasa subyacente se ha mostrado mucho más estable.

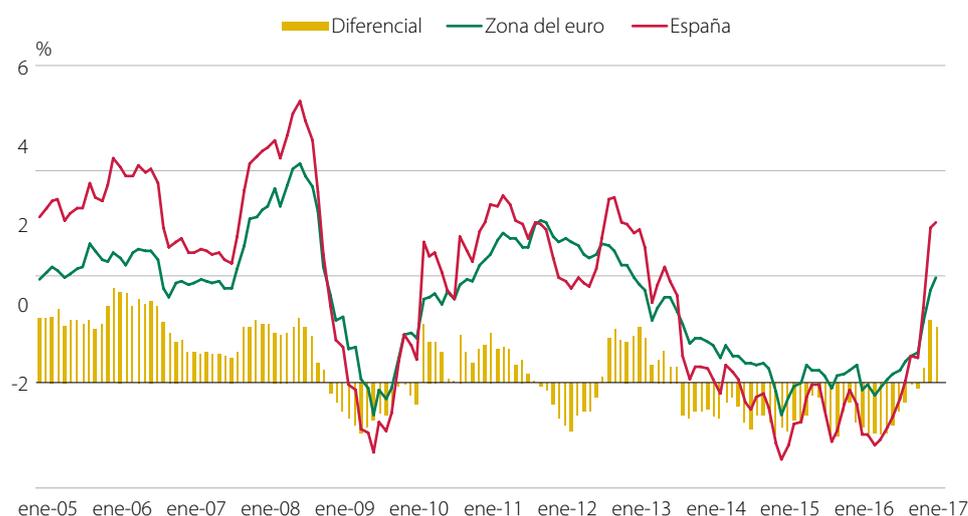
febrero de 2017 alcanzó el 3 %. La evolución de los componentes que forman la inflación subyacente, una medida que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía o los alimentos frescos, ha sido mucho más estable: la variación interanual se mantuvo en el 0,9 % en febrero de 2017, el mismo registro que en noviembre de 2016. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona euro, que fue de -0,1 p.p. en noviembre, repuntó hasta 1,1 p.p. en febrero (véase el gráfico 9).

El empleo continúa creciendo a tasas cercanas al 3 % y permite que la tasa de desempleo baje del 19 % a finales de 2016.

En el mercado laboral, el empleo creció un 2,9 % durante 2016, un avance muy similar al observado en el año anterior (3 %). La creación de 462 mil puestos de trabajo a lo largo del año hizo que el número de ocupados alcanzara los 17,51 millones a finales de 2016. Así, la tasa de paro disminuyó hasta el 18,6 % en el cuarto trimestre del ejercicio y la media anual se situó en el 19,6 %, muy por debajo de la media registrada en 2015 (22,1 %). La tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue negativa durante todo el año pasado, pues el avance de la productividad aparente del trabajo (0,37 % de media en el año) superó ampliamente la variación de la remuneración por asalariado (que apenas registró un 0,01 % de media en 2016).

IPC armonizado: España versus zona euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

El déficit público se redujo hasta el 4,5 % del PIB en 2016, una cifra algo inferior al objetivo fijado para el año (4,6 %) y más de medio punto por debajo de la cifra de 2015.

El déficit de las administraciones públicas (AA. PP.) se redujo hasta el 4,5 % del PIB en 2016 (4,3 % si se excluyen las ayudas financieras), una cifra ligeramente inferior al objetivo fijado para el conjunto del año (4,6 %) y más de medio punto por debajo del registro de 2015. El desglose por administraciones revela una leve disminución del déficit de la Administración Central (pasó del 2,59 % del PIB al 2,52 %) y una más cuantiosa del de las Comunidades Autónomas, que prácticamente se redujo a la mitad (pasó del 1,74 % del PIB al 0,82⁵). También mejoró el saldo de las Corporaciones Locales, cuyo superávit pasó del 0,47 % del PIB al 0,64. Solo los Fondos de la Seguridad Social mostraron un registro peor en 2016 (su déficit pasó del 1,22 % del PIB al 1,62). Por su parte, la deuda agregada de las AA. PP., según el Protocolo de Déficit

5 El resultado fiscal de las Comunidades Autónomas está influido por el incremento de los recursos autonómicos derivados de la aplicación del sistema de financiación, que aumentaron más de 8.200 millones de euros en 2016. Once Comunidades Autónomas cumplieron el objetivo de déficit.

Excesivo (PDE), se redujo ligeramente en el tercer trimestre hasta el 100,3 % del PIB, tras alcanzar el 101 % a mitad de 2016 (99,8 a final de 2015). En la última actualización del Plan Presupuestario de 2017, los objetivos de déficit se han fijado en el 3,1 % del PIB para 2017, el 2,2 para 2018 y el 1,3 para 2019.

El desarrollo del negocio bancario continúa siendo complejo, como consecuencia del entorno de tipos de interés extremadamente reducidos y del afianzamiento de otras fuerzas competitivas (*shadow banking, fintech...*) que están teniendo un impacto significativo en las rentabilidades que ofrecen las entidades, muy por debajo de los registros medios históricos. Este entorno, que es común al resto de sistemas bancarios europeos, es más favorable en el caso español por la consolidación del crecimiento económico, que permite reducir la tasa de morosidad. Además de afrontar la creciente competencia de otras entidades, uno de los retos del sistema bancario se encuentra en el proceso de racionalización de costes y, relacionado con este, de ganancias de eficiencia.

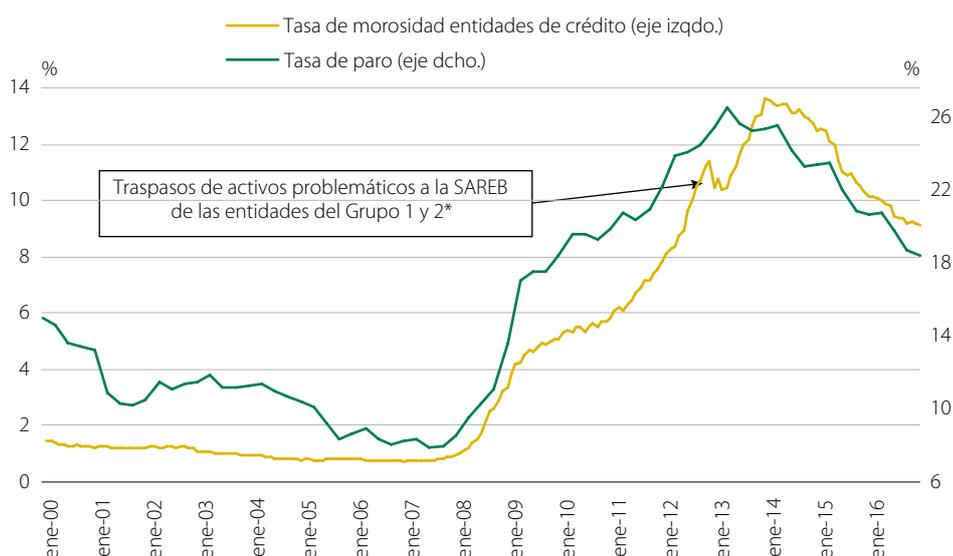
La tasa de morosidad del crédito a otros sectores residentes (hogares y empresas no financieras) descendió hasta el 9,1 % en diciembre de 2016, un punto porcentual por debajo de la tasa registrada en el último mes de 2015. Esta reducción se debe, en parte, al mayor dinamismo de la actividad económica, como también al entorno de tipos de interés reducidos, que está disminuyendo el coste de la financiación para los prestatarios. En este contexto, la cuenta de resultados de las entidades de crédito mostraba un beneficio acumulado durante los tres primeros trimestres de 2016 de 8.288 millones de euros (7.152 millones en el mismo periodo de 2015). Los diferentes epígrafes de la cuenta revelan: (i) un retroceso del margen bruto originado, fundamentalmente, por la disminución del margen de intereses; (ii) estabilidad de los gastos de explotación, y (iii) una caída de las pérdidas por el deterioro de los activos (financieros y no financieros). La evolución de estas últimas, junto con el menor importe por impuesto de sociedades, explica el avance interanual de los beneficios agregados.

El negocio bancario, que se desarrolla en un contexto complicado por el nivel reducido de los tipos de interés, tiene un elemento positivo en el caso español, derivado del dinamismo de la actividad económica...

... que está repercutiendo positivamente en la morosidad y en la cuenta de resultados de las entidades.

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

GRÁFICO 10



Fuentes: Banco de España e INE. Datos de morosidad y de paro hasta diciembre de 2016.

¹ Sobre la población activa.

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

La financiación bancaria al sector no financiero de la economía (hogares y empresas) siguió cayendo en 2016, pero menos que en ejercicios anteriores.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (hogares y empresas) descendió a lo largo de 2016, aunque a un ritmo menor que en 2015. Así, en el caso de las sociedades no financieras, la variación interanual de la financiación fue del -0,2 % en diciembre (-0,4 % en el mismo mes de 2015). La contribución positiva de los valores distintos de acciones y préstamos del exterior no fue suficiente para compensar el retroceso que se produjo en los préstamos otorgados por entidades de crédito residentes. La evolución de la financiación a los hogares siguió un patrón similar al de las empresas: el retroceso interanual registrado en diciembre de 2016 (-1,4 %) fue inferior al observado en el mismo mes del año anterior (-2,1 %). La variación fue negativa debido a la reducción de préstamos para la adquisición de la vivienda, cuya contribución fue de -2,3 %. En la zona euro, por el contrario, aumentó el crédito concedido tanto a corporaciones como a hogares, con tasas interanuales que en el mes de noviembre se situaron, respectivamente, en el 1,8 % y 2,1 %.

Prosigue la disminución del tamaño del sector bancario, a pesar del leve aumento de la financiación que procede del Eurosistema.

El tamaño del sector bancario se redujo durante el último ejercicio, en línea con la tendencia observada en años recientes. En diciembre de 2016, el balance agregado de las entidades de crédito mostraba un volumen de activos de 2,65 billones de euros, lo que supone una disminución de 113 mil millones en comparación con el dato de cierre de 2015. En general, todas las fuentes de financiación redujeron su importe: el saldo de los depósitos disminuyó 74 mil millones de euros, el volumen de deuda emitido descendió 24 mil millones y el patrimonio cayó 8 mil millones. El volumen de financiación neto que las entidades bancarias obtienen del Eurosistema, por su parte, disminuyó durante el primer semestre del año y posteriormente aumentó hasta situarse en los 139 mil millones de euros en diciembre de 2016 (133 mil millones en el último mes de 2015).

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 30 % en 2016, si descontamos las fuertes pérdidas de una entidad del sector del comercio y los servicios.

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 17.078 millones de euros en 2016, un 3,5 % menos que en 2015. El análisis por sectores revela que en todos ellos se produjo un crecimiento notable tanto del resultado bruto de explotación como del resultado antes de impuestos, en línea con el dinamismo de la actividad económica doméstica (véase el cuadro 3). Por su cuantía, destacan los incrementos del resultado antes de impuestos de las empresas del sector de la energía (superior a 5 mil millones de euros) y el de las empresas del sector del comercio y los servicios (casi 2.800 millones de euros). El resultado consolidado del ejercicio se incrementó en las empresas energéticas, un 75 %, hasta los 8.829 millones de euros en 2016, y en las industriales, un 8,8 %, hasta los 4.913 millones, mientras que se redujo ligeramente en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios (-4,3 %). Las empresas del comercio y los servicios mostraron pérdidas en el conjunto del año, que se explican por el comportamiento de una sociedad que registró unas pérdidas muy elevadas en 2016⁶. Descontando la evolución de esta entidad, el resultado (consolidado) del ejercicio de las empresas de este sector habría aumentado un 23,8 % y el resultado de todas las entidades cotizadas no financieras lo habría hecho un 29,7 %.

6 Abengoa.

**Evolución de los resultados por sectores:
empresas cotizadas no financieras**

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ¹		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Energía	7.692	13.167	5.818	10.841	5.030	8.829
Industria	6.713	7.280	6.085	6.667	4.514	4.913
Comercio y servicios	9.649	12.808	3.824	6.621	4.716	-114
Construcción e inmobiliario	5.186	5.623	2.908	3.886	3.398	3.253
Ajustes	-60	83	46	192	39	197
Total agregado	29.180	38.961	18.681	28.207	17.697	17.078

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

Por su parte, el nivel de deuda de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 253.867 millones de euros a finales de 2016, lo que supone un ligero incremento del 0,5 % respecto al nivel del cierre de 2015. No se produjo un comportamiento homogéneo entre los distintos sectores, pues se observó un aumento en el nivel de las deudas en las empresas del sector de la energía y del comercio y los servicios, y un descenso en las empresas industriales y, sobre todo, en las empresas de la construcción e inmobiliarias (superior a los 2.800 millones de euros). La ratio de apalancamiento agregada (cociente entre el nivel de deudas y el patrimonio neto) del conjunto de empresas cotizadas no financieras se redujo desde 1,15 en 2015 hasta 1,11 en 2016 (véase el cuadro 4). Por sectores, esta ratio mostró una disminución notable en las empresas de la construcción, en línea con la disminución de su nivel de deudas. La ratio de cobertura de la deuda (cociente entre deudas y resultado de explotación) mejoró en 2016 para el conjunto de las empresas cotizadas no financieras, al pasar de 8,7 a 6,5. En el caso de las empresas energéticas el descenso de esta ratio fue incluso superior, al situarse en 5,8 en 2016 (9,6 en 2015).

El nivel de deudas agregado apenas se incrementó en 2016 y permitió un descenso de la ratio de apalancamiento agregada, que pasó de 1,15 a 1,11.

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

CUADRO 4

Millones de euros	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre EBITDA	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Energía	74.010	76.205	0,72	0,72	9,6	5,8
Industria	16.971	16.574	0,53	0,47	2,5	2,3
Comercio y servicios	107.766	109.361	1,98	2,00	11,2	8,5
Construcción e inmobiliario	55.209	52.370	1,86	1,58	10,6	9,3
Ajustes	-1.461	-642				
TOTAL AGREGADO	252.495	253.867	1,15	1,11	8,7	6,5

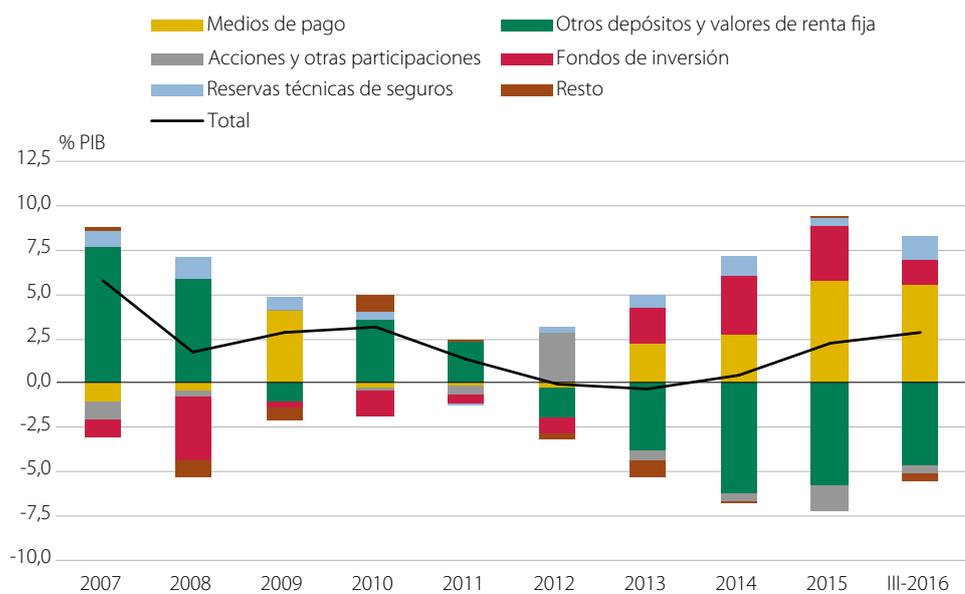
Fuente: CNMV.

La situación patrimonial de los hogares siguió mejorando en 2016 al reducirse tanto la ratio de deuda como de carga financiera. Además, destinaron casi un 3 % del PIB a la inversión en activos financieros, por encima de los registros de los últimos años.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro se estabilizó en valores cercanos al 8 % de su renta bruta disponible (RBD) en el tercer trimestre de 2016. Asimismo, tanto la ratio de endeudamiento sobre la renta disponible como la ratio de carga financiera continuaron la tendencia descendente observada desde la crisis financiera. La primera cayó desde el 106,8 % al cierre de 2015 hasta el 103,2 % en septiembre de 2016, como consecuencia de la disminución del saldo de la deuda y el aumento de las rentas. La segunda se redujo cuatro décimas porcentuales a lo largo del año y se situó en el 11,7 % en septiembre, favorecida por la caída del coste medio de la deuda. En este contexto, los hogares destinaron un 2,9 % del PIB a la inversión en activos financieros en el tercer trimestre de 2016 (datos acumulados de cuatro trimestres), un importe superior al registrado en los últimos años (2,2 % en 2015, 0,4 % en 2014 y -0,3 % en 2013). En línea con lo que sucedió en ejercicios recientes, los hogares desinvertieron en depósitos a largo plazo e instrumentos de deuda (4,7 % del PIB), productos que ofrecen rentabilidades escasas en el entorno actual de tipos reducidos, a la vez que invirtieron en efectivo y depósitos transferibles (5,6 % del PIB), en seguros (1,3 % del PIB) y en fondos de inversión (1,4 % del PIB).

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros (% del PIB)

GRÁFICO 11



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

Los activos financieros de los hogares en España: evolución reciente y comparación con otros países de la zona euro

RECUADRO 1

La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) es una encuesta elaborada por el Banco de España que ofrece información conjunta sobre la renta, el gasto, los activos y las deudas de las unidades familiares. Tiene una periodicidad trienal y utiliza una amplísima muestra de hogares, más de seis mil en la última edición. Las cinco oleadas disponibles hasta el momento corresponden a los años 2002, 2005, 2008, 2011 y 2014, un periodo de más de una década que incluye un ciclo completo de la economía española caracterizado por la gran intensidad y dura-

ción tanto de su fase expansiva como de la recesiva. Esta circunstancia realza, si cabe, el interés de la encuesta, pues facilita el análisis del comportamiento de los hogares durante el último ciclo económico. También añade interés el carácter longitudinal de parte de la encuesta (una parte de los hogares permanecen en la muestra a lo largo de las distintas ediciones), que abre la puerta al análisis de la evolución de las distintas variables a lo largo del ciclo vital de los hogares. Los datos pormenorizados de la última oleada no están todavía disponibles, pero ya se ha publicado un artículo con los resultados más destacables¹.

El Banco Central Europeo también ha impulsado la realización de una encuesta similar en la zona del euro, denominada Encuesta de las Finanzas y Consumo de los Hogares del Eurosistema (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS), que cuenta, por el momento, con dos ediciones, en las que se proporciona información armonizada de hogares de quince países en la primera oleada y veinte en la segunda², lo que permite comparar los resultados entre los países participantes. Los datos correspondientes a la segunda oleada corresponden, en la mayoría de los casos, al año 2014.

Ambas encuestas tienen un interés especial en el ámbito de los mercados financieros, ya que ofrecen información sobre la cartera de activos financieros de los hogares, incluyendo desgloses basados en grandes categorías de productos de inversión: acciones, renta fija y fondos de inversión. Además, gracias a la metodología utilizada, que incluye un sobremuestreo de los hogares con un nivel elevado de riqueza, se garantiza que haya un número suficiente de hogares en la muestra para estudiar su comportamiento en la inversión financiera³.

En este recuadro se resumen los principales resultados de la última edición de la EFF, con especial atención a la composición de los activos financieros de los hogares. Asimismo, se comparan estos resultados con los obtenidos por la HFCS para los países participantes.

La renta media de los hogares españoles se situaba en 2014 en 30.400 euros y la mediana⁴ en 22.700 euros, lo que supone una reducción del 12,1 % y del 9,6 % respecto a la edición de 2011, respectivamente. La riqueza neta media, por su parte, descendió a lo largo del trienio 2011-2014 un 7,7 %, hasta los 245.600 euros, mientras que la mediana lo hizo un 22,1 %, hasta los 119.400 euros. Tomando

1 *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011*, febrero de 2017. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2017/T1/fich/beaa1701-art2.pdf>

2 A los quince países de la primera edición, todos ellos pertenecientes a la zona del euro (Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Holanda, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia), se añaden en la segunda el resto de miembros, a excepción de Lituania, así como Hungría y Polonia.

3 Existen clases de activos en los que tan solo invierte una fracción reducida de la población, y normalmente coincide con los hogares con un nivel de riqueza elevado. Como consecuencia, para poder tener una muestra significativa de los inversores en este tipo de activos, es necesario tener una sobrerrepresentación de dichos hogares.

4 La renta mediana es un valor de la renta tal que el 50 % de los hogares tiene una renta inferior y el otro 50 % una renta superior.

también en consideración los resultados de las oleadas correspondientes a 2008 y 2011, se advierte que durante la crisis los hogares experimentaron un retroceso del 18,1 % en la renta mediana y de un 37,3 % en la riqueza mediana. En el segundo caso, el principal factor que explica una disminución tan intensa es la reducción del valor de la vivienda, principal activo en el que se materializa la riqueza para la mayor parte de los hogares⁵.

La EFF y la encuesta del BCE vuelven a poner de manifiesto que tanto los hogares españoles como los europeos mantienen una elevada proporción de su riqueza bruta en activos reales, aunque en el caso español se aprecia un incremento del peso relativo de los activos financieros, que pasan de suponer el 15,4 % del valor total de los activos en manos de los hogares en 2011 al 19,8 % en 2014. Este aumento se explica, sobre todo, por dos razones: la mencionada disminución del precio de la vivienda y una menor participación en el mercado de la vivienda en propiedad por parte de los hogares más jóvenes. A nivel europeo, los resultados de la HFCS muestran un peso relativo no muy distinto de los activos financieros, concretamente el 17,8 %.

Dentro de los activos reales, la vivienda principal mantiene también un peso destacado. El peso medio de la vivienda en el valor de dichos activos tampoco es muy distinto si se comparan ambas encuestas (57,4 % en España y 60,2 % en el área cubierta por la encuesta europea), aunque el rango de porcentajes por países es amplio, extendiéndose desde el 40 % de Chipre hasta el 80,1 % de Holanda). Las diferencias son considerablemente mayores si se atiende a la participación de los hogares en este mercado, esto es, al porcentaje de hogares propietarios de la vivienda principal, en especial para los hogares con menores niveles de riqueza neta. Así, en España, el 45,6 % de los hogares por debajo del percentil 25⁶ y el 92 % de aquellos que se encontraban entre el percentil 25 y la mediana eran propietarios de su vivienda, mientras que en el conjunto de los países participantes en la HFCS, de los hogares por debajo del percentil 20 y entre el 20 y el 40, tan solo el 8,1 % y el 31 %, respectivamente, poseían su vivienda en propiedad.

Respecto a los activos financieros, las estimaciones de la EFF indican que los de mayor peso en 2014 eran las cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, las acciones no cotizadas y participaciones y las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos, por este orden. Las primeras suponían el 17,9 % del valor total de los activos financieros, sustancialmente por debajo del máximo alcanzado en la oleada de 2008 (26,4 %). Las acciones no cotizadas, por el contrario, aumentaron su importancia relativa, especialmente durante los primeros años de la crisis, hasta representar el 17,8 % de la cartera financiera de los hogares españoles. No obstante, el número de hogares que poseían este activo continuaba siendo muy bajo, concretamente el 1,9 %. En cuanto a las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos, su peso en los activos financieros era del 16,8 %, porcentaje que ha ido cayendo desde el máximo observado en la edición de 2005 (26,6 %).

5 El índice de precios del sector inmobiliario experimentó una contracción del 30,2 % entre mediados de 2008 y finales de 2014.

6 El percentil 25 corresponde a un nivel de riqueza tal que el 25 % de los hogares tiene una riqueza inferior y el otro 75 % una riqueza superior.

Por otro lado, los planes de pensiones y seguros de vida, que eran el segundo activo en importancia en la EFF correspondiente a 2011, redujeron su peso en más de tres puntos porcentuales, hasta situarse en el 15,1 %. De esta forma, se amplían las diferencias que ya existían respecto a los países participantes en la HFCS, en los que, en media, este activo suponía el 24,5 %, si bien la dispersión es elevada, con máximos cercanos al 40 % en Holanda o Francia y mínimos por debajo del 10 % en Grecia e Italia.

En cuanto a los activos financieros de inversión (acciones cotizadas, fondos de inversión y valores de renta fija), su peso relativo aumentó entre 2011 y 2014, aunque continuaba siendo considerablemente menor que el de los activos anteriormente mencionados, tanto en la EFF como en la HFCS. En el caso de las acciones cotizadas en bolsa, su importancia relativa en los activos financieros de los hogares españoles se incrementó hasta el 12,6 % (9 % en 2011), porcentaje superior a la media europea de la HFCS (7,1 %), al igual que el importe mediano: 11.200 euros en España frente a 7.000 euros en Europa. El porcentaje de tenedores de estos instrumentos financieros entre los hogares españoles, que aumentó desde el inicio de la crisis un punto porcentual, hasta el 11,4 %, era similar a la de países como Francia o Bélgica (11,7 y 11 %) y se situaba por encima de otros como Alemania u Holanda (9,6 y 8 %). Tanto el peso relativo en el valor total de los activos financieros como el porcentaje de tenedores aumentan de forma sustancial con los niveles de renta y riqueza.

En relación con los fondos de inversión, después de una reducción importante en los primeros años de la crisis, su peso relativo en los activos financieros de los hogares españoles aumentó desde el 5,6 % en 2011 hasta el 9 % en 2014. Este avance, de acuerdo con los datos de la CNMV, se produce aproximadamente desde 2012 y se explica, en gran medida, por el bajo rendimiento de los productos alternativos, en particular de los depósitos, a causa de los bajos tipos de interés. El repunte de los fondos se materializa en el incremento de las cantidades invertidas por los hogares participantes (el valor mediano pasó de 10.000 a 39.300 euros), y no tanto por el aumento del número de hogares tenedores, que se incrementó de forma muy ligera (del 5,6 al 6 %). De hecho, el porcentaje de hogares españoles que invierten en este instrumento contrasta con el de otros países como Finlandia u Holanda, donde este producto está mucho más extendido (respectivamente, un 27 % y un 21 % de los hogares poseen fondos de inversión), aunque sus medianas de inversión son menores (4.200 y 8.900 euros, respectivamente).

Los valores de renta fija, por su parte, han sido tradicionalmente un activo con una inversión bastante reducida entre los hogares españoles. En la EFF de 2014 se estima una participación de tan solo el 0,6 % (en 2011 los hogares tenedores eran el 1,5 % del total), mientras que este porcentaje era superior al 5 % para el conjunto de los países participantes en la HFCS y se situaba por encima del 10 % en países como Italia o Malta. El importe mediano invertido por parte de los hogares españoles en estos instrumentos financieros era de 24.600 euros, superior a la mediana de la HFCS, que se situaba por debajo de los veinte mil euros.

En resumen, la EFF refleja que durante la crisis económica los hogares españoles han experimentado una importante contracción de su renta y de su riqueza neta,

sobre todo de esta última, a causa, en parte, de la caída de los precios de la vivienda habitual. Este descenso también se ha producido en los otros países europeos participantes en la encuesta del Banco Central Europeo, aunque, en términos agregados, el descenso ha sido mucho menor que en el caso español. La EFF también pone de manifiesto que en España existe un porcentaje elevado, considerablemente más alto que en el área cubierta por la HFCS, de hogares con renta por debajo de la mediana que posee vivienda en propiedad, circunstancia que no favorece la inversión de este segmento de la población en otro tipo de activos. Respecto a la inversión en productos financieros, cabe destacar que la participación de los hogares españoles en los mercados de renta variable cotizada está por encima de la de muchos países europeos, mientras que la posesión de valores de renta fija está muy por debajo. También está por debajo la participación en los fondos de inversión, a pesar de que ha aumentado entre 2011 y 2014.

2.3 Perspectivas

La economía mundial crecerá un 3,4 % en 2017, por encima del registro de 2016 (3,1 %).

Según las previsiones publicadas en enero por el FMI, el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,4 % en 2017 y el 3,6 % en 2018. Estas tasas, aunque están sujetas a un elevado grado de incertidumbre debido al posible alcance de las políticas que aplicará el Gobierno de EE. UU., se sitúan por encima del registro de 2016 (3,1 %). Para las economías avanzadas se espera un crecimiento del 1,9 % en 2017 y del 2 % en 2018, ambas superiores a la de 2016 (1,6 %), mientras que para las economías emergentes el pronóstico de la variación del PIB se sitúa en el 4,5 % para 2017 y en el 4,8 % para 2018 (4,1 % en 2016).

En el contexto internacional, los riesgos más relevantes que afectan al escenario macrofinanciero tienen que ver con la incertidumbre que ha introducido la nueva Administración estadounidense...

En el contexto internacional, la nueva Administración estadounidense ha introducido algunos riesgos en las perspectivas de crecimiento globales. En concreto, las restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración podrían tener un impacto negativo sobre la economía mundial a medio y largo plazo, mientras que la expectativa de una política fiscal más expansiva, que ya ha repercutido al alza en las rentabilidades de los activos de renta fija a medio y largo plazo, podría desencadenar nuevas correcciones del precio de los activos financieros y repuntes en la volatilidad de los mercados a nivel global.

... así como con la fragmentación política en Europa y con los problemas del sector bancario para obtener rentabilidades más elevadas.

En Europa, el incremento de la incertidumbre y la fragmentación política en algunos países, que continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo para el escenario económico financiero, podría dar lugar a una ralentización de las reformas estructurales en marcha y a una reavivación de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunas economías de la zona euro. Así, serán relevantes tanto la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*, que comenzaron a finales de marzo, una vez que el Gobierno británico puso en marcha el proceso de separación con la Unión Europea de manera formal, como también las elecciones en Francia y Alemania que tendrán lugar este año. También existen riesgos en el negocio del sector bancario, por las dificultades que están experimentando las entidades para obtener una rentabilidad mayor en el actual entorno de tipos de interés reducidos, el elevado volumen de activos de mala calidad en algunos países, los altos costes operativos y la creciente competencia de las empresas *fintech* y las actividades relacionadas con el *shadow banking*.

	2013	2014	2015	2016	FMI ¹	
					2017P	2018P
Mundial	3,3	3,4	3,2	3,1	3,4 (0,0)	3,6 (0,0)
EE. UU.	1,7	2,4	2,6	1,6	2,3 (0,1)	2,5 (0,4)
Zona euro	-0,3	1,1	2,0	1,7	1,6 (0,1)	1,6 (0,0)
Alemania	0,6	1,6	1,5	1,7	1,5 (0,1)	1,5 (0,1)
Francia	0,6	0,6	1,3	1,3	1,3 (0,0)	1,6 (0,0)
Italia	-1,7	-0,3	0,7	0,9	0,7 (-0,2)	0,8 (-0,3)
España	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,3 (0,1)	2,1 (0,2)
Reino Unido	1,9	3,1	2,2	2,0	1,5 (0,4)	1,4 (-0,3)
Japón ²	2,0	0,3	1,2	0,9	0,8 (0,2)	0,5 (0,0)
Emergentes	5,0	4,6	4,1	4,1	4,5 (-0,1)	4,8 (0,0)

Fuente: FMI.

- 1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2017 respecto a octubre de 2016.
- 2 Las cuentas nacionales históricas de Japón se revisaron en diciembre de 2016 debido a un cambio en la metodología del cálculo del PIB.

En cuanto a la economía española, el FMI prevé una moderación del crecimiento durante los dos próximos años, que se situará en el 2,3 % en 2017 y en el 2,1 % en 2018 según sus pronósticos, lo que supone un aumento de una y dos décimas, respectivamente, en comparación con la última previsión. A pesar de dicha moderación, que se explica por la esperada ralentización del consumo privado, el avance del PIB español se mantendría por encima de las tasas esperadas para la zona euro (1,6 % en ambos años). En este contexto, persisten los retos relacionados con la elevada tasa de paro y con el proceso de consolidación fiscal, si bien se han producido mejoras en ambas parcelas durante los últimos años, gracias al dinamismo de la actividad doméstica. También existen riesgos relacionados con el desarrollo de la actividad de los bancos, debido a la presencia de elementos de la misma naturaleza que en otras economías europeas. Finalmente, cabe señalar la incertidumbre a la que se enfrentan aquellas empresas con gran exposición a las economías latinoamericanas y al Reino Unido, que pueden verse afectadas por las políticas del Gobierno estadounidense y por el *brexit*.

La economía española seguirá creciendo a tasas superiores a las de la zona euro. Persisten los retos relacionados con la elevada tasa de paro y con el proceso de consolidación fiscal.

3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha reducido progresivamente durante los últimos meses hasta valores de 0,23 a mediados de marzo, que se corresponden con niveles de estrés reducidos⁷ (el umbral que separa el nivel

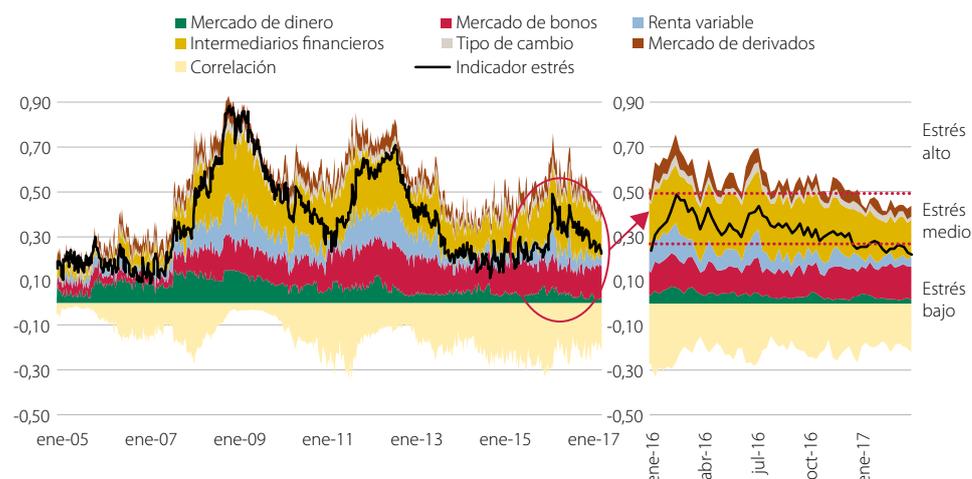
El indicador que evalúa el estrés presente en los mercados financieros españoles se ha reducido en las últimas semanas hasta valores de 0,23, que se corresponden con niveles de estrés reducidos.

7 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, obteniéndose una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo

de estrés bajo del medio está en 0,27). Sin embargo, cabe señalar que este indicador no es un predictor de estrés sino un medidor del mismo en tiempo real, por lo que no se puede descartar que se produzcan en el futuro episodios puntuales de mayor incertidumbre relacionada por ejemplo con los resultados de las elecciones en algunos países europeos, que podrían incidir de forma significativa en dicho indicador. Por el momento, los niveles de estrés más elevados se observan en el mercado de bonos, debido al incremento de la volatilidad y el deterioro de la liquidez que se está produciendo en las últimas semanas y, en menor medida, en el segmento de intermediarios financieros.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

En el ámbito de los mercados financieros, el riesgo de mercado continúa siendo el más relevante, especialmente en los activos de renta fija, cuyos precios se mantienen muy elevados. No obstante, este riesgo se está atenuando debido al nuevo escenario macrofinanciero y al previsible giro más agresivo en la política monetaria norteamericana, que ya está teniendo un impacto a la baja sobre el precio de los activos de deuda a largo plazo (al alza en rentabilidades). Otros riesgos que empiezan a cobrar importancia en el sistema financiero español tienen que ver con el deterioro de la liquidez, sobre todo en algunos segmentos de renta fija, y con la fragmentación de los mercados.

de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véase la publicación trimestral Nota de Estabilidad Financiera, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase M. I. Cambón y L. Estévez (2016), A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI), Spanish Review of Financial Economics 14, enero (1), 23-41, o Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias).

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que comenzaron 2016 con retrocesos significativos, finalizaron el año con avances destacables, que permitieron recuperar una parte de las caídas acumuladas con anterioridad. El crecimiento de las cotizaciones de los últimos meses del año se vio favorecido por la confirmación de la política monetaria expansiva del BCE, así como por el buen ritmo de crecimiento económico, en un entorno de mayor estabilidad política tras la formación del nuevo Gobierno. Así, en el conjunto del año, el Ibex 35 cedió solo un 2 %, un registro peor que el de otros índices europeos de referencia, a excepción del italiano, en un entorno de volatilidad significativa y de descensos en la contratación. La recuperación de las cotizaciones no fue homogénea en todos los sectores y valores, sino que se concentró en las grandes compañías y en los valores del sector financiero, que habían estado fuertemente penalizados durante la primera mitad del año. Los valores de pequeña capitalización mostraron revalorizaciones significativas, favorecidos por el ritmo de crecimiento de la economía española y por su escasa exposición al sector exterior, sometido a mayores incertidumbres. El escenario de recuperación se ha prolongado durante los primeros meses de 2017, en un entorno de optimismo en relación con la actividad económica y parcialmente influido por la evolución alcista del mercado estadounidense.

Así, el Ibex 35, que en los dos trimestres anteriores había acumulado avances del 7,5 % y del 6,5 %, respectivamente, continuó avanzando en el primer trimestre del año, acumulándose unas ganancias del 6,7 % hasta mediados de marzo. Esta revalorización, superior a la de otras plazas europeas⁸, fue más intensa en las empresas de pequeña capitalización (10,8 %), mientras que el aumento del precio de las acciones de las empresas de mediana capitalización fue mucho menor (0,8 %). En el caso de los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, han vuelto a observarse avances significativos en lo que va de trimestre, que se acumulan a los importantes crecimientos del segundo semestre de 2016. Los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top acumulan avances del 8,6 % y del 11,2 %, respectivamente, en lo que va de año y se benefician del mejor comportamiento de algunas economías latinoamericanas como Brasil, así como de la apreciación de su divisa respecto al euro⁹.

Los mercados de renta variable se recuperaron en el último trimestre de 2016 gracias al mantenimiento de la política monetaria del BCE, la fortaleza del crecimiento económico y la mayor estabilidad política.

Los incrementos de las cotizaciones se han prolongado en los primeros meses de 2017 (el Ibex 35 ha repuntado un 6,7 %) en un contexto de volatilidad reducida y de descensos en los volúmenes de contratación.

8 Los principales índices europeos mostraron registros positivos: Dax (4,6 %), Cac (2,5 %), Eurostoxx 50 (3,6 %), Mib 30 (2,8 %).

9 En lo que va de año, el real brasileño se ha apreciado respecto al euro un 2,9 %.

Índices	%						I-17 (hasta el 15 de marzo)	
	2014	2015	2016	II-16 ¹	III-16 ¹	IV-16 ¹	% s/trim. ant.	% s/dic. 2016
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	-6,4	7,5	6,5	6,7	6,7
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	-6,7	7,7	6,7	6,6	6,6
Ibex Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	-7,6	7,8	3,5	0,8	0,8
Ibex Small Cap	-11,6	6,4	8,9	-8,1	11,6	6,3	10,8	10,8
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	-2,6	24,4	14,3	8,6	8,6
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	-5,6	29,3	17,0	11,2	11,2
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios								
	1,4	-24,2	-1,6	-14,0	10,4	21,0	5,7	5,7
Banca	1,6	-26,0	-1,8	-15,0	10,3	22,5	5,8	5,8
Seguros	-9,2	-5,0	15,5	1,8	20,5	16,8	3,5	3,5
Inmobiliarias y otros	36,3	18,4	-2,3	-3,4	0,1	0,9	5,7	5,7
Petróleo y energía								
	11,8	0,6	0,8	5,3	0,8	1,7	1,8	1,8
Petróleo	-15,1	-34,9	32,6	15,0	5,8	11,1	6,5	6,5
Electricidad y gas	21,7	9,6	-4,3	3,7	-0,1	-0,2	0,7	0,7
Mat. básicos, industria y construcción								
	-1,8	2,1	2,0	-5,7	12,6	-0,4	6,3	6,3
Construcción	8,9	4,9	-7,9	-8,2	9,5	-1,9	4,6	4,6
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-18,3	49,0	7,8	-4,0	16,2	-6,1	5,7	5,7
Minerales, metales y transformación de productos metálicos								
	4,5	-30,8	48,8	-1,2	21,7	11,6	11,8	11,8
Ingeniería y otros	-17,0	-39,6	9,9	3,4	14,3	6,5	4,4	4,4
Tecnología y telecomunicaciones								
	2,5	-5,2	-9,0	-9,7	9,0	2,8	10,2	10,2
Telecomunicaciones y otros	2,6	-12,3	-14,2	-13,6	7,0	-2,7	12,9	12,9
Electrónica y software	2,3	22,2	7,9	3,4	14,4	-3,0	4,0	4,0
Bienes de consumo								
	-1,5	30,9	0,2	0,9	7,0	-0,9	-1,9	-1,9
Textil, vestido y calzado	-1,1	33,6	2,6	1,2	10,4	-1,5	-5,5	-5,5
Alimentación y bebidas	-5,2	26,4	-5,4	-1,0	-1,2	-2,2	0,6	0,6
Productos farmacéuticos y biotecnología								
	-1,0	23,5	-6,4	2,5	-1,3	1,3	9,6	9,6
Servicios de consumo								
	10,0	10,4	-8,0	-10,2	7,3	0,9	8,4	8,4
Autopistas y aparcamientos	6,8	-7,9	-3,1	-4,1	5,0	-4,1	6,2	6,2
Transporte y distribución	27,9	29,6	-15,7	-19,5	7,9	4,3	11,9	11,9

Fuentes: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Con la excepción de las compañías del sector textil, todos los sectores iniciaron el año con un comportamiento positivo, aunque su evolución no fue homogénea. Las alzas más destacadas correspondieron al sector de las telecomunicaciones y a su principal compañía, que había estado muy penalizada durante la mayor parte de 2016, así como al sector de los servicios de consumo. Asimismo, aunque a un ritmo más moderado, continuó la recuperación de las cotizaciones de los valores del sector financiero, un sector sobre el que las perspectivas son mejores, pues los inversores perciben que se ha realizado la mayor parte de su saneamiento y que la subida de tipos de interés puede repercutir positivamente en el negocio de estas entidades. Por otro lado, destacaron los avances del sector del petróleo y de los minerales y metales, que continúan beneficiándose de la recuperación de los precios del petróleo y de las materias primas (véase el cuadro 6).

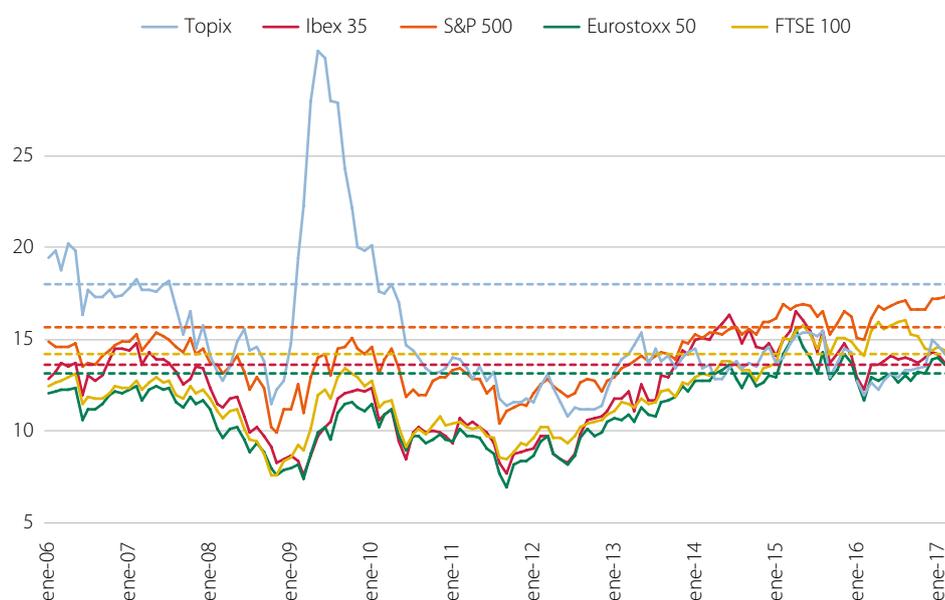
La evolución de las cotizaciones fue positiva en la mayoría de los sectores, incluido el financiero, sobre el que han mejorado las perspectivas de los inversores.

A pesar del avance de las cotizaciones en el trimestre, la mejora de los beneficios empresariales, así como la perspectiva de que esta tendencia continúe en los próximos meses, facilitó que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 disminuyera desde 14,3 a mediados de diciembre a 14 a mediados de marzo. Como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes presentaron un comportamiento dispar en el trimestre, aunque en general se mantuvieron por encima de sus valores medios durante el periodo 2000-2017¹⁰. Así, mientras que la ratio PER del índice japonés Topix disminuyó, debido a la perspectiva de mejora de los beneficios empresariales en la región, la del estadounidense S&P 500 aumentó, dada la significativa revalorización del índice, que está cerca de sus máximos históricos. En el caso del europeo Eurostoxx 50 y del británico FTSE 100, la ratio PER apenas presentó cambios.

Aunque las cotizaciones aumentaron durante el trimestre, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 disminuyó, debido al incremento de los beneficios esperados.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

10 Excepto del índice japonés Topix.

La volatilidad del Ibex 35 siguió cayendo en los primeros meses del año, en línea con la evolución de otros índices de renta variable, y se situó por debajo del 16 % en marzo, unos valores reducidos en términos históricos.

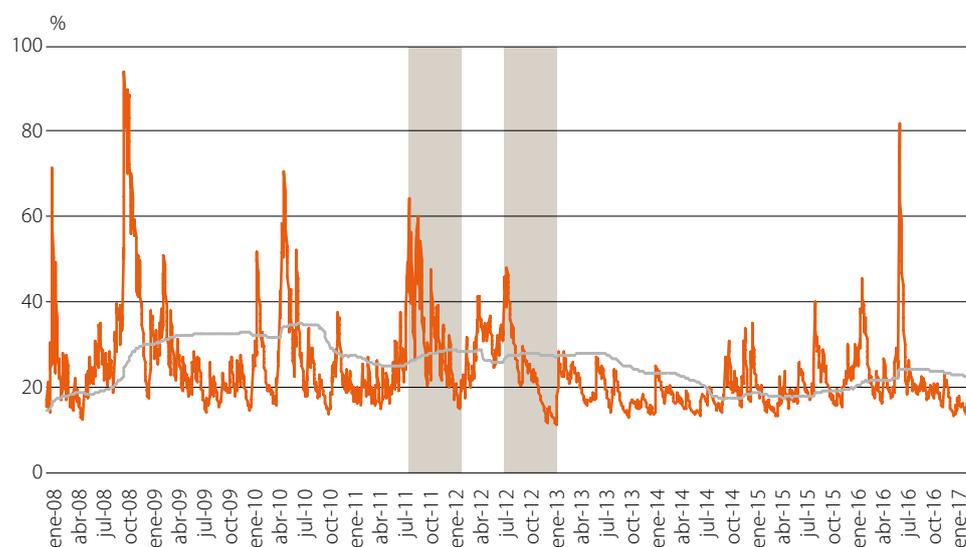
Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios durante el primer trimestre del año.

Como ya había sucedido en el último trimestre de 2016, la volatilidad del Ibex 35 volvió a caer notablemente, hasta situarse a finales del primer trimestre del año por debajo del 16 %. Este valor era ligeramente inferior a la media del último trimestre de 2016 (18,8 %), y significativamente menor a la media del conjunto del año (24 %). El comportamiento y la evolución de la volatilidad del mercado español fueron parecidos a los de otros índices europeos, como el Eurostoxx 50 (10 % al final del trimestre) o estadounidenses (el VIX alcanzó valores superiores al 12 %).

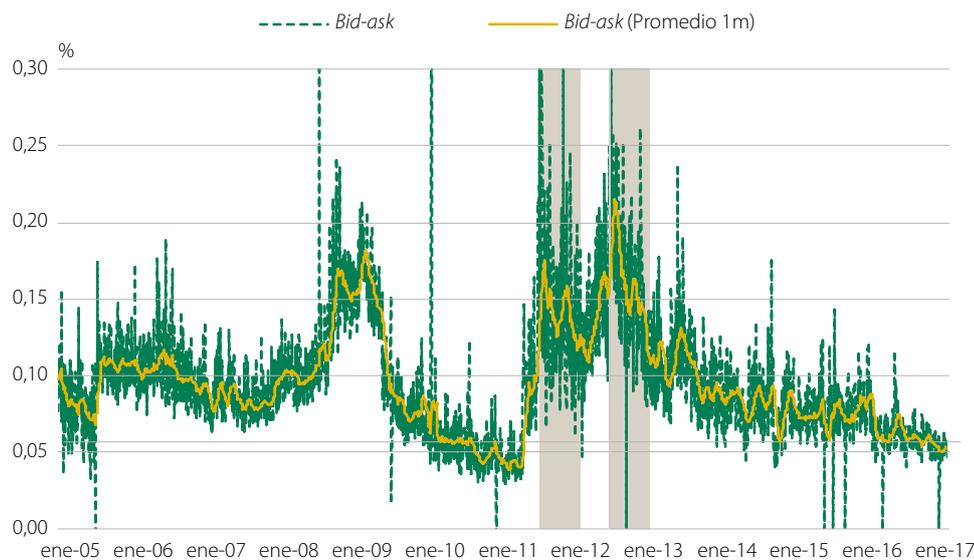
Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables en el primer trimestre del año, con tendencia a la mejoría, observándose una ligera disminución del *spread* a mediados de marzo. De forma parecida a la volatilidad, el diferencial de precios de compra-venta del Ibex 35 disminuyó desde el 0,06 % de finales de 2016 hasta niveles cercanos al 0,05 % en marzo, muy por debajo de la media histórica del indicador (0,098 %) y de la media del conjunto del año anterior (0,064 %).

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



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



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

Comunicado sobre la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo de 2017

RECUADRO 2

El 27 de febrero la CNMV emitió un comunicado dirigido a aquellas entidades sometidas a la obligación de intercambiar garantías en derivados OTC a partir del 1 de marzo. De acuerdo con el artículo 11.3 del EMIR¹, las entidades financieras y las entidades no financieras cuya actividad en derivados OTC supere ciertos umbrales deben dotarse de procedimientos que incluyan el intercambio de garantías en el caso de contratos de derivados bilaterales no compensados a través de una entidad de contrapartida central (ECC). Esta obligación se ha desarrollado en una norma técnica de regulación publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 15 de diciembre de 2016², que establece que las entidades deberán intercambiar garantías (*variation margins*) con sus contrapartes a partir del 1 de marzo de 2017.

El cumplimiento en la fecha prevista de este deber está generando dificultades a algunas entidades por la necesidad de ajustar sus acuerdos contractuales, de lo que se han hecho eco las Autoridades Europeas de Supervisión³ y la IOSCO⁴ en sendos comunicados publicados el pasado día 23 de febrero de 2017.

En línea con lo señalado en dichos comunicados, la CNMV tendrá en cuenta las referidas dificultades y la capacidad y circunstancias concretas de las entidades afectadas al valorar el grado y momento de cumplimiento de esta obligación.

En todo caso, la CNMV espera que las entidades que estén teniendo dificultades para cumplir satisfactoriamente los requisitos de intercambio de garantías a par-

tir del 1 de marzo de 2017 tomen las medidas necesarias para cumplirlos sin excepción a la mayor brevedad de acuerdo con un plan efectivo y realista. La CNMV espera que el nivel de cumplimiento se generalice en cuestión de semanas o de unos pocos meses y realizará actuaciones específicas de supervisión para comprobarlo.

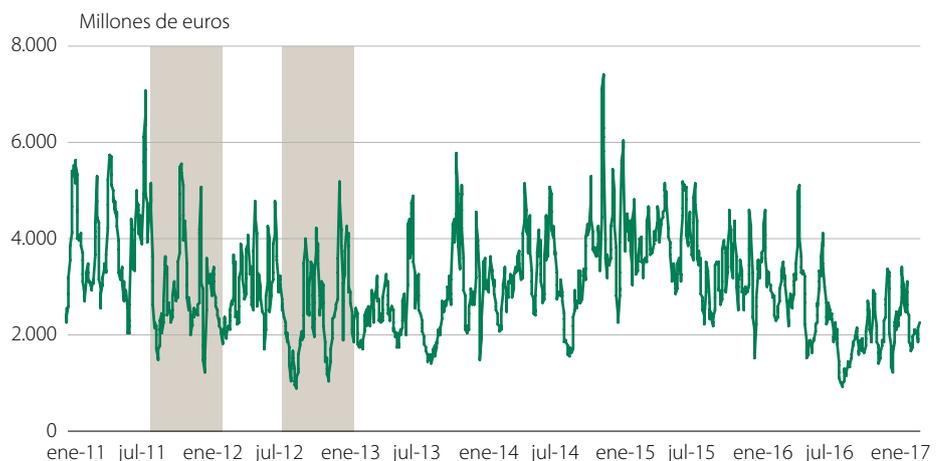
- 1 Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=EN>
- 2 Reglamento Delegado (UE) de la Comisión por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R2251&from=EN>
- 3 <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Statements/Statement%20-%20Variation%20margin%20exchange%20under%20the%20EMIR%20RTS%20on%20OTC%20derivatives.pdf>
- 4 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD556.pdf>

La negociación de valores españoles cayó un 19 % interanual en el primer trimestre del año y mantiene una tendencia descendente...

A pesar del comportamiento positivo de las cotizaciones en las bolsas, la contratación de renta variable española, que mejoró solo ligeramente en el último trimestre de 2016, mantiene las caídas observadas en trimestres anteriores, a causa del mantenimiento de la expansión de la negociación OTC, de las dudas acerca de los resultados de los procesos electorales en Europa, así como de la posibilidad de que se produzca un cambio en el sesgo de la política monetaria del BCE. Así, el volumen de contratación de la renta variable española disminuyó un 19 % interanual en el primer trimestre del año, situándose en 176 mil millones de euros. La caída de la contratación en las bolsas españolas fue mayor que en otras bolsas de referencia europeas. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo alcanzó los 2.325 millones en el primer trimestre del año, situándose por encima de los 1.784 y 2.130 millones de los dos trimestres anteriores, pero ligeramente por debajo de la media alcanzada en 2016 (2.479 millones), tal y como se observa en el gráfico 16.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



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

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) se situó en 54.600 millones de euros en el primer trimestre del año, lo que representa un avance del 4,5 % respecto al mismo periodo de 2016. De esta forma, la contratación de valores españoles en los mercados exteriores ha estabilizado su cuota de mercado en valores algo superiores al 30 %, en línea con los porcentajes observados durante la segunda mitad del año pasado, tras la entrada en vigor de la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores. En el conjunto del año pasado, esta proporción se situó en el 28,1 %. Como en trimestres anteriores, volvió a destacar la plataforma Chi-X, con 22.500 millones de euros contratados en lo que va de año y el 41 % de la negociación en el exterior, aunque su peso relativo siguió disminuyendo en beneficio del resto de plataformas competidoras: los nuevos operadores crecen de modo significativo y ya representan el 23 % de la negociación exterior.

... que no se produce en la negociación de estos valores en el exterior, cuya cuota de mercado es superior al 30 % de la negociación total.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2013	2014	2015	2016	III-16	IV-16	I-17 ²
Total	764.986,6	1.002.189,0	1.161.482,8	877.413,3	172.742,7	198.336,0	176.005,5
BME ³	687.580,7	850.027,7	926.238,6	631.117,8	116.217,3	134.687,5	121.387,4
Chi-X	53.396,7	95.973,0	150.139,9	117.419,4	25.332,5	29.055,3	22.503,2
Turquoise	11.707,9	28.497,5	35.680,5	51.051,8	13.288,1	12.243,4	9.552,9
BATS	10.632,1	18.671,0	35.857,6	44.839,8	8.814,8	10.845,4	9.999,1
Otros ⁴	1.669,2	9.019,8	13.566,2	32.984,5	9.089,9	11.504,4	12.562,8
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	5.640,0	14.508,9	12.417,7	6.033,0	1.539,1	1.632,3	1.819,6
MAB	5.896,3	7.723,2	6.441,7	5.066,2	1.021,7	1.845,9	1.148,8
Latibex	367,3	373,1	258,7	156,7	26,5	58,9	61,9
ETF	4.283,9	9.849,4	12.633,8	6.045,2	1.014,3	1.288,9	768,1
Total contratación BME	703.768,7	882.482,3	957.990,5	648.418,9	119.818,9	139.513,5	125.185,8
% RV española en BME respecto al total RV española	89,9	84,8	80,1	71,9	67,7	68,4	69,3

Fuentes: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Datos hasta el 15 de marzo.
- 3 Incluye la contratación en el SIBE, corros y segundo mercado.
- 4 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

A pesar de registrarse la primera OPV desde el segundo trimestre de 2016, el volumen de emisión de acciones cayó de modo significativo en el primer trimestre de 2017 debido al menor tamaño de las ampliaciones de capital.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales cayeron hasta los 2.151 millones de euros en el primer trimestre¹¹, lo que supone menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del año anterior (concretamente, un 55,6 %). En el primer trimestre del año tuvieron lugar las primeras ofertas públicas de venta de acciones (OPV) desde el segundo trimestre de 2016, correspondientes a una compañía de seguridad y gestión de efectivo, cuyo valor fue de 750 millones de euros, y a una inmobiliaria, cuyo valor fue de 431 millones de euros. Se espera que en los próximos meses se produzcan operaciones similares. Por otro lado, las ampliaciones de capital se concentraron en más de un 77 % en la modalidad de dividendo elección¹², que alcanzó valores superiores a los del mismo periodo de 2016. Asimismo, las ampliaciones de capital con derechos de suscripción preferente apenas alcanzaron los 150 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2014	2015	2016	II-16	III-16	IV-16	I-17
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	49	52	44	20	13	18	13
Ampliaciones de capital	47	47	44	20	13	18	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	3	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	2	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	147	115	84	24	15	24	14
Ampliaciones de capital	140	103	82	22	15	24	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	4	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	7	12	2	2	0	0	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	32.762,4	37.067,4	20.031,7	9.247,2	1.907,8	3.985,2	2.151,2
Ampliaciones de capital	27.875,5	28.735,8	19.525,0	8.740,6	1.907,8	3.985,2	1.401,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	807,6	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.729,2	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
De las cuales, dividendo elección ³	12.573,8	9.627,8	5.729,2	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
Ampliaciones de capital por conversión ⁴	3.757,9	2.162,5	3.660,5	230,7	342,6	78,6	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁵	2.814,5	367,0	1.791,8	0,0	238,3	1.502,6	58,0
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	5.534,0	174,8	4,6	147,2
Sin negociación de derechos de suscripción	2.909,9	8.645,9	1.022,5	935,0	5,8	16,3	111,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	506,6	0,0	0,0	750,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁶							
Número de emisores	9	16	16	3	8	7	2
Número de emisiones	15	18	21	4	8	7	2

11 Datos hasta el 15 de marzo.

12 Es habitual que en los primeros días de enero de cada año varias compañías de gran tamaño distribuyan dividendos.

	2014	2015	2016	II-16	III-16	IV-16	I-17
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	0,0	7,3	2,4	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo.

- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- 3 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- 4 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.
- 5 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 6 Operaciones no registradas en la CNMV.

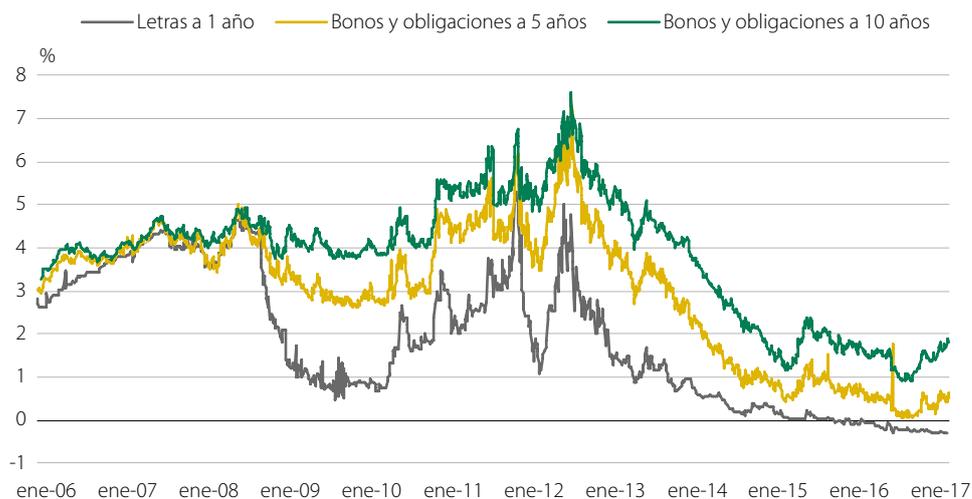
3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales, así como los de otras grandes economías avanzadas, finalizaron 2016 con incrementos significativos en las rentabilidades de los activos de deuda a medio y largo plazo, como consecuencia del nuevo escenario tras el cambio de Gobierno en EE. UU., ya que es previsible que se impongan un tono más expansivo en la política fiscal y un cambio de rumbo en la política monetaria de la Reserva Federal, que, de hecho, ya ha incrementado dos veces el tipo de interés oficial¹³. Estas subidas, que han continuado en los primeros meses de 2017 aunque de forma más moderada, se han producido en un contexto de mayor inflación y, en el caso europeo, de mayor incertidumbre, derivada de los procesos electorales que tendrán lugar en los próximos meses y de ciertas dudas en torno a la posible reorientación de la política monetaria del BCE¹⁴. Estos factores de incertidumbre de naturaleza europea también incidieron en la prima de riesgo de crédito soberano, que ha mostrado un incremento notable (de 40 p.b.) en los últimos seis meses, en línea con el comportamiento de otros países de la zona. En este contexto, las emisiones de deuda de los emisores españoles se han reducido en el primer trimestre del año, debido a la fuerte disminución de las emisiones de titulizaciones y de cédulas. Sin embargo, destaca el avance de las emisiones de bonos (tanto de las registradas en la CNMV como de las registradas en el exterior), que se explica, en parte, por la expectativa de las entidades sobre el encarecimiento progresivo de este tipo de financiación.

El nuevo escenario macroeconómico y financiero sobrevenido tras el cambio de Gobierno en EE. UU., junto con varias incertidumbres de carácter europeo, ha dado lugar a un repunte significativo en las rentabilidades de la deuda a largo plazo y de la prima de riesgo soberano.

13 En ambas ocasiones el incremento fue de 25 p.b. El primer aumento se produjo el 14 de diciembre de 2016, hasta localizarse en un rango entre el 0,50 % y el 0,75 %, y el segundo a mediados de marzo de 2017, cuando se situó entre el 0,75 % y el 1 %.

14 El BCE anunció en diciembre que ampliaba el plazo de su programa de compras de deuda pública y corporativa desde marzo hasta diciembre de 2017, aunque reducía el importe de las compras desde 80.000 hasta 60.000 millones mensuales.



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

La rentabilidad de los activos de deuda pública a corto plazo se ha mantenido en mínimos históricos, pero los de deuda privada muestran un ligero aumento.

Los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que habían alcanzado mínimos históricos tanto en el mercado primario como en el secundario, en el segundo semestre de 2016 se mantuvieron sin cambios relevantes, manteniéndose al margen de las alzas observadas en los tramos más largos. La política monetaria acomodaticia del BCE, que mantiene los tipos de interés oficiales en mínimos históricos, así como sus diferentes programas de compras de deuda¹⁵ siguen condicionando los movimientos de los tramos más cortos de la curva de deuda. A mediados de marzo, la rentabilidad en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses alcanzaba el -0,43 %, -0,35 % y -0,28 %, respectivamente, con descensos de entre 1 y 4 p.b., muy cerca de la rentabilidad mínima anual del -0,4 % fijada por el BCE para la facilidad marginal de depósito¹⁶. Todas las subastas del Tesoro han continuado resolviéndose a tipos negativos. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la tendencia ha sido diferente, puesto que, aunque sus tipos siguen en niveles muy bajos, vienen observándose ligeras alzas en los plazos de tres y seis meses (de entre 7 y 12 p.b.), que alejan los tipos de sus mínimos históricos, alcanzados en el trimestre anterior. Así, su rendimiento en el momento de su emisión se situaba en el 0,30 %, el 0,27 % y el 0,12 % a tres, seis y doce meses, respectivamente (véase el cuadro 9).

15 A principios de marzo de 2017 el BCE había adquirido deuda pública por un importe de 1.403.871 millones de euros, de los cuales 167.489 millones de euros correspondían a títulos españoles.

16 El BCE confirmó en su reunión del 9 de marzo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,4 %, respectivamente, así como el mantenimiento del programa de compras de deuda al menos hasta finales de este año, o más allá si fuese necesario.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16	mar-17 ²
Letras del Tesoro							
3 meses	0,12	-0,15	-0,47	-0,22	-0,42	-0,47	-0,43
6 meses	0,25	-0,01	-0,34	-0,18	-0,27	-0,34	-0,35
12 meses	0,34	-0,02	-0,25	-0,14	-0,23	-0,25	-0,28
Pagarés de empresa³							
3 meses	0,55	0,31	0,18	0,25	0,25	0,18	0,30
6 meses	0,91	0,42	0,20	0,49	0,35	0,20	0,27
12 meses	0,91	0,53	0,15	0,34	0,33	0,15	0,12

Fuentes: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de marzo.

3 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo, que aumentó significativamente en el último trimestre de 2016, ha seguido incrementándose en el primer trimestre del año, a consecuencia de las incertidumbres políticas asociadas a los procesos electorales que tendrán lugar en Europa en los próximos meses, en un contexto de mayor inflación. Las alzas han sido, eso sí, más moderadas (de entre 16 y 34 p.b.) y se han concentrado únicamente en el medio y largo plazo, observándose incluso retrocesos en el plazo de tres años. Así, a mediados de marzo, el rendimiento de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 0,02 %, el 0,51 % y el 1,78 %, respectivamente (véase el cuadro 10). La referencia a tres años se ha mantenido relativamente estable en los últimos seis meses, pero la de diez años, la más líquida, acumula alzas de 79 p.b. en el mismo periodo y vuelve a situarse en niveles similares a los de finales del año 2015.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado de modo significativo en los últimos seis meses por las incertidumbres políticas...

En el caso de la deuda corporativa, el comportamiento fue similar al de la deuda pública en la última parte del año anterior, pero inverso en lo que va de año. Así, los tipos de la deuda corporativa subieron entre 16 y 50 p.b. en el último trimestre de 2016, ante la perspectiva de que el BCE pudiese anticipar a marzo de este año la finalización de sus programas de compras de deuda, pero la confirmación en diciembre, por parte de su presidente, de que estos se extendían hasta diciembre de 2017 (si bien se reducía su importe de 80.000 a 60.000 millones de euros mensuales) permitió que la presión sobre los tipos de la misma se redujera y que su rendimiento haya vuelto a caer moderadamente en lo que va de año. Esta tendencia se ha visto, además, reforzada por las mejoras en las calificaciones crediticias de algunas grandes compañías, debido a su política de reducción del endeudamiento. El descenso de las rentabilidades ha sido más destacable en el plazo más corto (en torno a 31 p.b.), puesto que es el tramo de la curva sometido a mayor tensión, ya que recoge antes un posible cambio de sesgo de los tipos. En la fecha de cierre del informe (15 de marzo), las rentabilidades de la deuda privada en los plazos de tres, cinco y diez años se situaban en el 0,38 %, el 1,45 % y el 1,97 %, respectivamente.

... mientras que en la deuda corporativa las alzas han sido más moderadas.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16	mar-17 ²
Renta fija pública							
3 años	0,65	0,24	0,04	0,10	-0,05	0,04	0,02
5 años	0,96	0,72	0,35	0,46	0,12	0,35	0,51
10 años	1,77	1,72	1,44	1,47	0,99	1,44	1,78
Renta fija privada							
3 años	0,84	0,66	0,69	0,81	0,53	0,69	0,38
5 años	1,88	1,95	1,43	1,51	1,09	1,43	1,45
10 años	2,32	2,40	2,14	2,04	1,54	2,14	1,97

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

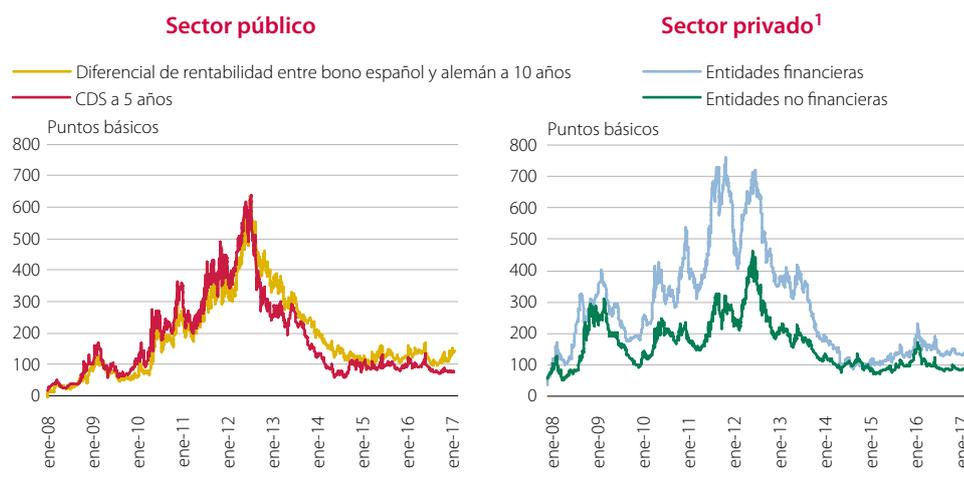
2 Datos a 15 de marzo.

Como en otras economías europeas, la prima de riesgo soberano se ha incrementado durante los últimos seis meses (40 p.b., hasta los 140 p.b.) debido al aumento de las incertidumbres políticas.

La prima de riesgo soberano ha acusado el cambio de escenario introducido por la nueva Administración estadounidense, así como la incertidumbre política en relación a los próximos procesos electorales en Europa. Así, el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a diez años y el alemán ha aumentado durante el último semestre, una tendencia compartida por otras economías europeas de referencia. De esta manera, en el último trimestre del año pasado el ascenso acumulado fue de 18 p.b., lo que dejaba la prima de riesgo en 118 p.b., apenas 3 p.b. por encima del nivel en el que había comenzado 2016. En el primer trimestre de 2017 el incremento ha sido de 22 p.b., lo que situaba la prima de riesgo en 140 p.b. a mediados de marzo. Por el contrario, la prima de riesgo del CDS del bono español apenas presentó volatilidad y su valor al cierre del trimestre era incluso ligeramente inferior al del comienzo del año (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

Las primas de riesgo del sector privado han tenido un comportamiento mucho más estable, al beneficiarse de los programas de compras de deuda del BCE y, en el caso de las entidades financieras, de un posible ascenso de los tipos de interés.

La tendencia de las primas de riesgo de los sectores privados de la economía no ha sido similar a la de la deuda soberana, pues se observa un grado mayor de estabilidad y ligeros retrocesos en algunos casos, que podrían explicarse parcialmente por el impacto positivo del programa de compras de deuda corporativa del BCE. En el caso de las entidades financieras, aunque no ha existido un programa de compra de deuda específico para ellas (no estaban incluidas en el programa de compras de deuda corporativa, pero sí se han beneficiado de los programas de compras de cédulas hipotecarias y, en menor medida, de titulizaciones), la leve disminución de la prima de riesgo durante los últimos seis meses puede asociarse a la repercusión positiva que un escenario de tipos de interés más altos tendría sobre los márgenes del sector. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de marzo en 139 p.b., unos niveles similares a los de finales de 2016 (136 p.b.), y algo inferiores a los del tercer trimestre de 2016 (145 p.b.). Asimismo, en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo a mediados de marzo ascendía a 85 p.b., ligeramente por debajo de las cifras del tercer y cuarto trimestre del año pasado (89 p.b.).



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

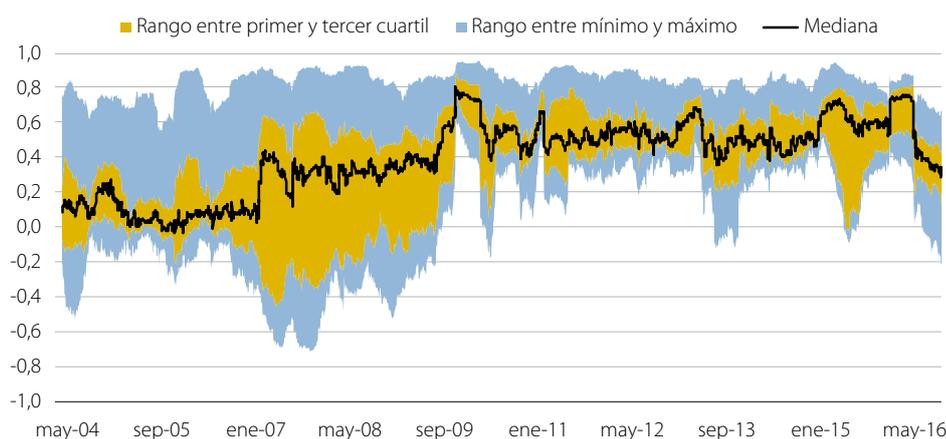
1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

El grado de correlación entre los precios de diferentes clases de activos financieros españoles de renta variable y renta fija, que ya había caído de modo significativo durante el último trimestre de 2016, tras disiparse los efectos del *brexit*, ha continuado cayendo durante el primer trimestre de 2017. Como se observa en el gráfico 19, la mediana de las correlaciones entre los distintos pares de activos disminuyó hasta situarse en sus valores mínimos desde 2010. Asimismo, el rango de correlaciones entre los activos se ha ampliado, debido principalmente a la caída de la correlación entre las cotizaciones de los valores de renta variable de las compañías del sector financiero, al alza en el último periodo considerado, y el bono soberano español a diez años, cuyos precios se han reducido en línea con el repunte del rendimiento de estos activos.

La correlación entre los precios de los activos financieros españoles ha seguido disminuyendo en el primer trimestre del año y su mediana alcanzaba valores mínimos desde el año 2010.

Indicador de correlación entre clases de activos¹

GRÁFICO 19



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

1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría un posible comportamiento gregario entre los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV se situaba en 17.415 millones de euros hasta mediados de marzo, menos de la mitad que un año antes.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre del año (hasta el 15 de marzo) han alcanzado los 17.429 millones de euros, la mitad de las registradas en el mismo periodo de 2016 y un tercio de las registradas en el último trimestre del año pasado. El volumen de emisiones, que se mantiene en niveles reducidos, sigue condicionado por la competencia y la mejora de las condiciones en la financiación bancaria tradicional, así como por el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías. En términos absolutos, las mayores caídas se observan en las titulaciones, cuyas emisiones se han reducido en casi 16 mil millones de euros en el primer trimestre, hasta los 1.130 millones, y, en menor medida, en las cédulas hipotecarias, con 4.393 millones menos, y en los pagarés, con 2.143 millones por debajo de las cifras del primer trimestre de 2016. Las emisiones de cédulas hipotecarias siguen beneficiándose en sus costes de emisión del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3)¹⁷, pero su volumen de emisión está condicionado por la evolución del saldo del crédito hipotecario en circulación, que sigue cayendo. Por el contrario, las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles han registrado un crecimiento del 55 %, y se situaban muy cerca de los 12 mil millones de euros, lo que supone más de dos terceras partes de todo lo emitido en el trimestre. Las perspectivas relacionadas con el incremento de los tipos de interés en los próximos meses pueden explicar, en parte, el mayor dinamismo de estas emisiones.

Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior han aumentado en los primeros compases de 2017, gracias al mayor dinamismo de las emisiones de los instrumentos a largo plazo.

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior durante las primeras semanas de este año fueron más del doble de las efectuadas en el mismo periodo de 2016, superando los 9.300 millones de euros. El aumento se concentró en los activos de largo plazo, pero se registró un leve descenso de las emisiones de pagarés. En términos relativos, el peso de estas emisiones se ha incrementado hasta el 35 % del importe total emitido por las empresas españolas (30 % en el conjunto de 2016). También han crecido las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se sitúan en 6.670 millones de euros, un 26 % más que en 2016. De este importe, más de dos tercios corresponden a empresas no financieras y el resto a bancos. En general, las empresas españolas han optado por continuar emitiendo deuda al descontar un posible encarecimiento en el futuro de esta vía de financiación, una vez que cambie el sesgo de la política monetaria del BCE.

17 Hasta el 3 de marzo, este programa acumulaba compras por un importe superior a 213 mil millones de euros, y de ellas un 31,5 % se habían adquirido en el mercado primario.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2013	2014	2015	2016	2016		2017
					III	IV	I ²
Registradas en la CNMV¹							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	138.839	130.258	136.607	139.026	13.529	55.524	17.429
Cédulas hipotecarias	24.800	23.838	31.375	31.643	0	11.500	2.250
Cédulas territoriales	8.115	1.853	10.400	7.250	2.500	2.000	0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.537	41.155	39.100	40.168	1.411	26.358	11.942
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803	750	53	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.593	29.008	28.370	35.505	4.186	9.625	1.130
Tramo nacional	24.980	26.972	25.147	32.229	3.865	8.541	718
Tramo internacional	3.613	2.036	3.222	3.276	321	1.084	412
Pagarés de empresa ³	43.991	33.654	27.310	22.960	3.931	6.040	2.108
De titulización	1.410	620	2.420	1.880	0	740	0
Resto de pagarés	42.581	33.034	24.890	21.080	3.931	5.300	2.108
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	1.500	1.500	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.776	7.999	5.452	4.279	733	1.435	0
Emisiones aseguradas	193	196	0	421	0	0	0
					2016		2017
En el exterior por emisores españoles	2013	2014	2015	2016	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	47.852	56.736	65.602	58.387	9.796	16.237	9.377
A largo plazo	34.452	35.281	32.362	31.455	4.234	9.740	6.645
Participaciones preferentes	1.653	5.602	2.250	1.200	0	0	0
Obligaciones subordinadas	750	3.000	2.918	2.333	170	620	0
Bonos y obligaciones	32.049	26.679	27.194	27.922	4.064	9.120	6.645
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	13.400	21.455	33.240	26.932	5.562	6.497	2.732
Pagarés de empresa	13.400	21.455	33.240	26.932	5.562	6.497	2.732
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2016		2017
	2013	2014	2015	2016	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	48.271	41.682	55.835	57.388	16.199	13.228	6.670
Instituciones financieras	8.071	9.990	15.424	12.171	4.484	2.226	2.026
Sociedades no financieras	40.200	31.691	40.411	45.217	11.715	11.002	4.643

Fuentes: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.

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

4 Datos disponibles hasta el 31 de enero.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁸

El patrimonio de los fondos de inversión creció más de un 7 % en 2016, a pesar del retroceso del primer trimestre. Este aumento tuvo su origen en las suscripciones efectuadas por los partícipes...

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 7,1 % durante 2016, hasta alcanzar los 237.862 millones de euros, consolidándose la senda expansiva iniciada en 2013 (véase el cuadro 13), aunque a un ritmo inferior. El año comenzó en negativo, con una contracción patrimonial durante los tres primeros meses del 1,7 %, pero la expansión de los tres trimestres posteriores compensó con creces el retroceso inicial. El aumento del patrimonio de los fondos se debió, casi en su totalidad, a las suscripciones por parte de los inversores, que fueron de 13.782,4 millones de euros en el año, superando los reembolsos del primer trimestre, que alcanzaron los 492,4 millones (véase el cuadro 12). Este comportamiento, no obstante, no fue generalizado en todas las categorías de fondos, ya que se produjeron algunos cambios en el patrón inversor de los partícipes respecto a los últimos años. Así, mientras que en 2015 los inversores, en un entorno de tipos de interés muy reducidos, parecían mostrar una apetencia por categorías de mayor riesgo (fondos mixtos, de retorno absoluto y globales), en 2016 se produjo, en general, una preferencia mayor por fondos más conservadores (renta fija o garantizados de renta variable), posiblemente por los episodios de incertidumbre que se produjeron en los mercados.

... que, en general, se decantaron por categorías más conservadoras, influidos por los periodos de turbulencias en los mercados financieros.

Como se observa en el cuadro 12, los fondos de renta fija recibieron el mayor volumen de suscripciones netas en 2016, con 7.614 millones de euros, seguidos por los fondos de gestión pasiva y los garantizados de renta variable, cuyas suscripciones netas fueron de 5.790 y 5.478 millones, respectivamente. También experimentaron elevadas suscripciones los fondos globales, cuya cifra fue de 3.580 millones. Por el contrario, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron en los fondos garantizados de renta fija (3.203), seguidos de cerca por los fondos mixtos, con reembolsos netos de 3.178 millones en el caso de los fondos mixtos de renta fija y de 3.030 millones en el de los de renta variable.

La rentabilidad de la cartera de los fondos fue algo inferior al 1 % en 2016 por las pérdidas registradas durante los primeros meses del año en los fondos de mayor riesgo.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue ligeramente inferior a un 1 % en 2016, una cifra similar a la del ejercicio anterior. Los fondos de renta variable registraron las rentabilidades más elevadas, del 4,2 % en el caso de los fondos de renta variable internacional y del 2,6 % en los de renta variable euro. En ambas categorías de fondos, la revalorización de la cartera durante el segundo semestre del año compensó las pérdidas del primero, y se mostró en consonancia con la evolución de las cotizaciones bursátiles. Tan solo los fondos garantizados de renta fija terminaron el año con una rentabilidad negativa, en este caso del -0,03 %, obteniéndose el rendimiento más bajo en el último trimestre.

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

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	35.972,7	23.466,6	13.782,4	-492,4	2.014,2	5.898,7	6.361,9
Rta. fija ¹	13.492,7	-5.351,4	7.613,8	2.078,5	1.836,1	2.400,8	1.298,4
Rta. fija mixta ²	15.712,0	21.167,5	-3.177,6	-1.604,4	-562,3	-1.200,0	189,1
Rta. vble. mixta ³	6.567,7	8.153,8	-3.030,2	-712,8	-383,0	-2.312,2	377,8
Rta. vble. euro ⁴	2.184,9	468,9	-542,9	-251,6	-410,1	-172,6	291,4
Rta. vble. internacional ⁵	531,8	4.060,5	346,6	-324,4	-99,6	237,2	533,4
Gar. rta. fija	-10.453,6	-6.807,4	-3.202,7	-1.268,2	-964,9	-813,1	-156,5
Gar. rta. vble. ⁶	-909,5	-2.599,8	5.478,4	1.752,9	1.520,5	770,1	1.434,9
Fondos globales	2.182,3	5.805,3	3.579,9	-78,0	-283,2	3.537,5	403,6
De gestión pasiva ⁷	4.970,9	-6.264,2	5.790,0	-152,4	1.328,1	2.983,2	1.631,1
Retorno absoluto ⁷	1.693,9	4.811,4	946,4	77,4	42,5	467,8	358,7

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

La reducción de la oferta de fondos iniciada en 2013 (381 menos en tres años), debida al proceso de racionalización que estaban llevando a cabo las sociedades gestoras, a la luz de los últimos datos parece haber finalizado. Así, el número de fondos a finales de diciembre de 2016 era de 1.805, uno más que al cierre de 2015. El mayor incremento se produjo en los fondos de renta variable mixta y en los fondos globales, con un aumento de 26 y 25, respectivamente. En el lado opuesto, la tipología de fondos con una mayor reducción de su oferta, en línea con los movimientos patrimoniales, correspondió a los fondos garantizados de renta fija, con 64 fondos menos. También se redujo el número de fondos de renta fija y el de garantizados de renta variable, con trece y siete fondos menos, respectivamente.

En línea con el comportamiento del patrimonio, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó un 7,4 %, hasta situarse por encima de los 8,2 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos globales, con 277 mil partícipes más, seguido de los fondos de gestión pasiva y de renta fija, con un aumento de 192 mil y 144 mil partícipes, respectivamente. Los fondos mixtos de renta variable, cuyo número de partícipes se había triplicado en los dos últimos años, fueron los que observaron la mayor salida de inversores, con 164 mil partícipes menos, hasta los 448 mil. También experimentaron una importante reducción los fondos garantizados de renta fija y los de renta fija mixta, con descensos de 164 mil y 86 mil partícipes, respectivamente. Cabe mencionar que, mientras en los primeros la tendencia descendente se venía produciendo desde 2014, en los segundos esta es la primera reducción en el número de partícipes en los últimos tres años.

Después del fuerte descenso de los últimos tres años, el número de fondos se ha estabilizado en una cifra algo superior a los 1.800.

El número de partícipes evolucionó en línea con el patrimonio y registró un avance del 7,4 % en 2016, hasta quedar por encima de los 8,2 millones.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 13

Número	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.799	1.809	1.810	1.805
Rta. fija ¹	359	319	306	309	312	308	306
Rta. fija mixta ²	123	132	148	135	138	146	148
Rta. vble. mixta ³	131	142	168	147	156	166	168
Rta. vble. euro ⁴	103	109	112	111	111	112	112
Rta. vble. internacional ⁵	191	200	201	201	197	201	201
Gar. rta. fija	280	186	122	171	155	135	122
Gar. rta. vble. ⁶	273	205	198	204	201	196	198
Fondos globales	162	178	203	185	198	200	203
De gestión pasiva ⁷	227	213	220	221	222	221	220
Retorno absoluto ⁷	102	97	106	92	98	104	106
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2
Rta. fija ¹	70.330,9	65.583,8	74.226,4	67.765,4	70.308,6	73.001,3	74.226,4
Rta. fija mixta ²	24.314,3	44.791,8	40.065,6	42.585,9	40.541,2	39.644,2	40.065,6
Rta. vble. mixta ³	13.570,4	21.502,9	16.310,6	20.170,2	17.595,1	15.601,3	16.310,6
Rta. vble. euro ⁴	8.401,5	9.092,9	8.665,9	8.160,0	7.410,3	7.795,7	8.665,9
Rta. vble. internacional ⁵	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.162,8	15.424,4	16.274,4	17.678,8
Gar. rta. fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	10.818,8	9.854,5	9.066,1	8.679,8
Gar. rta. vble. ⁶	12.196,4	9.966,6	15.475,7	11.862,3	13.277,3	14.064,6	15.475,7
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	12.300,8	16.190,4	20.067,8	20.916,8
De gestión pasiva ⁷	23.837,5	17.731,1	23.601,6	17.403,6	18.534,2	21.872,0	23.601,6
Retorno absoluto ⁷	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.073,7	11.134,1	11.704,0	12.215,2
Participes							
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.699.646	7.800.091	8.022.685	8.253.611
Rta. fija ¹	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.222.005	2.274.700	2.315.533	2.347.984
Rta. fija mixta ²	603.099	1.130.190	1.043.798	1.113.180	1.075.219	1.033.454	1.043.798
Rta. vble. mixta ³	377.265	612.276	448.491	596.136	556.818	451.040	448.491
Rta. vble. euro ⁴	381.822	422.469	395.697	412.495	392.465	387.786	395.697
Rta. vble. internacional ⁵	705.055	1.041.517	1.172.287	1.052.810	1.052.225	1.138.697	1.172.287
Gar. rta. fija	669.448	423.409	307.771	378.017	355.577	325.955	307.771
Gar. rta. vble. ⁶	557.030	417.843	552.445	463.423	497.543	515.563	552.445
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	383.066	456.609	625.931	658.722
De gestión pasiva ⁷	686.526	554.698	746.233	557.262	609.995	681.545	746.233
Retorno absoluto ⁷	264.324	479.182	565.325	505.442	513.724	532.151	565.325
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	3,67	0,89	0,98	-1,36	-0,03	1,34	1,05
Rta. fija ¹	2,41	0,10	0,52	0,16	0,23	0,34	-0,21
Rta. fija mixta ²	3,67	0,16	0,27	-1,27	0,30	0,69	0,56
Rta. vble. mixta ³	4,70	0,15	1,19	-2,84	0,00	1,75	2,35
Rta. vble. euro ⁴	2,09	3,44	2,61	-6,99	-4,49	7,89	7,06
Rta. vble. internacional ⁵	6,61	7,84	4,15	-4,62	-0,44	4,00	5,46
Gar. rta. fija	2,54	0,27	-0,03	0,09	0,19	0,27	-0,58
Gar. rta. vble. ⁶	2,64	1,07	0,19	-0,87	0,37	0,97	-0,27
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	-2,21	0,02	2,10	2,13
De gestión pasiva ⁷	7,74	0,53	1,16	-1,13	-0,03	1,63	0,71
Retorno absoluto ⁷	1,98	0,12	0,38	-0,51	0,12	0,65	0,12

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2014, 2015 y 2016. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

De acuerdo con los datos provisionales del mes de enero de este año, se mantiene la tendencia expansiva de la industria de fondos de inversión. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un ligero 0,5 %, hasta los 239 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado en unos 150 mil, hasta los 8,4 millones. El número de fondos, por su parte, se habría mantenido bastante estable.

La expansión de la industria de fondos continuó en enero de este año.

La proporción de activos poco líquidos de la cartera de renta fija de los fondos de inversión, que se había reducido de forma sustancial durante los últimos años, se ha estabilizado durante 2015 y 2016. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión ha oscilado entre el 1,2 % y el 1,4 % del patrimonio total en los últimos trimestres, cifras que quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando esta proporción llegó prácticamente al 9 %. A cierre de 2016, el volumen de activos de liquidez reducida se situaba en 2.960 millones de euros, lo que suponía un 1,24 % del patrimonio, el mismo porcentaje que en el mes de septiembre y ligeramente inferior al de finales de 2015 (1,4 %). En cuanto a la composición de estos activos, cabe mencionar el descenso progresivo durante la segunda mitad del año de los activos de baja liquidez de la cartera de renta fija de entidades financieras, con una reducción entre junio y diciembre de 471 millones de euros (-27,9 %). En cambio, las titulizaciones con escasa liquidez aumentaron en el mismo periodo en 45 millones, una cifra que en valor absoluto no es muy elevada pero que, en términos relativos, supone un incremento significativo, al pasar del 59 % sobre el total de titulizaciones al 73 %.

La proporción de activos poco líquidos en la cartera de los fondos de inversión se mantiene en niveles reducidos (1,2 % del patrimonio total de los fondos).

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-16	sep-16	dic-16	jun-16	sep-16	dic-16
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	77	43	43	7%	4%	4%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.611	1.266	1.174	8%	6%	5%
Renta fija no financiera	463	627	760	4%	5%	6%
Titulizaciones	939	917	984	59%	62%	73%
Titulización AAA	23	20	116	87%	87%	100%
Resto de titulizaciones	915	897	869	58%	61%	71%
Total	3.089	2.852	2.960	8,6%	7,6%	7,7%
% sobre patrimonio FI	1,4	1,2	1,2			

Fuente: CNMV.

Nueva evaluación del Programa de Educación Financiera en la ESO

RECUADRO 3

Este programa, contemplado en el Plan de Educación Financiera impulsado desde el año 2008 por el Banco de España y la CNMV, cuenta entre sus líneas de acción prioritarias con el fomento de la educación financiera en los colegios, de acuerdo con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Para concretar esta prioridad, se viene desarrollado desde 2010 un programa dirigido a estudiantes de Educación Secundaria Obligatoria (ESO) de los centros edu-

cativos que voluntariamente deciden participar en esta iniciativa, a los que se imparte formación financiera en su horario escolar. Para ello, los centros participantes cuentan con un manual del profesor y otro que recibe el alumno, proporcionados por el Plan a través del portal Gepeese (<http://www.finanzasparatodos.es/gepeese/es/index.html>). Estos manuales están divididos en diez temas adaptados al marco de aprendizaje que contempla el Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes de la OCDE (más conocido por sus siglas en inglés, PISA) en el ámbito de la competencia financiera. Estos materiales pedagógicos se centran fundamentalmente en el ahorro, los medios de pago, las relaciones bancarias y el consumo responsable.

Para conocer el impacto de este programa, se han realizado diversas evaluaciones. La última corresponde a la realizada en centros públicos y privados de enseñanza secundaria, con alumnos de 3.º de la ESO, durante el curso 2014-2015. Se utilizaron grupos de control y de tratamiento, lo que permitió realizar comparaciones entre los alumnos que habían recibido formación financiera y los que no. Se compararon variables tales como su conocimiento financiero, sus actitudes hacia el dinero o sus elecciones monetarias.

Entre las conclusiones obtenidas en la evaluación destacan los siguientes aspectos:

- Los alumnos que recibieron el curso de educación financiera obtuvieron mejores resultados en los test de conocimientos financieros que los alumnos que no recibieron dicho curso.
- La participación en este programa aumentó especialmente el conocimiento de los alumnos en materia de «relaciones bancarias» (por ejemplo, en lo relativo a apertura y cancelación de cuentas bancarias, consecuencias de incurrir en descubierto o conocimiento sobre comisiones bancarias), pero su impacto resultó menos evidente en lo referido a temas como el ahorro, los medios de pago o el consumo responsable.
- El curso de educación financiera incrementó significativamente la proporción de alumnos que habla con sus padres sobre asuntos económicos, lo que apunta a la idea de que el Plan de Educación Financiera puede redundar en beneficio de los alumnos que lo reciben y de sus familias.
- Se produjo un cambio en las actitudes de los alumnos con respecto a sus preferencias temporales de consumo tras recibir el curso, incrementándose su «paciencia» a la hora de enfrentarse a elecciones monetarias hipotéticas (i. e. incremento de la proporción de alumnos que elige una opción de consumo futuro frente al consumo presente).
- Tras haber recibido el curso, aumentó el porcentaje de alumnos que realizó algún trabajo para obtener ingresos, lo que sugiere que este programa puede favorecer una mayor implicación de los alumnos en las cuestiones financieras de sus familias.

IIC inmobiliarias

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias experimentaron ligeros retrocesos durante todo el año 2016.

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que son los que más sufrieron durante la crisis, registraron un retroceso patrimonial a lo largo de 2016 del 5,3 %, hasta los 370,1 millones de euros. La causa de esta contracción fue la rentabilidad negativa que experimentaron los FII durante todo el año, que en términos acumulados fue del -5,4 % (-1,8 % en el último trimestre). Aunque estos valores son mejores que los que se observaron durante los años centrales de la crisis, no parece que la recuperación del sector inmobiliario esté repercutiendo positivamente en el rendimiento de la cartera de los FII, cuyo número de partícipes, por otra parte, no aumentó a lo largo de 2016, manteniéndose el número de fondos en tres.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también permaneció constante durante 2016, por lo que a finales de año había un total de seis entidades. Su patrimonio total apenas creció un 0,7 %, hasta situarse en 707,3 millones de euros, pero el número de accionistas experimentó un aumento importante: pasó de 583 a 674. Este hecho tuvo lugar por el fuerte incremento de los partícipes producido en la última sociedad dada de alta en 2015, entre abril y septiembre.

IIC de inversión libre

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación oficial en España de las IIC de tipo *hedge fund*) experimentó una ligera contracción en 2016 del 1,2 %, situándose a finales de noviembre en 2.059 millones de euros. A finales de año, el número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 48, la misma cifra que un año antes, aunque aumentó el número de IIC de inversión libre (de 37 a 41) y se redujo el de IIC de inversión libre (de 11 a 7). El número de estas últimas retrocede desde el inicio de la crisis, cuando llegaron a existir 41 entidades de este tipo.

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), apenas se produjeron cambios en las variables más relevantes. De esta forma, el patrimonio se situó en 1.766,1 millones de euros a finales de noviembre, tan solo dos millones por encima de la cifra de finales de 2015 (véase el cuadro 15), a causa de la compensación entre unas suscripciones netas negativas no excesivamente cuantiosas (-32 millones de euros) y la revalorización de la cartera en el global del año (1,75 %). Por otra parte, el número de partícipes disminuyó un 5,3 % y se situó en 2.925.

Las IIC inmobiliarias experimentaron retrocesos en 2016...

... que fueron más intensos en el caso de los fondos de inversión inmobiliaria por la rentabilidad negativa de su cartera.

En el caso de las sociedades de inversión inmobiliaria, el patrimonio permaneció constante, pero el número de accionistas experimentó un repunte significativo.

En 2016, el patrimonio de las IIC de inversión libre disminuyó un 1,2 %, hasta una cifra algo superior a los dos mil millones de euros.

El patrimonio de las IIC puras de inversión libre se mantuvo estable, pues se compensaron los reembolsos producidos con la leve revalorización de la cartera.

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

CUADRO 15

	2014	2015	2016	2016			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	37	37	41	37	39	40	41
Participes	2.819	3.089	2.925	3.011	2.928	2.916	2.925
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.766,1	1.652,2	1.690,2	1.793,0	1.766,1
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	1,75	-1,30	-0,50	3,62	-0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	18	11	7	11	10	10	7
Participes	2.734	1.265	1.242	1.262	1.255	1.244	1.242
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	292,8	306,3	290,7	286,7	292,8
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,00	-2,89	0,56	0,48	2,14

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta noviembre de 2016, excepto en el número de entidades, con datos a diciembre del mismo año.

Los fondos de fondos de inversión libre siguieron mostrando caídas en todas sus magnitudes (activos, número de entidades y participes).

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), continuó la tendencia contractiva de los últimos años, con una disminución patrimonial a lo largo de 2016 del 8,4 %, hasta los 292,8 millones de euros. A pesar de que el número de estas entidades se redujo de forma importante en 2016 (cuatro bajas), el número de participes no cayó proporcionalmente: solo lo hizo en un 1,8 %, hasta los 1.242. Por su parte, la rentabilidad de estas instituciones en el global del año fue casi nula. Su rendimiento positivo entre septiembre y noviembre (2,1 %) no pudo compensar las cifras negativas del primer trimestre (-2,9 %).

IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España iniciada en 2012 continuó el año pasado, pero a un ritmo inferior.

La fuerte expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó a mediados de 2012¹⁹, continuó en 2016, aunque a un ritmo mucho menor. Así, el patrimonio de estas IIC se incrementó un 6,4 % durante este último año (un 2,2 % en el último trimestre), hasta los 114.990 millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 20, este volumen representa el 29,6 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, un porcentaje que se ha mantenido bastante estable desde finales de 2015.

La expansión de las IIC extranjeras en 2016 se debió sobre todo al crecimiento de los fondos de inversión, cuyo patrimonio aumentó casi un 40 % en el conjunto del año.

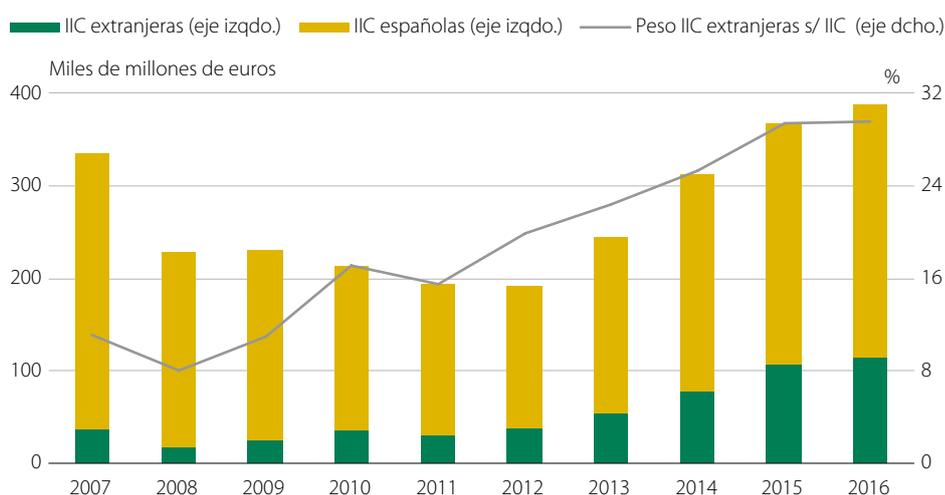
Este aumento de la inversión de las IIC extranjeras tuvo su origen, especialmente, en los fondos de inversión, cuyo patrimonio se incrementó un 9,4 % en el último trimestre de 2016 y un 39,4 % en el global del año. En el caso de las sociedades, que son las entidades con mayor inversión, el patrimonio se mantuvo prácticamente constante, con un avance anual del 0,9 %, hasta los 93.653 millones. En consonancia con esta expansión, el número de inversores creció un 24,8 % en el caso de los fondos y un 2,3 % en el de las sociedades (5,3 % y 0,4 % entre septiembre y diciembre, respectiva-

19 Desde mediados de 2012 hasta finales de 2015 la inversión de estas IIC se triplicó.

mente), hasta alcanzar un total de 1,75 millones, un 6,3 % por encima de la cifra de diciembre de 2015. El número de instituciones, por su parte, aumentó en ambos casos, con 16 fondos y 45 sociedades más registrados en la CNMV durante 2016, con lo que al cierre del año había 441 y 500 instituciones, respectivamente. La mayor parte de las altas procedían, como en los años previos, de Luxemburgo e Irlanda. Durante los primeros meses del año han continuado dándose de alta nuevas entidades, por lo que a finales de febrero el número total se ha incrementado hasta 958.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La industria de inversión colectiva continúa la recuperación que inició en 2013 después de varios años complicados durante la crisis, aunque los incrementos de patrimonio que se observan son cada vez más moderados. Si bien es cierto que en el corto y medio plazo la inversión colectiva puede seguir beneficiándose de un entorno de bajos tipos de interés, las turbulencias en los mercados de renta fija y la volatilidad de los mercados de renta variable suponen un riesgo potencial para esta industria. La combinación de estos dos factores ha provocado que en los primeros años de recuperación de la industria de inversión colectiva los inversores se decantaran por fondos con niveles de riesgo considerados superiores a los que tradicionalmente solía asumir el inversor español, mientras que en el último año se está retornando a fondos considerados más seguros, como son los de renta fija.

La expansión de la industria de fondos de inversión continuará a medio plazo si se mantienen los tipos de interés tan reducidos, aunque no será inmune a las turbulencias en los mercados financieros.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Sociedades y agencias de valores

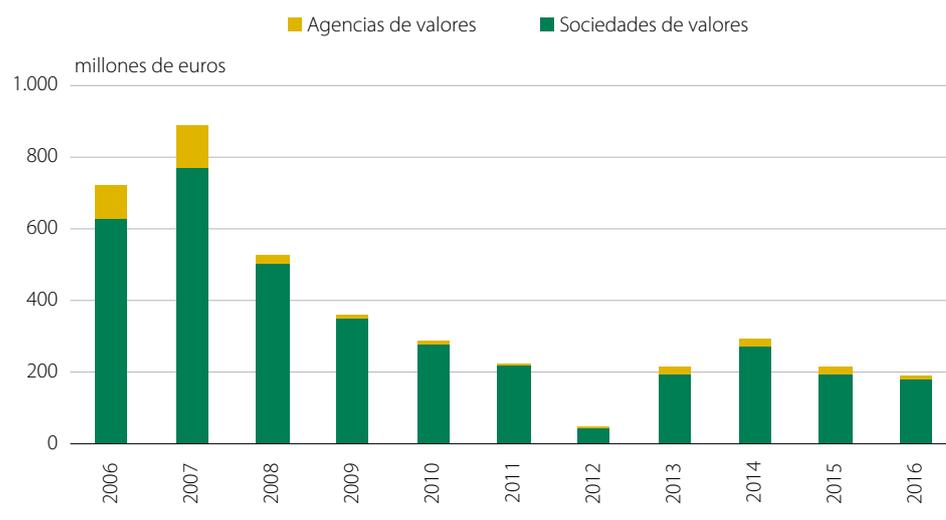
Durante 2016, la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se desarrolló en un contexto de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros, lo que se reflejó en un retroceso de los resultados del sector. En conjunto, los beneficios agregados de estas entidades ascendieron a 195,2 millones de euros, una cifra un

En 2016 se registró un nuevo descenso en el beneficio agregado de las ESI, en un marco de mayor inestabilidad en los mercados.

10,8 % inferior a la del ejercicio anterior (véase el gráfico 21). Por segundo año consecutivo se observa una disminución de los beneficios de estas entidades, después del avance significativo registrado durante 2013 y 2014. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de año había un total de 83²⁰, dos más que a finales de 2015, ya que se produjeron once altas y nueve bajas. Del total de ESI, 45 poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE, seis mediante presencia física (sucursal), igual que en 2015, y 39 bajo la modalidad de libre prestación de servicios, una menos que a finales del año anterior.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SV se situaron en 181 millones de euros, un 6 % menos que en 2015, debido tanto al descenso de los ingresos por comisiones...

Las sociedades de valores (SV), cuyos beneficios representan alrededor del 90 % del total del sector, experimentaron una contracción de su actividad a lo largo de 2016. Así, estas entidades obtuvieron unos beneficios agregados antes de impuestos de 181,2 millones de euros, un 6 % menos que en 2015 (véase el cuadro 16). Este empeoramiento tuvo su origen en la contracción tanto de los ingresos por comisiones como del resultado de las inversiones financieras. En el caso de los primeros, la reducción respecto a 2015 fue del 12,4 %, hasta los 538,6 millones de euros. Las comisiones procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes fueron, en términos absolutos, las que experimentaron el mayor descenso, situándose en 245,7 millones de euros a finales de 2016, un 23,9 % menos que las obtenidas en el mismo periodo del año anterior. Estas comisiones siguen siendo las más importantes para las SV, pero su peso relativo se ha reducido desde el 70 % de las comisiones totales hasta cerca del 50 %, debido al descenso de los corretajes aplicados a las operaciones. Por el contrario, las segundas comisiones en importancia, las obtenidas por la comercialización de IIC, crecieron un ligero 2,2 %, hasta los 75,5 millones (en 2015 ya habían aumentado un 17,4 %). También cabe mencionar el incremento sustancial de las comisiones por depósito y anotación de valores, que han alcanzado casi los 50 millones, el doble que durante el ejercicio anterior.

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

En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, como se ha mencionado con anterioridad, destaca el descenso del resultado de inversiones financieras, que experimentaron una contracción del 51,7 %, hasta los 104,3 millones de euros. Por otro lado, los efectos positivos de la reducción de las comisiones satisfechas en un 14,1 % y el aumento de las diferencias de cambio netas en un 79,1 % hicieron que finalmente el margen bruto se situara a finales de diciembre en 530,6 millones de euros, solo un 6,2 % por debajo de la cifra de cierre de 2015. Esto, unido al descenso de los gastos de explotación en una proporción mucho menor que los ingresos, concretamente un 5 %, hasta los 351,9 millones de euros, supuso una reducción del resultado de explotación del 9,2 %, hasta los 169,5 millones de euros.

Las agencias de valores (AV) sufrieron la inestabilidad presente en los mercados de una forma más acusada: sus beneficios agregados antes de impuestos descendieron en 2016 un 52,5 %, hasta los 10,1 millones de euros. Las causas principales de estos resultados deben buscarse en la contracción de los ingresos derivados de las comisiones, igual que en el caso de las SV, y en el incremento, aunque leve, de los gastos de explotación. En cuanto a las comisiones, cabe destacar el retroceso de las dos más importantes para las AV, las comisiones por comercialización de IIC y las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que representan conjuntamente cerca del 60 % del total. Las primeras retrocedieron un 5 %, hasta los 50,5 millones, mientras que en el caso de las segundas, la contracción fue mayor, de un 24,1 %, porcentaje muy similar al experimentado por las SV. En cambio, las comisiones por gestión de carteras, que habían ido perdiendo importancia durante los últimos años, experimentaron un avance del 3,2 %, hasta los 11,1 millones. Esto hizo que el margen bruto se situara a finales de 2016 en 108,2 millones de euros, un 7,2 % por debajo de la cifra de 2015, y que, unido al mencionado incremento de los gastos de explotación, el resultado de explotación, finalmente, experimentara un retroceso del 54,2 %, hasta los 10,1 millones de euros.

... como al empeoramiento del resultado de las inversiones financieras.

Los beneficios antes de impuestos de las AV cayeron más del 50 % en 2016, debido a la caída de sus ingresos por comisiones y, en menor medida, al leve aumento de los gastos de explotación.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic-15	dic-16	%var.	dic-15	dic-16	% var.
1. Margen de intereses	55.570	53.930	-3,0	884	903	2,1
2. Comisiones netas	422.542	373.552	-11,6	113.904	108.111	-5,1
2.1. Comisiones percibidas	614.705	538.586	-12,4	135.320	129.682	-4,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	322.857	245.700	-23,9	31.845	24.181	-24,1
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	11.556	5.955	-48,5	3.829	3.193	-16,6
2.1.3. Depósito y anotación de valores	24.358	47.843	96,4	521	603	15,7
2.1.4. Gestión de carteras	22.541	23.738	5,3	10.711	11.054	3,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.930	2.547	-13,1	7.636	8.614	12,8
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.497	2.155	44,0	216	40	-81,5
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	73.889	75.505	2,2	53.169	50.504	-5,0
2.1.9. Otras	155.077	135.143	-12,9	27.393	31.494	15,0
2.2. Comisiones satisfechas	192.163	165.034	-14,1	21.416	21.571	0,7
3. Resultado de inversiones financieras	215.861	104.292	-51,7	592	245	-58,6
4. Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.731	79,1	730	154	-78,9
5. Otros productos y cargas de explotación	14.345	28.554	99,1	467	-1.184	-
MARGEN BRUTO	565.773	530.597	-6,2	116.577	108.229	-7,2
6. Gastos de explotación	370.419	351.951	-5,0	93.222	95.142	2,1
7. Amortizaciones y otras dotaciones	12.222	10.451	-14,5	1.180	2.891	145,0
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-3.643	-1.304	64,2	27	56	107,4
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	186.771	169.499	-9,2	22.148	10.140	-54,2
9. Otras ganancias y pérdidas	6.005	11.695	94,8	633	682	7,7
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	192.776	181.194	-6,0	22.781	10.822	-52,5
10. Impuesto sobre beneficios	51.485	40.673	-21,0	5.515	3.840	-30,4
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	141.291	140.521	-0,5	17.266	6.982	-59,6
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	141.291	140.521	-0,5	17.266	6.982	-59,6

Fuente: CNMV.

A pesar de la caída de los beneficios, la rentabilidad del sector de las ESI registró un leve aumento en 2016.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un ligero incremento entre finales de 2015 y finales de 2016, al pasar del 15,3 % al 16 %, a pesar del comportamiento negativo de los resultados. Este avance tuvo su origen únicamente en las sociedades de valores, cuyo ROE aumentó en más de un punto porcentual, para situarse en el 16,2 %. En el caso de las agencias de valores, por el contrario, se produjo un descenso importante durante 2016, ya que pasó del 21,5 % al 11,5 % (véase el panel izquierdo del gráfico 22).

En 2016 se redujo tanto el número de entidades en pérdidas (en dos) como el volumen de las pérdidas (-11 %).

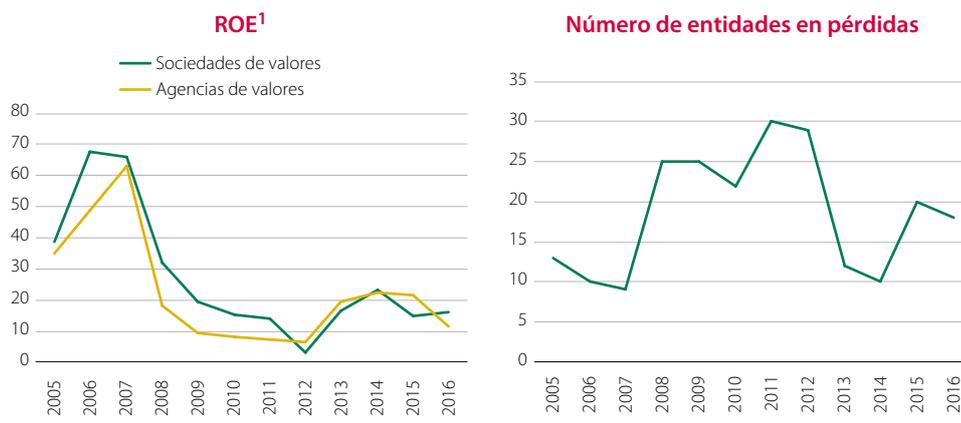
El número de entidades en pérdidas del sector se redujo durante el año hasta las 18, después de que en 2015 se cerrara el ejercicio con 20. En concreto, había 7 sociedades de valores y 11 agencias de valores en pérdidas; en ambos casos, una menos que a finales del año anterior (véase el panel derecho del gráfico 22). El valor total de las

pérdidas acumulado durante el año ascendió a 16,4 millones de euros, un 11,4 % por debajo de la cifra del ejercicio anterior.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientes durante todo 2016. De esta forma, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia²¹, definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se mantuvo prácticamente constante para las ESI entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, pasando de 4,8 a 4,7 para las SV y de 2,2 a 2,3 para las AV (véase el gráfico 23). Hay que señalar, no obstante, que estos márgenes holgados se obtienen a través de cantidades absolutas de fondos propios no muy significativas, especialmente en el caso de las AV.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientes durante todo 2016.

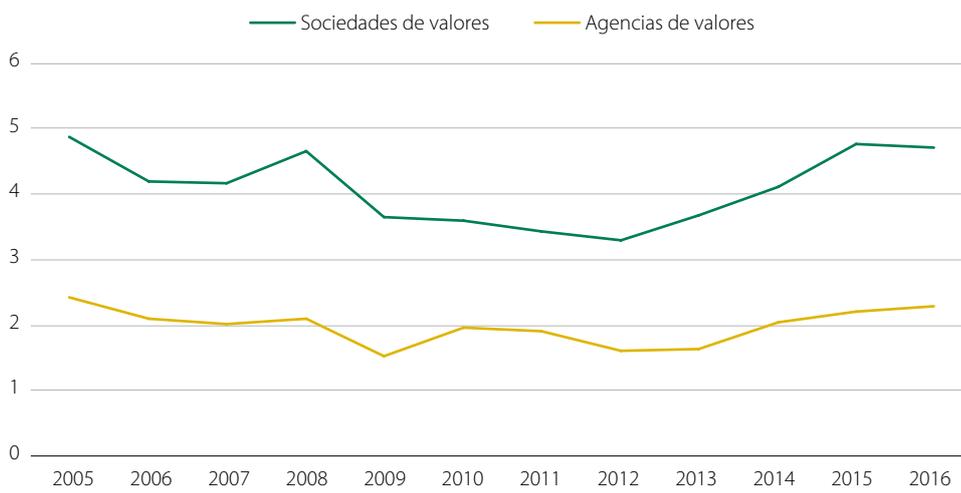
ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %) GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

21 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados: 12 de las 83 empresas de servicios de inversión estaban exentas de hacerlo en el mes de septiembre.

Empresas de asesoramiento financiero

La actividad de las EAFI continuó creciendo en 2016, con un incremento en el volumen de patrimonio asesorado del 11 %.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó creciendo de forma sostenible en 2016. Así, el volumen de patrimonio asesorado se incrementó a lo largo del año un 11 % en relación con las cifras de cierre de 2015 y se situó en 28,2 mil millones de euros, una cifra que prácticamente dobla a la de 2012. Como se puede observar en el cuadro 17, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se mantuvo en unas proporciones similares a las del año anterior. De esta forma, el patrimonio correspondiente a clientes minoristas representaba un 26,4 % (26,7 % en 2015), a profesionales un 19,2 % (20,1 % un año antes) y un 54,4 % a contrapartes elegibles²² (epígrafe «otros»).

Sin embargo, los ingresos percibidos por comisiones descendieron un 8,2 %.

A pesar del incremento en el volumen de activos gestionados, los ingresos por comisiones se contrajeron un 8,2 % en 2016 respecto a la misma cifra de 2015, hasta los 52,1 millones de euros, como consecuencia del descenso de las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes en un 10,4 % (los ingresos procedentes de otras entidades aumentaron un 2,3 %). El número de EAFI, por su parte, también se incrementó durante 2016, desde 154 a finales de 2015 hasta 160.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero*

CUADRO 17

Importes en miles de euros	2014	2015	2016	% var. 16/15
NÚMERO DE ENTIDADES	143	154	160	3,9
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	21.379.858	25.366.197	28.154.829	11,0
Clientes minoristas	5.707.640	6.777.181	7.435.241	9,7
Clientes profesionales	4.828.459	5.109.979	5.413.702	5,9
Otros	10.843.759	13.479.037	15.305.886	13,6
NÚMERO DE CLIENTES^{1,2}	4.635	5.544	5.895	6,3
Clientes minoristas	4.319	5.156	5.476	6,2
Clientes profesionales	276	319	326	2,2
Otros	40	69	93	34,8
INGRESOS POR COMISIONES³	47.616	56.726	52.050	-8,2
Comisiones percibidas	47.037	55.781	51.314	-8,0
De clientes	37.940	45.180	40.464	-10,4
De otras entidades	9.098	10.602	10.850	2,3
Otros ingresos	579	945	736	-22,1
PATRIMONIO NETO	26.454	25.107	40.255	60,3
Capital social	5.576	5.881	6.834	16,2
Reservas y remanentes	8.993	7.585	27.127	257,6
Resultado del ejercicio	11.885	11.531	7.988	-30,7
Resto de fondos propios	-	76	-1.694	-

* Avance con datos del 94 % de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Antes de 2015 el dato correspondía a número de contratos.

3 Datos acumulados del periodo.

22 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

Perspectivas

Existen, principalmente, dos factores que están lastrando la actividad de las empresas de servicios de inversión, después de varios años de crecimiento. En primer lugar, la inestabilidad de los mercados de renta variable está afectando a las principales líneas de negocio de estas entidades, que están asociadas a la contratación en estos mercados, y en segundo lugar, la creciente competencia de las entidades de crédito nacionales en las actividades que tradicionalmente llevaban a cabo las ESI está teniendo un efecto negativo en ingresos derivados de la tramitación y ejecución de órdenes. Por otro lado, cabe mencionar que el proceso de reestructuración del sistema financiero español ha tenido y está teniendo un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI: de las nueve bajas producidas durante 2016, tan solo una fue consecuencia de una absorción por parte de otra entidad (el resto se debieron a la transformación en otro tipo de entidad o a una disolución), mientras que en 2015 esta cifra había sido de dos.

Los principales riesgos para las ESI están relacionados con la inestabilidad de los mercados de renta variable y la competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros.

Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas

RECUADRO 4

Tanto en España como en otros países europeos está produciéndose una creciente comercialización entre clientes minoristas por parte de ciertos intermediarios financieros de instrumentos cada vez más complejos y arriesgados, como contratos financieros por diferencias (CFD), contratos *rolling spot foreign exchange* (a efectos de este recuadro, «productos forex») u opciones binarias.

La comercialización de este tipo de productos entre clientes minoristas viene preocupando desde hace tiempo a la CNMV. En octubre de 2014 se divulgó una advertencia sobre los riesgos y la elevada probabilidad de que los clientes sufrieran pérdidas al invertir en CFD¹, y en julio de 2016, con motivo de un comunicado de la ESMA sobre la operativa con CFD, opciones binarias y otros productos especulativos, la CNMV difundió una nueva advertencia sobre los riesgos que comporta la operativa con estos productos.

Los CFD, los productos forex y las opciones binarias y sus riesgos son difíciles de comprender para la mayor parte de los inversores minoristas. Además, de acuerdo con estudios realizados por la CNMV y por otros organismos supervisores de valores, la gran mayoría de los clientes minoristas que operan con estos productos pierde dinero sistemáticamente. Según los datos del último estudio de la CNMV, entre 1 de enero de 2015 y 30 de septiembre de 2016, el 82 % de los clientes que realizaron operaciones con CFD sufrieron pérdidas. Las pérdidas totales de 30.656 clientes, incluidos los costes y comisiones asociados a la operativa, ascendieron a 142 millones de euros (los resultados agregados arrojan pérdidas de 52 millones, más 90 millones soportados por comisiones y otros costes).

En este contexto, algunos países de la Unión Europea han propuesto, e incluso en algún caso desarrollado, diversas iniciativas, orientadas por ejemplo a limitar el nivel de apalancamiento de las inversiones en este tipo de productos o a restringir su comercialización mediante limitaciones a la publicidad o a las ventas a distancia utilizando centros de llamadas.

Sin descartar posibles acciones en una línea parecida, la CNMV acaba de poner en marcha algunas medidas para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos forex u opciones binarias:

- La CNMV ha requerido a los intermediarios que comercializan CFD o productos forex con un apalancamiento superior a diez veces (10:1) o que comercialicen opciones binarias entre clientes minoristas establecidos en nuestro país, y que lo hagan fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión, exigiéndoles lo siguiente:
 - Que adviertan expresamente a los clientes que la CNMV considera que, debido a su complejidad y riesgo, la adquisición de estos productos no es adecuada para clientes minoristas.
 - Adicionalmente, que los clientes sean informados sobre el coste que asumirían si decidiesen cerrar su posición nada más realizar la contratación y, en el caso de CFD y productos forex, que sean advertidos de que debido al apalancamiento las pérdidas pueden llegar a ser superiores al importe desembolsado inicialmente para la adquisición del producto.
 - Que recaben del cliente un texto manuscrito o grabación verbal que permita acreditar que es consciente de que el producto que va a adquirir es especialmente complejo y de que la CNMV considera que no es adecuado para inversores minoristas.
 - Que los elementos publicitarios utilizados por las entidades para la promoción de CFD, forex u opciones binarias contengan siempre una advertencia sobre la dificultad de entender estos productos y sobre el hecho de que la CNMV considera que no son adecuados para inversores minoristas debido a su complejidad y riesgo.

Las entidades a las que se ha dirigido el requerimiento deberán adaptar sus procedimientos y sistemas para estar en disposición de realizar las advertencias y recabar la expresión manuscrita o verbal a la mayor brevedad y en todo caso antes de un mes desde la fecha de recepción del mismo.

- La CNMV tiene previsto dirigirse también a los supervisores de valores de otros países para que exijan la realización de las mismas advertencias y actuaciones a los intermediarios registrados en su territorio que comercializan este tipo de productos entre clientes españoles en régimen de libre prestación de servicios.

La CNMV defenderá activamente en la ESMA la adopción de medidas coordinadas a nivel europeo tendentes a mejorar la protección de los inversores en este ámbito.

¹ Advertencia que también fue recogida en el boletín del tercer trimestre de 2014 y en el informe anual de la CNMV del mismo año.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

A pesar de la ralentización del primer semestre del año pasado, las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) finalizaron 2016 con un incremento del patrimonio gestionado del 4,8 %, superándose los 272 mil millones de euros. De esta forma, continúa la mejoría iniciada en 2013, después de unos años de continuos descensos del patrimonio gestionado por estas entidades (véase el gráfico 24). Más del 90 % de este avance tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como ya se ha mencionado, experimentaron un aumento patrimonial de más del 7 %. Por otro lado, es importante mencionar el grado de concentración del sector, que continuó siendo elevado: las tres mayores gestoras mantenían, a mediados de 2016, una cuota conjunta del 43 % del patrimonio total, cifra muy similar a la de finales de 2015.

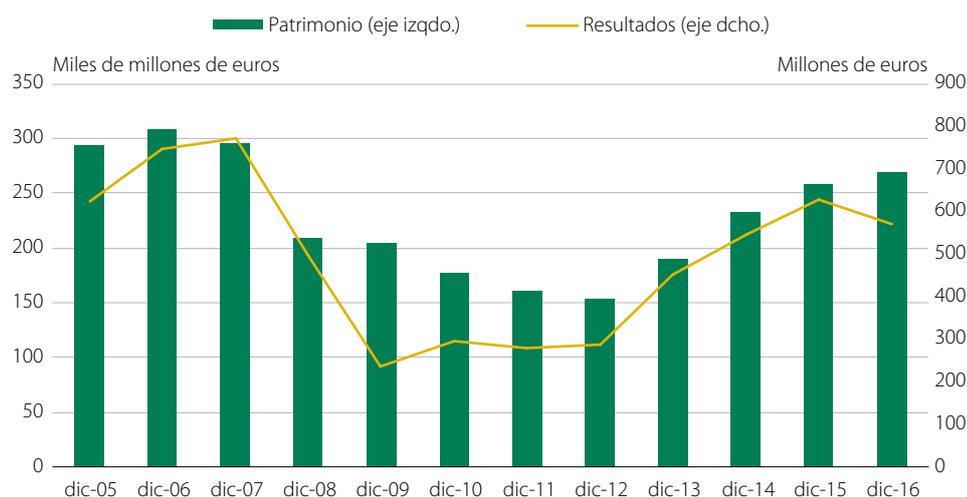
A pesar de un primer semestre algo más irregular, las sociedades gestoras de IIC acabaron el año con un aumento del patrimonio gestionado cercano al 5 %...

Los beneficios agregados antes de impuestos, en cambio, retrocedieron un 4,1 % respecto al cierre de 2015, hasta los 600,8 millones de euros. Las causas principales de esta reducción fueron tanto el aumento de los gastos de explotación (10,8 %) como la caída de los ingresos por comisiones (-2,3 %). Las comisiones por gestión de IIC, que son las más importantes para las gestoras, cayeron un 3,9 % como consecuencia de la reducción de la comisión media de gestión, que se situó en el 0,87 % del patrimonio, por debajo del 0,95 % de finales de 2015 (véase el cuadro 18). Este retroceso tuvo su origen, principalmente, en la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con menores niveles de riesgo que, por lo tanto, llevan asociadas comisiones más bajas. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC, por su parte, se situó en diciembre de 2016 en el 55 %, un valor muy similar al del cierre de 2015. El número de entidades en pérdidas se incrementó de 11 a 13, y el importe agregado de las mismas alcanzó los 7,4 millones de euros, más del doble que la cifra de 2015.

... que no repercutió al alza en los beneficios agregados debido al descenso de las comisiones medias de gestión.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

Prácticamente finalizado el proceso de reorganización del sector, el número de gestoras de IIC vuelve a incrementarse.

El proceso reorganizativo que se estaba produciendo en el sector debido a la reestructuración de las entidades de crédito prácticamente ha finalizado. Así, durante 2016 tan solo se ha producido una baja, cuyo origen fue la mencionada reorganización. A su vez, se produjeron seis altas durante el año, hasta las 101 entidades, y en los meses de enero y febrero de este año se han producido tres altas más, por lo que el número de SGIIC a 28 de febrero era de 104 entidades.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2009	203.730	1.717	0,84	68,1
2010	177.055	1.639	0,93	67,2
2011	161.481	1.503	0,93	65,6
2012	152.959	1.416	0,93	64,6
2013	189.433	1.588	0,84	62,0
2014	232.232	2.004	0,85	61,8
2015	258.201	2.442	0,95	63,7
2016	272.782	2.347	0,87	61,7

Fuente: CNMV.

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

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

En 2016 continuaron las altas de los nuevos tipos de entidades de capital-riesgo creados al amparo de la Ley 22/2014 con el fin de impulsar este tipo de financiación.

Como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abría la posibilidad a nuevos tipos de vehículos para fomentar el capital-riesgo como fuente de financiación alternativa, se crearon en 2015 los primeros vehículos de nueva tipología, concretamente 15, de los cuales 8 eran fondos de capital-riesgo pyme, 6 sociedades de capital-riesgo pyme y una sociedad de inversión colectiva cerrada. A lo largo de 2016, se dieron de alta 3, 8 y 5 entidades, respectivamente, de las anteriormente mencionadas. Además, en el último trimestre se produjo la primera baja de una de estas entidades, concretamente una sociedad de capital-riesgo pyme. También se crearon los dos primeros fondos de capital-riesgo europeos y el primer fondo de inversión colectiva cerrado (véase el cuadro 19).

También aumentó el número de vehículos tradicionales, por lo que en total el número de entidades de capital-riesgo acabó el año en 291, 26 más que en 2015.

En relación con los vehículos «tradicionales», en 2016 se produjeron 23 altas y 5 bajas de fondos de capital-riesgo (FCR), por lo que a finales de diciembre había 166, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital-riesgo fue de 10 y 14, respectivamente, hasta las 99. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de entidades de capital-riesgo (ECR) a 31 de diciembre (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 291, frente a las 265 de finales de 2015. En la misma fecha había un total de 7 vehículos de tipo cerrado, 6 sociedades y un fondo, así como 81 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital-riesgo), después de haberse producido 10 altas y 6 bajas.

Durante los dos primeros meses de 2017 se han producido algunos movimientos en el registro de entidades de capital-riesgo. Así, a finales de febrero había un total de 294 entidades de capital-riesgo (180 fondos y 114 sociedades), 84 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado y seguían los mismos 7 vehículos de tipo cerrado. Tan solo cabe mencionar la creación de un nuevo fondo de capital-riesgo pyme, por lo que a finales de febrero ya había un total de 13.

La expansión del sector ha continuado en los primeros meses de 2017.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2016

CUADRO 19

	Situación a 31/12/2015	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2016
Entidades				
Fondos de capital-riesgo	148	23	5	166
Fondos de capital-riesgo pyme	8	3	0	11
Fondos de capital-riesgo europeos	0	2	0	2
Sociedades de capital-riesgo	103	10	14	99
Sociedades de capital-riesgo pyme	6	8	1	13
Total entidades de capital-riesgo	265	19	10	291
Fondos de inversión colectiva cerrados	0	1	0	1
Sociedades de inversión colectiva cerradas	1	5	0	6
Total entidades de inversión colectiva cerradas	1	6	0	7
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	77	10	6	81

Fuente: CNMV.

¹ Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

Los datos preliminares del segundo semestre de 2016 facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) indican que el sector se ha recuperado con fuerza después de un primer semestre y últimos meses de 2015 marcados por la incertidumbre política en España y la falta de grandes operaciones. Precisamente, estas grandes operaciones (superiores a 100 millones de euros) han sido una de las características más relevantes de la última parte del año, con un total de siete, todas cerradas por operadores internacionales. Gracias, en parte, a la evolución de estas grandes operaciones, el año 2016 cerró con un volumen de inversión de 2.992 millones de euros, un 3 % superior al de 2015. Por otro lado, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) experimentaron un retroceso en el volumen total del 30,9 % respecto a 2015, mientras que las operaciones más reducidas (hasta 5 millones) siguieron representando una elevada proporción del total de operaciones, concretamente el 88,4 %.

El volumen de inversión del sector de capital-riesgo se situó en 2.992 millones de euros en 2016, un 3 % más que en 2015, por la existencia de varias operaciones de gran tamaño en los últimos meses del ejercicio.

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases semilla y arranque) coparon la mayoría de operaciones, con un total de 436 (el 75 % del total), aunque con un volumen de inversión que representaba el 13 %. Cabe señalar el buen comportamiento de la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, que se incrementó un 52 % respecto a 2015, superándose los dos mil millones de euros. En este crecimiento jugó un papel muy importante el impulso de los fondos públicos Innvierte y FOND-ICO Global.

Destacó el fuerte crecimiento de la captación de nuevos fondos para invertir, debido en parte al impulso de los fondos públicos Innvierte y FOND-ICO Global.

II Informes y análisis

Medidas alternativas del rendimiento de las entidades

Óscar Casado Galán (*)

(*) Óscar Casado es subdirector del Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

Las medidas alternativas del rendimiento son aquellas relativas al rendimiento financiero pasado o futuro, a la situación financiera o a los flujos de efectivo de una entidad que no aparecen definidas en el marco de información financiera aplicable en cada caso.

En este artículo me referiré a ellas con las siglas APM, correspondientes a la denominación inglesa empleada por la ESMA en sus Directrices sobre Medidas Alternativas del Rendimiento (*Guidelines on Alternative Performance Measures*), publicadas en octubre de 2015 y que son de aplicación en la Unión Europea. El IASB y la IOSCO suelen recurrir al término *non-GAAP measures*¹ para referirse a estas medidas.

Las APM se obtienen habitualmente a partir de la información contenida en los estados financieros elaborados de acuerdo con el marco de información financiera aplicable, en la mayoría de las ocasiones mediante adición o sustracción de cantidades a las cifras presentadas en dichos estados. Una de las APM más utilizadas es el EBITDA, esto es, el resultado antes de intereses, impuestos y depreciaciones y amortizaciones (por sus siglas en inglés, *earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*). Esta medida no está definida ni en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) ni en el Plan General de Contabilidad, aplicables respectivamente a los estados financieros consolidados e individuales de las entidades con valores admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles.

Además del EBITDA existen muchas otras APM; entre ellas, las medidas de resultados ajustadas, el resultado operativo, el endeudamiento financiero neto, las magnitudes relativas al fondo de maniobra y/o la liquidez y el flujo de caja de libre.

Tanto en España como en el resto del mundo, los emisores recurren cada vez más a las APM, y existe evidencia, como se comentará en este artículo, de que este creciente recurso no ha ido acompañado de un énfasis adecuado en la calidad informativa de estas medidas, que en ocasiones se utilizan sin la debida transparencia en cuanto a su metodología y su nomenclatura, lo que dificulta la conciliación con las medidas o partidas que sí se reflejan directamente en los estados financieros, o se presentan de forma exageradamente prominente.

No es de extrañar, por tanto, la preocupación que este hecho ha suscitado entre los usuarios de la información financiera ni la reacción tanto de los supervisores de valores como del IASB, que vienen desarrollando durante los últimos años diversas iniciativas para sentar principios y clarificar el uso de las APM.

1 Las siglas GAAP se refieren a los principios contables generalmente aceptados.

En este artículo se analiza el nivel de utilización de las APM y la problemática que genera un uso inadecuado de las mismas, y se detallan las respuestas que han dado los reguladores de los mercados de valores y los emisores de normas contables para mejorar la información desglosada en las APM y, de esta forma, lograr una mayor fiabilidad y comprensión de estas medidas. En particular, el análisis de las directrices de la ESMA ocupará buena parte de este trabajo porque, como he señalado, ya están en vigor y su cumplimiento en la información financiera de 2016 va a ser revisado por las autoridades europeas competentes, entre ellas, la CNMV.

En cuanto a la organización del artículo, los apartados 2 y 3 se centran, respectivamente, en la evidencia empírica del aumento del uso de las APM y en los principales problemas de comunicación detectados. En los tres apartados siguientes se analizan las iniciativas de los supervisores de valores y del IASB, con particular atención, en el apartado 5, a las directrices de la ESMA. El apartado 7 se ocupa de la reevaluación de la utilización de las APM que los emisores deberían llevar a cabo y, en particular, del papel que debería desempeñar la comisión de auditoría en esta tarea. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

2 Incremento en la utilización de las APM

Diversos estudios han puesto de manifiesto un incremento significativo en la utilización de las APM por parte de los emisores cuando comunican al mercado la evolución de su rendimiento o desempeño.

Por ejemplo, el análisis realizado por Black, Christensen, Ciesielski y Whipple² revelaba que entre los años 2009 y 2014 la utilización de las APM se había incrementado un 35 % en una muestra de entidades pertenecientes al índice Standards & Poor's 500. Mientras que en el ejercicio 2009 el 52,5 % de las entidades de la muestra habían empleado al menos una APM, este porcentaje se incrementó hasta el 70,9 % en el ejercicio 2014.

También es relevante el estudio publicado por Audit Analytics³ en diciembre de 2015, que analizaba la comunicación de los resultados de las entidades pertenecientes al índice Standards & Poor's 500 en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2015. Este estudio manifestaba que el 88 % de las entidades analizadas incorporaban APM en sus informaciones sobre resultados. El 71 % de estas entidades presentaban al menos una APM relativa al resultado y el 28 % al menos una relativa a los flujos de efectivo.

Este nivel de penetración de la utilización de las APM también se observa en Europa, si bien el número de estudios al respecto es más reducido. De acuerdo con un análisis

2 Dirk E. Black, Theodore E. Christensen, Jack T. Ciesielski y Benjamin C. Whipple, *Non-GAAP reporting: A comparability crisis*, Tuck School of Business Working Paper n.º 2759312, 31 de mayo de 2016.

3 Derryck Coleman y Olga Usvyatsky, *Trends in non-GAAP disclosures*, Audit Analytics, diciembre de 2015.

publicado por PWC en 2016⁴, el 95 % de las entidades que integran el índice FTSE 100 presentaron en sus últimos informes anuales una medida del resultado ajustado.

La CNMV también ha constatado la elevada utilización de estas medidas con motivo de la revisión de la información financiera de las sociedades cotizadas en mercados regulados, que incluye un análisis del cumplimiento de las directrices sobre las APM. De él se desprende que el 81 % de las entidades de la muestra han incluido APM en la información financiera regulada distinta de los estados financieros (informes de gestión, declaraciones intermedias de gestión, presentaciones de resultados difundidas como hecho relevante, etcétera)⁵.

No solo es relevante el hecho de que una amplia mayoría de las entidades empleen las APM para describir la evolución de su rendimiento, también lo son algunas evidencias de que las APM muestran de manera consistente una evolución de las compañías más positiva que la medida directamente obtenida empleando el marco de información financiera aplicable.

En este sentido, el estudio publicado por Audit Analytics mostraba que el 82 % de las entidades que calcularon una APM relativa al resultado ajustado arrojaron una cifra superior a la que se obtenía de la magnitud calculada de acuerdo con el marco de información financiera aplicable. En el estudio realizado por PWC, el porcentaje de entidades cuyo resultado ajustado era superior al resultado calculado con el marco de información financiera aplicable ascendía al 87 %.

El incremento en la utilización de las APM podría justificarse por diversos motivos complementarios. Entre ellos cabe citar los siguientes:

- Las NIIF establecen un marco contable basado en principios, pero no modelos reglados de estados financieros. Las entidades tienen que desarrollar APM para poder comunicar sus márgenes más relevantes.
- Las entidades desean comunicar a sus inversores los verdaderos factores que reflejan la evolución de su rendimiento y que son específicos de su modelo de negocio. Además, quieren mostrar aquellos rendimientos que son sostenibles en el tiempo eliminando las partidas que no son recurrentes.
- Se produce un *efecto demostración*: una entidad de un sector comienza a desglosar una APM específica de su negocio y los analistas que cubren ese sector empiezan a solicitar esa medida al resto de entidades del sector.
- Las entidades buscan mejorar la evolución de sus magnitudes y suavizar su evolución en el tiempo. En este sentido se pronunció el presidente del IASB

4 <http://www.pwc.co.uk/services/audit-assurance/insights/alternative-performance-measure-reporting-practices-in-ftse-100.html>. Enero de 2016. El análisis se ha realizado sobre los informes anuales cuyo cierre de ejercicio estaba comprendido entre el 1 de abril de 2014 y el 31 de marzo de 2015.

5 En el Informe de la CNMV sobre la supervisión de los informes financieros anuales relativos al ejercicio 2015 se incluye información adicional sobre esta cuestión. La muestra específica de las entidades cuyos desgloses relativos a las APM han sido analizados asciende a 68 e incluye todas las entidades del Ibex 35.

Hans Hoogervorst en una conferencia del AICPA el pasado 6 de diciembre de 2016⁶, cuando afirmaba que «nuestra intención no es prohibir las medidas alternativas del rendimiento, ya que algunas de ellas claramente tienen valor añadido. Sin embargo, compartimos la preocupación de la Securities Exchange Commission estadounidense (en adelante, SEC) ante el hecho de que las medidas non-GAAP presentan una visión más optimista del rendimiento de las entidades que las medidas GAAP»⁷.

Parecen existir por tanto dos categorías de motivos para la utilización de las APM: i) los que buscan incrementar la utilidad de la información suministrada a los inversores y (ii) los meramente oportunistas. Desde el punto de vista de la transparencia en los mercados de valores son desde luego preocupantes los segundos porque podrían propiciar que la información suministrada por las entidades fuese engañosa.

El uso generalizado de las APM y la falta de información suficiente sobre su elaboración y presentación conforman un escenario en el que principalmente los reguladores de valores, pero también los emisores de normas contables, han considerado necesario actuar para corregir prácticas inadecuadas.

3 Principales problemas en la comunicación de las APM

Partimos por tanto de una situación en la que se ha generalizado en todo el mundo la presentación de APM en las comunicaciones de resultados de los emisores. Las entidades incluyen en sus comunicaciones magnitudes cuyo cálculo no está definido por el marco de reporte financiero o regulatorio aplicable, mediante la adición o sustracción de distintas partidas a las cifras calculadas de acuerdo con dicho marco.

Esta situación resulta problemática sobre todo por la ausencia de desgloses adecuados, en especial sobre su definición y su base de cálculo. Es habitual que se produzca el reporte de APM sin desglose de la manera concreta mediante la que se ha obtenido esa magnitud ni de las partidas que se han incluido o excluido de los estados financieros para calcularla. Y es aún más frecuente que no se justifiquen los motivos por los que se ha considerado conveniente realizar esos ajustes.

La falta de desgloses adecuados impide que puedan contrastarse las cifras presentadas por la entidad y, de esta forma, abre la posibilidad de un uso oportunista. Además, es habitual también que las APM no se desglosen dentro de los estados financieros anuales o semestrales elaborados de acuerdo con la normativa contable

6 El discurso está disponible en <http://www.ifrs.org/About-us/IASB/Members/Documents/AICPA-speech-HH.pdf>

7 *We do not intend to ban alternative performance measures, because some of them clearly have added value. Yet, we share the SEC's concern that non-GAAP generally paints a rosier picture of a company's performance than GAAP.*

aplicable y, por tanto, que no hayan sido objeto de revisión por parte de los auditores de la entidad⁸.

La insuficiente transparencia en la presentación y el uso de las APM ha dado lugar a prácticas en las que los emisores no son consistentes en el tiempo en la forma de cálculo, lo que dificulta tanto la comparación histórica como la comparación con entidades similares.

Por otra parte, se comprueba que la prominencia en el uso de las APM es asimismo problemática. El mensaje de las entidades sobre la evolución de su rendimiento no debería centrarse en las magnitudes calculadas mediante APM, que deberían desempeñar, en su caso, un papel complementario a la información que proviene de los estados financieros.

Los inversores, como no podía ser de otra forma, han mostrado su preocupación por estas prácticas. A este respecto, se puede mencionar el informe publicado en septiembre de 2016 por el CFA Institute⁹ sobre el uso de las APM, que se detiene en el análisis de expectativas y preocupaciones que estas medidas generan y que incluye un cuestionario cumplimentado por 558 de sus miembros. Ese cuestionario confirma que a los inversores les preocupa la comunicación, consistencia y comparabilidad entre periodos y con entidades similares de las APM, así como su transparencia. También concluye que les preocupa, en particular, la falta de información sobre la reconciliación de las APM con la cifra directamente comparable en los estados financieros, así como el desglose inadecuado de los ajustes realizados para calcularlas.

4 Respuesta de los supervisores de los mercados de valores

Los supervisores de los mercados de valores llevan casi dos décadas prestando atención al uso de las APM. Por su carácter global me referiré a las iniciativas de la ESMA y la IOSCO, y, por ser el supervisor del mercado con mayor capitalización bursátil, a los pronunciamientos de la SEC. Por orden cronológico, son relevantes los siguientes documentos:

- Comunicado de la SEC de diciembre de 2001¹⁰ relativo a la utilización por parte de las entidades cotizadas de información financiera pro forma en sus informes sobre resultados. En el ejercicio 2003, después de haberse aprobado la *Sarbanes-Oxley Act*, la SEC emitió una serie de reglas sobre la utilización de medidas financieras non-GAAP a través de la modificación de la Regulation G.

8 Si bien la normativa del mercado de valores no establece la obligación de que los estados financieros semestrales sean revisados por los auditores, es habitual que voluntariamente las entidades les soliciten, al menos, una revisión limitada.

9 Vincent T. Papa y Sandra J. Peters, *Investor uses, expectations, and concerns on non-GAAP financial measures*, CFA Institute, septiembre de 2016.

10 Se puede acceder al documento mediante este enlace: <https://www.sec.gov/rules/other/33-8039.htm>

- Comunicado de advertencia de la IOSCO del 19 de mayo de 2002 relativo a las medidas de resultados distintas de las establecidas por los principios contables generalmente aceptados publicadas por las entidades, donde se recomendaba a los emisores y usuarios de la información financiera que fueran cautelosos a la hora de presentar e interpretar, respectivamente, medidas non-GAAP¹¹.
- Recomendación del Comité Europeo de Reguladores de Valores (organismo predecesor de la ESMA) de octubre de 2005, que incluía diversas propuestas para fomentar que los emisores de valores europeos que decidieran desglosar APM en sus comunicaciones de resultados lo hicieran de tal forma que esa información fuera apropiada y útil a los inversores en su toma de decisiones de inversión¹².

Posteriormente, el incremento del uso de las APM motivó que los reguladores dieran un paso más en su supervisión. En este sentido, el bienio 2015-2016 supuso un punto de inflexión en la emisión y/o actualización de las guías sobre utilización de las APM. Destacan estos tres pronunciamientos:

- Directrices de la ESMA sobre las Medidas Alternativas del Rendimiento publicadas en junio de 2015¹³.
- Actualización del documento de interpretaciones de la SEC sobre el cumplimiento y desglose de la regulación relativa al uso de las APM (Compliance & Disclosures Interpretations, C&DIs)¹⁴.
- Comunicado de la IOSCO sobre medidas financieras non-GAAP publicado en junio de 2016¹⁵.

Estos pronunciamientos no intentan limitar el uso de las APM, ya que estas pueden proporcionar información relevante a los inversores, sino que establecen principios cuyo seguimiento promueve la utilidad y transparencia de las APM comunicadas sin menoscabo de la calidad de la información financiera.

No obstante, es indudable que la mera publicación de estos principios no es suficiente para producir un cambio en el comportamiento de los emisores. Hace falta que los supervisores de los mercados de valores apuesten decididamente por revisar y exigir su cumplimiento.

11 Se puede acceder al documento mediante este enlace:
<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS4.pdf>

12 Se puede acceder al documento mediante este enlace:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_178b.pdf

13 Se puede acceder al documento mediante este enlace: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-alternative-performance-measures>

14 Se puede acceder al documento mediante este enlace:
<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>

15 Se puede acceder al documento mediante este enlace:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>

En este sentido, debe destacarse que las directrices de la ESMA se emitieron en virtud del artículo 16 del Reglamento 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea la ESMA. Ese artículo señala que con objeto de establecer prácticas de supervisión coherentes, eficaces y efectivas dentro del sistema europeo de supervisión financiera, y de garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión, la ESMA podrá emitir directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes o a los participantes en los mercados financieros. Estas directrices no establecen obligaciones adicionales para cumplir con los requerimientos establecidos por los reglamentos y/o directivas europeas.

Las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros deben hacer todo lo posible para cumplir con tales directrices y recomendaciones. A este respecto, el pasado 5 de enero de 2016, la ESMA publicó que todas las autoridades competentes cumplían con sus directrices o tenían intención de hacerlo en una fecha determinada, en su gran mayoría el 3 de julio de 2016 o con anterioridad.

Las autoridades competentes tienen que incorporar estas directrices en sus prácticas supervisoras y comprobar si los emisores o las personas responsables de los folletos las cumplen.

De manera adicional, el 28 de octubre de 2016 la ESMA publicó las prioridades comunes de supervisión de la información financiera correspondientes a los estados financieros del ejercicio 2016¹⁶. Estas prioridades resultan del acuerdo entre la ESMA y las autoridades nacionales con competencia en la supervisión de la información financiera.

Uno de los aspectos en los que se centrará la revisión de la información financiera será la presentación del rendimiento financiero, y se incluye una mención explícita a las APM. El objetivo es asegurar la utilidad y transparencia de las APM que aparecen en los folletos, informes de gestión y otros desgloses de información financiera, y se recuerda que los supervisores de valores comprobarán que los emisores cumplen con las directrices de la ESMA en esta materia.

Además, a consecuencia de las actuaciones realizadas durante 2016, donde se han detectado numerosos aspectos de la aplicación de las directrices que deben mejorarse, la CNMV ha decidido establecer, para el ejercicio 2017, el seguimiento de su cumplimiento como área prioritaria independiente.

5 Principios recogidos en las directrices de la ESMA para mejorar los desgloses de las APM

Como se ha indicado, las directrices consideran que las APM son medidas del rendimiento financiero pasado o futuro, de la situación financiera o de los flujos de efectivo de una entidad no definidas en el marco de información financiera que resulte

16 Se puede acceder al documento mediante este enlace: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1528_european_common_enforcement_priorities_for_2016.pdf

de aplicación. La finalidad de las directrices es fomentar que los emisores europeos publiquen información transparente, no sesgada y comparable sobre su rendimiento financiero, de forma que los usuarios de la información financiera puedan tener un conocimiento completo del mismo.

Las directrices establecen principios que los emisores deben seguir al presentar las APM en los documentos calificados como información regulada y en los folletos informativos, e incluyen asimismo criterios para su denominación, definición, presentación y comparabilidad.

Estos principios no resultan aplicables a las medidas alternativas del rendimiento incluidas en los estados financieros o que se elaboren de acuerdo a una legislación específica. Así, por ejemplo, las directrices no serían aplicables a medidas prudenciales que estuviesen directamente incluidas en la normativa europea sobre requisitos de capital (Directiva 2013/36/UE —CRD IV— y Reglamento (UE) n.º 575/2013 —CRR—)¹⁷.

Casos de información regulada son, entre otros, las declaraciones intermedias de gestión y los informes de gestión, desglosados para el mercado según la Directiva de Transparencia¹⁸, o las informaciones emitidas según los requerimientos del artículo 17 de la Regulación de Abuso de Mercado¹⁹, como por ejemplo desgloses *ad hoc* relativos a los resultados de las entidades.

Debe aclararse que si una APM se desglosa dentro de un estado financiero elaborado de acuerdo con el marco de información financiera, pero también fuera del mismo, por ejemplo porque se incorpora en el informe de gestión, las directrices se aplicarán a la información desglosada sobre esa APM en el informe de gestión, sin perjuicio de las excepciones que se contemplan en las propias directrices sobre el particular.

De acuerdo con la definición de las APM, las directrices no son de aplicación en los siguientes casos:

- Medidas definidas o especificadas en el marco de información financiera aplicable, como lo son los ingresos, beneficios del ejercicio y ganancias por acción.
- Medidas físicas o no financieras, como el número de trabajadores, número de suscriptores, ventas por metro cuadrado (cuando las ventas se obtienen directa-

17 Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

18 Directiva 2004/109/CE, sobre requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

19 Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

mente de los estados financieros) o medidas medioambientales o sociales como las emisiones de gases invernadero.

- Información sobre accionistas significativos o número de derechos de voto.
- Información explicativa del cumplimiento de los términos de un acuerdo o requisito legal, tales como las cláusulas de cumplimiento de un préstamo (*covenants*), o la base para calcular la remuneración de la alta dirección.

Para cumplir con los principios establecidos en las directrices, al desglosar las APM los emisores deberán:

- Definir las medidas utilizadas y sus componentes, así como la base de cálculo adoptada.
- Desglosar sus definiciones de forma clara y legible y presentarlas con una denominación que refleje su contenido y base de cálculo.

Las entidades no deben usar para sus APM denominaciones idénticas a las empleadas para las medidas definidas en el marco de reporte financiero aplicable ni denominaciones tan similares a estas que puedan inducir a confusión.

Un aspecto fundamental, que genera muchos incumplimientos de las directrices, es el uso incorrecto de las denominaciones «no recurrentes», «infrecuentes» o «inusuales». Las directrices indican explícitamente que las partidas que afectaron a periodos pasados y que se estima que puedan afectar a periodos futuros raramente podrán considerarse no recurrentes, infrecuentes o inusuales, por ejemplo, las relativas a costes de reestructuración o las pérdidas por deterioro.

En este sentido, es interesante remitirse a la regulación de la SEC, que es más explícita e incorpora una referencia temporal para que pueda denominarse una partida como no recurrente: no se podrán identificar como no recurrentes, infrecuentes o inusuales aquellos gastos o ganancias que razonablemente podrían volver a producirse en los próximos dos años o cuando haya habido gastos o ganancias similares en los dos años anteriores.

Es previsible que el cumplimiento de este aspecto sea problemático porque las directrices suponen un cambio de actitud respecto a la práctica habitual de las entidades. No se prohíbe la calificación de determinadas partidas como no recurrentes, pero sí se restringe de manera significativa su uso.

- Reconciliarlas con el subtotal, total o partida contable más directamente conciliable.

Parece razonable concluir que esta reconciliación debería completarse con una explicación de la naturaleza de las partidas que se están ajustando, en especial cuando para calcular una determinada APM se eliminan solo una parte de las partidas que conforman un epígrafe de los estados financieros. Por ejemplo, si una entidad sustrae de un subtotal de la cuenta de resultados una parte de los

gastos de explotación (y no todos), debería indicar su naturaleza para poder justificar por qué una parte de esos gastos de explotación se eliminan y otros no.

Respecto a la necesidad de presentar una reconciliación, las directrices establecen una excepción en el caso de las APM directamente identificables en los estados financieros, por ejemplo cuando se trata de un total o un subtotal presentado en esos estados. Lo que parece lógico si se tiene en cuenta que la reconciliación en tales casos ya se está aportando de manera explícita en el propio estado financiero.

Cuando las APM no puedan reconciliarse porque no se deriven de los estados financieros, como sucede con las estimaciones de beneficios o proyecciones futuras, el emisor debe explicar la consistencia del cálculo de esa APM con las políticas contables empleadas al elaborar sus estados financieros.

- Explicar su uso para que los usuarios puedan conocer su relevancia y fiabilidad.

Las entidades tienen que explicar por qué es conveniente acudir a una APM para reflejar la evolución de su rendimiento en vez de emplear una magnitud de entre las exigidas por el marco de información financiera aplicable; en concreto, deben explicar por qué aporta información adicional útil a los inversores.

- No desglosarlas con más prominencia, énfasis o autoridad que las medidas directamente derivadas de los estados financieros.

La información financiera basada en las APM puede complementar la que proviene de los propios estados financieros, pero en ningún caso puede sustituirla ni presentarse con más énfasis.

Este principio de no desglosar con más prominencia las APM sin duda será uno de los más controvertidos, habida cuenta de que se trata de un concepto subjetivo y de que las directrices no desarrollan en detalle cuándo se entiende que se cumple con él. En este sentido, el juicio profesional de la dirección de las entidades será más relevante si cabe.

En cambio, las interpretaciones de la SEC sobre el cumplimiento y desgloses de las medidas financieras non-GAAP, actualizadas el 17 de mayo de 2016, sí aportan ejemplos de incumplimientos.

Así, entre otras situaciones, la SEC indica que se estaría dando más prominencia a una APM que a la medida más directamente comparable definida por los principios generalmente aceptados en Estados Unidos (medidas GAAP) si: (i) se utiliza un estilo de presentación que enfatice la APM sobre la medida GAAP; por ejemplo, mayor tamaño de letra o negritas; (ii) se aporta un análisis de la APM pero no un análisis similar para la medida GAAP comparable, en un apartado del documento que tenga la misma o mayor prominencia; (iii) se omite la medida GAAP de un apartado que incluye la APM; (iv) se presenta la APM con antelación a la medida GAAP; (v) se aporta un desglose tabular de la APM sin incluir con anterioridad el mismo desglose para la medida GAAP o sin incluir la medida GAAP en la misma tabla; (vi) se describe la APM como, por ejemplo,

excepcional o con una evolución récord sin, al menos, ofrecer una descripción con igual prominencia del comportamiento de la medida GAAP.

- Aportar las cifras comparativas para los periodos previos correspondientes.

En caso de que sea impracticable aportar las cifras comparativas, las directrices exigen que se desglosen los motivos de esa imposibilidad y se explique por qué no han podido aportarse esas cifras.

- Definirlas y calcularlas de manera coherente a lo largo del tiempo.

Un principio básico que deben seguir las entidades es la consistencia en el tiempo en la definición y cálculo de las APM. Las directrices señalan que en los casos excepcionales en los que una entidad decida redefinir una APM deben explicarse los cambios, incluidas las razones por las que estos contribuyen a que la información sobre el rendimiento financiero sea más fiable y relevante, así como aportarse las cifras comparativas, reexpresándolas de acuerdo con los nuevos criterios.

Si una entidad deja de desglosar una APM, deberá explicar las razones por las que considera que esta ya no aporta información relevante.

Excepto en el caso de los folletos que están sujetos a un régimen independiente de incorporación por referencia, los principios de desglose de información establecidos en estas directrices se pueden sustituir por una referencia directa a otros documentos publicados previamente que contengan información sobre las medidas alternativas del rendimiento, siempre que estén disponibles y sean fácilmente accesibles para los usuarios. Sin perjuicio de lo anterior, siempre deberán desglosarse las cifras comparativas de las APM, dado que no se permite su sustitución por una referencia a otro documento.

Debe resaltarse que la aplicación práctica de estos principios requiere del juicio profesional para definir la mejor forma de cumplirlos.

Documento de preguntas y respuestas de la ESMA en relación con las directrices sobre las APM

La ESMA, para promover enfoques y prácticas de supervisión comunes en la aplicación de las directrices sobre las APM, ha decidido publicar un documento de preguntas y respuestas (en adelante, Q&A) que responde a determinadas preguntas formuladas por el público en general y por las propias autoridades competentes²⁰.

Si bien este documento está fundamentalmente dirigido a las autoridades competentes, ya que busca garantizar que sus acciones de supervisión converjan con las

20 Este documento se publicó el 27 de enero de 2017; puede consultarse en este enlace: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-new-qa-alternative-performance-measures-guidelines>.

respuestas proporcionadas por la ESMA, también tiene por objeto ayudar a los emisores en la correcta aplicación de los principios contemplados en las directrices.

Se pretende que el documento de Q&A, que actualmente incorpora siete entradas, se actualice a medida que vayan recibiendo nuevas preguntas. Entre las cuestiones ahí planteadas considero interesante destacar las siguientes:

Aplicación de las directrices a aquellas APM que se desglosen simultáneamente dentro y fuera de los estados financieros.

Las directrices resultan aplicables a todas las medidas financieras que cumplan con la definición aportada en sus párrafos 17 a 19 y que se desglosen fuera de los estados financieros, pero dentro de documentos bajo el ámbito de la información regulada (informe de gestión, declaración intermedia de gestión, comunicaciones de resultados realizadas bajo la regulación de abuso de mercado, etcétera).

Por este motivo, las medidas financieras que no estén definidas o especificadas en el marco de información financiera aplicable quedan dentro del alcance de las directrices independientemente de que se desglosen también en los estados financieros.

Otra cuestión son las excepciones que establecen las directrices cuando una APM se desglosa dentro y fuera de los estados financieros. Por ejemplo, según el párrafo 29, relativo a las reconciliaciones, cuando una APM sea un total o subtotal desglosado en los estados financieros, no será necesario presentar una conciliación.

Aplicación de las directrices a medidas financieras tales como ratios calculadas solo con partidas que provienen directamente de los estados financieros.

Este punto se refiere al caso concreto de una ratio financiera. Si las diferentes partidas incluidas en esa medida financiera tienen la consideración de APM, las directrices son aplicables tanto a la ratio financiera como a las partidas que la componen. Por el contrario, si las partidas no cumplen la definición de APM, las directrices solo se aplican a la ratio.

Por ejemplo, en la ratio de cobertura de la deuda neta, medida como el cociente entre la deuda financiera neta y el EBITDA, las directrices serían aplicables tanto a la ratio como a las partidas que la integran. Sin embargo, en el ROE —*return on equity*—, medido como el cociente entre el beneficio neto y el patrimonio neto, las directrices únicamente se aplicarán a la ratio porque las partidas empleadas para calcularla ya están definidas en el marco de información financiera.

Aplicación de las directrices a otras denominaciones distintas de «no recurrente», «infrecuente» o «inusual» que constan específicamente en el párrafo 25.

La respuesta aquí es afirmativa, las directrices deben aplicarse a todas las denominaciones usadas por los emisores.

Las directrices no prescriben qué denominaciones pueden o no emplearse, pero estas deben ser comprensibles, no inducir a engaño y reflejar el contenido y la base de cálculo de la APM.

Diferencias entre las directrices de la ESMA y el comunicado de la IOSCO sobre medidas financieras non-GAAP

Los dos documentos contienen mensajes similares sobre los principios que deberían cumplir los emisores para proporcionar información sobre las APM. Las diferencias, en su mayoría, son de matiz y suelen deberse al hecho de que las directrices de la ESMA resultan algo más específicas y detalladas.

Sin embargo, existe una diferencia clara entre ambas por lo que hace al estatus jurídico. Mientras que el comunicado de la IOSCO no es vinculante ni establece ninguna obligación, en el caso de las directrices de la ESMA, como se ha reiterado en este artículo, los emisores y las autoridades competentes europeas deben realizar los máximos esfuerzos para cumplirlas.

Respecto a los principios que deben seguir los emisores a la hora de desglosar las APM, no existe ninguna diferencia sustancial. Aunque la redacción y detalle de los principios es diferente, la aplicación de ambos documentos debería conducir al mismo resultado.

Cabe mencionar que el comunicado de la IOSCO establece explícitamente que las APM no deben usarse para evitar presentar al mercado información negativa, aspecto que, si bien está implícito en las directrices de la ESMA, no se recoge en ellas de manera literal.

6 Iniciativas del IASB

Este apartado se centra en la respuesta que el Consejo del IASB, como organismo encargado de la emisión de las Normas Internacionales de Información Financiera, está dando a los retos que plantea la utilización de las APM.

En agosto de 2015, el IASB realizó una consulta pública sobre su agenda de trabajo para el periodo 2017 a 2021, y el pasado noviembre de 2016 publicó una síntesis de las aportaciones recibidas así como de las decisiones adoptadas por el IASB sobre los asuntos que considera prioritarios para los próximos cuatro ejercicios.

La mejora de la comunicación en los estados financieros es una de estas áreas prioritarias. Dentro de este campo de actuación se encuentra el proyecto sobre los estados financieros principales, que, entre otras cuestiones, analizará la estructura y el contenido de los estados financieros relativos al rendimiento financiero, incluidos la especificación de subtotales y el tratamiento de las medidas alternativas del rendimiento.

Asimismo, en este proyecto el IASB decidió de manera tentativa, en su reunión de diciembre de 2016, explorar los siguientes aspectos: (i) la posibilidad de requerir subtotales adicionales en un estado de resultado global como podrían ser el EBIT (resultado antes de intereses e impuestos) o el resultado operativo, y (ii) aportar guías sobre el uso de medidas del rendimiento, incluida la presentación de partidas como no recurrentes, inusuales o infrecuentes.

Considero un acierto que el IASB haya decidido explorar la posibilidad de que se concreten determinados subtotales adicionales. Esta decisión podría solventar la actual carencia de la NIC 1: *Presentación de Estados Financieros*, que no define subtotales, lo que es relevante especialmente en el caso de los estados de resultados, donde solo se definen la cifra de ingresos y los resultados antes y después de impuestos. Es de esperar que la solución que finalmente adopte el IASB incorpore una mayor concreción de los epígrafes y márgenes mínimos de la cuenta de resultados sin cercenar la flexibilidad que deben tener las entidades para establecer la mejor forma de comunicar la evolución de su rendimiento a los inversores.

Como he señalado al inicio de este artículo, tanto la flexibilidad de la NIC 1 en relación con la presentación de los estados financieros como la ausencia de definiciones de subtotales tan relevantes y comunes como lo son el resultado operativo o el de explotación no han hecho más que fomentar la proliferación del uso de las APM, con los riesgos que esto conlleva. La concreción de las actuaciones que está analizando el IASB puede reducir la necesidad de emplear de manera tan habitual las APM.

El IASB no solo tiene proyectos de mejora de las APM a medio y largo plazo, sino que ya ha finalizado algunas actuaciones al respecto. Me refiero a la modificación de la NIC 1 publicada en diciembre de 2014 y que es de obligada aplicación a partir de los ejercicios que comiencen desde el 1 de enero de 2016. Entre otras cuestiones, se han incluido dos nuevos párrafos, el 55A y el 85A, aplicables al estado de situación financiera y al estado de resultados, respectivamente.

De acuerdo con los párrafos 55 y 85 de la NIC 1, una entidad debe presentar partidas, rúbricas y subtotales adicionales en el estado de situación financiera o en el estado de resultados cuando tal presentación sea pertinente para comprender su situación y rendimiento financiero. Cuando una entidad los presente, estos subtotales:

- a) comprenderán partidas cuyos importes estén reconocidos y valorados de acuerdo con las NIIF;
- b) se presentarán y se denominarán de forma que las partidas que constituyen el subtotal resulten claras y comprensibles;
- c) serán uniformes de un ejercicio a otro, y
- d) no figurarán de forma más destacada que los subtotales y totales exigidos en las NIIF para los referidos estados financieros.

Existe un claro paralelismo entre los requisitos establecidos por la modificación de la NIC 1 y los principios que subyacen a las directrices de la ESMA y al comunicado de la IOSCO. También es relevante destacar que el IASB está considerando desarrollar el tratamiento de las APM en las notas de la memoria, aspecto fundamental, habida cuenta de las excepciones que incorporan las directrices y el documento de IOSCO a las APM que se desglosan simultáneamente dentro y fuera de los estados financieros.

7 **Reevaluación de la utilización de las APM y rol de la comisión de auditoría**

La entrada en vigor de las directrices de la ESMA sobre las APM es una excelente oportunidad para que las entidades reevalúen de manera completa la utilización que hacen de las APM.

En este ejercicio crítico por parte de las entidades, la comisión de auditoría debería tener un papel relevante, dado que es uno de los pilares fundamentales para garantizar que los emisores elaboren información financiera de calidad y que represente fielmente la evolución de su rendimiento.

No hay que olvidar que el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, otorga a la comisión de auditoría, entre otras funciones, la de supervisar el proceso de elaboración y presentación de la información financiera preceptiva y presentar recomendaciones o propuestas al órgano de administración, dirigidas a salvaguardar su integridad.

Dentro de estas funciones y aprovechando los primeros ejercicios de aplicación de las directrices de la ESMA sobre las APM, deberían analizarse las razones por las que una entidad necesita emplear una APM en vez de remitirse a una medida definida en el marco de reporte financiero, así como si las APM empleadas están realmente contribuyendo a mostrar la imagen fiel del rendimiento de la entidad.

De manera adicional, la comisión de auditoría es responsable de supervisar la eficacia del control interno de la entidad, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos, así como discutir con el auditor de cuentas las debilidades significativas del sistema de control interno detectadas en el desarrollo de la auditoría. En este sentido, puede presentar recomendaciones o propuestas al órgano de administración y el correspondiente plazo para su seguimiento.

Por eso, parece conveniente que las entidades evalúen la necesidad de que estos controles internos incorporen el tratamiento de las APM, en concreto, que se formalice su forma de cálculo y su utilización. Esta iniciativa podría contribuir a minimizar la posibilidad de que se empleen de manera oportunista.

8 **Conclusiones**

En los últimos ejercicios se ha producido un incremento en la utilización que las entidades cotizadas hacen de las APM a la hora de presentar la evolución de su rendimiento financiero. Sin embargo, este aumento no ha venido acompañado de un esfuerzo similar para mejorar la transparencia de estas medidas.

Los supervisores de los mercados de valores han desarrollado diversas iniciativas para establecer los principios que deben seguirse al utilizar las APM. El objetivo principal no es limitar su uso sino aportar unos principios que promuevan su utilidad y transparencia y, de esta forma, reducir el riesgo de que puedan transmitir información engañosa.

Para seguir avanzando en la consecución de este objetivo se requiere un cambio de actitud en los emisores, a favor de una utilización más transparente de las APM. Resulta necesario, por tanto, que las iniciativas desarrolladas hasta ahora se vean acompañadas por una apuesta decidida de los supervisores de los mercados de valores para revisar y exigir el cumplimiento de los principios que introducen.

Así lo han entendido los supervisores europeos, que han incluido entre las prioridades comunes de supervisión en la Unión Europea de la información financiera del ejercicio 2016 el cumplimiento de las directrices de la ESMA, y la CNMV, que lo incluye entre sus prioridades nacionales.

La primera aplicación de estas iniciativas (en concreto, de las directrices de la ESMA sobre las APM) es una excelente oportunidad para que la dirección de las entidades reevalúe el empleo de estas medidas, analice si su utilización es realmente necesaria y, en la medida de lo posible, simplifique su cálculo. Además, parece conveniente que a nivel de control interno se evalúe la necesidad de establecer una política reglada sobre la utilización de las APM. En este proceso, las comisiones de auditoría tienen un rol fundamental como supervisores del proceso de elaboración y presentación de la información financiera y de la eficacia del control interno de las entidades.

Por último, cabe destacar que las APM pueden complementar la información que se obtiene de los estados financieros pero en ningún caso deberían sustituirla, ya que no resulta una práctica adecuada que las entidades centren la comunicación de la evolución de su rendimiento en las APM.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al mes de diciembre de 2016 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 1/2017, de 20 de enero**, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo.

Esta norma —que cuenta con exposición de motivos, cuatro artículos, tres disposiciones adicionales, disposición transitoria única, disposición derogatoria única y cuatro disposiciones finales— establece un procedimiento de solución extrajudicial con carácter previo a la interposición de una eventual demanda judicial, sin coste adicional para el consumidor e imperativo de atender por parte de las entidades de crédito para recuperar los intereses pagados en exceso en virtud de cláusulas suelo no válidas. Durante el tiempo en que se sustancie la reclamación previa, las partes no podrán ejercitar contra la otra ninguna acción judicial o extrajudicial en relación con su objeto.

En fase judicial, se fijan medidas respecto a las costas procesales que incentiven el reconocimiento extrajudicial del derecho del consumidor y el allanamiento por parte de las entidades de crédito, persiguiendo estas medidas adoptadas que el consumidor vea restablecido su derecho en el plazo más breve posible evitándole tener que agotar un proceso judicial que se dilate en el tiempo.

Por último, se regula el tratamiento fiscal de las cantidades percibidas por la devolución de las cláusulas de limitación de tipos de interés de préstamos derivadas de acuerdos celebrados con las entidades financieras, a cuyo fin se modifica la normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Entró en vigor el 22 de enero de 2017.

- **Reglamento de Régimen Interior de la CNMV**, texto consolidado del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV el 10 de julio de 2003 (BOE 18/07/2003) y posteriores modificaciones aprobadas por las siguientes Resoluciones del Consejo de la CNMV: de 14 de diciembre 2004 (BOE 29/12/2004), 16 de mayo de 2007 (BOE 31/05/2007), 5 de noviembre de 2008 (BOE 20/11/2008), 21 de enero de 2009 (BOE 27/01/2009), 7 de julio de 2010 (BOE 15/07/2010), 2 de octubre de 2013 (BOE 2/11/2013), 26 de mayo de 2015 (BOE 06/06/2015), 20 de abril de 2016 (BOE 6/05/2016) y 7 de febrero de 2017 (BOE 10/02/2017).

Mediante Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de fecha 7 de febrero de 2017, se llevan a cabo distintos cambios organizativos. Se modifica la estructura de la Dirección General del Servicio Jurídico prevista en el artículo 31.4 para crear una Dirección General adjunta. La Dirección General del Servicio Jurídico pasa a asumir determinadas competencias nuevas como la de recibir e impulsar las comunicaciones de presuntas infracciones de las normas de disciplina y ordenación del mercado de valores (*whistleblowing*).

Se encomienda al Departamento de Comunicación la función de gestionar, actualizar y llevar a cabo el mantenimiento de la página web de la CNMV.

Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2017/72** de la Comisión, de 23 de septiembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación que especifican las condiciones para autorizar exenciones de datos (texto pertinente a efectos del Espacio Económico Europeo, EEE).
- **Reglamento Delegado (UE) 2017/104** de la Comisión, de 19 de octubre de 2016, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 148/2013 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones (texto pertinente a efectos del EEE).
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/105** de la Comisión, de 19 de octubre de 2016, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1247/2012 por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato y la frecuencia de las notificaciones de operaciones a los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (texto pertinente a efectos del EEE).
- **Reglamento Delegado (UE) 2017/180** de la Comisión, de 24 de octubre de 2016, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las normas de evaluación de las carteras de referencia y los procedimientos para compartir dicha evaluación (texto pertinente a efectos del EEE).
- **Reglamento Delegado (UE) 2017/208** de la Comisión, de 31 de octubre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para las salidas adicionales de liquidez correspondientes a necesidades de garantías reales como consecuencia de los efectos de condiciones adversas del mercado en las operaciones con derivados de una entidad (texto pertinente a efectos del EEE).
- **Reglamento Delegado (UE) 2017/323** de la Comisión, de 20 de enero de 2017, que rectifica el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (texto pertinente a efectos del EEE).

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2017/309** de la Comisión, de 23 de febrero de 2017, por el que se establece información técnica para el cálculo de las provisiones técnicas y los fondos propios básicos a efectos de la presentación de información con fecha de referencia comprendida entre el 31 de diciembre de 2016 y el 30 de marzo de 2017 de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (texto pertinente a efectos del EEE).

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	49	52	44	17	20	13	18	10
Ampliaciones de capital	47	47	44	17	20	13	18	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	0	3	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	19	17	18	5	5	6	8	4
De las cuales dividendo elección	12	12	12	5	4	4	4	4
Ampliaciones de capital por conversión ³	11	11	10	6	4	3	7	0
De contrapartida no monetaria ⁴	4	5	4	2	1	2	2	3
Con derecho de suscripción preferente	5	12	11	3	5	2	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	16	11	8	2	3	1	3	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	0	2	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	147	115	84	21	24	15	24	11
Ampliaciones de capital	140	103	82	21	22	15	24	11
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	0	4	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	37	28	25	6	5	6	8	4
De las cuales dividendo elección	28	22	18	6	4	4	4	4
Ampliaciones de capital por conversión ³	43	31	24	8	4	3	9	0
De contrapartida no monetaria ⁴	9	7	8	2	1	3	2	3
Con derecho de suscripción preferente	5	15	11	3	5	2	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	38	22	10	2	3	1	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	12	2	0	2	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	32.762,4	37.067,4	20.031,7	4.891,5	9.247,2	1.907,8	3.985,2	1.263,8
Ampliaciones de capital	27.875,5	28.735,8	19.525,0	4.891,5	8.740,6	1.907,8	3.985,2	1.263,8
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	0,0	807,6	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.729,2	966,6	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
De las cuales dividendo elección	12.573,8	9.627,8	5.729,2	966,6	1.233,3	1.146,3	2.383,0	1.084,4
Ampliaciones de capital por conversión ³	3.757,9	2.162,5	3.660,5	3.008,6	230,7	342,6	78,6	0,0
De contrapartida no monetaria ⁴	2.814,5	367,0	1.791,8	50,8	0,0	238,3	1.502,6	14,1
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	799,9	5.534,0	174,8	4,6	147,2
Sin negociación de derechos de suscripción	2.909,9	8.645,9	1.022,5	65,5	935,0	5,8	16,3	18,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	0,0	506,6	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.768,5	4.253,4	4.185,2	1.314,4	2.009,6	338,5	522,6	161,0
Ampliaciones de capital	4.472,6	3.153,3	4.171,3	1.314,4	1.995,7	338,5	522,6	161,0
Ofertas públicas de suscripción de valores	626,7	0,0	11,3	0,0	11,3	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.258,2	946,6	878,1	102,8	300,8	122,7	351,8	106,1
De las cuales dividendo elección	1.110,0	785,8	706,4	102,8	159,3	119,7	324,6	106,1
Ampliaciones de capital por conversión ³	819,7	107,0	1.109,2	1.028,4	11,1	47,9	21,8	0,0
De contrapartida no monetaria ⁴	311,0	146,6	248,9	7,3	0,0	94,8	146,7	2,6
Con derecho de suscripción preferente	1.185,7	1.190,7	1.403,0	156,5	1.173,0	72,6	0,9	44,2
Sin negociación de derechos de suscripción	271,3	762,3	520,9	19,4	499,6	0,5	1,4	8,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	295,9	1.100,2	13,9	0,0	13,9	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵								
Número de emisores	9	16	16	2	3	8	7	2
Número de emisiones	15	18	21	2	4	8	7	2
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	7,2	4,2	178,2	30,1	2,2
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	7,2	4,2	178,2	30,1	2,2
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	0,0	0,0	7,3	2,4	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 Datos disponibles: febrero de 2017.

3 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de warrants.

4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

5 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuentes: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	129	129	130	129	131	132	130	129
Sin Nuevo mercado	129	129	130	129	131	132	130	129
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	8	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	5	5	5	5	5	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	3	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	20	18	14	17	15	15	14	14
Madrid	9	8	5	7	6	6	5	5
Barcelona	12	10	8	10	9	9	8	8
Bilbao	7	6	5	5	5	5	5	5
Valencia	4	3	3	3	3	3	3	3
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.269	3.429	3.336	3.429	3.416	3.397	3.336	3.277
Latibex	26	21	20	20	20	20	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2017.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	735.317,8	766.335,7	779.123,8	705.971,5	675.765,0	727.943,2	779.123,8	804.308,0
Sin Nuevo mercado	735.317,8	766.335,7	779.123,8	705.971,5	675.765,0	727.943,2	779.123,8	804.308,0
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	132.861,1	141.695,3	151.043,2	131.231,2	127.150,3	134.605,9	151.043,2	165.479,9
Ibex 35	479.378,5	477.521,1	484.059,2	438.196,0	413.090,6	451.319,1	484.059,2	495.613,3
Segundo mercado	30,2	20,6	114,1	78,1	116,4	114,8	114,1	107,1
Madrid	15,8	20,6	72,0	78,1	74,1	72,5	72,0	74,1
Barcelona	14,4	0,0	42,1	0,0	42,3	42,3	42,1	33,0
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	2.466,6	1.040,3	1.291,6	1.017,9	1.562,4	1.418,3	1.291,6	1.340,7
Madrid	376,5	296,9	289,9	326,7	380,4	340,6	289,9	256,3
Barcelona	2.356,5	887,7	1.136,6	3.581,0	1.409,1	1.263,6	1.136,6	1.184,3
Bilbao	162,5	943,3	54,0	216,2	67,9	58,0	54,0	307,4
Valencia	326,4	150,0	349,2	69,6	350,1	325,3	349,2	55,6
Corros SICAV ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	34.306,0	37.258,5	38.580,8	36.008,2	35.480,3	38.154,1	38.580,8	39.241,6
Latibex	286.229,2	116.573,4	198.529,6	139.318,8	135.514,7	172.399,6	198.529,6	220.625,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2017.

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 Solo 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 1.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	864.443,5	938.396,7	635.797,8	193.947,4	187.774,1	117.753,5	136.322,8	100.122,8
Sin Nuevo mercado	864.443,5	938.396,7	635.797,8	193.947,4	187.774,1	117.753,5	136.322,8	100.122,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	14.508,9	12.417,7	6.018,0	1.295,8	1.550,9	1.539,1	1.632,3	1.311,7
Segundo mercado	0,7	13,8	3,1	0,1	0,4	2,4	0,3	0,1
Madrid	0,5	13,7	2,7	0,1	0,0	2,4	0,3	0,1
Barcelona	0,2	0,1	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
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	92,5	246,1	7,4	1,6	4,0	0,5	1,4	4,3
Madrid	32,6	19,4	3,2	1,4	1,2	0,1	0,5	1,5
Barcelona	45,2	219,1	4,2	0,2	2,7	0,4	0,8	2,7
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	7.723,3	6.441,7	5.055,1	1.134,0	1.053,5	1.021,7	1.845,9	907,9
Latibex	373,1	258,7	156,4	53,4	17,7	26,5	58,9	50,3

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	831.962,6	903.397,2	619.351,6	194.969,5	185.223,1	109.836,1	129.322,9	97.054,9
Órdenes	453.294,9	475.210,0	346.980,8	101.673,7	95.369,7	66.942,5	82.994,9	50.797,3
Aplicaciones	73.056,9	96.187,7	68.990,5	24.747,2	19.372,1	11.354,0	13.517,3	8.223,0
Bloques	305.610,8	331.999,5	203.380,2	68.548,6	70.481,3	31.539,5	32.810,8	38.034,7
Fuera de hora	7.568,8	3.137,9	1.996,2	617,6	122,1	260,6	995,9	434,9
Autorizadas	7.808,9	14.885,5	12.667,0	1.626,5	1.420,5	6.382,6	3.237,3	1.996,1
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	175,3	4.360,1	788,4	0,0	0,0	788,4	0,0	56,1
OPV	6.143,4	4.266,8	777,5	0,0	777,5	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	410,9	203,6	37,3	0,0	0,0	37,3	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	6.954,1	5.964,2	5.408,3	2.062,9	1.158,4	82,4	2.104,6	203,2
Operaciones de cobertura	3.419,5	2.181,4	1.833,8	386,2	419,5	366,0	662,1	377,5

 1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: febrero de 2017.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	49	51	20	24	16	24	11
Cédulas hipotecarias	13	13	13	8	8	0	8	3
Cédulas territoriales	3	3	3	0	2	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	8	10	5	10	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	13	16	20	5	4	5	8	1
Pagarés de empresa	18	16	14	4	3	4	3	3
De titulización	1	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	17	15	13	3	3	4	3	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	662	415	399	97	110	68	124	66
Cédulas hipotecarias	27	34	41	14	16	0	11	3
Cédulas territoriales	3	6	4	0	2	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	578	318	277	65	80	51	81	59
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35	40	61	13	9	11	28	1
Pagarés de empresa ²	18	16	15	5	3	4	3	3
De titulización	1	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	17	15	14	4	3	4	3	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	130.258,4	136.607,3	139.026,1	40.721,8	29.252,0	13.528,8	55.523,5	16.557,5
Cédulas hipotecarias	23.838,0	31.375,0	31.642,5	9.943,0	10.199,5	0,0	11.500,0	2.250,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	0,0	2.750,0	2.500,0	2.000,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.154,7	39.099,9	40.168,3	8.344,2	4.054,2	1.411,5	26.358,3	11.463,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750,0	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	29.008,0	28.369,6	35.504,9	17.038,2	4.655,5	4.186,2	9.625,0	1.000,0
Tramo nacional	26.972,1	25.147,2	32.228,7	15.233,5	4.589,0	3.865,2	8.541,0	587,7
Tramo internacional	2.035,9	3.222,4	3.276,2	1.804,7	66,5	321,0	1.084,0	412,3
Pagarés de empresa ³	33.654,4	27.309,6	22.960,4	5.396,4	7.592,8	3.931,2	6.040,2	1.844,0
De titulización	620,0	2.420,0	1.880,0	560,0	580,0	0,0	740,0	0,0
Resto de pagarés	33.034,4	24.889,6	21.080,4	4.836,4	7.012,8	3.931,2	5.300,2	1.844,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	7.999,3	5452,2	4.278,7	1.980,0	130,0	733,4	1.435,3	0,0
Emisiones aseguradas	195,8	0,0	421,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
Total	114.956,4	145.890,9	130.141,0	52.821,7	31.608,8	14.006,8	31.703,7	30.647,5
Pagarés	33.493,1	27.455,3	22.770,6	4.989,4	7.927,4	3.904,6	5.949,2	2.289,7
Bonos y obligaciones	25.712,5	47.616,4	31.723,0	24.431,4	3.830,5	1.307,8	2.153,3	24.857,9
Cédulas hipotecarias	24.438,0	31.375,0	31.392,5	7.143,0	12.999,5	0,0	11.250,0	2.500,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	0,0	2.750,0	2.500,0	2.000,0	0,0
Bonos de titulización	29.459,5	29.044,2	35.504,9	16.257,9	4.101,4	4.794,4	10.351,2	1.000,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2017.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.8

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	465	388	375	381	376	375	375	369
Renta fija privada	464	387	374	380	375	374	374	368
Pagarés	19	16	14	14	14	14	14	14
Bonos y obligaciones	79	64	52	61	57	53	52	50
Cédulas hipotecarias	49	44	43	42	43	43	43	43
Cédulas territoriales	9	9	9	9	9	9	9	7
Bonos de titulización	329	278	276	274	274	275	276	276
Participaciones preferentes	23	13	9	9	9	9	9	5
Bonos matador	9	7	6	7	7	7	6	6
Deuda Pública	1	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	3.345	2.723	2.637	2.759	2.710	2.649	2.637	2.538
Renta fija privada	3.192	2.531	2.433	2.519	2.503	2.441	2.433	2.335
Pagarés	1.130	392	351	371	355	342	351	297
Bonos y obligaciones	495	882	856	923	917	879	856	825
Cédulas hipotecarias	283	238	231	230	236	232	231	228
Cédulas territoriales	39	32	29	31	32	29	29	26
Bonos de titulización	1.188	966	948	945	944	940	948	948
Participaciones preferentes	47	16	12	12	12	12	12	5
Bonos matador	10	7	6	7	7	7	6	6
Deuda Pública	153	193	204	209	207	208	204	203
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	141	181	192	197	195	196	192	191
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.374.947,5	1.386.289,8	1.408.556,6	1.385.905,0	1.419.351,9	1.420.731,1	1.408.556,6	1.407.244,7
Renta fija privada	581.825,3	534.088,9	531.056,9	535.398,0	542.060,1	533.307,9	531.056,9	508.493,6
Pagarés	20.361,6	15.172,9	16.637,4	13.662,0	17.027,6	16.585,7	16.637,4	15.436,3
Bonos y obligaciones	74.076,5	74.082,2	85.477,8	88.142,03	87.204,9	86.706,2	85.477,8	72.415,1
Cédulas hipotecarias	208.314,2	194.072,7	180.677,5	178.610,7	187.479,6	183.627,5	180.677,5	176.855,5
Cédulas territoriales	24.671,3	27.586,3	29.387,3	27.336,3	29.086,3	27.887,3	29.387,3	26.312,3
Bonos de titulización	253.045,1	222.100,4	217.992,1	226.702,1	220.317,0	217.556,3	217.992,1	216.648,4
Participaciones preferentes	782,1	627,4	497,8	497,8	497,8	497,8	497,8	439,0
Bonos matador	574,4	447,1	386,9	447,1	447,1	447,1	386,9	386,9
Deuda Pública	793.122,3	852.200,9	877.499,6	872.816,1	877.291,7	887.423,2	877.499,6	898.751,1
Letras del Tesoro	77.926,1	82.435,4	81.037,1	84.129,6	80.542,9	79.032,7	81.037,1	82.381,0
Bonos y Obligaciones del Estado	715.196,2	769.765,5	796.462,5	788.686,5	796.748,8	808.390,6	796.462,5	816.370,1

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,2	57.380,2	39.810,3	33.320,6	39.147,1	19.068,7
Renta fija privada	1.118.719,6	521.590,4	169.534,0	57.350,7	39.774,7	33.301,2	39.107,5	19.047,1
Pagarés	48.817,3	31.346,2	20.684,3	4.274,6	5.972,1	5.578,0	4.859,7	2.839,9
Bonos y obligaciones	269.659,8	78.120,5	27.795,6	6.876,9	7.585,7	7.236,7	6.096,3	3.562,2
Cédulas hipotecarias	376.273,3	187.201,7	79.115,6	33.020,3	16.213,9	12.431,2	17.450,1	7.292,5
Cédulas territoriales	82.023,2	46.711,4	5.329,3	2.506,7	47,6	775,0	2.000,0	17,0
Bonos de titulización	341.827,8	177.844,1	36.554,9	10.658,1	9.952,0	7.276,0	8.668,8	5.318,6
Participaciones preferentes	97,7	295,5	43,1	13,9	0,5	4,3	24,4	6,3
Bonos matador	20,5	71,1	11,1	0,1	2,9	0,0	8,1	10,7
Deuda Pública	244,1	263,3	124,2	29,5	35,6	19,4	39,7	21,6
Letras del Tesoro	30,7	30,2	8,5	0,0	1,0	0,1	7,4	0,2
Bonos y Obligaciones del Estado	213,4	233,1	115,8	29,5	34,6	19,3	32,3	21,4
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,3	57.380,1	39.810,3	33.320,6	39.147,2	19.068,7
Simple	396.341,0	239.086,8	127.643,7	43.126,0	31.700,3	20.950,8	31.866,5	15.080,3
Repo	29.800,4	7.144,5	4.143,7	2.480,1	851,3	512,1	300,3	362,3
Simultánea	692.822,2	267.875,7	37.870,9	11.774,1	7.258,7	11.857,7	6.980,4	3.626,1

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Total	262.527,8	193.694,8	76.643,0	40.730,0	27.509,1	19.621,9	29.512,0	12.134,4
Sociedades no financieras	30.843,4	22.747,1	3.501,6	3.617,7	1.540,5	1.276,7	684,5	555,7
Instituciones financieras	132.114,5	95.467,1	43.379,1	19.669,1	13.894,5	11.936,0	17.548,6	6.274,7
Entidades de crédito	87.475,6	74.196,0	32.144,3	14.439,6	9.642,9	8.279,3	14.222,1	4.264,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	34.205,9	8.835,4	6.060,5	2.464,7	2.742,7	1.642,9	1.674,9	1.425,8
Otras entidades financieras	10.433,1	12.435,7	5.174,3	2.764,8	1.508,9	2.013,9	1.651,6	584,2
Administraciones públicas	5.067,3	10.414,4	3.668,9	1.300,8	1.694,4	1.062,7	911,8	1.099,0
Hogares e ISFLSH ²	2.861,8	1.575,2	723,8	352,2	279,8	206,4	237,6	99,0
Resto del mundo	91.640,7	63.491,1	25.369,7	15.790,2	10.100,0	5.140,1	10.129,6	4.106,0

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

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

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	28	20	17	19	19	19	17	17
Emisores privados	17	10	7	9	9	9	7	7
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	17	10	7	9	9	9	7	7
Administraciones públicas ²	11	10	10	10	10	10	10	10
Comunidades autónomas	3	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	165	103	75	96	91	86	75	73
Emisores privados	65	43	26	37	35	35	26	25
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	65	43	26	37	35	35	26	25
Administraciones públicas ²	100	60	49	59	56	51	49	48
Comunidades autónomas	56	25	23	25	25	24	23	23
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	16.800,4	11.702,2	10.203,4	11.596,1	11.554,2	11.268,5	10.203,4	10.182,3
Emisores privados	3.401,2	1.383,3	899,4	1.186,6	1.147,1	1.099,2	899,4	871,2
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	3.401,2	1.383,3	899,4	1.186,6	1.147,1	1.099,2	899,4	871,2
Administraciones públicas ²	13.399,2	10.319,0	9.304,0	10.409,6	10.407,1	10.169,3	9.304,0	9.311,1
Comunidades autónomas	12.227,2	9.320,2	8.347,6	9.411,7	9.411,7	9.211,7	8.347,6	8.347,6

1 Datos disponibles: febrero 2017

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.12

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	861,2	19,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	5.534,0	2.050,2	1.673,0	172,7	228,4	693,6	578,3	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	5.527,0	2.050,2	1.673,0	172,7	228,4	693,6	578,3	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	42.677,2	22.169,0	3.103,5	1.526,3	225,1	897,3	454,7	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

**Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.
Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.13

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	103.044,0	101.555,0	165.472,0	31.231,0	53.039,0	38.752,0	42.450,0	29.784,0
Simples	103.044,0	101.555,0	165.472,0	31.231,0	53.039,0	38.752,0	42.450,0	29.784,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.14

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	5.347	8.012	360	230	87	43	0	0
Futuro sobre bono nocional ²	5.347	8.012	360	230	87	43	0	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.984.894	8.279.939	7.468.299	2.125.569	1.914.578	1.664.402	1.763.750	1.077.962
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.924.068	7.384.896	6.836.500	1.920.556	1.766.118	1.548.315	1.601.511	992.532
Futuro mini sobre Ibex 35	304.891	318.129	249.897	89.717	61.940	51.562	46.679	23.669
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	23.939	32.499	58.044	13.908	13.027	5.448	25.661	3.935
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	-	-	1.619	-	-	120	1.499	425
Opción call mini	483.471	325.479	169.871	51.341	38.567	31.200	48.763	25.235
Opción put mini	248.526	218.937	152.368	50.047	34.927	27.757	39.637	32.167
Sobre acciones ⁵	38.611.291	31.768.355	32.736.458	8.253.156	8.048.626	6.048.948	10.385.728	3.760.344
Futuros	12.740.105	10.054.830	9.467.294	3.312.316	2.670.353	1.446.623	2.038.002	621.339
Futuros sobre dividendos de acciones	236.151	291.688	367.785	112.228	137.565	8.596	109.396	5.250
Futuros sobre dividendos de acciones plus	-	1.152	760	20	0	180	560	0
Opción call	11.719.370	8.572.088	11.239.662	2.394.785	2.191.674	2.578.138	4.075.065	1.457.317
Opción put	13.915.665	12.848.597	11.660.957	2.433.807	3.049.034	2.015.411	4.162.705	1.676.438

1 Datos disponibles: febrero 2017.

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.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.15

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	3.644,2	3.479,1	2.688,6	762,3	588,2	615,9	722,2	227,9
Sobre acciones	1.770,9	1.807,3	1.438,2	431,3	373,7	272,0	361,2	132,7
Sobre índices	1.697,3	1.486,1	1.153,1	294,5	193,1	329,2	336,2	90,6
Otros ³	176,0	185,6	97,2	36,5	21,3	14,6	24,7	4,7
Número de emisiones	8.574	9.059	7.809	2.294	1.795	1.667	2.053	624
Número de emisores	6	8	5	5	5	5	5	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	5,0	650,0	0,0	50,0	100,0	500,0	200,0
Sobre acciones	0,0	5,0	650,0	0,0	50,0	100,0	500,0	200,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	1	4	0	1	1	1	1
Número de emisores	0	1	1	0	1	1	2	1

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

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.

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	817,7	1.095,9	715,5	213,4	180,9	159,8	161,4	91,3
Sobre acciones nacionales	379,8	303,6	248,4	77,2	72,8	46,0	52,4	36,1
Sobre acciones extranjeras	51,2	66,7	32,6	8,8	8,1	7,6	8,1	5,4
Sobre índices	364,3	692,0	420,4	122,6	96,1	103,8	97,8	48,4
Otros ²	22,4	33,6	14,2	4,8	3,9	2,4	3,2	1,5
Número de emisiones ³	7.612	7.530	6.296	2.757	2.708	2.257	2.457	1.817
Número de emisores ³	8	9	8	8	8	8	8	6
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,7	1,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	2	2	2	2	1
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	9.849,5	12.633,8	6.045,2	2.273,4	1.468,5	1.014,3	1.288,9	538,1
Número de fondos	70	58	33	58	58	32	33	21
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	436,1	436,1	349,3	358,4	325,3	336,0	349,3	-

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

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 periodo.

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

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	38	39	40	39	41	42	40	40
Sucursales	21	25	27	23	23	27	27	23
Representantes	6.116	5.819	5.761	5.740	5.748	5.740	5.761	5.730
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	37	39	41	38	37	40	41	46
Sucursales	19	21	22	22	23	22	22	23
Representantes	466	468	492	457	485	482	492	457
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	5	3	2	2	2	2	2	2
Sucursales	5	9	8	8	8	8	8	8
Representantes	1	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	143	154	160	154	162	163	160	40
Sucursales	11	12	15	12	13	14	15	15
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	137	134	126	133	133	131	126	125

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Total	3.102	3.177	3.309	3.204	3.268	3.291	3.309	3.335
Empresas de servicios de inversión	2.641	2.717	2.842	2.742	2.799	2.827	2.842	2.870
Comunitarias	2.639	2.714	2.839	2.739	2.796	2.824	2.839	2.867
Con sucursal	39	42	46	45	45	46	46	46
En libre prestación de servicios	2.600	2.672	2.793	2.694	2.751	2.778	2.793	2.821
Extracomunitarias	2	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	461	460	467	462	469	464	467	465
Comunitarias	452	451	460	454	461	457	460	459
Con sucursal	54	53	55	53	54	53	55	55
En libre prestación de servicios	398	398	405	401	407	404	405	404
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	9	7	8	8	7	7	6
Con sucursal	6	6	5	5	5	5	5	4
En libre prestación de servicios	3	3	2	3	3	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

2 Fuentes: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
RENTA FIJA								
Total	9.264.859,8	5.365.817,5	4.625.411,6	1.114.132,3	1.234.449,1	1.273.116,1	1.124.102,8	993.743,6
Sociedades de valores	4.989.059,9	3.774.816,4	3.171.599,2	763.623,3	805.643,4	892.819,1	762.082,2	711.054,5
Mercados organizados nacionales	2.372.515,0	1.909.130,4	1.350.483,4	335.795,1	369.646,2	374.752,4	336.786,1	269.298,7
Otros mercados nacionales	2.388.868,8	1.689.702,4	1.570.540,0	387.977,8	364.162,5	451.729,7	375.674,4	378.973,4
Mercados extranjeros	227.676,1	175.983,6	250.575,8	39.850,4	71.834,7	66.337,0	49.621,7	62.782,4
Agencias de valores	4.275.799,9	1.591.001,1	1.453.812,4	350.509,0	428.805,7	380.297,0	362.020,6	282.689,1
Mercados organizados nacionales	89.472,6	14.160,0	25.247,8	2.261,0	14.338,1	6.844,3	3.039,3	1.026,1
Otros mercados nacionales	3.955.091,6	1.402.106,3	1.222.925,7	308.263,6	353.710,7	308.895,1	320.816,5	239.503,4
Mercados extranjeros	231.235,7	174.734,8	205.638,9	39.984,4	60.756,9	64.557,6	38.164,8	42.159,6
RENTA VARIABLE								
Total	940.623,2	1.020.289,5	798.564,7	265.922,0	210.419,3	205.836,0	167.119,5	215.189,9
Sociedades de valores	875.037,7	914.649,2	636.727,0	209.737,6	194.853,2	174.181,3	117.048,1	150.644,4
Mercados organizados nacionales	814.349,4	855.883,2	583.283,9	195.807,3	180.804,3	159.663,1	105.234,4	137.582,1
Otros mercados nacionales	2.828,5	3.327,8	2.313,1	816,3	637,2	585,6	373,5	716,8
Mercados extranjeros	57.859,8	55.438,2	51.130,0	13.114,0	13.411,7	13.932,6	11.440,2	12.345,5
Agencias de valores	65.585,5	105.640,3	161.837,7	56.184,4	15.566,1	31.654,7	50.071,4	64.545,5
Mercados organizados nacionales	16.726,7	14.207,3	11.090,1	3.076,7	3.001,3	2.227,3	3.778,5	2.083,0
Otros mercados nacionales	14.009,1	13.769,0	8.902,9	6.466,2	846,9	1.632,6	2.431,0	3.992,4
Mercados extranjeros	34.849,7	77.664,0	141.844,7	46.641,5	11.717,9	27.794,8	43.861,9	58.470,1

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2015		2016		
				IV	I	II	III	IV
Total	10.095.572,3	12.104.474,3	10.985.305,6	3.064.485,0	3.087.332,5	2.849.764,2	2.347.754,9	2.700.454,0
Sociedades de valores	9.918.555,0	11.958.716,2	10.698.379,2	3.019.750,2	3.025.120,2	2.756.706,2	2.271.808,1	2.644.744,7
Mercados organizados nacionales	4.625.999,8	6.215.223,3	4.842.990,7	1.521.172,3	1.474.859,7	1.244.231,7	1.026.111,9	1.097.787,4
Mercados organizados extranjeros	4.913.770,3	5.386.722,4	5.204.785,7	1.351.399,3	1.360.289,3	1.342.718,7	1.109.120,9	1.392.656,8
Mercados no organizados	378.784,9	356.770,5	650.602,8	147.178,6	189.971,2	169.755,8	136.575,3	154.300,5
Agencias de valores	177.017,3	145.758,1	286.926,4	44.734,8	62.212,3	93.058,0	75.946,8	55.709,3
Mercados organizados nacionales	6.881,8	7.510,9	20.935,4	2.842,0	5.151,0	6.112,1	5.370,4	4.301,9
Mercados organizados extranjeros	37.016,8	27.846,8	59.427,1	10.481,3	12.857,3	14.621,2	15.957,8	15.990,8
Mercados no organizados	133.118,7	110.400,4	206.563,9	31.411,5	44.204,0	72.324,7	54.618,6	35.416,6

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

	2014	2015	2016	2015		2016		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CARTERAS								
Total²	13.483	13.713	15.818	13.713	11.539	11.779	12.202	15.818
Sociedades de valores. Total	4.741	5.711	5.743	5.711	5.740	5.752	5.939	5.743
IIC ³	63	60	26	60	38	37	33	26
Otras ⁴	4.678	5.651	5.717	5.651	5.702	5.715	5.906	5.717
Agencias de valores. Total	4.484	5.681	6.512	5.681	5.799	6.027	6.263	6.512
IIC ³	63	95	98	95	89	95	96	98
Otras ⁴	4.421	5.586	6.414	5.586	5.710	5.932	6.167	6.414
Sociedades gestoras de cartera². Total	4.258	2.321	3.563	2.321	-	-	-	3.563
IIC ³	5	1	1	1	-	-	-	1
Otras ⁴	4.253	2.320	3.562	2.320	-	-	-	3.562
PATRIMONIO GESTIONADO								
(miles de euros)								
Total²	11.661.203	9.201.678	13.298.318	9.201.678	8.343.822	7.593.204	7.866.400	13.298.318
Sociedades de valores. Total	4.905.630	5.406.804	5.534.052	5.406.804	6.018.420	5.301.602	5.513.589	5.534.052
IIC ³	1.371.924	1.546.293	818.442	1.546.293	1.139.393	1.078.702	1.070.345	818.442
Otras ⁴	3.533.706	3.860.511	4.715.610	3.860.511	4.879.027	4.222.900	4.443.244	4.715.610
Agencias de valores. Total	1.935.646	2.565.132	2.557.207	2.565.132	2.325.402	2.291.602	2.352.811	2.557.207
IIC ³	846.244	1.448.260	1.424.582	1.448.260	1.232.516	1.221.232	1.283.213	1.424.582
Otras ⁴	1.089.403	1.116.872	1.132.625	1.116.872	1.092.886	1.070.370	1.069.598	1.132.625
Sociedades gestoras de cartera². Total	4.819.927	1.229.742	5.207.059	1.229.742	-	-	-	5.207.059
IIC ³	118.847	15.729	15.916	15.729	-	-	-	15.916
Otras ⁴	4.701.080	1.214.013	5.191.143	1.214.013	-	-	-	5.191.143

1 Datos a final de periodo.

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) al final del ejercicio, con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como gestión de IIC no residentes.

4 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.

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

Miles de euros	2014	2015	2016	2015	2016			
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CONTRATOS³								
Total ESI (excepto EAFI) ⁴	12.761	14.569	17.857	14.569	13.015	13.587	14.319	17.857
Sociedades de valores. Total	3.437	1.183	1.194	1.183	1.192	1.160	1.198	1.194
Clientes minoristas	3.409	1.159	1.182	1.159	1.164	1.130	1.161	1.182
Clientes profesionales	11	11	3	11	15	15	22	3
Agencias de valores. Total	7.511	11.456	14.358	11.456	11.823	12.427	13.121	14.358
Clientes minoristas	7.322	11.247	14.170	11.247	11.639	12.269	12.946	14.170
Clientes profesionales	169	176	154	176	148	124	147	154
Sociedades gestoras de cartera ⁴ . Total	1.813	1.930	2.305	1.930	-	-	-	2.305
Clientes minoristas	1.805	1.928	2.303	1.928	-	-	-	2.303
Clientes profesionales	8	2	2	2	-	-	-	2
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁵								
Total ESI (excepto EAFI) ⁴	18.747	10.937	11.515	10.937	2.323	4.637	7.772	11.515
Sociedades de valores	10.638	2.930	2.547	2.930	647	1.266	1.909	2.547
Agencias de valores	7.260	7.636	8.614	7.636	1.676	3.371	5.863	8.614
Sociedades gestoras de cartera ⁴	849	371	354	371	-	-	-	354

1 Datos a final de periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Los totales incluyen clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

4 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) de final de ejercicio con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

5 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	74.177	55.570	53.930	7.216	38.447	49.275	53.930	336
II. Comisiones netas	445.317	422.542	373.552	91.676	191.507	280.710	373.552	31.066
Comisiones percibidas	633.263	614.705	538.586	137.511	278.225	407.854	538.586	43.009
Tramitación y ejecución de órdenes	342.462	322.857	245.700	65.205	128.808	184.438	245.700	18.406
Colocación y aseguramiento de emisiones	21.414	11.556	5.955	629	3.346	5.198	5.955	189
Depósito y anotación de valores	22.347	24.358	47.843	12.323	23.559	34.873	47.843	2.756
Gestión de carteras	21.046	22.541	23.738	5.453	10.674	16.933	23.738	4.001
Diseño y asesoramiento	19.502	13.575	14.648	4.414	7.580	10.554	14.648	841
Búsqueda y colocación de paquetes	4.367	1.497	2.155	80	1.385	1.641	2.155	66
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	62.948	73.889	75.505	18.307	36.698	55.758	75.505	6.606
Otras	139.177	144.432	123.042	31.101	66.174	98.459	123.042	10.144
Comisiones satisfechas	187.946	192.163	165.034	45.835	86.718	127.144	165.034	11.943
III. Resultado de inversiones financieras	222.077	215.861	104.292	21.838	90.667	84.290	104.292	4.515
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-96.425	-128.200	-1.177	3.793	-32.389	-19.553	-1.177	1.807
V. Margen bruto	645.146	565.773	530.597	124.523	288.232	394.722	530.597	37.724
VI. Resultado de explotación	265.509	186.771	169.499	37.138	101.954	120.083	169.499	9.030
VII. Resultado de actividades continuadas	192.467	141.291	140.521	40.695	101.475	117.959	140.521	6.852
VIII. Resultado neto del ejercicio	192.467	141.291	140.521	40.695	101.475	117.959	140.521	6.852

1 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.

2 Datos acumulados: enero de 2017.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Total	200.010	137.327	152.893	137.327	32.932	93.809	108.543	152.893
Activos monetarios y deuda pública	12.342	9.327	8.332	9.327	2.397	4.802	6.422	8.332
Otros valores de renta fija	31.631	24.795	35.415	24.795	9.674	18.170	25.572	35.415
Cartera interior	23.038	8.990	19.863	8.990	5.155	8.977	13.764	19.863
Cartera exterior	8.593	15.805	15.552	15.805	4.519	9.193	11.808	15.552
Renta variable	800.035	112.943	135.587	112.943	-116.403	4.852	133.877	135.587
Cartera interior	112.635	18.141	14.010	18.141	-598	8.781	10.238	14.010
Cartera exterior	687.400	94.802	121.577	94.802	-115.805	-3.929	123.639	121.577
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	109.668	131.289	72.260	-56.862	-52.325
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-248	-99	-244	-361	-471
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	1.605	-571	-1.660	-1.824	-1.030
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-142.545	-2.440	-40.352	-29.944	-29.730
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	14.344	6.232	7.964	10.390	28.555
Otras operaciones	16.675	7.438	28.560	7.438	2.853	28.017	21.273	28.560
MARGEN DE INTERESES								
Total	74.177	55.570	53.930	55.570	7.216	38.446	49.273	53.930
Activos monetarios y deuda pública	2.123	2.156	1.708	2.156	389	817	1.276	1.708
Otros valores de renta fija	3.371	2.731	1.742	2.731	580	974	1.271	1.742
Cartera interior	2.147	1.534	809	1.534	320	509	550	809
Cartera exterior	1.224	1.197	933	1.197	260	465	721	933
Renta variable	63.460	43.826	24.619	43.826	8.213	13.998	23.146	24.619
Cartera interior	28.679	3.622	3.298	3.622	102	1.756	2.397	3.298
Cartera exterior	34.781	40.204	21.321	40.204	8.111	12.242	20.749	21.321
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-248	-99	-244	-361	-471
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	1.605	-571	-1.660	-1.824	-1.030
Otras operaciones	3.673	5.500	27.362	5.500	-1.296	24.561	25.765	27.362
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	222.077	215.861	104.291	215.861	21.838	90.668	84.287	104.291
Activos monetarios y deuda pública	10.219	7.171	6.624	7.171	2.008	3.985	5.146	6.624
Otros valores de renta fija	28.260	22.064	33.673	22.064	9.094	17.196	24.301	33.673
Cartera interior	20.891	7.456	19.054	7.456	4.835	8.468	13.214	19.054
Cartera exterior	7.369	14.608	14.619	14.608	4.259	8.728	11.087	14.619
Renta variable	736.575	69.117	110.968	69.117	-124.616	-9.146	110.731	110.968
Cartera interior	83.956	14.519	10.712	14.519	-700	7.025	7.841	10.712
Cartera exterior	652.619	54.598	100.256	54.598	-123.916	-16.171	102.890	100.256
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	109.668	131.289	72.260	-56.862	-52.325
Otras operaciones	12.823	7.841	5.351	7.841	4.063	6.373	971	5.351
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-96.244	-134.104	-5.328	-134.104	3.878	-35.305	-25.017	-5.328
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-142.545	-2.440	-40.352	-29.944	-29.730
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	14.344	6.232	7.964	10.390	28.555
Otras operaciones	179	-5.903	-4.153	-5.903	86	-2.917	-5.463	-4.153

1 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 valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	1.119	884	903	159	392	614	903	56
II. Comisiones netas	120.634	113.904	108.111	24.770	51.128	78.389	108.111	8.882
Comisiones percibidas	147.137	135.320	129.682	29.949	61.487	94.142	129.682	11.082
Tramitación y ejecución de órdenes	41.745	31.845	24.181	6.404	13.647	18.617	24.181	1.915
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.129	3.829	3.193	229	520	1.692	3.193	803
Depósito y anotación de valores	567	521	603	147	296	449	603	22
Gestión de carteras	15.062	10.711	11.054	2.844	5.258	8.188	11.054	989
Diseño y asesoramiento	7.576	7.856	8.980	1.857	3.595	6.140	8.980	591
Búsqueda y colocación de paquetes	0	216	40	18	40	40	40	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	46.565	53.169	50.504	12.457	24.561	37.047	50.504	4.170
Otras	27.493	27.173	31.128	5.993	13.571	21.970	31.128	2.593
Comisiones satisfechas	26.503	21.416	21.571	5.179	10.359	15.753	21.571	2.200
III. Resultado de inversiones financieras	775	592	245	-94	-133	176	245	98
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.102	1.197	-1.030	-421	-749	-1.067	-1.030	-158
V. Margen bruto	123.626	116.577	108.229	24.414	50.638	78.112	108.229	8.878
VI. Resultado de explotación	24.366	22.148	10.140	1.702	4.558	9.582	10.140	1.341
VII. Resultado de actividades continuadas	19.922	17.266	6.982	1.488	3.675	8.178	6.982	1.251
VIII. Resultado neto del ejercicio	19.922	17.266	6.982	1.488	3.675	8.178	6.982	1.251

1 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.

2 Datos disponibles: enero de 2017.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	2012	2013	2014	2015	2016
I. Margen de intereses	733	667	574	399	83
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	8.526	6.617
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	13.064	6.617
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	11.150	4.228
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	371	354
Otras	0	0	990	1.544	2.035
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	4.538	0
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	-28	-1
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	-234	-126
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	8.663	6.573
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	3.331	3.172
VII. Resultado de actividades continuadas	1.411	3.563	5.860	3.331	3.172
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	2.335	2.222

1 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.

2 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL³								
Ratio de capital total ⁴	40,27	44,36	43,87	44,36	40,58	40,12	47,15	43,87
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.056.285	1.109.837	956.055	1.109.837	1.080.658	1.124.389	1.156.546	956.055
% exceso ⁵	403,43	454,50	448,43	454,50	407,25	401,44	489,33	448,43
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100 %	16	14	15	14	16	12	13	15
>100- ≤300 %	24	22	26	22	21	25	24	26
>300- ≤500 %	12	13	11	13	13	15	14	11
>500 %	21	21	19	21	17	16	20	19
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	40,84	46,13	45,71	46,13	41,84	41,28	49,25	45,71
Exceso de recursos propios (miles de euros)	981.613	1.055.636	902.562	1.055.636	1.033.495	1.077.548	1.110.524	902.562
% exceso ⁵	410,56	476,59	471,38	476,59	422,94	415,94	515,62	471,38
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100 %	5	4	8	4	8	5	6	8
>100- ≤300 %	14	12	12	12	9	12	11	12
>300- ≤500 %	6	8	6	8	9	11	10	6
>500 %	14	14	14	14	12	12	15	14
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	24,30	25,58	26,24	25,58	25,97	25,82	25,55	26,24
Exceso de recursos propios (miles de euros)	42.106	48.197	47.527	48.197	47.163	46.841	46.021	47.527
% exceso ⁵	203,80	219,78	228,04	219,78	224,66	222,79	219,39	228,04
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100 %	11	10	7	10	8	7	7	7
>100- ≤300 %	8	9	13	9	12	13	13	13
>300- ≤500 %	6	5	5	5	4	4	4	5
>500 %	4	6	4	6	5	4	5	4
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA³								
Ratio de capital total ⁴	133,69	71,26	61,64	71,26	-	-	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	32.566	6.004	5.965	6.004	-	-	-	-
% exceso ⁵	1.571,12	791,04	670,50	791,04	-	-	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100 %	0	0	0	0	-	-	-	-
>100- ≤300 %	2	1	1	1	-	-	-	-
>300- ≤500 %	0	0	1	0	-	-	-	-
>500 %	3	1	0	1	-	-	-	-

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 Desde el primer trimestre de 2016 no se muestra la información sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.
- 4 El ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicho ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 5 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 2.12

	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Media (%) ³	22,83	15,34	15,97	15,34	12,69	15,84	12,96	15,97
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	21	20	21	27	22	29	20
0-≤15 %	30	23	31	23	26	31	24	31
>15-≤45 %	23	22	17	22	12	10	14	17
>45-≤75 %	11	5	6	5	3	4	5	6
>75 %	8	9	9	9	8	10	10	9
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ³	23,04	14,85	16,16	14,85	13,16	16,27	12,90	16,16
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	4	9	8	9	11	11	15	8
0-≤15 %	18	14	20	14	16	16	14	20
>15-≤45 %	11	10	6	10	7	6	7	6
>45-≤75 %	5	4	2	4	1	3	3	2
>75 %	2	2	4	2	3	4	3	4
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ³	22,18	21,52	11,53	21,52	6,30	9,60	13,86	11,53
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	12	12	12	16	11	14	12
0-≤15 %	11	8	10	8	10	15	10	10
>15-≤45 %	8	11	11	11	5	4	7	11
>45-≤75 %	6	1	3	1	2	1	2	3
>75 %	6	7	5	7	5	6	7	5
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media (%) ³	16,95	24,49	46,28	24,49	-	-	-	46,28
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	0	-	-	-	0
0-≤15 %	1	1	1	1	-	-	-	1
>15-≤45 %	4	1	0	1	-	-	-	0
>45-≤75 %	0	0	1	0	-	-	-	1
>75 %	0	0	0	0	-	-	-	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

- 2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública sobre sociedades gestoras de cartera (SGC) de cierre del ejercicio con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.
- 3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros	2012	2013	2014	2015	2016 ²
PATRIMONIOS ASESORADOS³					
Total	14.776.498	17.630.081	21.379.858	25.366.198	28.154.829
Clientes minoristas	3267079	4.991.653	5.707.640	6.777.181	7.435.241
Clientes profesionales	3594287	3.947.782	4.828.459	5.109.979	5.413.702
Otros	7915132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	15.305.886
INGRESOS POR COMISIONES⁴					
Total	26177	33.272	47.616	56.726	52.050
Comisiones percibidas	26065	33.066	47.037	55.781	51.314
Otros ingresos	112	206	579	945	736
PATRIMONIO NETO					
Total	13402	21.498	26.454	25.107	40.255
Capital social	4365	5.156	5.576	5.881	6.834
Reservas y remanentes	4798	9.453	8.993	7.585	27.127
Resultado del ejercicio ⁴	4239	6.890	11.885	11.531	7.988

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la CNMV.

2 Los datos de patrimonios asesorados son provisionales, con el 94 % de las entidades registradas.

3 Datos a final de período.

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.232	5.180	5.035	5.163	5.135	5.108	5.035	4.949
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.748	1.742	1.750	1.748	1.732
Sociedades de inversión	3.228	3.372	3.239	3.367	3.344	3.308	3.239	3.168
IIC de IIC de inversión libre	18	11	7	11	10	10	7	8
IIC de inversión libre	37	37	41	37	39	40	41	41
Total IIC inmobiliarias	11	9	9	9	9	9	9	10
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	6	6	7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	805	880	941	904	909	927	941	958
Fondos extranjeros comercializados en España	405	425	441	428	433	437	441	443
Sociedades extranjeras comercializadas en España	400	455	500	476	476	490	500	515
SGIIC	96	96	101	100	101	101	101	104
Depositarias IIC	70	65	56	62	60	59	56	56

1 Datos disponibles: febrero de 2017.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva¹

CUADRO 3.2

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
Total IIC de carácter financiero	6.859.555	8.164.054	8.704.329	8.185.269	8.291.387	8.498.932	8.704.329	8.852.109
Fondos de inversión	6.409.344	7.680.124	8.248.249	7.697.093	7.794.859	8.017.629	8.248.249	8.400.014
Sociedades de inversión	450.211	483.930	456.080	488.176	491.296	481.303	456.080	452.095
Total IIC inmobiliarias	4.866	4.501	4.601	4.510	4.587	4.617	4.601	4.594
Fondos de inversión inmobiliaria	4.021	3.918	3.927	3.928	3.929	3.935	3.927	3.927
Sociedades de inversión inmobiliaria	845	583	674	582	658	682	674	667
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.645.699	1.670.136	1.725.099	1.748.604	-
Fondos extranjeros comercializados en España	230.104	298.733	372.872	325.003	339.328	354.032	372.872	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.320.696	1.330.808	1.371.067	1.375.732	-

1 Al agregar los datos se eliminan los partícipes/accionistas repetidos, es decir, un partícipe que lo es de varios compartimentos de la misma IIC solo se contabiliza una vez. Por este motivo, los datos de partícipes pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7.

2 Datos disponibles: enero 2017.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	230.205,7	255.677,0	269.953,8	250.634,5	252.165,5	261.437,0	269.953,8	270.967,5
Fondos de inversión ²	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	239.028,4
Sociedades de inversión	31.486,9	33.532,4	32.091,6	32.295,3	31.869,5	32.319,6	32.091,6	31.939,1
Total IIC inmobiliarias	1.226,3	1.093,1	1.077,4	1.117,8	1.106,4	1.091,2	1.077,4	1.078
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	390,2	383,9	376,9	370,1	370,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	727,5	722,5	714,3	707,3	707,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	78.904,3	108.091,6	114.990,2	107.329,1	107.989,0	112.523,8	114.990,2	-
Fondos extranjeros comercializados en España	11.166,0	15.305,1	21.337,5	16.372,7	17.489,5	19.495,4	21.337,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	67.738,3	92.786,5	93.652,8	90.956,4	90.499,5	93.028,4	93.652,8	-

1 Datos disponibles: enero de 2017.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2016, del orden de 5.763 millones de euros

3 No se incluyen datos de los ETF.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2015	2016			
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	198.718,8	222.144,6	237.862,2	222.144,6	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2
Cartera de inversiones financieras	187.693,9	204.797,4	219.141,1	204.797,4	199.377,2	201.128,1	210.750,0	219.141,1
Cartera interior	114.644,5	93.833,6	95.799,1	93.833,6	92.200,6	89.770,7	93.163,0	95.799,1
Valores representativos de deuda	79.694,4	58.451,3	63.471,1	58.451,3	57.983,1	57.062,9	60.689,9	63.471,1
Instrumentos de patrimonio	8.448,0	8.757,5	8.529,9	8.757,5	7.787,9	7.436,6	7.834,3	8.529,9
Instituciones de inversión colectiva	6.065,3	5.698,5	6.249,5	5.698,5	5.663,2	5.508,7	5.641,4	6.249,5
Depósitos en EECC	19.927,4	20.482,9	17.134,3	20.482,9	20.559,8	19.505,5	18.712,9	17.134,3
Derivados	495,4	433,7	405,7	433,7	197,2	245,9	275,8	405,7
Otros	14,0	9,7	8,5	9,7	9,5	11,2	8,7	8,5
Cartera exterior	73.048,3	110.957,0	123.336,0	110.957,0	107.171,1	111.351,6	117.579,5	123.336,0
Valores representativos de deuda	38.582,2	48.542,8	56.307,9	48.542,8	47.603,5	51.101,6	54.092,7	56.307,9
Instrumentos de patrimonio	13.042,9	18.654,1	20.035,3	18.654,1	17.699,4	17.874,2	18.500,2	20.035,3
Instituciones de inversión colectiva	20.863,9	43.365,7	46.435,1	43.365,7	41.507,4	41.991,6	44.540,0	46.435,1
Depósitos en EECC	243,3	104,1	81,2	104,1	125,0	171,6	95,7	81,2
Derivados	310,6	285,6	474,3	285,6	231,4	208,8	347,6	474,3
Otros	5,4	4,8	2,3	4,8	4,4	3,8	3,3	2,3
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,2	6,8	6,1	6,8	5,5	5,9	7,5	6,1
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Tesorería	10.895,0	16.594,5	18.392,6	16.594,5	18.354,2	18.117,7	17.559,1	18.392,6
Neto deudores/acreedores	129,9	752,7	328,5	752,7	607,8	1.050,1	808,3	328,5

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2015	2016			
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	31.486,9	33.532,4	32.091,6	33.532,4	32.295,3	31.869,5	32.319,6	32.091,6
Cartera de inversiones financieras	29.080,6	30.035,2	28.127,7	30.035,2	28.549,3	27.852,8	28.450,5	28.127,7
Cartera interior	11.063,7	9.424,4	7.707,1	9.424,4	8.796,2	8.046,9	7.954,8	7.707,1
Valores representativos de deuda	5.115,9	3.663,3	2.395,4	3.663,3	3.338,2	2.765,4	2.508,5	2.395,4
Instrumentos de patrimonio	3.324,4	3.090,3	2.871,9	3.090,3	2.913,2	2.670,7	2.788,1	2.871,9
Instituciones de inversión colectiva	1.433,0	1.418,4	1.485,3	1.418,4	1.355,6	1.411,1	1.522,6	1.485,3
Depósitos en EECC	1.169,3	1.226,3	925,3	1.226,3	1.157,8	1.171,4	1.105,2	925,3
Derivados	-10,8	-7,4	-5,2	-7,4	-3,7	-4,6	-2,7	-5,2
Otros	31,9	33,7	34,4	33,7	35,2	32,9	33,0	34,4
Cartera exterior	18.015,2	20.608,1	20.412,7	20.608,1	19.748,2	19.800,4	20.490,2	20.412,7
Valores representativos de deuda	3.897,1	4.472,0	4.263,3	4.472,0	4.455,6	4.600,7	4.456,5	4.263,3
Instrumentos de patrimonio	6.227,7	7.025,9	6.465,5	7.025,9	6.524,8	6.317,8	6.440,9	6.465,5
Instituciones de inversión colectiva	7.784,2	9.090,2	9.653,0	9.090,2	8.743,3	8.861,7	9.572,2	9.653,0
Depósitos en EECC	2,3	6,2	6,7	6,2	8,9	6,5	6,9	6,7
Derivados	94,4	8,3	15,7	8,3	9,8	7,3	6,4	15,7
Otros	9,5	5,5	8,4	5,5	5,9	6,5	7,3	8,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,7	2,7	7,9	2,7	4,8	5,5	5,6	7,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	2.197,7	3.211,3	3.791,7	3.211,3	3.389,8	3.684,3	3.596,5	3.791,7
Neto deudores/acreedores	208,5	285,8	172,2	285,8	356,2	332,3	272,6	172,2

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.799	1.809	1.810	1.805	1.811
Renta fija ⁴	359	319	306	309	312	308	306	307
Renta fija mixta ⁵	123	132	148	135	138	146	148	150
Renta variable mixta ⁶	131	142	168	147	156	166	168	169
Renta variable euro	103	109	112	111	111	112	112	113
Renta variable internacional	191	200	201	201	197	201	201	203
Garantizado renta fija	280	186	122	171	155	135	122	120
Garantizado renta variable ⁷	273	205	198	204	201	196	198	200
Fondos globales	162	178	203	185	198	200	203	205
De gestión pasiva	227	213	220	221	222	221	220	215
Retorno absoluto	102	97	106	92	98	104	106	108
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.699.646	7.800.091	8.022.685	8.253.611	8.406.009
Renta fija ⁴	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.222.005	2.274.700	2.315.533	2.347.984	2.357.701
Renta fija mixta ⁵	603.099	1.130.190	1.043.798	1.113.180	1.075.219	1.033.454	1.043.798	1.071.460
Renta variable mixta ⁶	377.265	612.276	448.491	596.136	556.818	451.040	448.491	455.581
Renta variable euro	381.822	422.469	395.697	412.495	392.465	387.786	395.697	413.666
Renta variable internacional	705.055	1.041.517	1.172.287	1.052.810	1.052.225	1.138.697	1.172.287	1.229.291
Garantizado renta fija	669.448	423.409	307.771	378.017	355.577	325.955	307.771	309.095
Garantizado renta variable ⁷	557.030	417.843	552.445	463.423	497.543	515.563	552.445	559.522
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	383.066	456.609	625.931	658.722	676.175
De gestión pasiva	686.526	554.698	746.233	557.262	609.995	681.545	746.233	741.487
Retorno absoluto	264.324	479.182	565.325	505.442	513.724	532.151	565.325	577.202
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	239.028,4
Renta fija ⁴	70.330,9	65.583,8	74.226,4	67.765,4	70.308,6	73.001,3	74.226,4	73.896,2
Renta fija mixta ⁵	24.314,3	44.791,8	40.065,6	42.585,9	40.541,2	39.644,2	40.065,6	40.216,5
Renta variable mixta ⁶	13.570,4	21.502,9	16.310,6	20.170,2	17.595,1	15.601,3	16.310,6	16.648,4
Renta variable euro	8.401,5	9.092,9	8.665,9	8.160,0	7.410,3	7.795,7	8.665,9	8.721,4
Renta variable internacional	12.266,4	17.143,2	17.678,8	16.162,8	15.424,4	16.274,4	17.678,8	18.245,6
Garantizado renta fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	10.818,8	9.854,5	9.066,1	8.679,8	8.669,1
Garantizado renta variable ⁷	12.196,4	9.966,6	15.475,7	11.862,3	13.277,3	14.064,6	15.475,7	15.583,4
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	12.300,8	16.190,4	20.067,8	20.916,8	21.391,2
De gestión pasiva	23.837,5	17.731,1	23.601,6	17.403,6	18.534,2	21.872,0	23.601,6	23.172,9
Retorno absoluto	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.073,7	11.134,1	11.704,0	12.215,2	12.457,9

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

3 Datos disponibles: enero de 2017.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo.

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.699.646	7.800.091	8.022.685	8.253.611	8.406.009
Personas físicas	6.235.148	7.494.162	8.059.916	7.512.398	7.612.930	7.832.380	8.059.916	8.212.548
Residentes	6.170.201	7.422.330	7.985.404	7.440.677	7.541.093	7.758.911	7.985.404	8.137.602
No residentes	64.947	71.832	74.512	71.721	71.837	73.469	74.512	74.946
Personas jurídicas	174.658	188.785	193.695	187.248	187.161	190.305	193.695	193.461
Entidades de crédito	493	532	497	480	483	508	497	506
Otros agentes residentes	173.351	187.395	192.381	185.938	185.856	188.995	192.381	192.147
Entidades no residentes	814	858	817	830	822	802	817	808
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	239.028,4
Personas físicas	159.423,5	181.868,0	195.567,5	178.669,1	180.902,2	188.220,8	195.567,5	196.462,9
Residentes	157.135,2	179.232,4	192.743,0	176.070,8	178.305,7	185.467,5	192.743,0	193.631,4
No residentes	2.288,3	2.635,6	2.824,5	2.598,2	2.596,4	2.753,2	2.824,5	2.831,5
Personas jurídicas	39.295,4	40.276,6	42.294,8	39.670,2	39.393,8	40.896,6	42.294,8	42.565,6
Entidades de crédito	459,8	483,0	374,3	500,3	471,0	440,9	374,3	493,5
Otros agentes residentes	38.245,2	39.071,0	41.212,4	38.598,3	38.304,7	39.806,0	41.212,4	41.350,9
Entidades no residentes	590,4	722,6	708,1	571,5	618,0	649,7	708,1	721,1

¹ Datos disponibles: enero de 2017.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1,2}

CUADRO 3.8

Millones de euros	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	136.161,2	159.036,2	113.274,7	33.581,4	26.772,1	27.272,4	27.729,7	31.500,5
Renta fija	65.698,5	66.789,7	53.163,3	17.294,7	14.415,3	13.923,7	10.893,9	13.930,4
Renta fija mixta	21.675,7	36.441,2	11.065,3	5.234,2	2.429,8	2.695,9	2.417,0	3.522,6
Renta variable mixta	8.991,2	13.771,0	4.250,6	2.222,3	1.038,1	816,9	807,5	1.588,1
Renta variable euro	6.702,0	6.719,9	3.716,3	1.301,3	999,5	931,1	583,2	1.202,5
Renta variable internacional	5.843,2	11.236,2	7.167,6	2.509,4	1.560,4	1.584,4	1.636,1	2.386,7
Garantizado renta fija	847,8	562,4	2.005,3	61,5	131,1	688,7	460,8	724,7
Garantizado renta variable	3.684,6	1.993,2	7.942,5	1.108,2	2.370,8	2.187,2	1.389,6	1.994,9
Fondos globales	3.752,9	9.636,1	8.914,5	1.636,2	1.303,2	1.159,9	4.778,0	1.673,4
De gestión pasiva	15.081,3	3.350,5	10.195,7	807,6	969,2	2.417,1	3.647,4	3.162,0
Retorno absoluto	3.884,4	8.363,0	4.853,2	1.406,1	1.554,4	867,4	1.116,2	1.315,2
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	100.188,5	135.569,6	99.492,3	33.228,4	27.264,5	25.258,2	21.831,0	25.138,6
Renta fija	52.205,8	72.141,1	45.549,5	18.872,3	12.336,8	12.087,6	8.493,1	12.632,0
Renta fija mixta	5.963,7	15.273,7	14.242,9	4.268,1	4.034,2	3.258,2	3.617,0	3.333,5
Renta variable mixta	2.423,5	5.617,2	7.280,8	1.471,8	1.750,9	1.199,9	3.119,7	1.210,3
Renta variable euro	4.517,1	6.251,0	4.259,2	1.079,7	1.251,1	1.341,2	755,8	911,1
Renta variable internacional	5.311,4	7.175,7	6.821,0	1.889,6	1.884,8	1.684,0	1.398,9	1.853,3
Garantizado renta fija	11.301,4	7.369,8	5.208,0	884,5	1.399,3	1.653,6	1.273,9	881,2
Garantizado renta variable	4.594,1	4.593,0	2.464,1	1.007,9	617,9	666,7	619,5	560,0
Fondos globales	1.570,6	3.830,8	5.334,6	985,0	1.381,2	1.443,1	1.240,5	1.269,8
De gestión pasiva	10.110,4	9.614,7	4.405,7	1.938,2	1.121,6	1.089,0	664,2	1.530,9
Retorno absoluto	2.190,5	3.551,6	3.906,8	819,0	1.477,0	824,9	648,4	956,5

¹ Datos estimados.

² A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

**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	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	35.794,5	22.763,6	13.823,2	234,5	-508,8	2.007,5	5.995,8	6.328,7
Renta fija	13.821,0	-4.816,1	8.243,5	-1.657,0	2.093,1	2.387,0	2.456,3	1.307,1
Renta fija mixta	15.689,2	20.903,0	-4.750,8	837,6	-1.618,6	-2.165,9	-1.165,1	198,8
Renta variable mixta	6.842,3	8.227,3	-5.194,5	877,0	-698,6	-2.573,6	-2.261,0	338,7
Renta variable euro	-338,3	467,2	-538,0	221,6	-274,1	-394,1	-176,7	306,9
Renta variable internacional	2.715,6	4.110,2	-32,5	619,8	-132,8	-664,4	246,2	518,5
Garantizado renta fija	-11.761,5	-8.093,5	-3.699,6	-1.073,5	-1.566,5	-987,0	-813,1	-333,0
Garantizado renta variable	-651,7	-2.396,4	5.465,9	290,0	1.984,5	1.360,5	655,6	1.465,3
Fondos globales	2.110,3	5.787,9	7.801,3	675,0	-75,7	3.884,7	3.574,9	417,4
De gestión pasiva	5.632,0	-6.274,9	5.603,4	-1.130,7	-113,5	1.122,6	2.981,4	1.612,9
Retorno absoluto	1.735,6	4.802,6	943,5	587,0	-97,4	47,6	497,3	496,0
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.260,3	680,1	1.909,9	3.136,5	-3.290,6	-50,4	2.834,7	2.416,2
Renta fija	1.451,7	69,3	399,3	261,5	88,4	156,2	236,5	-81,8
Renta fija mixta	487,2	-425,2	25,1	418,1	-587,1	121,6	268,2	222,4
Renta variable mixta	415,5	-294,8	2,2	487,3	-634,1	-1,5	267,2	370,6
Renta variable euro	107,0	224,2	110,8	335,4	-658,8	-355,7	562,1	563,2
Renta variable internacional	701,7	766,6	568,4	977,8	-847,6	-73,9	603,9	886,0
Garantizado renta fija	697,3	52,1	3,9	11,7	9,7	22,7	24,7	-53,2
Garantizado renta variable	344,5	166,6	43,1	109,0	-88,8	54,5	131,7	-54,3
Fondos globales	248,0	9,3	432,1	265,2	-306,9	4,9	302,5	431,6
De gestión pasiva	1.704,8	185,5	281,5	225,0	-208,3	8,0	365,2	116,6
Retorno absoluto	102,7	-72,7	43,7	45,4	-56,9	12,8	72,6	15,2

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1,2}

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2014	2015	2016	2015	2016	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,60	1,41	1,91	1,71	-1,26	0,24	1,54	1,29
Renta fija	3,12	0,85	1,24	0,59	0,30	0,39	0,50	0,05
Renta fija mixta	4,43	0,14	1,26	1,25	-1,07	0,60	0,98	0,85
Renta variable mixta	5,84	-0,12	1,45	2,65	-2,78	0,35	2,07	2,71
Renta variable euro	3,36	4,41	3,38	4,14	-7,64	-3,89	7,81	7,48
Renta variable internacional	8,02	6,80	5,55	6,26	-4,84	0,02	4,27	5,87
Garantizado renta fija	3,78	1,25	0,79	0,32	0,30	0,42	0,45	-0,46
Garantizado renta variable	4,09	2,75	1,09	1,40	-0,61	0,63	1,17	-0,22
Fondos globales	5,73	1,25	3,95	2,43	-2,23	0,32	2,08	2,43
De gestión pasiva	8,22	1,65	2,11	1,41	-1,02	0,23	1,92	0,66
Retorno absoluto	2,99	0,29	1,41	0,70	-0,28	0,37	0,89	0,38
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,98	1,00	0,95	0,26	0,24	0,23	0,25	0,23
Renta fija	0,70	0,66	0,58	0,16	0,14	0,14	0,15	0,14
Renta fija mixta	1,19	1,15	1,12	0,29	0,28	0,28	0,28	0,27
Renta variable mixta	1,41	1,41	1,40	0,36	0,34	0,35	0,35	0,36
Renta variable euro	1,78	1,76	1,75	0,45	0,43	0,43	0,44	0,44
Renta variable internacional	1,77	1,71	1,71	0,43	0,41	0,41	0,43	0,45
Garantizado renta fija	0,88	0,84	0,68	0,21	0,19	0,17	0,16	0,15
Garantizado renta variable	1,20	1,05	0,70	0,24	0,20	0,18	0,17	0,16
Fondos globales	1,19	1,06	1,26	0,27	0,25	0,26	0,44	0,28
De gestión pasiva	0,64	0,64	0,56	0,16	0,15	0,15	0,13	0,13
Retorno absoluto	1,07	0,99	0,96	0,25	0,24	0,24	0,25	0,24
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,07	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	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,06	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,10	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,07	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

2 Datos anuales revisados desde 2014.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

En %	2014	2015	2016	2015		2016		
				IV	I	II	III	IV
Total fondos de inversión	3,67	0,89	0,98	1,51	-1,36	-0,03	1,34	1,05
Renta fija	2,41	0,10	0,52	0,38	0,16	0,23	0,34	-0,21
Renta fija mixta	3,67	0,16	0,27	0,97	-1,27	0,30	0,69	0,56
Renta variable mixta	4,70	0,15	1,19	2,43	-2,84	0,00	1,75	2,35
Renta variable euro	2,09	3,44	2,61	4,12	-6,99	-4,49	7,89	7,06
Renta variable internacional	6,61	7,84	4,15	6,30	-4,62	-0,44	4,00	5,46
Garantizado renta fija	2,54	0,27	-0,03	0,09	0,09	0,19	0,26	-0,58
Garantizado renta variable	2,64	1,07	0,19	1,18	-0,87	0,37	0,97	-0,27
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	2,33	-2,21	0,02	2,09	2,13
De gestión pasiva	7,74	0,53	1,16	1,23	-1,13	-0,03	1,63	0,71
Retorno absoluto	1,98	0,12	0,38	0,45	-0,51	0,12	0,65	0,12

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2013	2014	2015	2015		2016		
				IV	I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	2.415	2.819	3.089	3.089	3.011	2.928	2.916	2.925
Patrimonio (millones de euros)	1.036,7	1.369,5	1.764,8	1.764,8	1.652,2	1.690,2	1.793,0	1.766,1
Suscripciones (millones de euros)	401,7	574,6	596,6	51,2	44,2	123,5	87,4	48,5
Reembolsos (millones de euros)	414,3	293,8	260,5	58,5	130,4	76,1	43,3	85,8
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-12,6	280,8	336,1	-7,3	-86,2	47,5	44,0	-37,3
Rendimientos netos (millones euros)	130,0	52,0	56,3	63,6	-26,4	-9,4	58,8	4,8
Rentabilidad (en %)	16,48	5,30	4,83	3,90	-1,30	-0,50	3,62	-0,01
Rendimientos de gestión (%) ²	17,22	7,39	6,17	4,36	-0,90	-0,34	4,25	0,52
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,87	2,21	2,34	0,60	0,71	0,37	0,61	0,33
Gastos de financiación (%) ²	0,04	0,32	0,51	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.022	2.734	1.265	1.265	1.262	1.255	1.244	1.242
Patrimonio (millones de euros)	350,3	345,4	319,8	319,8	306,3	290,7	286,7	292,8
Suscripciones (millones de euros)	4,9	7,1	8,3	3,8	0,0	0,0	0,0	-
Reembolsos (millones de euros)	215,2	40,8	54,9	29,1	4,4	17,2	5,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-210,3	-33,7	-46,6	-25,3	-4,4	-17,2	-5,4	-
Rendimientos netos (millones euros)	20,6	28,9	21,0	7,2	-9,1	1,7	1,4	-
Rentabilidad (en %)	4,39	8,48	6,16	2,07	-2,89	0,56	0,48	2,14
Rendimientos de gestión (%) ³	5,78	9,72	6,61	2,45	-2,72	0,8	0,71	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,28	1,07	0,48	0,23	0,21	0,19	-0,21	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,04	0,02	0,01	0,01	-0,01	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2016.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.748	1.742	1.750	1.748	1.735
Sociedades de inversión	3.164	3.333	3.231	3.338	3.323	3.297	3.231	3.195
IIC de IIC de inversión libre	18	11	41	11	10	10	41	41
IIC de inversión libre	35	37	7	37	39	40	7	7
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	6	6	7
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	239.028,4
Sociedades de inversión	30.613,8	32.879,4	31.783,2	31.766,3	31.425,4	31.914,4	31.783,2	31.624,4
IIC de IIC de inversión libre ⁴	345,4	319,8	-	310,7	290,7	286,7	292,8	-
IIC de inversión libre ⁴	1.328,0	1.764,8	-	1.622,7	1.690,2	1.793,0	1.766,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	390,2	383,9	376,9	370,1	370,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	727,5	722,5	714,3	707,3	718,5

1 Hasta marzo de 2016, se considera gestionado por SGIIC el 100 % del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otras entidades distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: enero de 2017.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2016: noviembre de 2016.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2014	2015	2016	2015	2016			
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	78.904,3	108.091,6	114.990,2	108.091,6	107.329,1	107.989,0	112.523,8	114.990,2
Fondos	11.166,0	15.305,1	21.337,5	15.305,1	16.372,7	17.489,5	19.495,4	21.337,5
Sociedades	67.738,3	92.786,5	93.652,8	92.786,5	90.956,4	90.499,5	93.028,4	93.652,8
N.º DE INVERSORES								
Total	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.643.776	1.645.699	1.670.136	1.725.099	1.748.604
Fondos	230.104	298.733	372.872	298.733	325.003	339.328	354.032	372.872
Sociedades	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.345.043	1.320.696	1.330.808	1.371.067	1.375.732
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	805	880	941	880	904	909	927	941
Fondos	405	425	441	425	428	433	437	441
Sociedades	400	455	500	455	476	476	490	500
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	333	362	391	362	378	372	385	391
Francia	264	282	286	282	277	282	283	286
Irlanda	117	143	160	143	152	152	156	160
Alemania	33	32	32	32	32	32	32	32
Reino Unido	26	31	32	31	31	32	32	32
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	25	23	23	23	23	22	22	23
Bélgica	4	4	4	4	4	4	4	4
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	0	4	0	4	4	4	4
Liechtenstein	0	0	6	0	0	6	6	6

1 No se incluyen los datos de 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 inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	3	3	3	3	3	3	3	3
Partícipes	4.021	3.918	3.927	3.928	3.929	3.935	3.927	3.927
Patrimonio (millones de euros)	419,8	391	370,1	390,2	383,9	376,9	370,1	370,5
Rentabilidad (%)	-5,87	-6,66	-5,35	-0,21	-1,61	-1,82	-1,81	0,13
SOCIEDADES								
Número	7	6	6	6	6	6	6	7
Accionistas	845	583	674	582	658	682	674	668
Patrimonio (millones de euros)	806,5	702,1	707,3	727,5	722,5	714,3	707,3	718,5

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: enero de 2017.

