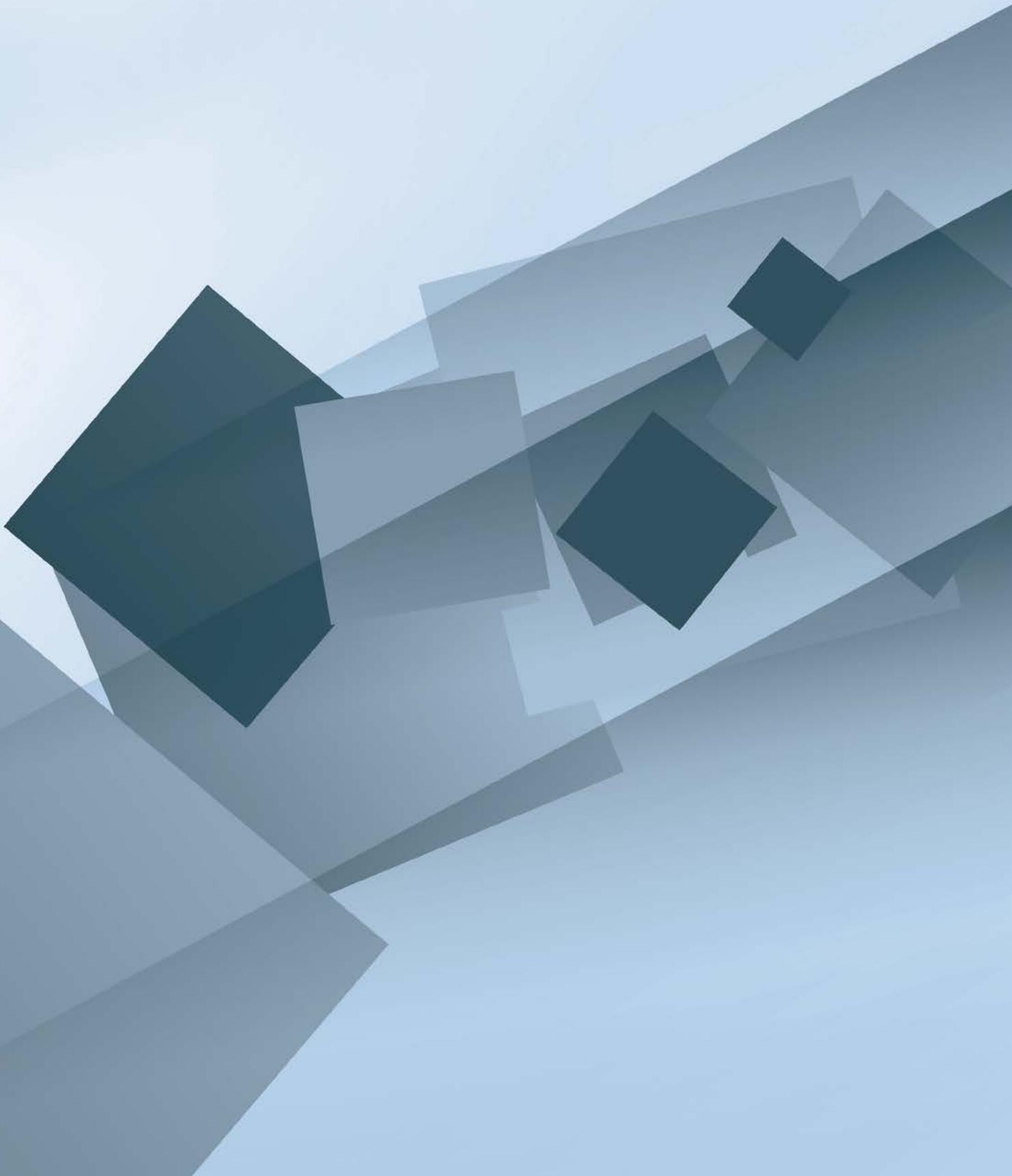




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre I  
2018





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre I  
2018**

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](http://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

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>11</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>69</b>
	Del <i>Homo economicus</i> al <i>Homo humanus</i> . Breve aproximación a la economía conductual	71
	María Eugenia Cadenas Sáez	
	Análisis del comportamiento de los precios de los derechos de suscripción preferente en las últimas ampliaciones de capital en España	91
	Eudald Canadell Casanova y Jesús González Redondo	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>121</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>129</b>



## Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
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
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit default swap
CE	Comisión Europea
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Difference
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DCV	Depositarios centrales de valores
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
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidades de interés público
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation
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
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FINTECH	Tecnología Financiera / Financial Technology
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de Entidad Jurídica / Legal Entity Identifier
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
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
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores

OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataformas de financiación participativa
PUI	Préstamo de Última Instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
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
SGEGR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
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 capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SON	Sistema organizado de negociación
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious transaction and order report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa Interna de Retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	Target 2 Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona 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	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	27
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	36
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	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	65

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en la zona del euro	20
Recuadro 2:	Unión de los mercados de capitales	44



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional más reciente ha venido marcado por la aceleración del crecimiento del PIB en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, que además se está produciendo con un grado de sincronía muy elevado. El ciclo económico sigue estando en una fase más adelantada en EE. UU., donde la autoridad monetaria mantiene el proceso de subidas en los tipos de interés<sup>1</sup>, mientras que en la zona euro el tono de la política monetaria continúa siendo expansivo, si bien el BCE está disminuyendo el volumen de las compras de deuda en los mercados y se empieza a atisbar un cambio en su estrategia. En este contexto, es probable que fuerzas de distinto signo condicionen la evolución de la actividad en los próximos meses. Factores como la reforma fiscal en EE. UU. podrían tener un impacto positivo sobre la actividad de aquella economía, mientras que las tensiones crecientes en torno a una posible guerra comercial serían perjudiciales. En sus últimas previsiones, dadas a conocer en abril, el FMI apuesta por una ligera aceleración del crecimiento del PIB mundial este año, que aumentaría casi un 4%, pero advierte de la presencia de algunos riesgos.
- En los mercados financieros internacionales, el acontecimiento más relevante en este periodo ha sido el retorno de la volatilidad a los mercados de renta variable, que, influenciados por la publicación de algunos datos sobre el mercado laboral estadounidense, por una tendencia al alza de los precios energéticos y por los temores a una guerra comercial, con pocas excepciones han presentado caídas. Los retrocesos de los índices europeos oscilaron entre el 2% del Euro next 100 y el 8,2% del británico FTSE 100<sup>2</sup>; los índices japoneses perdieron casi un 6%, y los americanos, con un comportamiento algo mejor, variaron entre el -2,5% del Dow Jones y el 2,3% del Nasdaq. A pesar de los descensos, el riesgo de mercado continúa siendo elevado en algunas compañías.
- En los mercados internacionales de deuda, los tipos de interés a corto plazo han reflejado las diferencias en las políticas monetarias aplicadas, de manera que en EE. UU. las rentabilidades a tres meses aumentaron más de 60 p.b. entre enero y marzo, mientras que en la zona euro permanecieron prácticamente sin cambios. En los plazos más largos, las rentabilidades se incrementaron en las primeras semanas del trimestre y descendieron después, dejando un balance acumulado a finales de marzo heterogéneo entre países. Lo más destacable ha sido el ascenso de la rentabilidad del bono soberano a diez años en EE. UU.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo excepto para las previsiones sobre el crecimiento del PIB del FMI y la información de las Cuentas Financieras correspondiente al cuarto trimestre de 2017, ambas publicadas en abril.

2 Solo el índice italiano presentó avances (2,6%).

(33 p.b., hasta el 2,74%) y en el Reino Unido (16 p.b., hasta el 1,35%) y el descenso en varios países de la zona euro, entre ellos España, Portugal e Italia, favorecido por las mejoras en las calificaciones crediticias conocidas en los últimos meses.

- El entorno macroeconómico nacional fue favorable en 2017, pues el PIB continuó creciendo a buen ritmo (3,1%), la inflación fue descendiendo progresivamente tras los máximos iniciales y el déficit público también se redujo, hasta el 3,1% del PIB, favorecido no solo por el dinamismo de la actividad, sino también por el notable ahorro en el gasto por intereses de la deuda. La prolongación de la expansión económica permitió que el número de empleados creciera en una cifra próxima a los 500 mil, por lo que la tasa de paro, aunque elevada, finalizó 2017 en el 16,55% de la población activa, dos puntos menos que en 2016. Desde entonces la inestabilidad política en Cataluña ha seguido siendo una fuente de incertidumbre, pero al menos por el momento su impacto sobre la actividad económica es poco significativo. El FMI confirmó en abril el buen tono de la economía española, al publicar una previsión de crecimiento para este año del 2,8%, cuatro décimas más que en su pronóstico de enero.
- Los bancos continúan operando en un contexto complejo, como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés, que presiona a la baja su rentabilidad. Sin embargo, el dinamismo de la actividad económica sigue siendo un factor favorable para el sector financiero en España. De hecho, la aparición de proyectos atractivos de inversión y el buen tono del consumo privado están favoreciendo la recuperación del crédito. No obstante, el volumen de activos improductivos todavía es elevado y, como en el resto de las economías europeas, se detecta una cierta sobrecapacidad, así como una variedad de retos latentes, algunos de los cuales están relacionados con el desarrollo de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés, que se mantuvo en niveles muy reducidos durante 2017, aumentó en febrero hasta máximos puntuales de 0,27 (el nivel que separa el estrés bajo del medio), debido básicamente a varios rebotes de volatilidad en los mercados de renta variable. Estos episodios se produjeron a consecuencia de algunos cambios inesperados en las expectativas sobre la política monetaria en EE. UU. y de la percepción de restricciones al comercio mundial. Los niveles de estrés más elevados tuvieron lugar en los segmentos de renta variable, derivados y tipos de cambio. Desde entonces, el indicador ha disminuido, hasta situarse en valores cercanos a 0,20 a finales de marzo.
- Más concretamente, en los mercados de renta variable españoles, el Ibex 35 ha cerrado el primer trimestre del año con una caída del 4,4%, en línea con la evolución de otros índices de referencia europeos y en un contexto de mayor volatilidad. Las bolsas europeas se vieron arrastradas por las estadounidenses en momentos en los que sorpresas positivas en los datos de empleo de EE. UU. dieron lugar a un cambio en las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. A finales del trimestre, las incertidumbres generadas en torno a una posible guerra comercial originaron nuevas caídas en las cotizaciones, que se concentraron en las empresas de mayor tamaño. En este

contexto, la negociación de valores españoles ha aumentado en los tres primeros meses del año un 5,4%, hasta los 234 mil millones de euros, registrándose un avance de la contratación en los mercados y SMN foráneos (de un 32%) y un descenso en el mercado de origen (de un -6,6%), cuya cuota de mercado ha disminuido hasta el 61,4% (68,3% en 2017).

- En los mercados de renta fija, las expectativas relacionadas con el giro de la política monetaria del BCE, en un contexto de fuerte crecimiento, han producido alzas en los tipos de interés a medio y largo plazo en varias economías europeas. En España, por el contrario, ha pesado más la mejora del *rating* del bono soberano a diez años, que ha dado lugar a un descenso sustancial de la prima de riesgo en el primer trimestre del año, al pasar de 114 p.b. a 67 p.b. a finales de marzo. Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV se situaban en 19.959 millones de euros en el primer trimestre, un 22% menos que las registradas en el mismo periodo de 2017. El volumen de emisiones, que se ha mantenido en niveles reducidos, ha seguido condicionado por las menores necesidades de financiación de las entidades financieras, la competencia de la financiación bancaria tradicional —cuyas condiciones han mejorado de modo significativo— y el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías (entre enero y febrero el importe de las emisiones de renta fija en el exterior fue cercano a los 15 mil millones de euros).
- El patrimonio de los fondos de inversión avanzó más de un 11% en 2017, hasta los 265 mil millones de euros, como consecuencia, fundamentalmente, de las elevadas suscripciones realizadas por los partícipes, que en conjunto superaron los 21 mil millones. La rentabilidad de la cartera de los fondos también tuvo un efecto positivo en el patrimonio, al situarse en el 2,4%. Cabe señalar la preferencia de los partícipes por las categorías de fondos de riesgo más elevado, como por ejemplo los fondos globales y los de renta variable, que se origina en el deseo de obtener rentabilidades más elevadas en el actual contexto de tipos de interés. En este contexto, las sociedades gestoras de IIC, cuyo número se incrementó de 101 a 108, interrumpiéndose la tendencia a la contracción de los últimos años, experimentaron un avance en sus beneficios antes de impuestos del 25,6%, hasta los 755 millones de euros. Los datos provisionales de enero de 2018 indican que la expansión del sector continúa, pues el patrimonio registró un aumento del 2,2%, hasta superar los 270 mil millones de euros.
- En 2017 la actividad de las sociedades y agencias de valores se desarrolló en unas condiciones más favorables que en años precedentes, especialmente en el caso de las agencias de valores. A pesar de que estos intermediarios obtuvieron solo un 12% de los ingresos totales generados por la prestación de servicios de inversión, en los que las entidades de crédito tienen el mayor protagonismo, en 2017 lograron un incremento de sus beneficios cercano al 10%. Este aumento se debe al cambio progresivo en su modelo de negocio, en el que la tradicional fuente de ingresos principal (por tramitación y ejecución de órdenes) ha ido perdiendo peso, mientras que otras líneas de negocio como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión lo han ido ganando. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias, aunque entre 2016 y 2017 se observa una disminución del exceso de recursos propios de las entidades.

- Este informe contiene dos recuadros monográficos:
  - El primero describe el anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en el área del euro.
  - En el segundo se enumeran las medidas que concretó el año pasado la Comisión Europea sobre su «Plan de acción para alcanzar la unión de los mercados de capitales» en 2019 (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*).

## 2 Entorno macrofinanciero

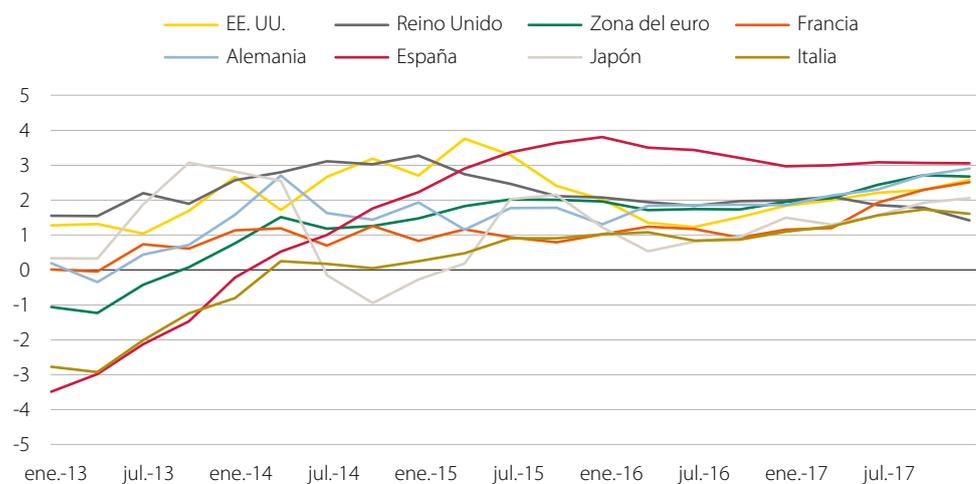
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

La economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y de forma generalizada durante 2017; así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,8%.

La economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y de forma generalizada en los diferentes países durante 2017. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,8%, más de medio punto porcentual por encima del registro de 2016. Por regiones, el PIB de EE. UU. mostró un avance anual del 2,3% (1,5% en 2016), mientras que en la zona del euro el crecimiento en la mayoría de las economías fue superior al observado en 2016. En concreto, destacaron los avances de Alemania y de España, con un 2,5% y un 3,1% respectivamente (1,9% y 3,3% en 2016). En Francia, el crecimiento del PIB se aceleró de forma notable y alcanzó el 1,8% (1,2% en 2016), en contraste con el aumento más moderado en Italia (1,5%, frente al 0,9% en 2016). Por su parte, el crecimiento en el Reino Unido se ralentizó hasta el 1,8% (antes, 1,9%), debido al efecto sobre la inflación de la depreciación de la libra y, en última instancia, sobre la demanda interna. Finalmente, el PIB de Japón se aceleró hasta el 1,7%, 0,8 p.p. por encima del registro del año previo.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En su última reunión, correspondiente a los días 20 y 21 de marzo, la Reserva Federal decidió subir el tipo de interés oficial hasta la horquilla de 1,5%-1,75%, debido a los progresos observados en el mercado laboral y a la mejora de las perspectivas sobre el crecimiento económico. La institución estadounidense espera realizar entre dos y tres subidas adicionales de tipos este año, si bien el ritmo de estas subidas estará condicionado a una evolución de la actividad económica y de la tasa de inflación consistentes con su objetivo.

*En su última reunión, la Reserva Federal decidió subir el tipo de interés oficial hasta la horquilla de 1,5%-1,75%...*

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció en marzo su decisión de mantener el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25% respectivamente, y su expectativa de que estos tipos se mantengan en niveles reducidos durante un largo periodo. Asimismo, el BCE confirmó que el volumen de compras de activos mensuales será de 30 mil millones de euros hasta finales de septiembre, o más allá de ese horizonte si fuese necesario, y afirmó que el tono de la política monetaria debe ser acomodaticio, ya que, a pesar de que la zona del euro está creciendo a buen ritmo de forma generalizada, las medidas de inflación, incluida la subyacente, permanecen en niveles reducidos y aún tienen que mostrar una convergencia sostenida a un nivel inferior pero cercano al 2%.

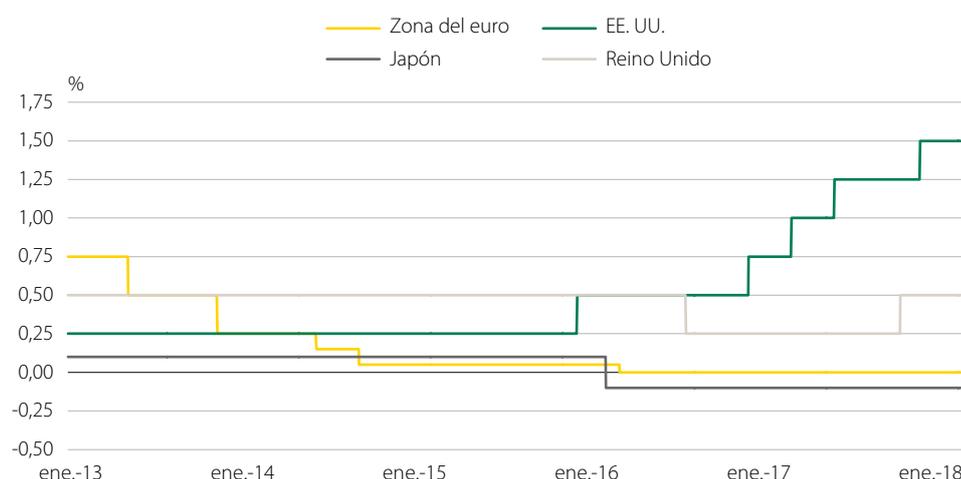
*... mientras que el BCE decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial y confirmó la continuación de su programa de compras hasta septiembre.*

Finalmente, el Banco de Inglaterra decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5% en marzo y continuar con los mismos importes en su programa de compras de activos. Se espera que la tasa de inflación, que descendió desde el 3% en enero hasta el 2,7% en febrero, siga reduciéndose paulatinamente, si bien a corto plazo se mantendrá por encima del 2%. De igual manera, el Banco de Japón mantuvo tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el -0,1%, como el importe de su programa de compra de activos, con el objetivo de controlar la curva de tipos de interés.

*Por su parte, tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de Japón decidieron no introducir cambios ni en los tipos oficiales ni en los importes de sus programas de compras.*

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre del año ha seguido la tendencia observada en 2017 y continúa divergiendo entre regiones como consecuencia de las diferentes políticas monetarias aplicadas. Así, en el caso de EE. UU., los tipos a tres meses, que habían aumentado 70 p.b. en el último año, han registrado un incremento de 62 p.b. en el primer trimestre de 2018 y se situaban

*La evolución de los tipos de interés a corto plazo continuó divergiendo entre regiones durante el primer trimestre de 2018, debido a las diferentes políticas monetarias aplicadas.*

en el 2,31% a finales de marzo, descontando dos subidas de tipos adicionales por parte de la Reserva Federal. Por el contrario, los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que en 2017 habían caído ligeramente tanto para la referencia a tres meses (-1 p.b.) como para la referencia a doce meses (-10 p.b.), han permanecido inalterados en los primeros tres meses de 2018, lo que refleja la expectativa de que el BCE no aumente próximamente el tipo de interés oficial.

### **Anuncio del BCE sobre la publicación de un índice no garantizado y la creación de un grupo de trabajo sobre índices alternativos en la zona del euro**

RECUADRO 1

Los índices de referencia, cuya regulación en la Unión Europea resulta de aplicación desde el 1 de enero de 2018 —Reglamento (UE) 2016/1011—, desempeñan un papel fundamental en la economía y en el sector financiero porque son ampliamente utilizados para la fijación de precios en numerosos instrumentos y contratos financieros, al tiempo que influyen de manera relevante en la implementación y el seguimiento de la transmisión de la política monetaria.

En su actual formato, la reducción de las transacciones y de los volúmenes en los mercados subyacentes que representan cuestiona su sostenibilidad a medio y largo plazo. Por eso, en línea con las recomendaciones del FSB, se precisa una transición hacia índices mejorados y más representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como hacia índices de referencia alternativos que reduzcan la excesiva concentración en los actuales.

En este contexto, el Banco Central Europeo ha anunciado su intención de publicar, antes de 2020, un índice no garantizado a un día (*overnight*), basado totalmente en las transacciones reales en euros que los bancos reportan diariamente al BCE para la elaboración de los informes estadísticos del mercado monetario.

Al tiempo, el BCE, la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la autoridad belga responsable de la supervisión del administrador de los índices de referencia cruciales en la zona euro (FSMA, Financial Services and Markets Authority) han impulsado la creación de un grupo de trabajo para la búsqueda de un índice libre de riesgo que sirva de base para configurar una alternativa a los índices actuales, básicamente el Euribor y el Eonia. El grupo estará presidido por el sector privado y la secretaría correrá a cargo del BCE.

Para cumplir con su cometido, se han creado tres subgrupos que reportarán al grupo principal y cuyas líneas de trabajo serán las siguientes:

1. Identificación de un índice alternativo libre de riesgo en la zona euro que cumpla con la regulación europea y que pueda ser utilizado para nuevos contratos, tanto de derivados como de otro tipo, como las hipotecas. Sus conclusiones y propuestas se darán a conocer a finales de 2018.

2. Evaluación de la necesidad y exploración de posibles alternativas adecuadas para ajustar el nuevo índice a la estructura temporal de los índices actuales. Este trabajo se concluirá antes de finales de 2019.
3. Evaluación de la solidez de los contratos ante una eventual desaparición de los índices, diseño de un plan de adaptación de los contratos y, por si fuera necesario en el futuro, de transición de los contratos vigentes. Teniendo en cuenta la existencia de contratos minoristas y sus implicaciones desde la óptica de la protección de los consumidores, la ESMA coordinará este trabajo, que será liderado por una entidad financiera española y cuyas conclusiones también se completarán antes del fin de 2019.

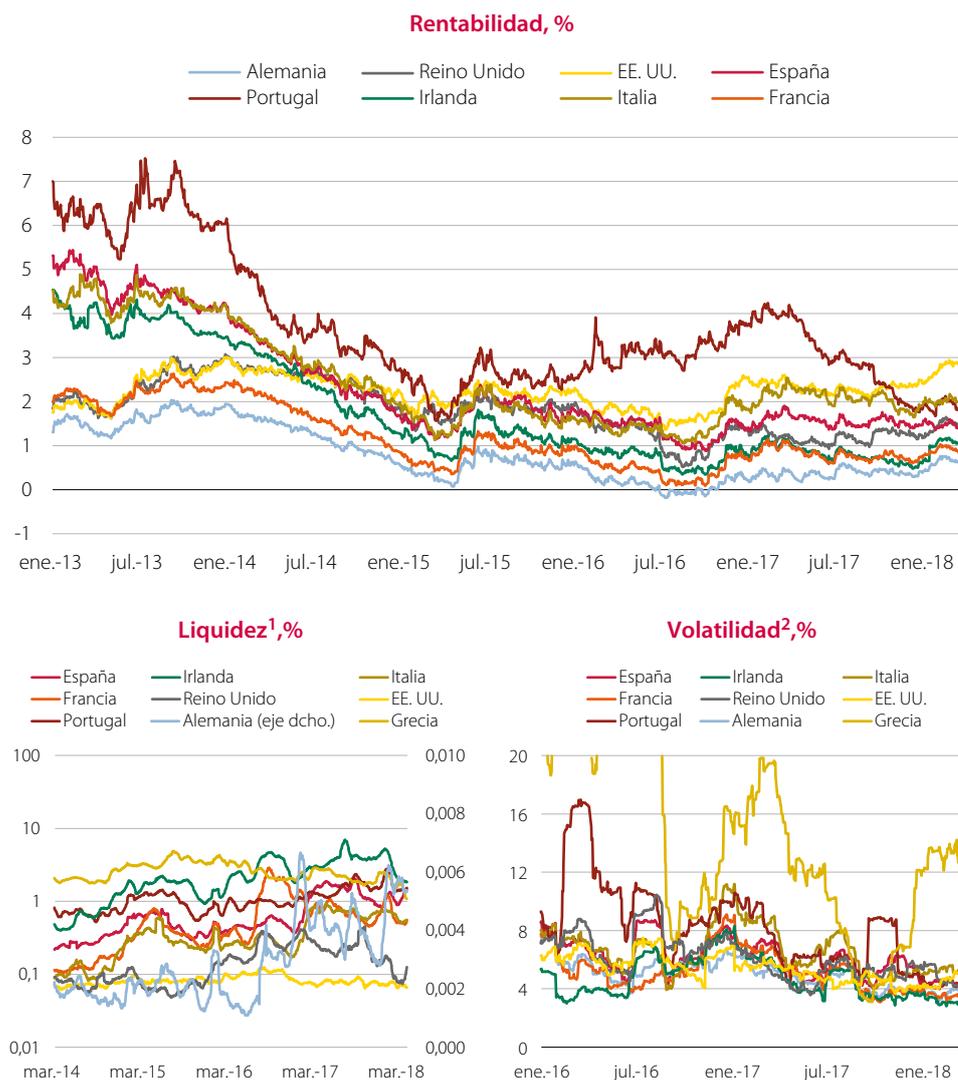
Estas iniciativas siguen las recomendaciones del FSB y se encuentran en la línea que han seguido otras jurisdicciones, como el Reino Unido, Estados Unidos, Suiza y Japón. Con ello se sientan las bases para avanzar en la disposición de índices alternativos a los actuales, lo que permitirá reducir la excesiva exposición a estos índices y diseñar una potencial transición ordenada y sin perturbaciones para los mercados y los usuarios finales, así como para la financiación de la economía y la estabilidad financiera.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento heterogéneo en 2017. Así, mientras que en EE. UU. la rentabilidad del bono soberano a diez años no mostró cambios, en la zona del euro los tipos de interés aumentaron en torno a 20 p.b. en la mayoría de los países, debido en parte al fuerte crecimiento económico de la región y a la perspectiva de que a medio plazo se inicie la normalización de la política monetaria. Portugal y Grecia se desmarcaron de esta tendencia, y las rentabilidades de sus bonos soberanos cayeron 183 p.b. y 301 p.b. respectivamente, dada la notable mejoría en la percepción de riesgo de crédito, que confirmó la mejora de su calificación crediticia en el primer caso, y, en el segundo, la aprobación del desembolso de un tramo adicional en la ayuda financiera que ofrece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

En el primer trimestre de 2018, hasta mediados de febrero, las rentabilidades de los bonos soberanos aumentaron en la mayoría de los países avanzados, apoyadas en las mejores perspectivas macroeconómicas, y después han descendido, dejando a finales de marzo un balance desigual entre países. El incremento más relevante en el trimestre se ha producido en EE. UU., donde la rentabilidad del bono a diez años aumenta 33 p.b., hasta el 2,74%, por los efectos esperados de la reforma fiscal aprobada a finales de diciembre, que previsiblemente tendrá un impacto alcista sobre la inflación. En la zona del euro el recorrido de los tipos ha sido más heterogéneo: los tipos han aumentado en algunos países ante la posibilidad de que se produzca una normalización de la política monetaria a medio plazo, mientras que en otros el impacto bajista de la mejora de su *rating* es más importante. En concreto, las rentabilidades han aumentado 7 p.b. en Alemania y 11 p.b. en Holanda, hasta los 49 p.b. y 64 p.b. respectivamente. En cambio, se registran descensos en los tipos de Portugal (-32 p.b., hasta el 1,61%) y España (-40 p.b., hasta el 1,16%), debido a las mencionadas mejoras de su calificación crediticia.

*Durante 2017, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo no mostraron cambios en EE. UU., mientras que en algunos países de la zona del euro aumentaron ligeramente y en otros disminuyeron considerablemente por la mejoría en la percepción de su riesgo de crédito.*

*En el primer trimestre de 2018, las rentabilidades de los bonos soberanos aumentaron de forma generalizada hasta mediados de febrero y descendieron después, dejando un balance desigual entre países.*



Fuentes: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

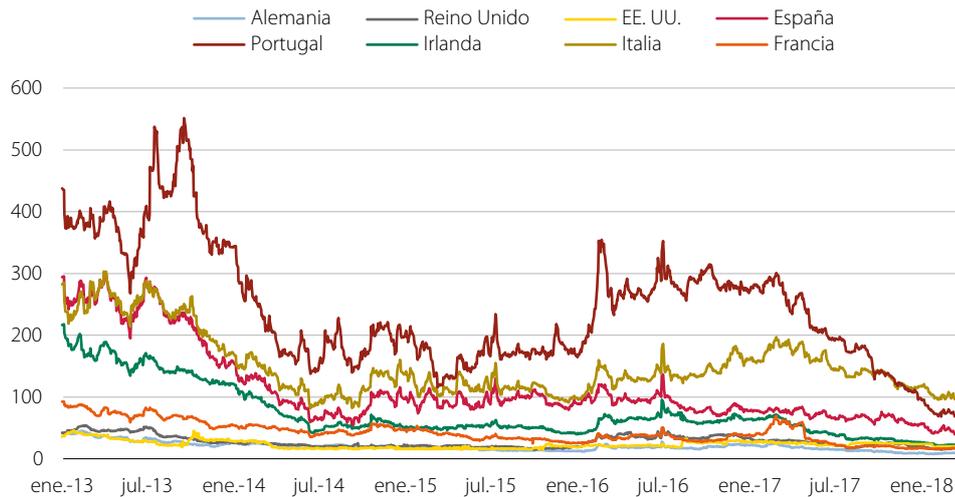
- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán se representa el promedio de un mes del diferencial de compra-venta sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a cero.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

*Las primas de riesgo de crédito soberano muestran pocas variaciones, ya que, a pesar del buen tono de la actividad económica, parten de niveles muy reducidos.*

Las primas de riesgo de crédito soberano de la mayoría de las economías avanzadas (evaluadas mediante los CDS a cinco años de los instrumentos de deuda pública) se encuentran en niveles muy reducidos, por lo que, a pesar del buen tono de la actividad económica, han experimentado pocas variaciones en el primer trimestre del año. Únicamente se observan descensos significativos en Grecia (-45 p.b., hasta los 336 p.b.), Portugal (-24 p.b., hasta los 70 p.b.), Italia (-16 p.b., hasta los 101 p.b.) y España (-18 p.b., hasta los 39 p.b.), como consecuencia fundamentalmente de las mejoras en sus *ratings* en los últimos seis meses.

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

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en EE. UU. han aumentado en todos los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en los de mejor calidad crediticia. Así, la prima de riesgo de crédito aumenta 23 p.b. en el tramo AAA, hasta los 65 p.b.; 16 p.b. en el BBB, hasta los 136 p.b., y 14 p.b., hasta los 388 p.b., en el tramo *high yield*. Por su parte, en la zona del euro, donde las primas de riesgo de crédito de la renta fija habían descendido en 2017 de forma generalizada, se ha producido un incremento del *spread* de crédito de 31 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 422 p.b., mientras que en el resto de bonos se observa una estabilidad mucho mayor. A finales de marzo, el *spread* de los bonos de los tramos AAA y BBB se situaba en 50 p.b. y 113 p.b. respectivamente.

*En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en EE. UU. aumentaron en todos los segmentos de bonos, mientras que en la zona del euro solo se produjeron incrementos en el tramo high yield.*

## Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales<sup>1</sup>



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

<sup>1</sup> En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre de 2018 registran un descenso con respecto al mismo periodo de 2017, debido principalmente a la reducción de las emisiones netas soberanas.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante los primeros tres meses de 2018 (datos semestralizados) registran un descenso considerable con respecto al primer semestre de 2017 y se sitúan en 832 mil millones de dólares (un 37% menos que en el mismo periodo del año anterior). Este descenso se debe principalmente a la reducción de las emisiones netas soberanas, que se encuentran en terreno negativo. Las emisiones netas del sector privado, sin embargo, han mostrado un aumento del 36%, a pesar de la caída del 23% registrada en el sector no financiero.

### Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2017 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En particular, la reducción de las emisiones netas soberanas ha sido de -134 mil millones de dólares. Por regiones, en Europa se ha producido un aumento, mientras que en EE. UU. y en Japón se registran descensos sustanciales...

La reducción en el importe de las emisiones netas soberanas se ha situado en los -134 mil millones de dólares. Aunque en Europa se ha producido un aumento de 69 mil millones de dólares, hasta un volumen neto de 278 mil millones, en EE. UU. y Japón se registran reducciones sustanciales, lo que en ambos países ha dado lugar a un importe de emisiones netas negativo. En el primero las emisiones se sitúan en -211 mil millones de dólares (50 mil millones en el primer semestre de 2017), mientras que en el segundo caen hasta los -469 mil millones (112 mil millones en el primer semestre de 2017). Fundamentalmente, las caídas en las emisiones brutas explican los descensos observados en las emisiones netas, si bien en ambas regiones ha aumentado el

volumen de vencimientos. No obstante, se espera que en EE. UU. las emisiones soberanas aumenten este año como consecuencia de la reforma fiscal aprobada en diciembre. En cambio, la reducción en las emisiones en Japón se debe a las menores necesidades de financiación en un contexto en el que la recuperación económica está haciendo que aumenten los ingresos fiscales.

Las emisiones netas totales del sector financiero aumentan en el primer semestre de 2018, situándose en los 585 mil millones de dólares (frente a los 220 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2017). Este incremento se debe principalmente al volumen neto emitido en Europa, que en el primer semestre de 2017 había sido negativo y que ha aumentado en 274 mil millones, hasta los 212 mil millones, en el primer semestre de 2018, en un contexto de fuerte crecimiento y mejores perspectivas para el sector bancario europeo. Por su parte, en EE. UU. las emisiones han crecido hasta los 196 mil millones de dólares (en comparación con los 162 mil millones registrados en el mismo periodo del ejercicio anterior), y en Japón aumentan en 14 mil millones, hasta los 21 mil millones, por el descenso de los vencimientos.

Finalmente, las emisiones del sector no financiero han caído 111 mil millones de dólares, hasta los 381 mil millones. Se trata de una reducción generalizada, salvo en el caso de Europa, si bien gran parte de los descensos puede atribuirse al incremento de los vencimientos. Así, las emisiones brutas han aumentado en 10 mil millones. Por zonas geográficas, las emisiones netas han registrado una mayor caída en EE. UU., donde el importe se sitúa en los 171 mil millones (278 mil millones en el mismo periodo del año anterior). Por su parte, en Europa las emisiones se incrementaron en seis mil millones de dólares, hasta los 104 mil millones.

Los principales índices de renta variable, que en 2017 mostraron avances sustanciales generalizados, han registrado retrocesos de forma mayoritaria en los tres primeros meses de 2018. Estos descensos han tenido lugar a pesar de las favorables condiciones macroeconómicas a nivel global, debido en parte a los temores de que la normalización de la política monetaria en EE. UU. se produzca más rápido de lo esperado y a la preocupación alrededor de unas políticas proteccionistas que podrían desencadenar una guerra comercial.

Por regiones, los índices bursátiles estadounidenses son los que presentan un comportamiento relativo más favorable, con leves retrocesos en el Dow Jones (-2,5%) y en el S&P 500 (-1,2%), y un avance del 2,3% en el tecnológico Nasdaq. Esta evolución está vinculada a la perspectiva de que la reforma fiscal aprobada en diciembre estimule el crecimiento económico a corto y medio plazo. Por su parte, las bolsas europeas registran retrocesos que oscilan entre el -2% del Euronext 100 y el -8,2% del británico FTSE 100, que refleja las preocupaciones sobre la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*. El índice italiano Mib 30 constituye la excepción a estos retrocesos generalizados, con un avance del 2,6%.

Coincidiendo con las caídas de los principales índices bursátiles durante la primera mitad de febrero, las medidas de volatilidad implícita globales alcanzaron sus niveles máximos en dos años, superándose el 35% en los mercados estadounidenses y el 25% en la mayoría de los demás mercados (véase el panel derecho del gráfico 7). En las semanas posteriores, los niveles de volatilidad implícita volvieron a descender, y a finales de marzo se situaban por debajo del 20%.

*... mientras que las emisiones netas del sector financiero han aumentado de forma considerable, principalmente por el incremento observado en Europa, aunque las emisiones también crecen en EE. UU. y Japón.*

*Finalmente, las emisiones del sector no financiero han caído de forma generalizada, salvo en el caso de Europa, si bien gran parte de los descensos puede atribuirse al incremento de los vencimientos.*

*Los principales índices de renta variable, que en 2017 mostraron avances sustanciales de forma generalizada, han registrado retrocesos en los tres primeros meses de 2018.*

*Por regiones, los índices bursátiles estadounidenses son los que muestran un comportamiento relativo más favorable, mientras que las bolsas europeas registran retrocesos comprendidos entre el -2% y -8,2%.*

*Coincidiendo con las caídas de los principales índices bursátiles en la primera mitad de febrero, las medidas de volatilidad implícita globales alcanzaron sus niveles máximos en dos años.*

Por su parte, los mercados bursátiles emergentes han tenido un comportamiento heterogéneo en el primer trimestre de 2018.

Los mercados bursátiles emergentes han tenido un comportamiento más heterogéneo en el primer trimestre de 2018. Así, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa se han revalorizado un 3,5% y un 11,7% respectivamente, mientras que la bolsa mexicana retrocede un 6,5%. Por su parte, el índice chino Shangai Composite cae un 4,2%, lo que refleja las preocupaciones en torno a las medidas proteccionistas impuestas por la Administración estadounidense, mientras que el índice bursátil ruso RTS avanza un 8,2%, apoyado por las mejoras del *rating* de la deuda soberana rusa y el aumento del precio del petróleo.

### Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup>

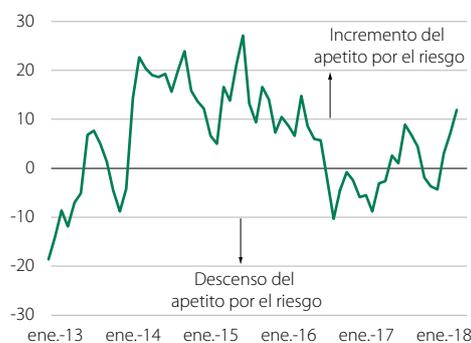
CUADRO 1

%	2014	2015	2016	2017	II17	III17	IV17	I18
<b>Mundo</b>								
MSCI World	2,9	-2,7	5,3	20,1	3,4	4,4	5,1	-1,7
<b>Zona euro</b>								
Eurostoxx 50	1,2	3,8	0,7	w6,5	-1,7	4,4	-2,5	-4,1
Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	0,0	5,1	-0,4	-2,0
Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	0,1	4,1	0,7	-6,4
Cac 40	-0,5	8,5	4,9	9,3	0,0	4,1	-0,3	-2,7
Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	0,4	10,3	-3,7	2,6
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-0,2	-0,6	-3,3	-4,4
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-0,1	0,8	4,3	-8,2
<b>Estados Unidos</b>								
Dow Jones	7,5	-2,2	13,4	25,1	3,3	4,9	10,3	-2,5
S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	2,6	4,0	6,1	-1,2
Nasdaq-Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	3,9	5,8	6,3	2,3
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	7,1	9,1	0,4	19,1	5,9	1,6	11,8	-5,8
Topix	8,1	9,9	-1,9	19,7	6,6	3,9	8,5	-5,6

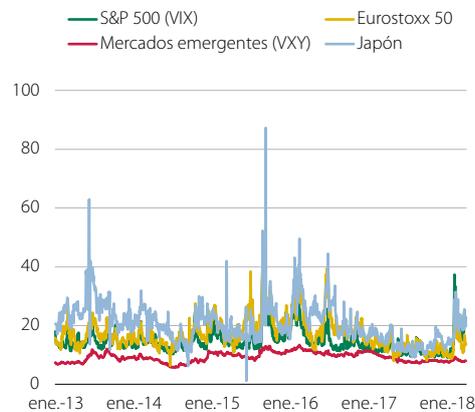
### Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

#### Apetito por el riesgo<sup>1</sup>



#### Volatilidad implícita (%)



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

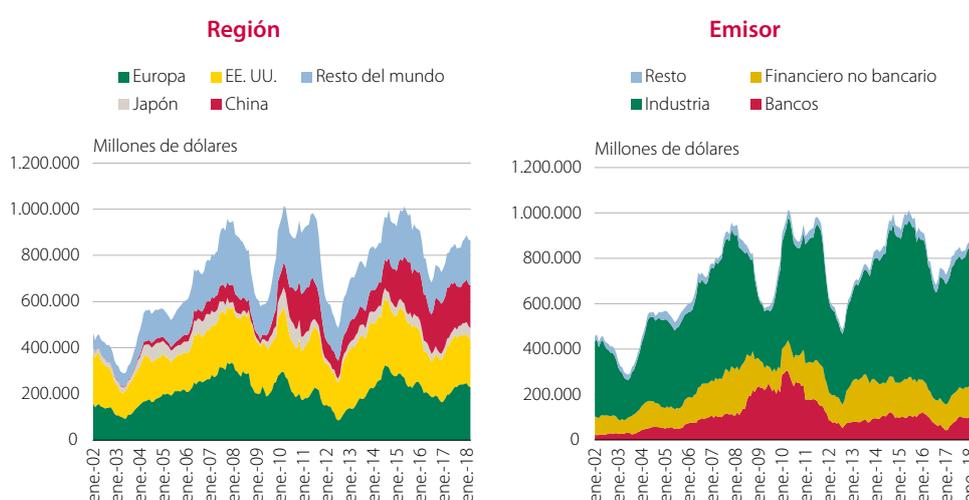
1 Indicador State Street.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable durante el primer trimestre de 2018 ha sido un 3,4% inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior y se sitúa en 213 mil millones de dólares. Se han observado descensos en todas las regiones contempladas, a excepción de China, donde las emisiones acumulan un importe de 56 mil millones de dólares, un 39,3% más que en el primer trimestre de 2017. Las mayores reducciones han tenido lugar en Europa y Japón (-23,2% y -38,2% respectivamente), donde los índices bursátiles se han comportado peor, mientras que en EE. UU. el descenso ha sido del 4,9%. El desglose por sectores muestra que las reducciones se han concentrado en el sector bancario (-75,6%) y financiero no bancario (-7,2%), mientras que tanto las empresas de *utilities* como las industriales han emitido, respectivamente, un 10,2% y un 12,9% más que en el mismo periodo de 2017 (véase el gráfico 8).

*El volumen de las emisiones de renta variable en el primer trimestre de 2018 ha sido un 3,4% inferior al registrado en el mismo periodo de 2017, con descensos en el sector bancario y financiero y aumentos en las empresas de utilities e industriales.*

## Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 31 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual con fines comparativos.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

En 2017, la tasa de crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 3,1%, apenas dos décimas menos que en 2016, prolongándose la senda expansiva que se inició en 2014. El avance de la actividad doméstica fue superior al de la zona euro (2,3%), pero esta diferencia se redujo respecto a los registros de 2016 (pasó de 1,5 p.p. a 0,8 p.p.), debido a la intensa recuperación de las economías europeas durante el año pasado.

*El PIB de la economía española creció un 3,1% en 2017, seis décimas más que en la zona euro.*

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue incrementándose progresivamente en 2017, y pasó desde los 2,5 puntos porcentuales en 2016 hasta los 2,8 puntos en 2017. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento fue disminuyendo durante el ejercicio, finalizando el último trimestre en terreno negativo (0,3 p.p. de media anual, frente a 0,7 p.p. en 2016). Los componentes de la demanda interna mostraron una aceleración del consumo público entre 2016 y 2017 (pasó del 0,8% al 1,6%), así como de la formación bruta de capital fijo (del 3,3% al 5%), mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración

*La aportación de la demanda nacional al crecimiento aumentó desde 2,5 p.p. en 2016 hasta 2,8 p.p. en 2017, mientras que la aportación del sector exterior disminuyó (desde 0,7 p.p. hasta 0,3 p.p.).*

de medio punto, hasta situarse en el 2,4%. En cuanto al sector exterior, las exportaciones crecieron de media anual más que en 2016 (el 5% en 2017, frente al 4,8% en 2016), pero el mayor crecimiento de las importaciones (del 2,7% al 4,7%) hizo que la contribución del sector exterior al crecimiento fuera disminuyendo progresivamente, hasta situarse en valores ligeramente negativos.

*Desde el punto de vista de la oferta cabe resaltar la aceleración del valor añadido en el sector de la construcción y, en menor medida, en el industrial.*

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido creció un 4,9% en 2017, muy por encima del avance de 2016 (1,9%), y, en menor medida, en el sector industrial, que mostró una ligera aceleración (del 3,6% al 3,7%). En cambio, en el sector de los servicios y en las ramas primarias, en 2017 se registraron avances inferiores. En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (3% en 2016) y en el de las ramas primarias fue del 3,7% (6,9% en 2016).

### España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2014	2015	2016	2017	CE <sup>1</sup>	
					2018	2019
<b>PIB</b>	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1
Consumo privado	1,5	3,0	2,9	2,4	2,2	1,6
Consumo público	-0,3	2,1	0,8	1,6	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,5	3,3	5,0	4,0	3,7
Construcción	4,2	3,8	2,4	4,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	6,0	11,5	5,1	6,2	4,5	4,1
Exportaciones	4,3	4,2	4,8	5,0	4,8	4,5
Importaciones	6,6	5,9	2,7	4,7	4,3	4,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,4	0,7	0,3	0,3	0,3
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	1,0	3,2	3,0	2,8	2,1	1,6
<b>Tasa de paro</b>	24,4	22,1	19,6	17,2	15,6	14,3
<b>Índice de precios de consumo<sup>3</sup></b>	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,6	1,5
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	1,1	1,1	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Saldo de las AA. PP. (% PIB)<sup>4</sup></b>	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,4	-1,7
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	100,4	99,4	99,0	98,3	96,9	95,5
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	-90,5	-79,1	-68,7	-63,4	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden al otoño de 2017, salvo la de PIB e inflación de 2018 que fueron revisadas con posterioridad (una y dos décimas al alza respectivamente respecto al último pronóstico).

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 2014, 2015, 2016 y 2017 por una cuantía del 0,1%, 0,1%, 0,2% y 0,04% del PIB respectivamente.

n. d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación, que había descendido sensiblemente en 2017 como consecuencia de la normalización de la inflación de la energía<sup>3</sup>, marcó un mínimo en enero de 2018, al situarse en el 0,6%, y ha aumentado levemente después, hasta el 1,2% de marzo. La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles del índice, como la energía y los alimentos frescos, el año pasado siguió oscilando en torno a valores cercanos al 1%; finalizó el ejercicio en el 0,8%, y en febrero registraba un pequeño aumento, hasta el 1,1%. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona euro, que comenzó en 2017 por encima de un punto porcentual, se redujo de forma significativa, hasta situarse transitoriamente en terreno negativo a finales de año. En febrero de 2018, este diferencial se situaba en 0,1 p.p.

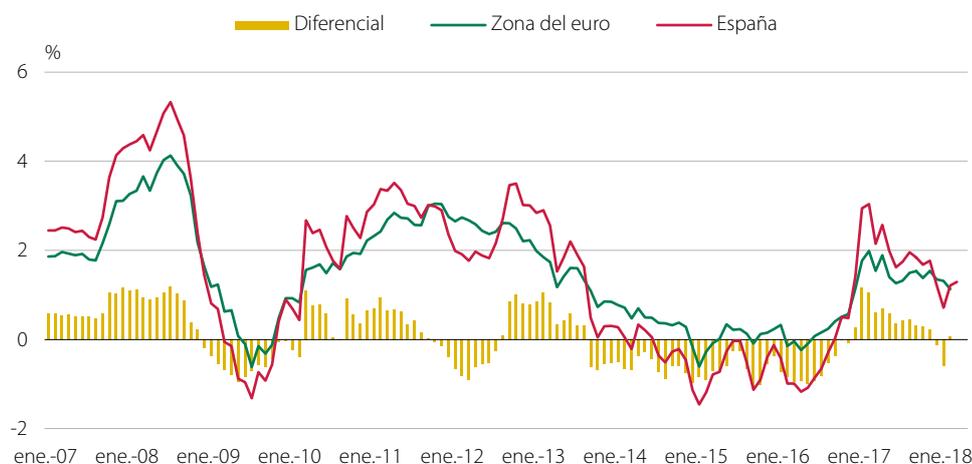
*Tras casi un año de fuertes caídas en la tasa de inflación, en los primeros meses de 2018 se han producido leves ascensos, hasta el 1,2% en marzo. El diferencial respecto a la zona euro se ha reducido hasta valores muy cercanos a cero.*

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera un 2,8% en 2017, solo unas décimas por debajo del avance de los dos últimos ejercicios (3,2% en 2015 y 3% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 490 mil (1,86 millones en los últimos cuatro años) y que la tasa de paro descendió hasta el 16,55% en el cuarto trimestre (18,6% a finales de 2016). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios siguió siendo negativa en 2017, aunque algo menos que en 2016, pues el aumento en la productividad aparente del trabajo (0,27% de media en el año) fue superior al de la remuneración por asalariado (0,15%).

*Los buenos datos de creación de empleo en 2017 (2,8%) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.*

**IPC armonizado: España frente a la zona euro (% var. anual)**

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta marzo para España y febrero para la zona euro.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2017, como consecuencia de la recuperación de la economía y de la fuerte disminución del gasto por intereses de la deuda. Estos factores permitieron que el déficit público finalizara el año en el 3,11% del PIB<sup>4</sup>, 1,22 puntos porcentuales menos que en 2016, en línea con el objetivo fijado por el Gobierno. Todas las administraciones que presentaban

*El dinamismo del crecimiento y la disminución del gasto por intereses permitieron que el déficit público se redujera hasta el 3,1% del PIB en 2017, en línea con el objetivo del Gobierno.*

3 La tasa de variación anual de los precios de la energía pasó del 17,5% en enero de 2017 al 2,6% en diciembre y al 1,4% en febrero de 2018.

4 La cifra de déficit público se sitúa en el 3,07% del PIB si se excluye el importe de las ayudas a las entidades de crédito.

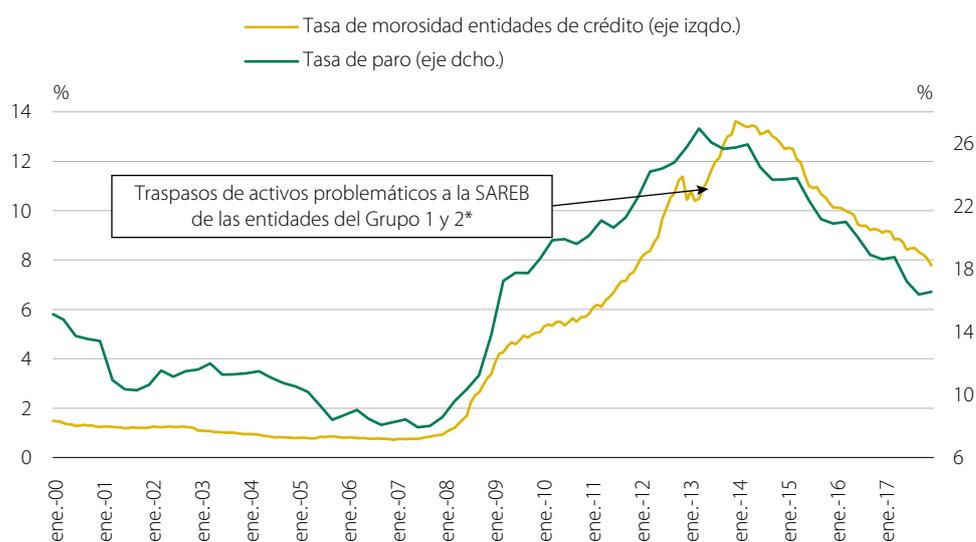
necesidades de financiación redujeron su importe. En este sentido destacan la disminución del déficit del Estado, que pasó del 2,6% en 2016 al 1,9% en 2017 y registró superávit primario por primera vez en diez años, y del de las comunidades autónomas, que se situó en el 0,32% (0,84% en 2016). También disminuyó, aunque en menor medida, el déficit de los Fondos de la Seguridad Social, que pasó del 1,59% al 1,48%. Por su parte, el superávit de las corporaciones locales se mantuvo prácticamente sin cambios en 2017, en cerca del 0,60% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 98,08% del PIB a finales de año, registrándose pocas variaciones desde mediados de 2014.

*El reducido nivel de los tipos de interés sigue presionando a la baja la rentabilidad de los bancos, pero se observa una incipiente recuperación del crédito en algunos segmentos.*

Los bancos han continuado operando en un contexto complejo, dominado por el reducido nivel de los tipos de interés, que presiona a la baja su rentabilidad. El dinamismo de la actividad económica continúa siendo un factor favorable para el sector financiero en España. De hecho, la aparición de proyectos atractivos de inversión y el buen tono del consumo privado están favoreciendo la recuperación del crédito. Sin embargo, el volumen de activos improductivos continúa siendo elevado<sup>5</sup> y, como en el resto de las economías europeas, se detecta una cierta sobrecapacidad, así como varios retos latentes, algunos de los cuales están relacionados con el desarrollo de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas (*fintech*).

**Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>**

GRÁFICO 10



Fuentes: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre.

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 cuenta de resultados agregada del sector se vio significativamente afectada en 2017 por las pérdidas del Banco Popular.*

La cuenta de resultados de las entidades de depósito mostró unas pérdidas cercanas a los 4.000 millones de euros en 2017 (frente a los 6.003 millones de beneficio en 2016), como consecuencia de las pérdidas del Banco Popular, superiores a los 13.500 millones de euros<sup>6</sup>. Descontando las pérdidas de esta entidad, el beneficio agregado

5 La ratio de morosidad se situó en el 7,8% del crédito total en diciembre de 2017 (9,1% en 2016).

6 La JUR (Junta Única de Resolución) acordó su resolución en junio.

del sector el año pasado se situó por encima de los 9.600 millones de euros. Además, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos (el margen de intereses se situó en 23.225 millones de euros en 2017, frente a los 24.297 millones de 2016) y por el volumen de activos improductivos, todavía elevado aunque en descenso.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) mostró un ligero avance en 2017 en el caso de las empresas (0,4%) y un descenso en el caso de los hogares (-0,8%), aunque este último fue menos acusado que en años anteriores (-1,3% en 2016, -2,1% en 2015 y -3,6% en 2014). Respecto a la financiación a las sociedades no financieras, cabe señalar que, aunque se observaron tasas anuales positivas durante casi todo el año pasado, estas se tornaron nuevamente negativas en febrero de este ejercicio (-0,5%). Con todo, los indicadores de crédito nuevo muestran una cierta revitalización en algunos segmentos. En lo que respecta a los hogares, la moderación de la caída del crédito estuvo relacionada tanto con el menor retroceso de los préstamos para la adquisición de vivienda (-2,7% en febrero de 2018, -2,8% en 2017 y -3% en 2016) como con la intensificación del crédito al consumo (7,8% en febrero de 2018, 6,4% en 2017 y 4,2% en 2016). En la zona del euro, el crédito a empresas avanzaba un 1,9% en diciembre (2,2% en enero de 2018), mientras que el crédito a los hogares lo hacía un 3,3% (3,2% en enero de 2018).

El tamaño del sector bancario se mantuvo estable en 2017, en 2,65 billones de euros, interrumpiéndose la tendencia descendente que se había iniciado en 2013. Algunas de las fuentes de financiación más importantes, como por ejemplo la deuda o la que procede del Eurosistema<sup>7</sup>, mostraron avances, mientras que otras, como los depósitos de los hogares y las empresas residentes, registraron descensos. El patrimonio de los bancos permaneció estable en valores ligeramente superiores a los 360 mil millones de euros.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 31.538 millones de euros en 2017, más del doble que en 2016. Todos los sectores salvo el industrial mostraron avances en sus cuentas de resultados, en sintonía con el dinamismo de la actividad económica doméstica. Destaca el comportamiento de las empresas del comercio y los servicios, cuyos beneficios se incrementaron desde los 63 millones de euros de 2016 hasta los 14.625 millones de 2017<sup>8</sup>. El beneficio de las empresas energéticas aumentó un 10,5%, hasta los 9.759 millones, y el de las empresas del sector de la construcción e inmobiliario lo hizo aún más, un 54%, hasta los 5.267 millones. En términos generales, la evolución del negocio de las empresas industriales fue favorable, pero la contracción de los resultados de algunas compañías<sup>9</sup> hizo que los beneficios agregados del sector se redujeran desde los 2.336 millones de euros de 2016 hasta los 1.920 millones de 2017 (véase el cuadro 3).

*En 2017, la financiación bancaria a las empresas mostró un ligero avance, mientras que la financiación a los hogares cayó, aunque mucho menos que en años anteriores.*

*El tamaño del sector bancario permaneció estable en 2017, interrumpiéndose la tendencia a la baja que comenzó en 2013.*

*El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras superó los 30 mil millones de euros en 2017, más del doble del obtenido en 2016, en sintonía con el dinamismo de la actividad económica.*

7 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compras de deuda) se situaba a finales de 2017 en 164 mil millones de euros (139 mil millones en 2016).

8 La evolución de los resultados de Abengoa y, en menor medida, de Codere explica la mayor parte de la evolución del agregado. Si se excluyen los resultados de estas dos sociedades, los beneficios agregados de las empresas del comercio y los servicios se incrementaron desde los 8.835 millones de euros en 2016 hasta los 10.321 millones en 2017.

9 Por ejemplo, Siemens, Duro Felguera o Almirall.

Millones de euros	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Energía	13.101	11.621	10.735	10.344	8.828	9.759
Industria	3.807	3.273	3.173	2.474	2.336	1.920
Comercio y servicios	12.907	17.331	6.762	19.050	63	14.625
Construcción e inmobiliario	4.907	6.339	3.240	5.353	3.417	5.267
Ajustes	37	44	32	40	26	33
<b>Total agregado</b>	<b>34.685</b>	<b>38.520</b>	<b>23.878</b>	<b>37.181</b>	<b>14.618</b>	<b>31.538</b>

Fuente: CNMV.

*El nivel de las deudas experimentó pocas variaciones en 2017, aunque se observó una recomposición de las mismas a favor de las deudas a largo plazo (3%) y en detrimento de las deudas a corto plazo (-12,6%).*

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente en 2017; en concreto, lo hizo un 0,2%, hasta los 252.605 millones de euros. Su composición mostró un cambio significativo, pues el nivel de las deudas a corto plazo disminuyó un 12,6%, hasta quedar cerca de los 46.000 millones de euros, mientras que las deudas a largo plazo crecieron un 3%, hasta situarse por encima de los 206.000 millones. La evolución del endeudamiento no fue homogénea entre sectores: mientras que se observa un incremento de las deudas de las empresas energéticas (de 5.159 millones de euros, hasta los 81.506 millones) e industriales (de 3.779 millones de euros, hasta cerca de 21.000 millones), las empresas del comercio y los servicios y las del sector de la construcción y las inmobiliarias, que son las que están más apalancadas de media, siguieron reduciendo su nivel de deuda (un 7,6% y un 2,3% respectivamente). Como consecuencia de estos movimientos, la ratio de apalancamiento del conjunto de las sociedades cotizadas no financieras, medida mediante el cociente entre las deudas y el patrimonio neto, se redujo ligeramente, desde 1,15 hasta 1,07: en las compañías energéticas tuvo lugar un leve incremento, y en las empresas comerciales de servicios y, sobre todo, en las de la construcción y actividades inmobiliarias, un descenso moderado. La ratio de cobertura de la deuda, evaluada mediante el cociente de las deudas entre el resultado de explotación, experimentó una mejoría notable (pasó de 7,3 a 6,6), pues el incremento del resultado fue mucho más intenso que el de las deudas.

*Sigue mejorando la posición patrimonial de los hogares (endeudamiento y riqueza), aunque se observa un descenso acusado en la tasa de ahorro, que en el tercer trimestre de 2017 se situaba en el 6% de la renta disponible.*

Los últimos datos de posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2017. El descenso de la tasa de ahorro, que pasó del 7,7% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2016 hasta el 5,7% en diciembre de 2017, se explica por el dinamismo del consumo agregado, en un contexto de escaso aumento en la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 102,4% de la RBD a finales de 2016 hasta el 99,4% en 2017, se produjo tanto una reducción en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible. La ratio de carga financiera se redujo levemente (desde el 11,7% de la RBD hasta el 11,6%), dada la estabilidad del coste medio de la deuda en un marco de rentas crecientes<sup>10</sup>. La

10 El hecho de que el marco de las rentas sea creciente y la remuneración por asalariado presente un leve aumento se explica porque las primeras se calculan como la suma de las rentas de todos los asalariados, cuyo número ha crecido significativamente en los últimos años, mientras que la segunda corresponde a la evolución de la remuneración por cada individuo.

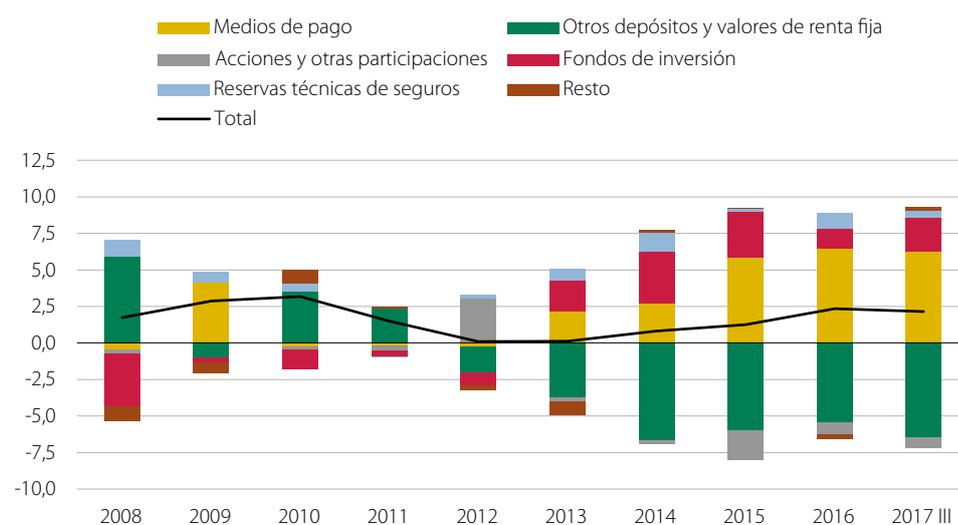
riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2017 (desde el 529,5% del PIB hasta el 541,6%), debido a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera se mantuvo relativamente estable en el transcurso del año.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron hasta el 2,6% del PIB en 2017 (2,5% en 2016), manteniéndose las grandes tendencias que se suceden desde 2013: disminución de la inversión en depósitos a plazo y en renta fija (un 5,7% del PIB), como consecuencia de su escasa rentabilidad, e inversión en los activos más líquidos (5,3% del PIB) y en fondos de inversión (2,6% del PIB). En el caso de los fondos de inversión, es importante señalar que los inversores están mostrando una preferencia muy marcada por las categorías de mayor riesgo; de hecho, la información al cierre de 2017 revela que las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe superior a los 7.200 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (más de 30 mil millones de euros en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales (más de 13 mil millones de euros) y en fondos de retorno absoluto, renta variable mixta y renta variable internacional, con importes que oscilan para cada categoría entre los 4.200 y los 5.500 millones de euros.

*En las decisiones de inversión siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión, y dentro de estos últimos las categorías más arriesgadas.*

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

GRÁFICO 11



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

### 2.3 Perspectivas

Los últimos pronósticos del FMI, correspondientes al mes de abril, indican que el crecimiento global se acelerará aún más en 2018, pues llegará al 3,9%, una tasa que se mantendría en 2019. Estas previsiones son similares a las publicadas en enero de este año y dos décimas superiores a las de su informe de octubre del año pasado. En el caso de las economías avanzadas, se produjo una revisión de dos décimas al alza en el crecimiento esperado para este año, que se situaría en el 2,5% (2,3% en 2017). Buena parte de esta revisión tiene origen en la importante reforma fiscal adoptada en EE. UU., donde la tasa de crecimiento será próxima al 3% este año. La zona del

*Según el FMI, el PIB mundial crecerá un 3,9% este año y el que viene, debido al impacto de la reforma fiscal en EE. UU. y a la mejora del comercio mundial, que repercutirá sobre todo en las economías avanzadas.*

euro crecerá un 2,4% en 2018 (2% en 2019), dos décimas más que en el último pronóstico, dado el mayor dinamismo de las economías más importantes, entre ellas, la española. Las economías emergentes y en desarrollo crecerán un 4,9% este año y un 5,1% el año que viene, unos registros que fueron revisados ligeramente al alza.

*Los principales elementos de incertidumbre en este escenario son de naturaleza financiera y política...*

Riesgos de diversa naturaleza se ciernen sobre este escenario. Algunos tienen carácter financiero, relacionados fundamentalmente con la posible acumulación de desequilibrios entre algunos inversores, dado el actual contexto de tipos de interés reducidos, y con la posibilidad de que se repitan episodios de turbulencias en los mercados financieros, debido a cambios inesperados en la política monetaria, que afectarían especialmente a aquellos activos que puedan estar sobrevalorados. En relación con el resto de los riesgos, básicamente de naturaleza política, cabe señalar el giro hacia políticas comerciales más restrictivas, originado por las decisiones de la Administración estadounidense y la presencia de algunos conflictos geopolíticos.

### Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 4

	2014	2015	2016	2017	FMI <sup>1</sup>	
					2018	2019
Mundial	3,6	3,4	3,2	3,8	3,9 (0,0)	3,9 (0,0)
EE. UU.	2,6	2,9	1,5	2,3	2,9 (0,2)	2,7 (0,2)
Zona euro	1,3	2,1	1,8	2,3	2,4 (0,2)	2,0 (0,0)
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,5	2,5 (0,2)	2,0 (0,5)
Francia	0,9	1,1	1,2	1,8	2,1 (0,2)	2,0 (0,1)
Italia	0,1	1,0	0,9	1,5	1,5 (0,1)	1,1 (0,0)
España	1,4	3,4	3,3	3,1	2,8 (0,4)	2,2 (0,1)
Reino Unido	3,1	2,3	1,9	1,8	1,6 (0,1)	1,5 (0,0)
Japón	0,4	1,4	0,9	1,7	1,2 (0,0)	0,9 (0,0)
Emergentes	4,7	4,3	4,4	4,8	4,9 (0,0)	5,1 (0,1)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2018 respecto a enero de 2018).

*... algunos de los cuales están también presentes en Europa, si bien esta región se enfrenta a varios riesgos específicos, como por ejemplo el brexit.*

En Europa, además de los anteriores, pueden mencionarse algunos riesgos específicos; entre otros: (i) las dificultades de los bancos para obtener rentabilidad en un entorno de tipos de interés muy reducidos; (ii) el elevado endeudamiento de los sectores público y privado de varias economías ante el posible incremento de los tipos a medio plazo; (iii) los efectos del *brexit*, especialmente si se materializa el escenario más duro, y (iv) las consecuencias de la apreciación del euro en el sector exportador de la región.

*En España, el PIB crecerá algo menos este año, pero su ritmo de avance seguirá siendo alto, en un contexto en el que persisten algunas fuentes de incertidumbre, algunas de ellas de carácter nacional.*

Según el FMI, la economía española crecerá un 2,8% este año y un 2,2% en 2019, lo que supone una revisión al alza de cuatro y una décimas respectivamente en relación con los pronósticos publicados en enero. La economía española afronta la mayoría de los riesgos mencionados con anterioridad, especialmente los europeos, aunque algunos de ellos se ven atenuados por la fortaleza de la actividad doméstica. Entre los elementos de incertidumbre de carácter nacional más relevantes, además de la crisis en Cataluña, destaca la necesidad de reducir la tasa de desempleo y de

prolongar la consolidación de las cuentas públicas, junto a los importantes retos que plantea el envejecimiento de la población.

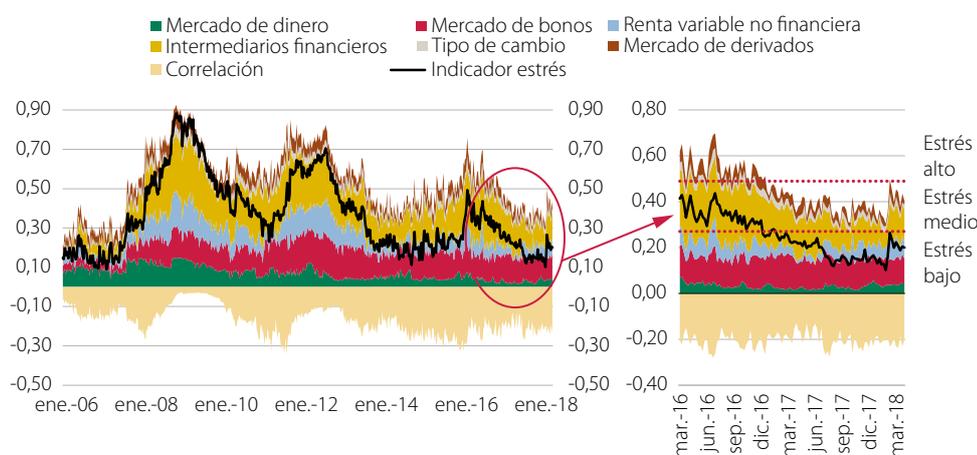
### 3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que había permanecido en niveles muy reducidos durante prácticamente todo el año pasado, mostró un leve repunte en los primeros días de febrero, hasta situarse en 0,27, el límite que separa el nivel de estrés bajo del medio<sup>11</sup>. Este incremento debe entenderse en relación con el episodio de turbulencias que se inició en esos días en los mercados de renta variable estadounidenses, tras la publicación de datos que mostraban una fortaleza del empleo y un aumento de los salarios inesperados, que originaron un cambio en las expectativas de inflación de aquella economía y, en consecuencia, en el previsible ritmo de subidas de tipos interés. Estos hechos repercutieron en las bolsas europeas, que acusaron fuertes caídas de las cotizaciones e incrementos significativos de la volatilidad. Por segmentos, se observaron repuntes del estrés en la renta variable, los derivados y los tipos de cambio. En la segunda mitad del primer trimestre del año el indicador ha vuelto a descender, hasta valores cercanos a 0,20 (véase el gráfico 12).

*El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que permaneció en valores muy reducidos en 2017, mostró ligeros repuntes en los primeros meses de 2018, en línea con algunos episodios de volatilidad en los mercados.*

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

11 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 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](http://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](http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias)).

*Los riesgos más relevantes en los mercados financieros siguen siendo los de mercado y los de liquidez, sobre todo en algunos segmentos de renta fija corporativa.*

Los riesgos más relevantes que siguen proyectándose sobre los mercados financieros son los de mercado y los de liquidez, especialmente en algunos segmentos de renta fija corporativa. Además, en el contexto prolongado de bajos tipos de interés que existe en Europa, conviene tener presente la posibilidad de que algunos inversores, con el fin de obtener una mayor rentabilidad, puedan estar adquiriendo activos demasiado arriesgados para su perfil. El espectro de estos activos es muy amplio y contempla acciones, deuda *high yield* y, más recientemente, activos de riesgo mucho mayor, como las criptomonedas<sup>12</sup>.

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable retrocedieron de modo significativo en el primer trimestre por la perspectiva de un cambio en la política monetaria, a lo que se añadió el contagio de las caídas en los mercados estadounidenses y los temores a una guerra comercial.*

Los mercados de renta variable nacionales han cerrado el primer trimestre del año con retrocesos significativos, acrecentándose las caídas del segundo semestre de 2017 ante la perspectiva de que las primeras medidas de normalización de la política monetaria europea comenzarán a adoptarse en breve. Aunque el Ibex 35 inició el año con alzas, fue retrocediendo de modo significativo desde los primeros días de febrero, al igual que sucedió con los principales índices europeos, arrastrados por las caídas de los índices estadounidenses. Estos últimos cayeron con fuerza por la expectativa de que la Reserva Federal acelere su calendario de subidas de tipos, debido a los buenos datos de la economía estadounidense, la fortaleza de su mercado laboral y la tendencia al alza de los precios de la energía. A este escenario de mayor volatilidad en los mercados se han sumado en marzo las incertidumbres que originan las medidas proteccionistas anunciadas por la administración Trump, el temor a una guerra comercial y a sus posibles efectos en el comercio internacional y en las cuentas de resultados de las compañías con mayor presencia internacional.

*Las caídas de las cotizaciones se concentraron en las grandes compañías de los sectores eléctrico y gasista, mientras que las empresas pequeñas presentaron revalorizaciones, dada su menor exposición a las incertidumbres de carácter internacional.*

Las caídas de las cotizaciones no fueron homogéneas en todos los sectores y valores del mercado nacional, sino que se concentraron en las grandes compañías, especialmente en las empresas de los sectores eléctrico y gasista, cuyos ingresos regulados podrían verse afectados en el caso probable de un cambio normativo, así como en las del sector textil y el de la construcción. También se anticipa un encarecimiento de los costes financieros a medio plazo, que afectaría más a aquellas compañías con un peso elevado de la deuda en sus balances. En el lado contrario se sitúan los valores de empresas de pequeña capitalización, que presentaron revalorizaciones significativas, a tenor de su menor exposición internacional y fuerte vínculo con el ciclo económico. Estas empresas cuentan además con el favor de los inversores institucionales, lo que contribuye al alza de sus cotizaciones ante la estrechez de la oferta de este tipo de valores. Asimismo, el escenario de crecimiento y buenas perspectivas económicas se mantiene en 2018, aunque a corto plazo se han incrementado los temores a una guerra comercial suscitada por las medidas de carácter proteccionista de la Administración estadounidense.

---

12 Véanse el comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) (<http://www.cnmv.es/loultimo/NOTACONJUNTAriptoES%20final.pdf>), las consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICO dirigidas a los profesionales del sector financiero (<http://10.10.1.33/portal/verDoc.axd?t={9c76eef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bcj}>) y la correspondiente advertencia de la ESMA (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>).

Así, el Ibex 35, que en los dos trimestres anteriores había acumulado retrocesos del 0,6% y el 3,3% respectivamente, volvió a retroceder en marzo, un 4,4%, situándose en su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2017. Este descenso sigue la tendencia a la baja de los principales índices europeos de referencia<sup>13</sup>, a excepción del italiano, en un entorno de volatilidad al alza y caídas en la contratación, y contrasta con el importante avance de las cotizaciones de las empresas de pequeña capitalización (11,1%). Por su parte, el precio de las acciones de las compañías de mediana capitalización presenta suaves retrocesos (-1,4%). Asimismo, en los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, durante el primer trimestre del año se han observado avances del 11,1% y del 7,5% respectivamente, gracias a las mejores perspectivas de crecimiento de las economías latinoamericanas —especialmente de Brasil<sup>14</sup>—, así como a una menor volatilidad en los tipos de cambio de sus divisas respecto al euro<sup>15</sup>.

*El Ibex 35 cayó un 4,4% en el primer trimestre del año...*

Con la excepción de algunas compañías, todos los sectores terminaron el trimestre con retrocesos, especialmente significativos en el de los bienes de consumo y en el del petróleo y la energía. Entre los primeros, destaca el retroceso de la principal compañía textil, que ha acusado las incertidumbres producidas por su transformación digital, necesaria para afrontar la fuerte competencia de los nuevos modelos de negocio orientados al comercio electrónico; por su parte, las compañías del sector del petróleo y la energía se han visto afectadas por el impacto potencial que tendría en sus cuentas de resultados un cambio regulatorio que redujese la retribución de los ingresos regulados de las empresas eléctricas y gasistas (véase el cuadro 5). Además, los inversores empiezan a considerar la repercusión de un alza de los tipos de interés a medio plazo en los costes financieros de las compañías, especialmente en aquellas con un endeudamiento mayor. En cambio, las compañías más cíclicas han resultado favorecidas por el buen tono del crecimiento económico.

*... con caídas en la mayoría de los sectores del mercado, más intensas en el de los bienes de consumo y en el del petróleo y la energía.*

El retroceso de las cotizaciones en el trimestre, junto al crecimiento de los beneficios empresariales que se esperan en los próximos meses, ha permitido que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 disminuya desde 13,7 a mediados de diciembre hasta 12,7 en marzo, su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2016. Como recoge el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes han presentado durante el trimestre un comportamiento similar, y recogen las correcciones en sus cotizaciones. Con la excepción de la del índice estadounidense S&P 500, todas las ratios se sitúan por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2017: al cierre del ejercicio 2017 todas ellas presentaban valores superiores, salvo la del índice japonés Topix.

*El retroceso de las cotizaciones durante el trimestre, junto con el crecimiento de los beneficios empresariales, ha propiciado una caída de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), hasta su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2016.*

13 Los principales índices europeos también presentaron registros negativos: Eurostoxx 50 (-4,1%), Dax (-6,4%) y Cac (-2,7%). En el lado contrario, el italiano Mib 30 avanzó un 2,6%.

14 El principal índice bursátil del mercado brasileño acumula una revalorización del 11,7%.

15 En el primer trimestre del año el real brasileño se depreció respecto al euro un 2,1%.

Índices	2015	2016	2017	I-17 <sup>1</sup>	II-17 <sup>1</sup>	III-17 <sup>1</sup>	IV-17 <sup>1</sup>	I-18 <sup>1</sup>
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	11,9	-0,2	-0,6	-3,3	-4,4
Madrid	-7,4	-2,2	7,6	11,8	-0,2	-0,4	-3,2	-3,9
Ibex Medium Cap	13,7	-6,6	4,0	4,3	3,3	-3,3	-0,2	-1,4
Ibex Small Cap	6,4	8,9	31,4	15,1	2,2	2,8	15,1	11,1
FTSE Latibex All-Share	-39,2	71,0	9,0	10,0	-9,7	12,4	-2,4	11,1
FTSE Latibex Top	-34,6	67,8	7,3	12,4	-9,6	13,8	-7,2	7,5
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-24,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>10,5</b>	<b>15,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-3,7</b>
Banca	-26,0	-1,8	10,6	16,0	-0,9	3,0	-6,6	-4,5
Seguros	-5,0	15,5	0,1	9,7	-0,4	-7,8	-0,6	-0,9
Inmobiliarias y otros	18,4	-2,3	17,6	8,0	8,1	0,0	0,8	-5,6
<b>Petróleo y energía</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>7,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-4,8</b>
Petróleo	-34,9	32,6	9,9	7,9	-7,4	16,3	-5,4	-2,2
Electricidad y gas	9,6	-4,3	2,0	7,0	1,2	-5,2	-0,6	-6,1
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>8,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-8,9</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,8</b>
Construcción	4,9	-7,9	9,9	9,0	3,6	-6,4	4,0	-7,3
Fabricación y montaje de bienes de equipo	49,0	7,8	-19,3	11,4	-7,7	-23,5	2,7	8,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-30,8	48,8	14,2	6,8	-5,4	4,3	8,3	1,8
Ingeniería y otros	-39,6	9,9	-9,9	-1,4	-6,5	-6,4	4,5	-2,0
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-5,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>7,5</b>	<b>16,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,2</b>
Telecomunicaciones y otros	-12,3	-14,2	-5,1	18,6	-12,3	1,6	-10,3	-0,1
Electrónica y <i>software</i>	22,2	7,9	36,6	10,7	9,3	5,0	7,6	-0,3
<b>Bienes de consumo</b>	<b>30,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-8,4</b>
Textil, vestido y calzado	33,6	2,6	-10,4	1,9	1,6	-5,1	-8,9	-12,4
Alimentación y bebidas	26,4	-5,4	5,2	0,4	4,9	-1,1	0,9	3,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	23,5	-6,4	14,6	15,5	4,4	-4,0	-1,0	-5,6
<b>Servicios de consumo</b>	<b>10,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>23,3</b>	<b>13,0</b>	<b>7,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,0</b>
Autopistas y aparcamientos	-7,9	-3,1	39,5	13,6	7,4	5,4	8,5	-1,8
Transporte y distribución	29,6	-15,7	32,3	16,3	13,2	-7,3	8,3	-3,4

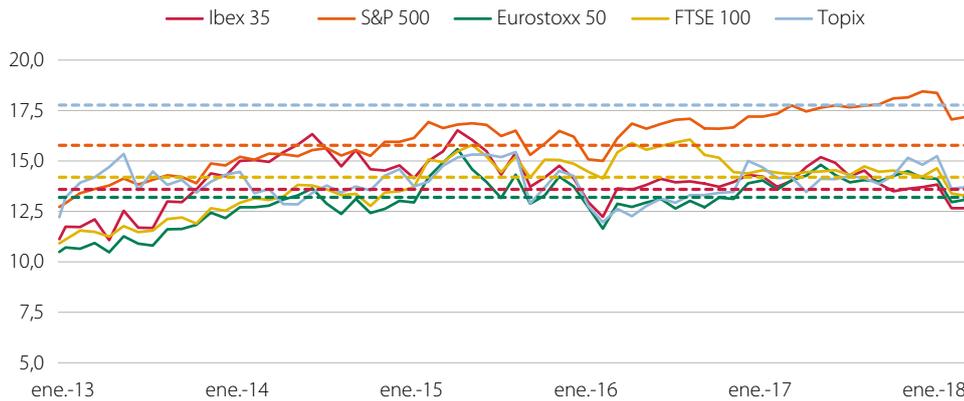
Fuentes: BME y Thomson Datastream.

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.

## Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

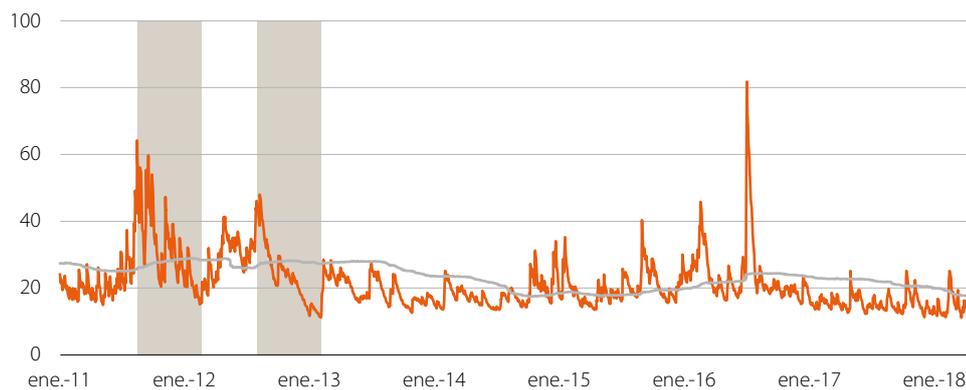
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La volatilidad del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos durante el ejercicio anterior, cuando alcanzó su nivel más bajo desde 2015, inició el trimestre con alzas significativas, igual que sucedió en las principales bolsas internacionales y en línea con un fuerte incremento de la volatilidad en los mercados de valores estadounidenses, donde el indicador VIX llegó a superar el 30%<sup>16</sup>. A finales del primer trimestre la volatilidad del Ibex 35 se moderaba, hasta situarse en torno al 15%, ligeramente por debajo del valor medio del trimestre (15,6%), aunque por encima del valor de cierre del último trimestre de 2017 (13,4%). El comportamiento del mercado español en lo relativo a la volatilidad ha sido similar al de otros índices europeos, como el Eurostoxx 50 (13,4% al final del trimestre), y en todo caso con variaciones menos pronunciadas que las de los índices estadounidenses (el VIX ha venido moviéndose en un rango de 22 puntos porcentuales durante el trimestre).

*La volatilidad, que venía de niveles muy reducidos, aumentó notablemente, igual que en las principales bolsas internacionales.*

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14

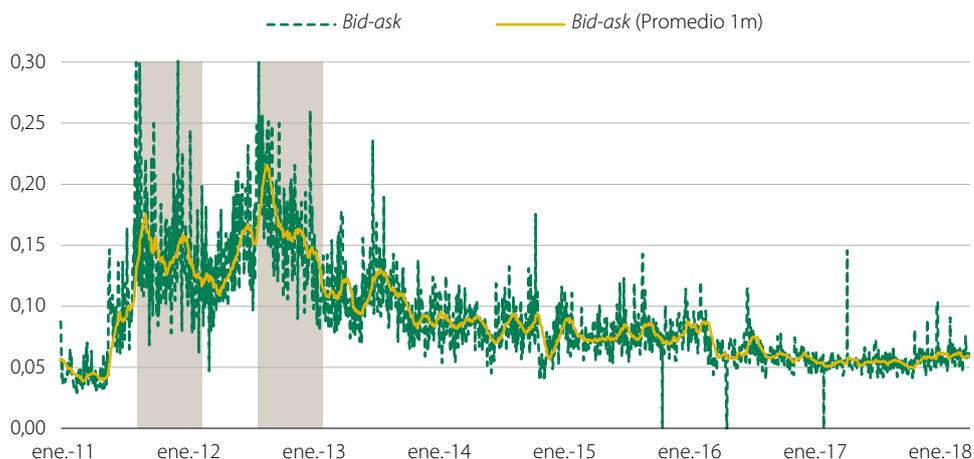


Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. En azul se muestra la volatilidad condicionada y en rojo la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda a todas las entidades cotizadas.

16 A finales de 2017 el índice VIX se situaba por debajo del 10%.

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread (%)

GRÁFICO 15



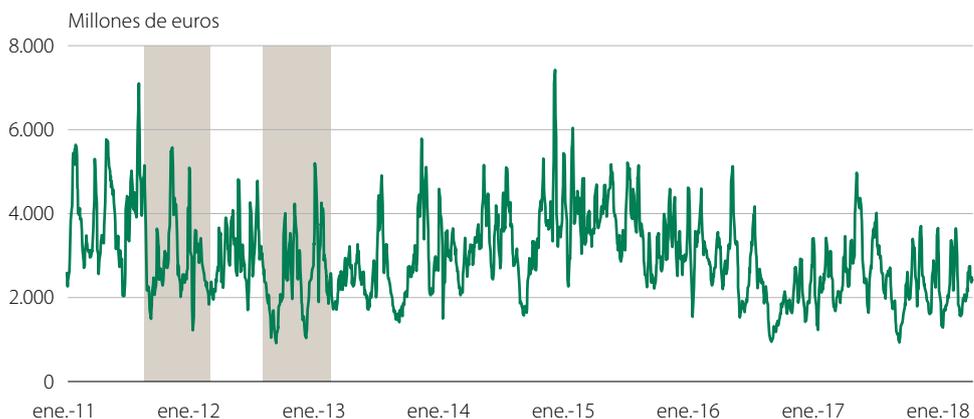
Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda a todas las entidades cotizadas.

*Las condiciones de liquidez han permanecido en niveles satisfactorios, aunque presentan un ligero deterioro.*

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas con el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), se han deteriorado levemente en el primer trimestre del año, observándose ligeras alzas del *spread* en las sesiones de mayor volatilidad. Aun así, el diferencial de los precios de compraventa del Ibex se ha situado en el 0,060% en el primer trimestre del año, ligeramente por encima de la media de 2017 (0,054%), pero muy por debajo de la media histórica de este indicador (0,095%).

## Contratación diaria del mercado bursátil español<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



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

<sup>1</sup> Media móvil de cinco sesiones hábiles.

*A pesar del retroceso de las cotizaciones, la contratación de renta variable española ha crecido un 5,4% en términos interanuales.*

A pesar de los retrocesos en las cotizaciones de las bolsas, la contratación de renta variable española ha mejorado en términos interanuales durante el primer trimestre, gracias al descenso de las incertidumbres sobre la economía española y al posible incremento de la negociación algorítmica en un entorno de mayor volatilidad, gran

parte de la cual se concentra en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Así, el volumen de contratación de renta variable española ha crecido un 5,4% en el primer trimestre del año, hasta los 234 mil millones de euros, en línea con la tendencia de la mayoría de las bolsas europeas, en las que también se ha producido un incremento de la contratación<sup>17</sup>. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo se ha situado en 2.290 millones de euros este primer trimestre, algo por debajo de la media de 2017 (2.514 millones).

### Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>

CUADRO 6

Importes en millones de euros	2014	2015	2016	2017	III-17	IV-17	I-18
<b>Total</b>	<b>1.002.189,0</b>	<b>1.161.482,8</b>	<b>877.413,3</b>	<b>934.377,1</b>	<b>193.005,3</b>	<b>233.038,6</b>	<b>234.555,7</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>1.002.095,9</b>	<b>1.161.222,9</b>	<b>877.402,7</b>	<b>934.368,3</b>	<b>193.004,8</b>	<b>233.036,3</b>	<b>234.554,7</b>
BME	849.934,6	925.978,7	631.107,2	634.990,9	125.110,5	154.495,8	143.131,5
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	27.142,3	29.128,9	26.830,1
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	9.601,2	10.880,6	10.900,3
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	19.378,6	23.075,6	46.765,7
Otros <sup>2</sup>	9.019,8	13.566,2	32.984,5	61.346,5	11.772,2	15.455,3	6.927,0
<b>Corros</b>	<b>92,4</b>	<b>246,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>
Madrid	32,7	19,4	3,2	1,8	0,1	0,0	0,0
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	45,2	219,1	4,1	6,3	0,4	2,1	0,9
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>0,7</b>	<b>13,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera <sup>3</sup>	14.508,9	12.417,7	6.033,0	6.908,0	1.318,6	1.143,0	1.153,0
MAB	7.723,2	6.441,7	5.066,2	4.985,8	1.010,5	1.317,3	1.401,5
Latibex	373,1	258,7	156,7	130,8	12,3	16,1	43,8
ETF	9.849,4	12.633,8	6.045,2	4.464,1	699,3	1.472,8	981,0
Total contratación BME	882.482,3	957.990,5	648.418,9	651.488,5	128.151,5	158.447,5	146.711,9
% RV española en BME respecto al total RV española	84,8	80,1	71,9	68,3	65,1	66,7	61,4

Fuentes: Bloomberg y CNMV.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 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 SMN.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, cabe señalar que la negociación producida en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación se ha situado en 91.423 millones de euros en el primer trimestre del año, el valor más alto de toda la serie histórica, lo que representa un crecimiento del 32% respecto al mismo periodo de 2017, mientras que la efectuada en Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha disminuido un 6,6%. De esta forma, la contratación de

*La contratación de valores españoles en el exterior ha representado en el trimestre casi el 40% de la cotización total de estos valores.*

17 Fuente: Federation of European Securities Exchanges (FESE). Datos hasta febrero de 2018.

valores españoles en los mercados exteriores, cuya cuota se había reducido en el último trimestre del año anterior hasta representar en torno a un tercio del total contratado, ha vuelto a crecer de modo significativo en 2018, hasta aproximarse al 40%, su máximo histórico, por encima del 33,3% del trimestre anterior y del 31,7% del conjunto de 2017. En cuanto a la composición de la contratación de las acciones españolas en el exterior, destaca el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe), que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X, que con más de 73.500 millones de euros contratados ha concentrado más de dos tercios del total negociado en el exterior y el 51% de lo contratado en el mercado de origen. Por el contrario, tanto Turquoise como el resto de los operadores, que habían crecido de modo destacado en el ejercicio anterior, han visto reducidas sus cuotas de mercado, hasta representar el 11,9% y el 7,6% respectivamente.

*La aplicación del reglamento MiFIR en relación con las obligaciones de transparencia de órdenes de negociación a precios referenciados a otro mercado...*

En el ámbito de la negociación, cabe señalar que la CNMV acordó el pasado 8 de marzo suspender durante seis meses la utilización de las exenciones a las obligaciones de transparencia de órdenes de negociación a precios referenciados a otro mercado<sup>18</sup>, por haberse superado el umbral de negociación del 8% al que hace referencia el artículo 5.1 b del MiFIR, respecto a la negociación de trece valores<sup>19</sup>. El MiFIR (Reglamento europeo 600/2014) establece ciertos requisitos de transparencia previa a la negociación aplicables a acciones y otros instrumentos financieros, y reconoce asimismo que los centros de negociación pueden solicitar a la autoridad competente la aplicación de exenciones (*waivers*) relativas a órdenes a precios referenciados y a operaciones negociadas o preacordadas. Sin embargo, esta regulación indica que con el fin de que estas exenciones no entorpezcan el proceso de formación de precios, la negociación de los valores no debe superar ninguno de los dos límites establecidos a la negociación (*double volume cap*), de manera que, si se sobrepasan, las exenciones quedarán en suspenso durante seis meses.

*... determinó que en marzo la CNMV acordara suspender para trece valores las exenciones a estas obligaciones de transparencia durante seis meses, por haber superado determinados umbrales de negociación.*

En España, la CNMV ha autorizado como exención el case de operaciones, sobre acciones o ETF admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas y el MAB o Latibex, al precio medio de la mejor posición de compra y venta vigente en un mercado de referencia. El 7 de marzo la ESMA publicó por primera vez los valores que superaron los límites al volumen negociado, entre los que se encontraban trece valores de instrumentos admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas. Esta información propició la decisión de la CNMV de suspender para estos valores la exención a las obligaciones de transparencia hasta el 12 de septiembre de este año.

*La emisión de nuevas acciones se ha debido en gran medida a las ampliaciones de capital bajo las modalidades de dividendo elección y contrapartida no monetaria. Además, ha tenido lugar una OPV de una compañía inmobiliaria.*

En el primer trimestre del año, las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales han alcanzado los 3.904 millones de euros, menos de la mitad de lo emitido en el mismo periodo del año anterior, cuando tuvo lugar la reestructuración financiera de Abengoa. Si descontamos el importe emitido por esta compañía, las emisiones de renta variable realizadas en el primer trimestre del año habrían crecido un 34,7% respecto al mismo periodo de 2017. En esta ocasión se ha producido una oferta pública de venta de acciones (OPV) por un importe de 645 millones de euros, correspondiente a una compañía inmobiliaria, igual que sucedió en el último trimestre de 2017. Por otro lado, las ampliaciones de capital se han repartido principalmente entre

18 Reguladas en virtud del artículo 4.1 del MiFIR, en las Bolsas de Valores.

19 Véase la comunicación [www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d4ab4246-6ddb-41f4-b0d5-1d05866a4399}](http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d4ab4246-6ddb-41f4-b0d5-1d05866a4399})

la modalidad de dividendo elección, que ha alcanzado valores superiores a los del mismo periodo de 2017<sup>20</sup>, y, en menor medida, la modalidad con contrapartida no monetaria, que ha crecido por la emisión de acciones de Bankia en la absorción del Banco Mare Nostrum (BMN). Aumentan también las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente, hasta alcanzar los 575 millones de euros.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 7

	2015	2016	2017	II-17	III-17	IV-17	I-18
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>15</b>
Ampliaciones de capital	45	45	44	13	17	17	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	3	0	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
Ampliaciones de capital	99	79	82	14	18	24	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) <sup>2</sup>	12	2	7	4	0	1	1
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Total</b>	<b>37.065,5</b>	<b>20.251,7</b>	<b>32.538,1</b>	<b>11.068</b>	<b>8.591</b>	<b>2.656,7</b>	<b>3.904,8</b>
Ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	10.049,8	8.590,6	2.089,5	3.259,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	807,6	956,2	687,5	68,8	100,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	850,3	1.152,5	720,1	1.362,8
De las cuales dividendo elección <sup>3</sup>	9.627,8	5.898,3	3.807,3	850,3	1.152,5	720,1	1.362,8
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	23,6	0,0	125,5	1,6
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	365,2	1.791,7	8.469,3	8.122,6	238,8	49,9	1.179,1
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	11,7	7.102,9	531,6	574,7
Otras ampliaciones (incluye colocaciones aceleradas)	8.939,7	2.390,2	6.880,5	354,1	27,6	562,4	141,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8.331,6	506,6	2.944,5	1.018,0	0,0	567,3	645,7
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	16	15	13	6	1	3	1
Número de emisiones	18	21	15	6	1	4	3
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	84,2	10,9	26,2	13,2
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	84,2	10,9	26,2	13,2
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	14,1	0,0	3,0	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.

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

20 Es habitual que en los primeros días de enero de cada año varias compañías de gran tamaño —principalmente del sector eléctrico y del gas— distribuyan dividendos bajo la modalidad de dividendo elección.

A lo largo de 2017 la Comisión Europea concretó muchas de las medidas de su «Plan de acción para alcanzar una unión de los mercados de capitales» en 2019 (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*). Con él se pretende mejorar el acceso del ahorro a la inversión y proporcionar fuentes de financiación distintas de las bancarias. En enero la Comisión Europea realizó una consulta pública sobre la eficacia de las medidas que ya se habían adoptado, con el objetivo de revisar la estrategia inicial, y en junio se publicó una comunicación sobre la revisión intermedia del plan. Entre las principales actuaciones ya adoptadas destacan las siguientes:

- **Financiar la innovación, las empresas de reciente creación o las no admitidas a negociación:** i) acuerdo de los legisladores sobre la revisión de los Reglamentos EuVECA<sup>1</sup> y EuSEF<sup>2</sup>; ii) publicación de un informe sobre prácticas para aplicar incentivos fiscales al capital riesgo y a los *business angels*; iii) publicación del plan de acción en el ámbito FinTech, y iv) publicación de una propuesta normativa sobre plataformas de participación financiera a nivel europeo.
- **Facilitar la financiación a las empresas en los mercados de capitales:** i) publicación del Reglamento de folletos; ii) publicación de un informe de expertos sobre la liquidez del mercado de bonos corporativos; iii) publicación de un informe con lanzamiento de consulta pública sobre las barreras de las pymes para acceder a los mercados de capitales y en expansión, y iv) publicación de una propuesta normativa para mejorar la proporcionalidad de los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión.
- **Promover las inversiones a largo plazo, sostenibles y en infraestructuras:** i) en el ámbito del Reglamento y la Directiva de requisitos de capital, acuerdo sobre la calibración de las inversiones en infraestructuras; ii) publicación de una consulta pública sobre cuáles deben ser los deberes de los inversores institucionales y gestores de activos en materia de sostenibilidad; iii) publicación de un plan de acción sobre finanzas sostenibles, y iv) propuesta normativa sobre distribución transfronteriza de fondos.
- **Promover la inversión minorista:** i) estudio sobre los sistemas de distribución de los productos de inversión para minoristas, y ii) estudio en curso encomendado a las Autoridades Europeas de Supervisión sobre los costes y rendimientos pasados de las principales categorías de productos de inversión, seguros y pensiones destinados a clientes minoristas.
- **Subrayar la capacidad de los bancos para apoyar la economía:** i) acuerdo político sobre la propuesta normativa de titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas, y ii) publicación de una propuesta normativa sobre la emisión de bonos garantizados.
- **Reforzar la capacidad de los mercados de capitales:** i) publicación de una propuesta de revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, y ii) diseño de una estrategia en la UE para el desarrollo de mercados locales y regionales.

- **Facilitar la inversión transfronteriza:** i) publicación de un informe sobre las barreras a la libre circulación de capitales; ii) publicación de un informe de expertos y lanzamiento de una consulta pública sobre las denominadas barreras Giovannini en el área de la posnegociación; iii) publicación de un código de conducta sobre el derecho de retención en cuenta —*withholding tax*—; iv) adopción de un reglamento relativo al establecimiento del programa de apoyo de reformas estructurales para el periodo 2017-2020; v) publicación de una propuesta normativa sobre la ley aplicable en caso de transmisiones transfronterizas de reclamaciones de deudas, y vi) publicación de una comunicación sobre la ley aplicable en caso de conflictos de leyes en valores.

1 Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos.

2 Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales, como los europeos, se habían mantenido relativamente estables en los últimos meses de 2017, aunque con la vista puesta en un endurecimiento de la política monetaria del BCE, cuyos programas de compras previsiblemente irán reduciéndose a lo largo del año hasta desaparecer. La confirmación que en enero hizo el BCE de la extensión hasta septiembre de su programa de compras<sup>21</sup>, aunque con un importe reducido a 30 mil millones de euros mensuales, así como la eliminación de la posibilidad de extender la cuantía del mencionado programa provocaron suaves alzas en las rentabilidades de la mayoría de los activos de deuda a medio y largo plazo en Europa, tanto públicos como privados.

En España, los ascensos se han visto más que compensados por la caída de la prima de riesgo que tuvo lugar tras las alzas del *rating* soberano calculadas por Fitch y Standard & Poor's<sup>22</sup>. En este contexto, los tipos de deuda pública española, igual que los de Portugal<sup>23</sup> e Italia, han presentado ligeros retrocesos, más intensos en los plazos más largos, favorecidos por la mejora de su riesgo de crédito. Por su parte, los tipos de la renta fija privada también han tenido un leve sesgo bajista, dado además que todavía se han visto favorecidos por el programa de compra de deuda corporativa del BCE<sup>24</sup>. La prima de riesgo de crédito española ha descendido notablemente, hasta los 67 p.b., su valor más bajo desde el inicio de la crisis de la deuda soberana

*La expectativa de una normalización de la política monetaria provocó suaves alzas en las rentabilidades de la deuda pública y privada a medio y largo plazo en Europa...*

*... compensadas en España por el descenso de la prima de riesgo, que se ha visto favorecida por la buena evolución económica, la mejora del rating y el descenso de las incertidumbres políticas.*

21 El BCE confirmó a finales de enero que las compras netas de activos por un importe de 30 mil millones de euros mensuales se extenderían hasta el final de septiembre, y en marzo confirmó que eliminaba la posibilidad de acordar un aumento del volumen de compras de activos.

22 Fitch mejoró en enero su calificación de la deuda soberana española desde BBB+ hasta A- con perspectiva estable, mientras que Standard & Poor's lo hizo en la segunda mitad de marzo desde BBB+ hasta A- con perspectiva positiva.

23 En septiembre de 2017, Standard & Poor's elevó el *rating* de Portugal hasta BBB-, con lo que su deuda quedaba fuera de la calificación de especulativa.

24 En el marco de su programa de compras de deuda (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés), que acumulaba a mediados de marzo compras de deuda pública por un importe de 1,94 billones de euros, 235.740 millones correspondían a títulos españoles.

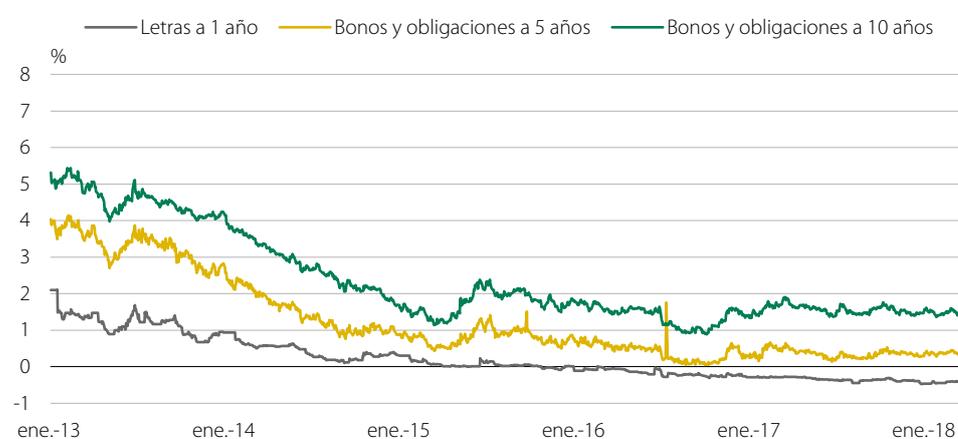
en 2010. Esta caída se explica por la mejora de la economía, por la revisión al alza del *rating* soberano que queda apuntada y por el descenso de las incertidumbres políticas.

*A pesar de las expectativas de un encarecimiento progresivo de la financiación a largo plazo, las emisiones de deuda de emisores españoles han caído.*

A pesar del contexto favorable, las emisiones de deuda de los emisores españoles han disminuido moderadamente en el primer trimestre del año, si bien su evolución no ha sido homogénea entre los distintos tipos de activos. En particular, se observan avances interanuales en las emisiones de cédulas y pagarés, mientras que las emisiones de bonos (tanto las registradas en la CNMV como en el exterior) retroceden a pesar de las expectativas del encarecimiento progresivo de la financiación a largo plazo. Es probable que los emisores españoles cubrieran en 2017 gran parte de sus necesidades financieras, aprovechando el buen momento del mercado.

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

*El rendimiento de la deuda pública a corto plazo se mantiene en mínimos históricos, tras más de dos años en valores negativos.*

Los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo, que habían cerrado 2017 en mínimos históricos, apenas han presentado cambios en el primer trimestre del año para los plazos más cortos, y han tenido un comportamiento algo más dispar a medio y largo plazo. Así, a pesar de las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria en la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a corto plazo se ha mantenido en valores negativos, con lo que se suceden más de dos años en esta situación. Sus movimientos han seguido condicionados por la política monetaria acomodaticia del BCE, cuyos tipos oficiales han permanecido en mínimos históricos. Así, a finales de marzo, la rentabilidad en el mercado secundario de las letras a tres, seis y doce meses se situaba en el -0,55%, el -0,46% y el -0,42% respectivamente, unos niveles similares a los del trimestre anterior y ligeramente por debajo del rendimiento mínimo anual del -0,40% establecido por el BCE en sus programas de compras de deuda (el tipo marginal de depósito). Todas las subastas de letras han continuado resolviéndose a tipos negativos, y las últimas efectuadas en marzo se han adjudicado a tipos similares a los de las subastas previas, incluso inferiores en algunos plazos. Los tipos de la deuda corporativa a corto plazo muestran un comportamiento similar, con cambios poco significativos en el trimestre. Su rendimiento en el momento de su emisión se situaba entre el 0,24% de la referencia a doce meses y el 0,29% de los pagarés a tres meses (véase el cuadro 8).

## Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 8

%	dic.-15	dic.-16	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17	mar.-18
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,41	-0,42	-0,62	-0,55
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,39	-0,39	-0,45	-0,46
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,36	-0,36	-0,42	-0,42
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,18	0,28	0,39	0,29
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,42	0,04	0,26	0,22
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,10	-0,03	0,19	0,24

Fuentes: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre con alzas en Europa, pero en España estas alzas se vieron compensadas posteriormente por el descenso de la prima de riesgo, que ha permitido que la referencia a diez años se mantenga en mínimos históricos. Así, la rentabilidad de la deuda pública a tres, cinco y diez años en el mercado secundario se situaba de media en marzo en el -0,07%, el 0,30% y el 1,35% respectivamente (véase el cuadro 9). Las referencias a tres y cinco años apenas han variado su rendimiento, si bien cabe señalar que hasta el plazo de cuatro años este sigue siendo negativo. El rendimiento de la deuda a diez años disminuyó 9 p.b.

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó gracias a la caída de la prima de riesgo.*

## Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 9

%	dic.-15	dic.-16	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17	mar.-18
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,15	-0,07	-0,09	-0,07
5 años	0,72	0,35	0,31	0,22	0,31	0,31	0,30
10 años	1,72	1,44	1,46	1,46	1,57	1,46	1,35
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	0,66	0,69	0,44	0,62	0,55	0,44	0,51
5 años	1,95	1,43	0,41	1,05	0,91	0,41	0,39
10 años	2,40	2,14	1,16	1,82	1,92	1,16	1,04

Fuentes: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

El comportamiento de las rentabilidades de la deuda corporativa ha sido similar, puesto que a pesar de las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria, que favorecen el aumento de los rendimientos, los inversores siguen apostando por las compras de deuda corporativa, un factor que los presiona a la baja. En este contexto, se observa un alza de 7 p.b. en las rentabilidades de la deuda corporativa a tres años en el primer trimestre de este año, hasta situarse en el 0,51%, mientras que en los plazos de cinco y diez años el rendimiento descendió 2 p.b. y 12 p.b., hasta el 0,39% y el 1,04% respectivamente, beneficiándose todavía del impacto positivo

*También disminuyó el rendimiento de la deuda corporativa, favorecido por las incertidumbres en los mercados de renta variable y el impacto positivo del programa de compras de deuda del BCE, pese a ser cada vez más limitado.*

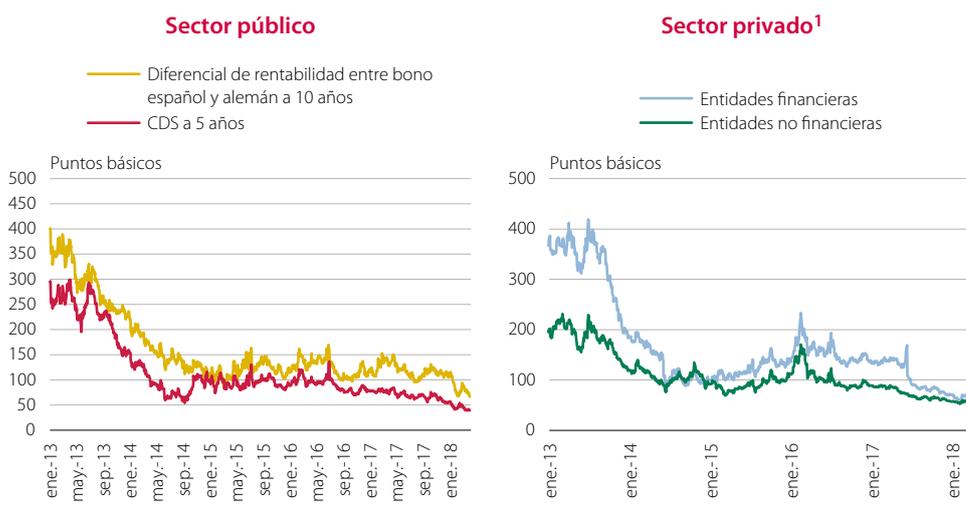
del programa de compras de deuda corporativa del BCE, parte de las cuales se realizan directamente en el mercado primario<sup>25</sup> y se concentran en las emisiones con vencimientos más largos.

*La prima de riesgo soberano disminuyó de modo destacado (casi 50 p.b., hasta los 67 p.b.), situándose en su nivel más bajo desde el año 2010.*

La prima de riesgo soberano comenzó el trimestre con descensos significativos propiciados por la evolución positiva de la economía española, tal y como recogía la mejora del *rating* de la deuda soberana, a lo que se suma el descenso de las incertidumbres de carácter político y, en menor medida, el impacto positivo del mantenimiento de los programas de compras de deuda pública del BCE. Así, la prima de riesgo, medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a diez años, se situaba en 67 p.b. a finales de marzo, por debajo de los 114 p.b. de principios de año. El descenso acumulado en el primer trimestre ha sido por tanto cercano a los 50 p.b., lo que sitúa la prima de riesgo en su nivel más bajo desde 2010, cuando comenzó la crisis de la deuda soberana en Europa. La prima de riesgo de crédito, evaluada mediante el CDS del bono soberano español, ha seguido una tendencia similar, aunque la cuantía de su retroceso es más discreta. Así, su valor al cierre del trimestre era de 39 p.b., por debajo de los 57 p.b. con que comenzó el año y el más bajo desde 2008 (véase el panel izquierdo del gráfico 18).

### Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

*Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía han aumentado ligeramente, lo que podría deberse al impacto que tendría un endurecimiento de la política monetaria en sus gastos financieros.*

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía han presentado un comportamiento divergente al de la deuda soberana, con ligeras alzas, que podrían explicarse por las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria del BCE y el impacto que tendría el incremento del coste de la financiación en las compañías más endeudadas. Las entidades financieras, aunque a priori un escenario de normalización de la política monetaria y de alzas de tipos favorece la ampliación de sus márgenes, podrían acusar un escenario de mayor volatilidad en los mercados, además de mayores incertidumbres en su negocio como consecuencia del incremento

25 Las compras en el mercado primario se situaban en febrero en el 16,13% del total de las compras realizadas en el marco de este programa.

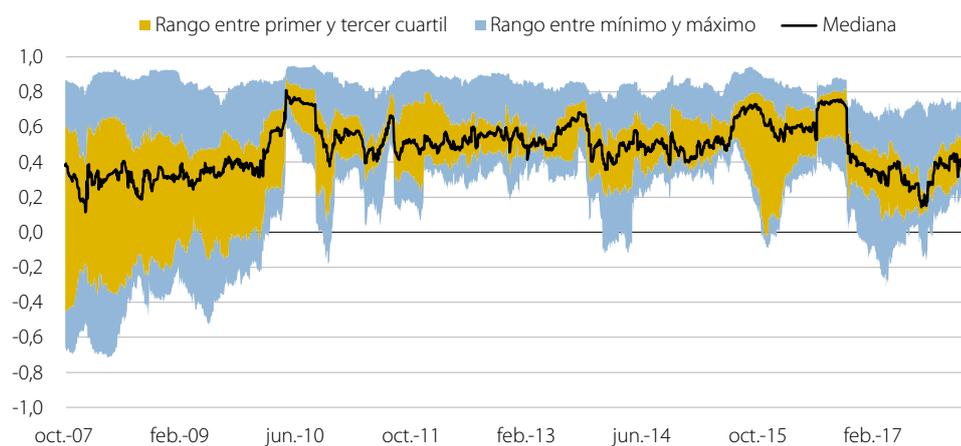
de los gastos financieros de sus clientes. Además, aunque no ha existido un programa específico de compra de su deuda, estas entidades se beneficiaron del efecto positivo de los programas de compras de cédulas hipotecarias y titulaciones (los denominados CBPP3 y ABSPP respectivamente, por sus siglas en inglés<sup>26</sup>), cuyas compras también se han reducido. Por su parte, las primas de riesgo de las grandes compañías no financieras habrían acusado ambos efectos, es decir, tanto el efecto del posible incremento de los tipos de interés como el menor impacto del programa de compras de deuda corporativa<sup>27</sup>. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales del trimestre en 76 p.b., por encima de los 70 p.b. del cierre de 2017; mientras que en las entidades no financieras la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 62 p.b., frente a los 58 p.b. con los que empezó el año.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros aumentó de forma notable en el segundo semestre de 2017, coincidiendo con los momentos de mayor tensión de la crisis institucional catalana. Desde entonces este valor se ha mantenido relativamente estable, con un alza transitoria hasta alcanzar al principio del trimestre su valor máximo del último año. A pesar de ello, se mantiene por debajo del promedio observado en la última década.

*La correlación entre los precios de los activos, que había aumentado en el segundo semestre de 2017, se ha mantenido estable.*

### Indicador de correlación entre clases de activos<sup>1</sup>

GRÁFICO 19



Fuentes: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 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 la posible existencia de comportamiento gregario por parte de 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.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a cinco años del Banco Popular.

26 Hasta 16 de marzo, el programa CBPP3 (programa de compras de bonos garantizados) acumulaba *covered bonds* por un importe de 249.571 millones de euros (de los cuales el 35,6% adquirido en el mercado primario), mientras que el programa ABSPP (programa de compras de titulaciones) presentaba un saldo de 26.272 millones de euros (de los cuales el 45,6% adquirido en el mercado primario).

27 El BCE ha adquirido valores de 17 emisores españoles en el marco de este programa.

*El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV ha caído en el primer trimestre...*

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre del año han alcanzado los 19.959 millones de euros, un 22% menos que las registradas en el mismo periodo de 2017. El volumen de emisiones, que se mantiene en niveles reducidos, sigue condicionado por las menores necesidades de financiación de las entidades financieras, la competencia de la financiación bancaria tradicional —cuyas condiciones han mejorado de modo significativo tanto en precio como en volumen— y el mantenimiento de la actividad emisora internacional de las grandes compañías. En términos absolutos, las mayores caídas se han producido en las emisiones de bonos y obligaciones, que quedan en menos de la mitad, hasta situarse por debajo de los 5.000 millones de euros. Por el contrario, el mayor crecimiento se observa en las emisiones de cédulas hipotecarias, que se han multiplicado casi por tres. Es posible, en relación con el dinamismo de estos últimos activos, que las entidades financieras hayan optado por aprovechar las facilidades que ofrece el BCE antes de que desaparezcan o se endurezcan<sup>28</sup>. Asimismo, destaca una emisión de CaixaBank de participaciones preferentes contingentemente convertibles perpetuas, por un importe de 1.250 millones de euros, destinadas a inversores institucionales.

*... mientras que las de emisores españoles en el exterior vuelven a crecer, aunque en gran medida concentradas en la deuda a corto plazo.*

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (hasta febrero) han sido ligeramente superiores a las efectuadas en el mismo periodo de 2017, y alcanzan casi los 15.000 millones de euros. El mayor aumento corresponde a las emisiones de pagarés, que se han multiplicado por tres, mientras que los activos a largo plazo caen a la mitad. En términos relativos, el peso de estas emisiones se sitúa en el 46% del importe total emitido por las empresas españolas en 2017, y los datos preliminares de este año parecen indicar que su relevancia en relación con las emisiones totales va a seguir siendo significativa. Finalmente, cabe destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se sitúan en 15.550 millones de euros, un 30% más que en 2017. De este importe, casi el 60% corresponde a empresas no financieras y el resto a bancos. En general, las empresas españolas han seguido emitiendo deuda, al anticipar un encarecimiento de esta vía de financiación, una vez que el BCE empiece a normalizar su política monetaria.

---

28 Aunque su volumen está limitado por la evolución del saldo de crédito hipotecario en circulación, las cédulas hipotecarias se benefician en sus costes de emisión del programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3).

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 10

	2014	2015	2016	2017	2017		2018
					III	IV	I
<b>Registradas en la CNMV</b>							
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>130.258</b>	<b>136.607</b>	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>13.156</b>	<b>47.852</b>	<b>19.959</b>
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	5.175	13.349	5.125
Cédulas territoriales	1.853	10.400	7.250	350	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.155	39.100	40.170	30.006	1.125	12.632	4.983
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750	53	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.008	28.370	35.505	29.415	2.969	16.328	5.431
Pagarés de empresa <sup>1</sup>	33.654	27.310	22.960	17.911	2.906	5.544	3.170
De titulización	620	2.420	1.880	1.800	0	800	0
Resto de pagarés	33.034	24.890	21.080	16.111	2.906	4.744	3.170
Otras emisiones de renta fija	0	0	1.500	981	981	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	0	0	1.250
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	7.999	5.452	4.279	6.505	1.370	1.659	1.857
Emisiones aseguradas	196	0	421	0	0	0	0
						<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>I<sup>2</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>56.736</b>	<b>66.347</b>	<b>58.587</b>	<b>84.771</b>	<b>22.701</b>	<b>18.379</b>	<b>14.866</b>
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	14.931	11.445	5.038
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	1.750	2.094	0
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	1.050	0	0
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	12.131	9.351	5.038
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.455	32.984	26.932	23.646	7.770	6.934	9.828
Pagarés de empresa	21.455	32.984	26.932	23.646	7.770	6.934	9.828
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
						<b>2017</b>	<b>2018</b>
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>I<sup>2</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>42.170</b>	<b>55.286</b>	<b>56.674</b>	<b>65.423</b>	<b>12.075</b>	<b>21.872</b>	<b>15.550</b>
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	20.309	3.777	8.622	6.517
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.114	8.298	13.250	9.033

Fuentes: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 28 de febrero.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>29</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión avanzó más de un 11% en 2017, en gran medida gracias a las elevadas suscripciones realizadas por los partícipes, especialmente en fondos globales y de renta variable...*

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 11,5% a lo largo de 2017, hasta alcanzar los 265.195 millones de euros, consolidándose la senda expansiva iniciada en 2013 (véase el cuadro 12). Casi el 80% de este crecimiento se debió a las suscripciones por parte de los inversores, que ascendieron, en términos netos, a 21.338,4 millones de euros acumulados a lo largo del año, de los que 5.645,1 millones correspondieron al último trimestre (véase el cuadro 11). No obstante, este comportamiento no se produjo de forma generalizada en todas las categorías de fondos. Por un lado, los fondos globales fueron los que mostraron un comportamiento más favorable, con unas suscripciones netas de 12.984,3 millones de euros, seguidos, a una cierta distancia, por los fondos de renta variable mixta y de renta variable internacional, cuyas suscripciones netas fueron de 5.509,6 y 4.502,9 millones respectivamente. También experimentaron elevadas suscripciones los fondos de retorno absoluto, cuya cifra fue de 4.378,9 millones.

*... y a pesar de las desinversiones en las categorías más conservadoras.*

Por el contrario, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron en los fondos de gestión pasiva y en los de renta fija, con descensos de 4.580,8 millones de euros en el primer caso y 2.998,7 en el segundo. En 2016 el patrimonio de estas dos categorías había mostrado crecimientos sustanciales, gracias a las elevadas suscripciones. Los fondos garantizados de renta fija, por su parte, dentro de la trayectoria contractiva de los últimos años, experimentaron unos reembolsos netos de 2.890 millones de euros. De esta forma, podría deducirse que los inversores volvieron a la tendencia iniciada en 2013 y que se revirtió parcialmente en 2016, al elegir fondos con un nivel de riesgo medio-alto en detrimento de los más conservadores, en busca de rentabilidades más altas.

*La rentabilidad de la cartera de los fondos también tuvo un efecto positivo en el incremento patrimonial, ya que alcanzó el 2,4%, siendo especialmente elevada durante el primer trimestre.*

El rendimiento de la cartera de los fondos a lo largo de 2017 también contribuyó al avance patrimonial, ya que se situó en el 2,42%, una cifra superior a la del ejercicio anterior, que se cerró con una rentabilidad del 0,98%. En términos generales, el primer trimestre fue el que experimentó el mejor comportamiento, fundamentalmente en el caso de los fondos de inversión con un mayor peso de la renta variable en sus carteras, gracias a la elevada revalorización de las acciones durante dicho periodo. Los fondos con mayores rentabilidades fueron los de renta variable euro y los de renta variable internacional, con un 11,16% y un 8,75% respectivamente. Únicamente los fondos de renta fija terminaron el año con una rentabilidad negativa, en este caso del -0,13%, correspondiendo el rendimiento más bajo al último trimestre (-0,08%).

---

29 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	2015	2016	2017	2017			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>23.466,6</b>	<b>13.782,4</b>	<b>21.338,4</b>	<b>6.266,4</b>	<b>5.968,3</b>	<b>3.458,6</b>	<b>5.645,1</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-5.351,4	7.613,8	-2.998,7	-1.952,6	-1.181,5	66,4	69,0
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	21.167,5	-3.177,6	2.501,7	1.151,3	395,1	242,7	712,6
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	8.153,8	-3.030,2	5.509,6	1.529,4	1.679,7	810,2	1.490,3
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	468,9	-542,9	2.544,9	397,9	957,7	646,3	543,0
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.060,5	346,6	4.502,9	1.961,7	403,2	1.022,7	1.115,3
Gar. rta. fija	-6.807,4	-3.202,7	-2.890,0	-832,0	-778,5	-931,7	-347,8
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.599,8	5.478,4	-588,4	844,6	-439,5	-454,4	-539,1
Fondos globales	5.805,3	3.579,9	12.984,3	3.350,4	4.353,3	1.641,8	3.638,8
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-6.264,2	5.790,0	-4.580,8	-1.181,4	-1.215,0	-734,2	-1.450,2
Retorno absoluto <sup>7</sup>	4.811,4	946,4	4.378,9	997,0	1.793,8	1.148,9	439,2

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, debido al proceso de racionalización que estaban llevando a cabo las sociedades gestoras (su número se redujo en 457 en cuatro años), continuó en 2017, aunque con menos fuerza que en otros ejercicios. Así, el número de fondos era de 1.741 a finales de año, 64 menos que al cierre de 2016. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta fija, con 43 fondos menos, seguidos por los fondos de gestión pasiva y los de renta fija, cuya reducción fue de 18 y 13 respectivamente. En el lado opuesto, la tipología que experimentó un mayor incremento fue la de los fondos globales, con 22 más, prolongándose la tendencia expansiva de 2016, cuando su número aumentó en 25. También se incrementó el número de fondos de renta variable internacional y el de fondos mixtos de renta variable y fija, con 10, 8 y 7 fondos más respectivamente.

*El número de fondos continuó descendiendo en 2017, hasta situarse en 1.741, prolongándose la disminución que comenzó en 2013, aunque con menos fuerza que en ejercicios anteriores.*

En línea con el comportamiento del patrimonio, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó un 24,6%, hasta situarse por encima de los 10,2 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta variable internacional, con 693 mil partícipes más, seguidos de los fondos globales y de los de renta variable euro, con un aumento de 428 mil y 315 mil partícipes respectivamente. Los fondos garantizados de renta fija, cuyo número de partícipes ha ido descendiendo paulatinamente desde 2013, cuando llegaron a tener más de un millón, fueron los que registraron la mayor salida de inversores, con 118 mil partícipes menos, hasta los 190 mil. También experimentaron una salida de partícipes los fondos de gestión pasiva, con 107 mil menos, y, en menor medida, los garantizados de renta variable, cuyo descenso fue de 24 mil.

*El número de partícipes evolucionó en línea con el patrimonio y registró un aumento del 25% en 2017, hasta quedar por encima de los 10 millones.*

Número	2015	2016	2017	2017			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.804</b>	<b>1.805</b>	<b>1.741</b>	<b>1.815</b>	<b>1.804</b>	<b>1.795</b>	<b>1.741</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	319	306	290	296	299	294	290
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	132	148	155	154	154	158	155
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	142	168	176	172	173	177	176
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	109	112	111	114	112	113	111
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	200	201	211	209	212	210	211
Gar. rta. fija	186	122	79	111	100	90	79
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	205	198	188	201	197	190	188
Fondos globales	178	203	225	208	217	223	225
De gestión pasiva <sup>7</sup>	213	220	202	218	212	213	202
Retorno absoluto <sup>7</sup>	97	106	104	111	107	106	104
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>222.144,6</b>	<b>237.862,2</b>	<b>265.194,8</b>	<b>247.279,3</b>	<b>253.581,1</b>	<b>258.466,2</b>	<b>265.195</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	65.583,8	74.226,4	70.563,9	72.038,9	71.124,9	70.297,1	70.563,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	44.791,8	40.065,6	43.407,0	41.468,7	41.777,8	42.668,4	43.407,0
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	21.502,9	16.310,6	22.386,7	18.159,5	19.831,4	20.754,6	22.386,7
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	9.092,9	8.665,9	12.203,2	9.874,5	10.996,5	11.753,3	12.203,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	17.143,2	17.678,8	24.064,6	20.687,1	20.994,3	22.445,3	24.064,6
Gar. rta. fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	7.694,5	6.858,1	5.828,2	5.456,7
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	9.966,6	15.475,7	15.417,5	16.418,9	16.183,3	15.909,7	15.417,5
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	24.735,0	29.044,8	31.439,9	35.511,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>	17.731,1	23.601,6	19.477,8	22.701,7	21.601,5	20.972,4	19.477,8
Retorno absoluto <sup>7</sup>	11.228,1	12.215,2	16.705,9	13.474,6	15.142,6	16.371,3	16.705,9
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>7.682.947</b>	<b>8.253.611</b>	<b>10.287.454</b>	<b>9.332.934</b>	<b>9.569.922</b>	<b>10.068.296</b>	<b>10.287.454</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.554.194	2.656.675	2.660.197	2.627.547
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.169.480	1.114.668	1.154.688	1.197.523
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	612.276	448.491	584.408	485.795	533.200	552.773	584.408
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	422.469	395.697	710.928	429.147	515.999	663.541	710.928
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.505.724	1.547.970	1.790.875	1.865.367
Gar. rta. fija	423.409	307.771	190.075	273.188	239.787	205.956	190.075
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	417.843	552.445	527.533	576.664	560.146	542.772	527.533
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	857.135	903.273	985.627	1.086.937
De gestión pasiva <sup>7</sup>	554.698	746.233	638.966	723.472	697.071	673.604	638.966
Retorno absoluto <sup>7</sup>	479.182	565.325	858.170	743.411	786.472	823.971	858.170
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>0,89</b>	<b>0,98</b>	<b>2,42</b>	<b>1,35</b>	<b>0,16</b>	<b>0,56</b>	<b>0,33</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	0,10	0,52	-0,13	-0,07	-0,03	0,05	-0,08
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	0,16	0,27	1,10	0,58	0,02	0,38	0,12
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	0,15	1,19	3,23	1,95	-0,12	0,80	0,57
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	3,44	2,61	11,16	8,57	2,06	0,55	-0,23
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	7,84	4,15	8,75	5,67	-0,46	2,09	1,27
Gar. rta. fija	0,27	-0,03	0,72	-0,35	0,48	0,29	0,30
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1,07	0,19	1,61	0,41	0,68	0,48	0,03
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	2,08	0,07	0,94	1,31
De gestión pasiva <sup>7</sup>	0,53	1,16	2,13	1,30	0,52	0,50	-0,20
Retorno absoluto <sup>7</sup>	0,12	0,38	1,44	0,50	0,27	0,43	0,23

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.

Con los datos provisionales del mes de enero de este año, parece que la tendencia expansiva de la inversión colectiva continúa. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,2%, hasta superar los 270 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado hasta los 10,5 millones. El número de fondos, por su parte, se habría mantenido bastante estable.

*Durante los primeros compases de 2018 la expansión de la industria de fondos de inversión se mantiene.*

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija, que habían ido mejorando de forma sustancial entre 2010 y 2014 y se habían mantenido más o menos estables durante 2015 y 2016, empeoraron ligeramente a lo largo de 2017. De esta forma, el porcentaje de activos de liquidez reducida de los fondos de inversión en el último trimestre del año se situó en el 1,5%, tres décimas más que al cierre de 2016, pasando de 2.960 millones de euros a 3.934 millones. A pesar de este aumento, estas cifras quedan muy lejos de las alcanzadas en 2009, cuando los activos poco líquidos llegaron a representar prácticamente el 9% de la cartera de fondos. En cuanto a su composición, cabe mencionar el incremento paulatino de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija de entidades financieras con *rating* inferior a AA, con un aumento a lo largo de 2017 de 755 millones de euros, pasando de representar un 5,2% del total de activos en esta cartera a un 7,0%. También creció en 2017 el peso de las titulizaciones con escasa liquidez, en más de veinte puntos porcentuales, al pasar del 73% de las titulizaciones totales a finales de 2016 al 93,8% (véase el cuadro 13).

*Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija de los fondos de inversión empeoraron ligeramente en 2017.*

## Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 13

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun.-17	sep.-17	dic.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	39	28	22	5,1	4,0	3,5
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.644	1.795	1.929	6,2	6,5	7,0
Renta fija no financiera	898	999	925	5,6	5,9	5,2
Titulizaciones	963	964	1.058	92,5	92,8	93,8
Titulización AAA	120	100	84	100,0	100,0	100,0
Resto de titulizaciones	843	863	974	91,5	92,1	93,3
<b>Total</b>	<b>3.544</b>	<b>3.785</b>	<b>3.934</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>			

Fuente: CNMV.

## 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 retrocedieron durante todo el 2017.

*Las IIC inmobiliarias continuaron experimentando retrocesos en 2017.*

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que fueron los que más sufrieron los efectos de la crisis, mostraron un retroceso patrimonial durante 2017 del 2,7%, hasta los 360 millones de euros. La causa de esta contracción debe buscarse en la rentabilidad negativa que experimentaron los FII durante todo el año, especialmente en el segundo trimestre, que en términos acumulados fue del -2,6%. Aunque estos

*Los FII mostraron descensos en el patrimonio, dado su rendimiento negativo...*

valores son mejores que los que experimentaron estas instituciones durante los años centrales de la crisis (la rentabilidad llegó a ser del -11,3% en 2013), no parece que la recuperación del sector inmobiliario se esté trasladando, al menos todavía, al rendimiento de la cartera de los FII. El número de partícipes, por su parte, experimentó una reducción importante, concretamente del 72%, que se concentró en el último trimestre del año, como consecuencia de la recompra de participaciones realizada por la entidad propietaria de un FII a los partícipes que así lo desearon. De esta forma, en diciembre de 2017 había un total de 1.097 partícipes, mientras que el número de fondos continuó siendo de tres.

*... mientras que en las sociedades de inversión inmobiliaria la reducción patrimonial tuvo su origen en las bajas ocurridas en el año.*

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), que se había mantenido constante los últimos dos años, se redujo de seis a cuatro, tras producirse tres bajas en 2017 (todas en el último trimestre) y un alta. El patrimonio de estas instituciones se redujo un 10,7%, hasta situarse en 631,5 millones de euros, como consecuencia de las bajas mencionadas. El número de accionistas retrocedió más de un 50%, al pasar de 675 a 327.

### IIC de inversión libre

*En 2017, el patrimonio de las IIC de inversión libre aumentó un 32%, mientras que el número de entidades lo hizo en siete.*

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre experimentó un avance sustancial durante los once primeros meses de 2017, con un aumento del 31,7%, hasta los 2.726 millones de euros. A finales de año, el número de instituciones que habían remitido estados a la CNMV era de 55, frente a las 48 que lo hicieron al cierre de 2016, tras producirse ocho altas y una baja. El aumento tuvo lugar tanto en las IIC de inversión libre, que pasaron de 41 a 47 (seis altas), como en las IIC de IIC de inversión libre, que ascendieron de siete a ocho (dos altas y una baja). En el caso de estas últimas, este aumento es el primero que se produce después de que hubieran estado retrocediendo de forma ininterrumpida desde el inicio de la crisis, cuando llegaron a estar registrados 41 vehículos de este tipo.

*El avance patrimonial en las IIC puras de inversión libre fue del 26% y su rentabilidad del 7%...*

Por lo que hace a las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), el incremento patrimonial fue del 26,3%, situándose a finales de noviembre en 2.243 millones de euros (véase el cuadro 14), a consecuencia básicamente de la revalorización de su cartera. Así, la rentabilidad de estas instituciones fue del 7,01% entre enero y noviembre de 2017, resultando especialmente elevada en el primer trimestre del año (4,1%). Las suscripciones netas, en cambio, aun siendo positivas, no fueron excesivamente cuantiosas (11,1 millones de euros), pues se vieron muy condicionadas por una cifra negativa en el segundo trimestre. En el último semestre, en cambio, las suscripciones netas alcanzaron los 66,9 millones de euros, y el número de partícipes se incrementó un 22,2% y se situó en 3.582.

*... mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el crecimiento fue del 64%, a pesar de que su rentabilidad fue negativa (-1,4%).*

Por su parte, en el segmento de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), que había mostrado una tendencia contractiva en los últimos años, el patrimonio se incrementó significativamente, un 64,4%, hasta los 482,7 millones de euros, como consecuencia del alta de dos vehículos cuyo nivel patrimonial es elevado en relación con el resto. El número de partícipes, por el mismo motivo, prácticamente se triplicó, hasta alcanzar los 3.591 a finales de noviembre. La rentabilidad de estas instituciones en los primeros once meses de 2017 fue negativa (-1,44%), lastrada por el mal comportamiento del segundo trimestre (-2,04%), ya que, en el resto, el rendimiento fue positivo, aunque con valores muy moderados.

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

CUADRO 14

	2015	2016	2017 <sup>1</sup>	2017			
				I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	11	7	8	8	9	9	8
Partícipes	1.265	1.237	3.591	1.231	2.393	3.534	3.591
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	482,7	293,2	327,0	472,0	482,7
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,44	0,16	-2,04	0,36	0,09
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	37	41	47	41	45	46	47
Partícipes	3.089	2.930	3.582	3.080	3.308	3.444	3.582
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.243,3	1.972,0	2.140,0	2.192,0	2.243,3
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	7,01	4,08	1,74	1,03	0,63

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Datos hasta noviembre, excepto en el número de entidades, que son hasta diciembre.

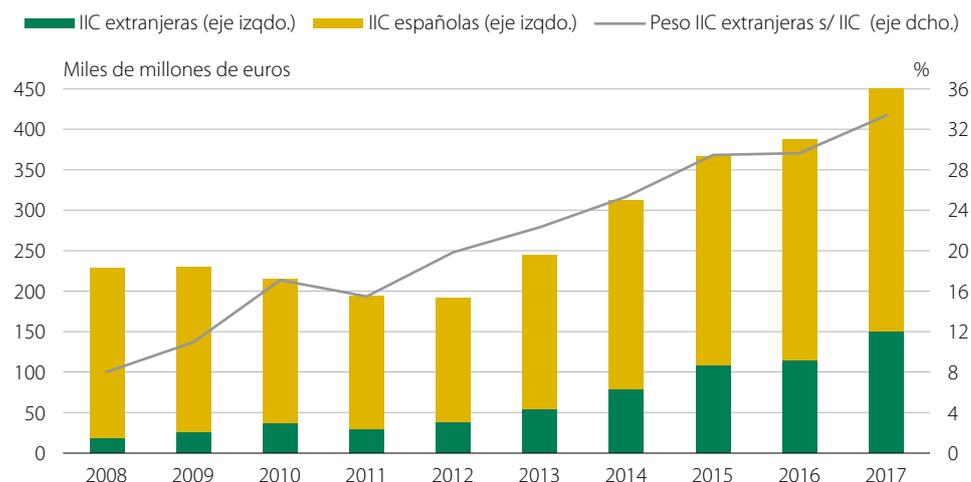
### IIC extranjeras comercializadas en España

A mediados de 2012 comenzó una expansión del segmento de IIC extranjeras en España, que, aunque se moderó ligeramente en 2016, continuó con fuerza en 2017. Así, el patrimonio de estas IIC se incrementó un 30,8% durante este último año (un 6,1% en el último trimestre), hasta situarse por encima de los 150 mil millones de euros, prácticamente cinco veces más que al cierre de 2012 (véase el gráfico 20). Este importe representaba el 33,4% del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, cuatro puntos porcentuales más que a finales de 2016.

Este aumento de la inversión de las IIC extranjeras se produjo tanto en los fondos de inversión como en el de las sociedades, que son las entidades con mayor patrimonio. Así, entre los primeros se produjo un avance del 22,5% en el global del año, a pesar de que en el último trimestre esta variable retrocedió un 3,6%, hasta situarse en 26.134 millones de euros. En las segundas, el incremento anual fue del 32,7% (8,3% entre septiembre y diciembre), hasta los 124.287 millones. En consonancia con estos resultados, el número de inversores creció un 19,4% en el caso de los fondos y un 29,5% en el de las sociedades, hasta alcanzar un total de 2,23 millones, un 27,4% por encima de la cifra de diciembre de 2016. El número de instituciones, por su parte, aumentó en ambos casos, con 14 fondos y 58 sociedades más, de forma que al cierre del año había 1.013 vehículos (455 fondos y 558 sociedades). La mayor parte de las altas procedían, como en los años anteriores, de Luxemburgo e Irlanda. Durante el primer trimestre del año se han dado de alta cinco fondos más, por lo que a finales de febrero el número total se ha incrementado hasta las 1.018.

*La expansión del segmento de IIC extranjeras comercializadas en España iniciada en 2012 continuó con fuerza en 2017: su volumen de inversión llegó a alcanzar los 150 mil millones de euros...*

*... y se superaron los mil vehículos, entre fondos (455) y sociedades (558).*



Fuente: CNMV.

### Perspectivas

*El bajo nivel de los tipos de interés y la expansión de las rentas favorecen el avance de la industria de la inversión colectiva. Sin embargo, el sector no está exento de riesgos, pues es especialmente sensible a los periodos de turbulencias en los mercados.*

La expansión de la industria de inversión colectiva en 2017 confirma la tendencia alcista que comenzó en 2012, con fuertes avances patrimoniales que se han prolongado en los primeros meses de este año. Es probable que el actual contexto de bajos tipos de interés que prácticamente anula la rentabilidad de los depósitos bancarios, principales competidores de estas instituciones, siga alimentando los recursos de la industria de la inversión colectiva a corto y medio plazo, sobre todo en las categorías de riesgo medio y alto. El aumento de la renta de los inversores también juega a favor de este sector. Sin embargo, debe considerarse el hecho de que los partícipes están asumiendo, de media, un riesgo superior al que tradicionalmente solían asumir, por lo que es preciso que la toma de decisiones derive de un conocimiento adecuado de los productos adquiridos. Este factor resultará especialmente relevante si se producen momentos de turbulencias en los mercados, pues estos pueden dar lugar a reembolsos elevados en algunas categorías de fondos.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

### Sociedades y agencias de valores

*El beneficio de las sociedades y agencias de valores se incrementó en 2017 casi un 10%, gracias al cambio progresivo en sus fuentes de ingresos.*

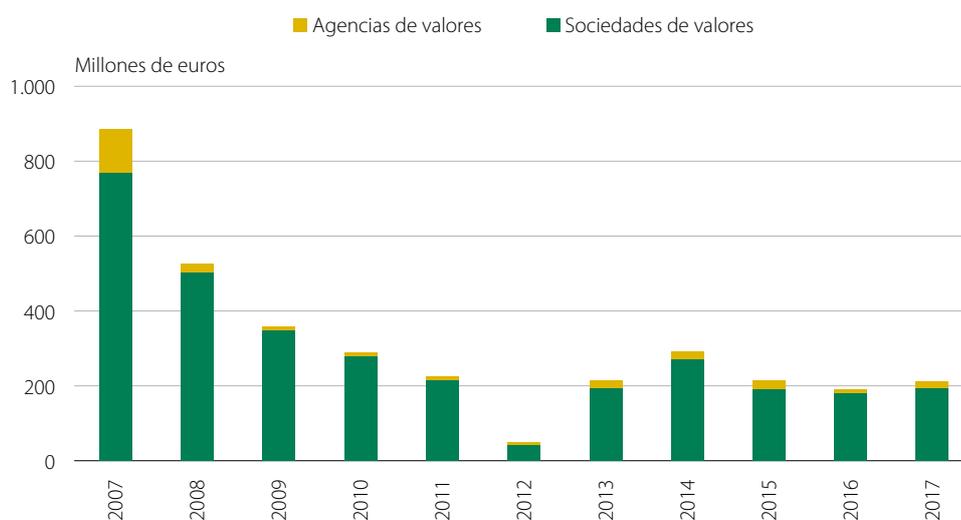
En 2017 la actividad de las sociedades y agencias de valores se desarrolló en unas condiciones más favorables que en años precedentes, especialmente en el caso de las agencias de valores. A pesar de que estos intermediarios obtuvieron solo un 12% de los ingresos totales generados por la prestación de servicios de inversión, en los que las entidades de crédito tienen el mayor protagonismo, en 2017 pudieron mejorar sus beneficios un 9,8%. Ello se debe a un cambio progresivo en su modelo de negocio, en el que la tradicional fuente de ingresos principal (por tramitación y ejecución de órdenes) ha ido perdiendo peso, mientras que otras líneas de negocio, como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión, lo han ido ganando.

En el registro de la CNMV, a finales de 2017 constaba un total de 89 sociedades y agencias de valores, ocho más que a finales de 2016 (nueve altas y una baja). Este aumento interrumpe la tendencia a la baja de los últimos años, relacionada con el proceso de ajuste del sector (en 2008 había un total de 101 entidades). Como es habitual, la mayoría de las entidades prestan servicios en la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios (46) y solo cinco entidades mantienen sucursales en otros países. Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España siguió aumentando en 2017, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios (que pasó de 2.793 a 2.833) como mediante sucursal (de 46 a 53).

*El número de entidades registradas era de 89 a finales de 2017, ocho más que en 2016, con lo que se interrumpe la contracción de los años previos.*

## Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos creció un 7,1% en 2017, situándose en 194 millones de euros. El margen bruto de estas entidades experimentó un ligero descenso (del 0,3%), pues el avance de las comisiones netas percibidas (7,3%) quedó compensado por el retroceso del resultado por operaciones financieras (-61%). Dentro de las comisiones percibidas se observa un cambio progresivo en la relevancia de los diferentes tipos de servicios financieros. Así, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo las más importantes, descendieron un 11,4% en 2017, mientras que las comisiones asociadas a la gestión de carteras, la colocación y el aseguramiento de emisiones y la comercialización de IIC mostraron avances significativos (véase el cuadro 15). La cuantía de ingresos percibidos por comisiones clasificadas como «otras» se mantuvo en niveles parecidos a los de 2016 y concentró el 25% de las comisiones totales. Estos ingresos están asociados a los servicios auxiliares que prestan las sociedades de valores.

*El beneficio de las sociedades de valores aumentó un 7,1% en 2017, hasta los 194 millones de euros, debido al incremento de la mayoría de los ingresos por comisiones...*

Finalmente, la ligera disminución de los gastos de explotación (de un 2,8%) y de las amortizaciones (de un 44,8%) hizo que el resultado de explotación registrara un avance del 6,3%, hasta los 180 millones.

*... y a la disminución de los gastos de explotación.*

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-16	dic.-17	% var.	dic.-16	dic.-17	% var.
1. Margen de intereses	53.930	58.545	8,6	903	3.127	246,3
2. Comisiones netas	373.552	400.884	7,3	108.111	120.194	11,2
2.1. Comisiones percibidas	538.586	547.776	1,7	129.682	142.323	9,7
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.667	-11,4	24.181	20.459	-15,4
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	194,8	3.193	3.427	7,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	47.843	38.175	-20,2	603	924	53,2
2.1.4. Gestión de carteras	23.738	50.467	112,6	11.054	12.492	13,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.547	5.551	117,9	8.614	11.572	34,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	2.155	1.500	-30,4	40	0	-100,0
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	75.505	81.225	7,6	50.504	59.398	17,6
2.1.9. Otras	135.143	135.640	0,4	31.494	34.052	8,1
2.2. Comisiones satisfechas	165.034	146.892	-11,0	21.571	22.129	2,6
3. Resultado de inversiones financieras	104.292	40.996	-60,7	245	1.139	364,9
4. Diferencias de cambio netas	-29.731	4.290	-	154	-578	-
5. Otros productos y cargas de explotación	28.554	24.160	-15,4	-1.184	-1.128	4,7
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>530.597</b>	<b>528.875</b>	<b>-0,3</b>	<b>108.229</b>	<b>122.754</b>	<b>13,4</b>
6. Gastos de explotación	351.951	341.944	-2,8	95.142	103.052	8,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	10.451	5.764	-44,8	2.891	2.783	-3,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-1.304	963	-	56	-10	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>169.499</b>	<b>180.204</b>	<b>6,3</b>	<b>10.140</b>	<b>16.929</b>	<b>67,0</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	11.695	13.808	18,1	682	-163	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>181.194</b>	<b>194.012</b>	<b>7,1</b>	<b>10.822</b>	<b>16.766</b>	<b>54,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	40.673	37.633	-7,5	3.840	4.876	27,0
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>140.521</b>	<b>156.379</b>	<b>11,3</b>	<b>6.982</b>	<b>11.890</b>	<b>70,3</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	-407	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>140.521</b>	<b>155.972</b>	<b>11,0</b>	<b>6.982</b>	<b>11.890</b>	<b>70,3</b>

Fuente: CNMV.

*La distribución de los resultados no fue homogénea entre entidades, pues solo cuatro de ellas concentraron más del 76% del beneficio total, y el número de entidades en pérdidas se mantuvo estable en siete.*

Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En particular, cuatro sociedades de valores acumularon el 76,2% del beneficio total, lo que apunta a una mayor concentración que en años anteriores. Además, más de la mitad de las sociedades registró un aumento de los beneficios en el ejercicio. Sin embargo, a pesar de la mejora general de los resultados, siete entidades incurrieron en pérdidas, el mismo número que en 2016, y su volumen fue muy superior (14,7 millones de euros frente a 8,9 millones en 2016). En general, parece que las entidades más grandes son cada vez más rentables, mientras que las de menor tamaño encuentran más dificultades.

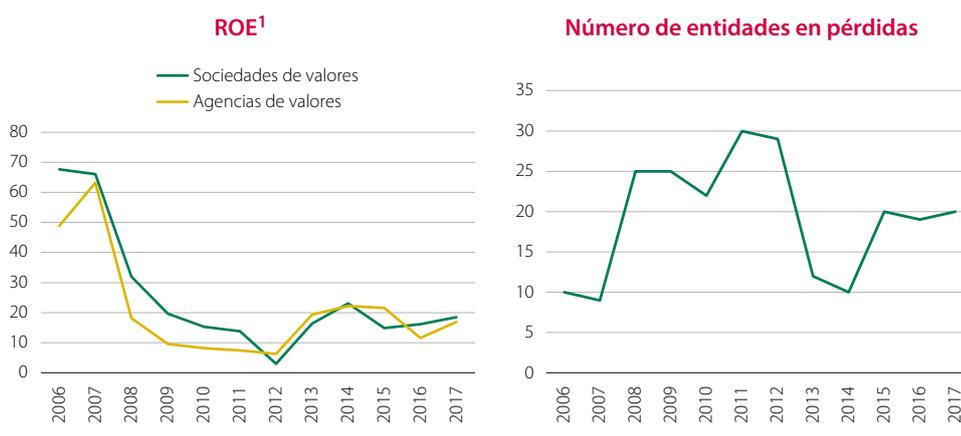
Las agencias de valores no pueden, por su propia naturaleza, realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Algunas de ellas obtienen la mayoría de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría han tendido a especializarse en determinados servicios, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Además, las entidades independientes son mucho más importantes en este sector (27 de 48), al contrario de lo que sucede en las sociedades de valores, en su mayoría controladas por un grupo financiero.

*Las agencias de valores son entidades más especializadas que las sociedades de valores y muestran una proporción mucho más elevada de entidades independientes.*

El beneficio antes de impuestos de las agencias de valores aumentó casi un 55% en 2017, hasta los 16,7 millones de euros, debido al crecimiento de la mayoría de las comisiones por prestación de servicios financieros. Los avances más relevantes se produjeron en las partidas de comercialización de IIC (17,6%), en asesoramiento en materia de inversión (34,3%) y en gestión de carteras (13%). Las únicas comisiones que retrocedieron fueron las de tramitación y ejecución de órdenes. Esta evolución de las comisiones, junto con un aumento de los gastos de explotación de un 8,3%, dio lugar a un aumento del resultado de exportación del 67%, hasta situarse cerca de los 17 millones de euros.

*Su beneficio agregado antes de impuestos aumentó cerca de un 55% en 2017, hasta los 16,7 millones de euros, por el avance de la mayoría de las comisiones...*

## 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.

El aumento de los resultados benefició a un número elevado de agencias de valores. En concreto, el 67,5% de las entidades registró una variación positiva. Sin embargo, el número de entidades en pérdidas se incrementó de once en 2016 a trece en 2017, y el volumen de las pérdidas agregadas pasó de 7,40 millones de euros a 7,95 millones.

*... pero el número de entidades en pérdidas aumentó de 11 a 13, y aumentó también el volumen agregado de las mismas.*

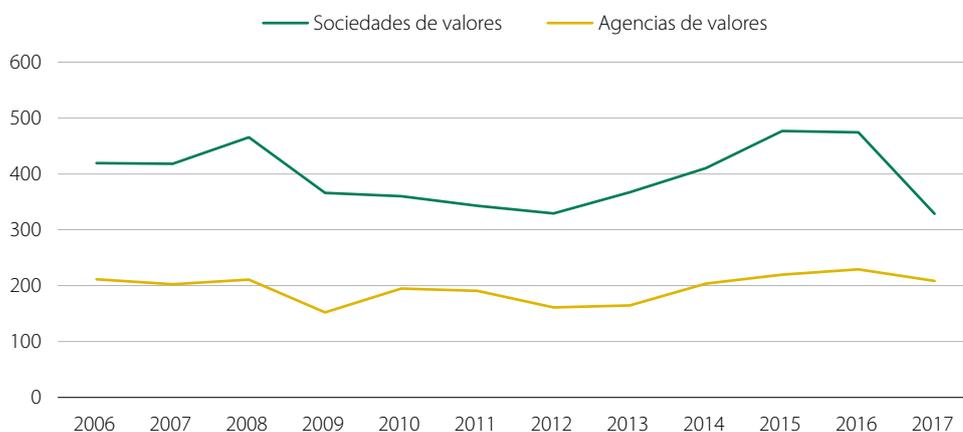
Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados durante 2017, aunque se observa una disminución de los valores respecto al año anterior. Así, a finales de 2017 el exceso de recursos propios era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2016 se situaba en 4,5. Como es habitual, este margen en general fue mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que en las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 3,3, en las segundas se mantuvo en 2,1. En cuanto a la distribución de esta ratio, la mayoría de las sociedades de valores siguió teniendo un margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles superior al 200%, mientras que las agencias de valores

*Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2017, aunque el exceso de recursos propios descendió respecto a los valores de 2016.*

presentaron una dispersión mayor. Ninguna sociedad ni agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque, especialmente en el caso de estas últimas, la holgura que proporciona el exceso sobre recursos propios exigibles es reducida, ya que se trata de importes poco significativos en valores absolutos.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

### Empresas de asesoramiento financiero

*El número de EAFI se incrementó en 2017, hasta las 171, al igual que lo hizo su actividad: el patrimonio asesorado fue un 2% superior al de 2016...*

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) continuó creciendo en 2017, aunque a menor ritmo que en los años precedentes. Así, el volumen de patrimonio asesorado se incrementó un 2% en relación con las cifras del cierre de 2016 y se situó en 30,8 mil millones de euros, una cifra que supone más del doble de la obtenida en 2012. Como se puede apreciar en el cuadro 16, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se modificó a favor de los clientes minoristas y profesionales. Así, los primeros pasaron de representar el 25,1% del patrimonio gestionado al 29,1%, mientras que en el caso de los segundos el porcentaje aumentó del 18,7% al 21,1%. Por el contrario, la importancia relativa de las contrapartes elegibles<sup>30</sup> (epígrafe «otros») disminuyó siete puntos porcentuales, hasta el 49,4%. Por su parte, el número de EAFI también se incrementó durante 2017, desde las 160 de finales de 2016 hasta 171, tras producirse dieciséis altas y cinco bajas.

*... lo cual propició un aumento de las comisiones percibidas de sus clientes y también de otras entidades.*

La gestión de un mayor volumen de activos hizo que los ingresos por comisiones se incrementaran un 22,4% en 2017 respecto a 2016, hasta los 63,7 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades aumentaron durante 2017, especialmente las primeras, que experimentaron un avance del 25,1%, hasta superar los 50 millones de euros. En relación con los instrumentos financieros incluidos en las recomendaciones de las EAFI realizadas a sus clientes, cabe destacar que un 85% del total del importe recomendado correspondió a IIC.

30 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.

Importes en miles de euros	2015	2016	2017	% var. 17/16
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>154</b>	<b>160</b>	<b>171</b>	<b>6,9</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>25.084.882</b>	<b>30.174.877</b>	<b>30.790.535</b>	<b>2,0</b>
Clientes minoristas	6.499.049	7.588.143	9.096.071	19,9
Clientes profesionales	5.108.032	5.654.358	6.482.283	14,6
Otros	13.477.801	16.932.376	15.212.181	-10,2
<b>NÚMERO DE CLIENTES<sup>1,2</sup></b>	<b>5.544</b>	<b>5.923</b>	<b>6.769</b>	<b>14,3</b>
Clientes minoristas	5.156	5.510	6.320	14,7
Clientes profesionales	319	327	355	8,6
Otros	69	86	94	9,3
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>	<b>57.231</b>	<b>52.534</b>	<b>64.289</b>	<b>22,4</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>56.227</b>	<b>51.687</b>	<b>63.683</b>	<b>23,2</b>
De clientes	45.625	40.717	50.925	25,1
De otras entidades	10.602	10.970	12.758	16,3
<b>Otros ingresos</b>	<b>1.004</b>	<b>847</b>	<b>606</b>	<b>-28,5</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>25.021</b>	<b>24.119</b>	<b>33.595</b>	<b>39,3</b>
Capital social	5.881	6.834	7.796	14,1
Reservas y remanentes	7.583	12.123	13.595	12,1
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	11.481	7.511	11.875	58,1
Resto de fondos propios	76	-2.349	329	-

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.

## Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son globalmente positivas, a pesar de que existen varios factores que suponen retos para el sector. Uno de los más importantes tiene que ver con el deterioro progresivo de los ingresos más relevantes que tradicionalmente han percibido estas entidades, aquellos que proceden de la negociación en los mercados. Estos ingresos se están viendo afectados por la competencia que ejercen las entidades de crédito y por el desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros mercados y SMN diferentes de los mercados de origen. Estas tendencias han dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, que en los últimos años están potenciando líneas de negocio que antes eran minoritarias. En este sentido se observa que la comercialización de IIC, los servicios de gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión están adquiriendo una importancia cada vez mayor. Más preocupante resulta la polarización del sector, pues se observa que las entidades que muestran una evolución favorable pueden seguir mejorando con el tiempo, mientras que aquellas con peores resultados encuentran mayores dificultades para superar esta situación.

*Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son positivas en su conjunto, si bien existen retos importantes.*

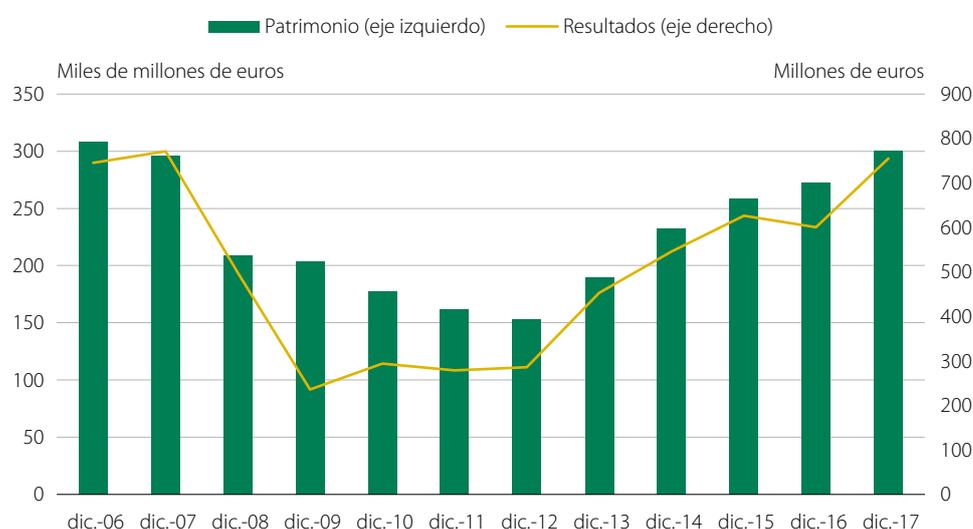
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2017 las sociedades gestoras de IIC gestionaron un patrimonio cercano a los 300 mil millones de euros, un 10% más que durante el año anterior...

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) cerró 2017 con un incremento del 9,9%, alcanzando prácticamente los 300 mil millones de euros. Tras años de continuos descensos, parece consolidarse la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase el gráfico 24). Prácticamente la totalidad del avance se concentró en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, que, como queda dicho, experimentaron un aumento patrimonial de más del 11%. Por otro lado, es importante resaltar el grado de concentración del sector, que continuó siendo muy elevado en 2017: las tres mayores gestoras mantenían al cierre del año una cuota conjunta del 42% del patrimonio total, una cifra muy similar a la de finales de 2016.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

... un hecho que tuvo su reflejo en los beneficios agregados, que crecieron un 26%. Las comisiones por gestión de IIC, principal fuente de ingresos, subieron un 13%, debido al aumento tanto del patrimonio como de la comisión media de gestión.

En paralelo al avance de los activos del sector, los beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 25,6% respecto a los del cierre de 2016, hasta los 754,6 millones de euros principalmente gracias al incremento de los ingresos por comisiones, que se situaron en 2.975 millones de euros. Las comisiones por gestión de IIC, que son con diferencia las más cuantiosas, fueron las que más aumentaron, cerca de 300 millones de euros (un 12,8% más). Este avance fue consecuencia tanto de la evolución al alza del patrimonio gestionado por las SGIIC como de un ligero repunte de la comisión media por gestión, que se situó en el 0,89% del patrimonio, frente al 0,87% de finales de 2016 (véase el cuadro 17). Este incremento tuvo su origen, principalmente, en la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo, que generalmente llevan asociadas comisiones más altas. En consonancia con la evolución positiva de las cuentas anuales, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC se incrementó desde el 55% al cierre de 2016 hasta el 73% en diciembre de 2017. El número de entidades en pérdidas se incrementó de trece a diecinueve, pero su importe agregado se redujo en casi un millón de euros, hasta los 6,6 millones.

A lo largo de 2017 se produjeron nueve altas de SGIIC y una baja, lo que situaba el número de entidades registradas en la CNMV a finales de diciembre en 109. En los dos primeros meses de este año se registraron dos gestoras más, con lo que el número total queda en 111. De esta información se puede concluir que el proceso reorganizativo del sector ha llegado a su fin.

*El número de gestoras, después de unos años en los que la reestructuración bancaria provocó algunas bajas, se incrementó en 2017, pasando de 101 a 109.*

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

CUADRO 17

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.933	2.647	0,89	58,68

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> 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 y plataformas de financiación participativas (PFP)

##### Capital riesgo

Tras la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, se habían creado 33 vehículos de nueva tipología al cierre de 2016, mientras que en 2017 se crearon 16 vehículos de este tipo y se dio de baja una entidad, alcanzándose un total de 48. Concretamente, se dieron de alta un fondo de capital riesgo pyme, tres fondos de capital riesgo europeos, cuatro sociedades de capital riesgo pyme, un fondo de inversión colectiva cerrado y siete sociedades de inversión colectiva cerrada.

*En 2017 continuaron creándose entidades de capital riesgo de nueva tipología, concretamente veinticinco.*

En cuanto a los vehículos tradicionales, en 2017 se produjeron trece altas y seis bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de diciembre había 173, mientras que el número de altas y bajas en las sociedades de capital riesgo fue de diez y cuatro respectivamente, hasta las 105. 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 311, frente a las 291 de finales de 2016. En la misma fecha había un total de quince vehículos de tipo cerrado, trece sociedades y dos fondos, así como 89 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo), después de haberse producido once altas y tres bajas.

*También aumentó el número de vehículos tradicionales, por lo que en total el número de entidades de capital riesgo acabó el año en 311, 20 más que en 2016.*

	Situación a 31/12/2016	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2017
<b>Entidades</b>				
Fondos de capital riesgo	166	13	6	173
Fondos de capital riesgo Pyme	11	1	0	12
Fondos de capital riesgo europeos	2	3	0	5
Sociedades de capital riesgo	99	10	4	105
Sociedades de capital riesgo Pyme	13	4	1	16
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>291</b>	<b>31</b>	<b>11</b>	<b>311</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	1	1	0	2
Sociedades de inversión colectiva cerradas	6	7	0	13
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>15</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)<sup>1</sup></b>	<b>81</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>89</b>

Fuente: CNMV.

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

*El sector de capital riesgo creció de forma sustancial en 2017, sobre todo gracias a las operaciones de gran tamaño, situándose el volumen de inversión total en 4.900 millones de euros al cierre del ejercicio.*

Los datos de 2017 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) indican que el sector creció con fuerza en los nueve primeros meses de 2017. En este periodo cabe destacar el retorno de las grandes operaciones con el cierre de once *megadeals* (operaciones superiores a cien millones de euros), con un volumen de 2.864 millones de euros, lo que representa un 60% del volumen total. En parte gracias a la evolución de estas grandes operaciones, el año 2017 cerró con un volumen de inversión de 4.900 millones de euros en 679 inversiones. Por su lado, las operaciones de *middle market* (entre diez y cien millones de euros) alcanzaron máximos históricos, con un volumen de 1.468 millones de euros en 55 inversiones.

*Las inversiones en venture capital representaron la mayoría de operaciones, aunque con un volumen reducido. Por su parte, las inversiones extranjeras privadas representaron más de un 70% del volumen total, con una cifra récord de 3.605 millones de euros.*

Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en *venture capital* (fases de semilla y arranque) coparon la mayoría de las operaciones, con un total de 519 inversiones, alcanzándose un volumen de inversión de 494 millones de euros. El protagonismo recayó en los fondos nacionales privados, con 345 inversiones. Cabe señalar el buen comportamiento de la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, cuya cifra alcanzó los 1.861 millones de euros, algo menos que el año anterior, cuando se superaron los 2.000 millones de euros. En cuanto a los inversores internacionales privados, su inversión alcanzó los 3.605 millones de euros, una cifra récord. El volumen de desinversiones estimadas para 2017 creció un 85%, hasta un importe de 3.478 millones de euros en 317 operaciones.

*Los fondos públicos, a través de mecanismos de coinversión, continuaron siendo importantes para incentivar la captación de nuevos recursos.*

Cabe destacar también la iniciativa del ICO, a través de Fond-ICO Global, FCR, que sigue teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión: el 28% de los nuevos vehículos de inversión inscritos en 2017 tuvieron alguna vinculación con ella.

## Plataformas de financiación participativas

A lo largo de 2017 el número de solicitudes de plataformas de financiación fue considerablemente menor que en los dos años precedentes, concretamente de nueve, frente a las veinticuatro y veintiuna de 2016 y 2015 respectivamente. Esto se debió a que, tras la publicación de la Ley 5/2015, en 2015 y 2016 la mayoría de las solicitudes se referían a plataformas que ya estaban actuando como tales y que tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

Por otra parte, en el ejercicio anterior se registraron ocho plataformas, mientras que en 2016 y 2015 fueron doce y una respectivamente. A finales de 2017, en el Registro de la CNMV había inscritas un total de veintiuna plataformas. Cabe destacar que en 2017 se denegaron cuatro proyectos (uno en 2016) y desistieron o se dieron por desistidos otros cuatro (siete en 2016). Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- Ocho son de valores, nueve de préstamos y cuatro mixtas.
- Dos son inmobiliarias, una de ellas de préstamos y otra mixta; ambas se registraron en 2017.
- Doce tienen su domicilio social en Madrid, cinco en Barcelona, dos en Valencia, una en Soria y una en Santa Cruz de Tenerife.
- Una PFP de préstamos y otra de valores, ambas registradas en 2016, están controladas por sociedades extranjeras dedicadas a la actividad de *crowdfunding*.
- Solo una, registrada en 2016, es híbrida (tiene autorización para actuar como PFP y como entidad de pagos).

La información preliminar recibida de las plataformas sobre su actividad durante el primer semestre de 2017 revela que estas entidades captaron 23,18 millones de euros, un 13% más que toda la financiación recibida en 2016, y que consiguieron unos ingresos de 816 mil euros, un 25% más que la facturación completa del año precedente. Las nuevas plataformas registradas en ese semestre concentraron el 28% de la financiación captada y el 27% de los ingresos. Además, entre enero y junio el número de proyectos publicados ascendió a 280 (487 en el conjunto de 2016) y el de inversores se situó en 7.494 (1.599 acreditados y 5.895 no acreditados).

*En 2017 se presentaron nueve solicitudes de plataformas de financiación participativa, una cifra considerablemente inferior a las de 2016 (24) y 2015 (21).*

*Al cierre de 2017 había un total de veintiuna plataformas inscritas en el Registro de la CNMV, ocho de las cuales se registraron ese mismo año.*

*La captación de recursos de estas plataformas durante el primer semestre del año fue de 23 millones de euros, un 13% superior a la cifra de todo 2016.*

## Número de PFP registradas

CUADRO 19

Tipo PFP	2015			2016			2017			Total acumulado		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales <sup>1</sup>		Total	de las cuales <sup>1</sup>		Total	de las cuales <sup>1</sup>	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	1	1	0	4	3	1	3	0	2	8	4	3
Préstamos	0	0	0	8	4	2	1	1	0	9	5	2
Mixtas	0	0	0	0	0	0	4	3	0	4	3	0
<b>TOTAL</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>5</b>

Fuente: CNMV.

1 Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia.

## II Informes y análisis



# **Del *Homo economicus* al *Homo humanus***

## **Breve aproximación a la economía conductual**

**María Eugenia Cadenas Sáez (\*)**

(\*) María Eugenia Cadenas Sáez pertenece al Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales de la CNMV.



*La capacidad de reconocer lo que nos separa del ideal constituye una parte importante de la empresa de tratar de conocernos realmente a nosotros mismos, y una parte, además, que promete numerosos beneficios prácticos. Comprender la irracionalidad es importante para nuestras acciones y decisiones cotidianas, y también para entender la forma en que diseñamos nuestro entorno y las opciones que este nos presenta.*

Dan ARIELY  
*Predictably irrational*, 2008



# 1 Introducción

La teoría económica tradicional se ha ocupado desde sus orígenes de la manera en que los sujetos toman sus decisiones de inversión, ahorro y gasto. Para ello se ha basado en las premisas de que los sujetos saben lo que quieren, utilizan la información disponible para conseguir sus objetivos y comprenden perfectamente los riesgos y los beneficios de sus decisiones financieras. Sin embargo, los numerosos descubrimientos sobre la manera en que funciona el cerebro humano realizados en los últimos años y procedentes de disciplinas como la psicología, la neurología o la neurofisiología revelan que esto no siempre es así y que las personas con frecuencia desconocen sus preferencias, utilizan incorrectamente la información disponible y no comprenden bien los riesgos que asumen.

La economía conductual estudia precisamente esta circunstancia, es decir, los comportamientos humanos observados en el mundo real, para desarrollar a partir de ellos modelos económicos más precisos y prácticos que los facilitados por la teoría económica convencional. En consecuencia, la economía conductual tiene en cuenta todos los factores, cualquiera que sea su naturaleza, que subyacen a las decisiones financieras. Esta disciplina intenta analizar las pautas y los sesgos del comportamiento de las personas y predecir modelos de comportamiento.

La economía conductual ha cobrado especial relevancia con ocasión de la reciente concesión del Premio Nobel de Economía al economista Richard H. Thaler y, en 2002, al catedrático de Psicología de la Universidad de Princeton Daniel Kahneman. Lo que ambos autores ponen de relieve es, en esencia, que los sujetos no son seres plenamente racionales y que esa racionalidad limitada afecta al comportamiento de los mercados.

Aunque la circunstancia de que los sujetos no son seres plenamente racionales es bien conocida desde hace mucho tiempo en otros campos como el de la psicología o la publicidad, sí constituye una novedad el hecho de que la economía comience a tener en cuenta aspectos sociológicos, antropológicos y psicológicos para explicar el funcionamiento de los mercados y el comportamiento de los inversores.

El paradigma económico neoclásico se basa en tres rasgos teóricos que raramente se observan en el mundo real: (i) la racionalidad ilimitada de los inversores; (ii) su plena capacidad para procesar toda la información relevante de una manera eficiente y sin sesgos, y (iii) la eficiencia de los mercados, es decir, el hecho de que estos recogen toda la información disponible y de que existe un equilibrio entre rentabilidad y riesgo. La economía conductual se aparta de este paradigma. Las personas no siempre toman sus decisiones de manera racional teniendo en cuenta los costes y los beneficios, sino que frecuentemente toman en consideración normas sociales y expectativas y siguen patrones de cooperación. Sus preferencias dependen del contexto en el

que se encuentren y de sus propios modelos mentales. La mente humana no funciona como un ordenador, sino que se ve afectada por factores psicológicos y sociales a la hora de tomar decisiones.

En el presente artículo se realiza un breve recorrido por los principales autores de referencia de la economía conductual y una relación de las principales premisas de las que parte esta disciplina para finalizar exponiendo algunos ejemplos de su aplicación a la práctica.

## 2 Principales exponentes de la economía conductual

Aunque la economía conductual ha suscitado más interés en los últimos años, sus fundamentos originarios se encuentran en los trabajos elaborados por el economista Adam Smith, en particular en *La teoría de los sentimientos morales* (1759). Esta obra ha constituido el punto de partida para que numerosos economistas hayan explorado los factores psicológicos que intervienen en el proceso de toma de decisiones de las personas.

Por su parte, John Maynard Keynes, en su *Teoría general del empleo, el interés y el dinero* (1936), destaca la importancia de la psicología del individuo y de la sociedad, del comportamiento humano, de la esperanza, del miedo o del deseo y el sentimiento como factores que pueden influir en las pautas de consumo.

En la segunda mitad del siglo xx la economía empezó a centrarse en obtener una comprensión más realista del comportamiento humano. En este sentido, Herbert Simon, economista, politólogo y teórico de las ciencias sociales estadounidense, es considerado el creador de la economía conductual. En 1978 recibió el Premio Nobel de Economía por «sus investigaciones pioneras sobre el proceso de toma de decisiones en las organizaciones económicas y porque la economía moderna y la investigación administrativa están ampliamente basadas en las ideas de Simon». En 1947, frente al concepto de *Homo economicus*<sup>1</sup>, basado en un sujeto que busca optimizar sus decisiones, es decir, elegir la mejor opción de las disponibles, desarrolló la definición de *hombre administrativo*, que busca elegir la opción más satisfactoria. Simon parte de que la mayoría de las decisiones humanas, ya sean individuales u organizacionales, está relacionada con el descubrimiento y selección de alternativas satisfactorias. Solamente en casos excepcionales estas decisiones tienen que ver con el descubrimiento y la selección de alternativas óptimas.

Asimismo, en 1957 Simon acuñó el término *racionalidad limitada* para recalcar que las decisiones reales son diferentes de las decisiones económicamente deseables. Con su concepto de *racionalidad limitada*, Simon hace referencia a un concepto más realista de la capacidad de los seres humanos para tomar decisiones. Puesto que los individuos tienen capacidad cognitiva, tiempo e información limitados, buscan alternativas para intentar evitar malas decisiones y elegir acciones satisfactorias.

---

1 Término acuñado por Adam Smith en *La riqueza de las naciones* (1776).

En «Maps of bounded rationality: Psychology for Behavioral Economics», el psicólogo positivista Daniel Kahneman realiza un repaso de los trabajos iniciados en los años setenta y centrados en la elaboración de un *mapa de la racionalidad limitada*. Junto con Amos Tversky, psicólogo cognitivo, Daniel Kahneman desarrolló tres programas de investigación diferentes. En el primero exploró la heurística empleada por las personas a la hora de tomar decisiones en un contexto de incertidumbre y los sesgos habituales en los que se incurre en este proceso. El segundo programa se centró en la teoría prospectiva, que se presenta como una alternativa a la teoría de la utilidad esperada y un modelo de elección que combina el factor de utilidad con otros factores cognitivos como la evaluación relativa a un punto de referencia, la sensibilidad variable y la aversión a las pérdidas. La tercera línea de investigación se refiere los efectos marco o de encuadre (*framing effect*) y a sus implicaciones sobre los modelos del agente racional, es decir, sobre la manera en que se presentan las oportunidades de elección y cómo influye dicha presentación en la toma de decisiones.

El economista Richard Thaler, al que también se ha hecho referencia anteriormente, ha realizado importantes aportaciones en el campo de la economía conductual, principalmente en el desarrollo del concepto de racionalidad limitada y la manera en que las preferencias sociales y la falta de autocontrol afectan a las decisiones de las personas y los resultados de los mercados. El comité del Premio Nobel destacó que Richard Thaler, «al incorporar nuevas ideas sobre la psicología humana al análisis económico, ha dotado a los economistas de una mayor riqueza de herramientas analíticas y experimentales para comprender y predecir el comportamiento humano». Este autor ha publicado numerosas obras sobre la materia, algunas de ellas de carácter divulgativo, a las que se hará referencia a lo largo de este artículo.

Además de los autores citados, la economía conductual se nutre de los trabajos de otros importantes investigadores en este ámbito, como George Akerlof y Robert Shiller, ambos premio Nobel de Economía en 2001 y 2013, respectivamente, que destacaron por sus contribuciones al estudio del *efecto manada*<sup>2</sup>, o Robert Lucas, también premio Nobel de Economía, en 1995, que centró sus investigaciones en las implicaciones de la asunción de la teoría de las expectativas racionales.

Como se puede observar, la economía conductual surge como respuesta a los retos planteados por diversos psicólogos y economistas ante las carencias de la teoría económica neoclásica a la hora de establecer un modelo que se ajuste a las decisiones de los inversores. No obstante, la economía conductual es mucho más que psicología. Trata de construir modelos económicos que ayuden a explicar el comportamiento humano observado teniendo en cuenta también el contexto y las normas sociales, la historia y la cultura. A continuación, se expondrán algunas premisas de las que parte la economía conductual para configurar este nuevo modelo de toma de decisiones.

---

2 El efecto manada es la tendencia a imitar las acciones que realizan otras personas bajo la creencia de que se está adoptando el comportamiento correcto. Este sesgo se da en situaciones en las que el sujeto no tiene una idea definida de cómo comportarse y se deja guiar por las conductas de otros, asumiendo que tienen más conocimiento.

### 3 Premisas de la economía conductual

Como se ha mencionado anteriormente, la economía conductual pretende desarrollar modelos económicos más próximos a la realidad con la finalidad de que estos sean más fiables, precisos y prácticos.

En este sentido, esta disciplina no surge como contraposición a la teoría económica convencional sino como un complemento que la enriquece al aportar conocimiento procedente de la psicología, las neurociencias, la antropología o la sociología. La economía conductual sustituye así al agente racional, *Homo economicus* o *econo*<sup>3</sup>, que posee preferencias claras y maximiza su propia utilidad por encima de cualquier consideración, por un sujeto cuyas decisiones se ven influidas por sus propios sesgos de pensamiento y emociones. Esta aportación de la economía conductual proporciona a los economistas una nueva perspectiva para entender mejor el comportamiento económico de los individuos.

Uno de los elementos clave de la economía conductual es que construye esta nueva perspectiva basándose en suposiciones realistas que se contraponen a las suposiciones teóricas ampliamente aceptadas por los economistas tradicionales. En esencia, frente a la capacidad cognitiva ilimitada del *Homo economicus*, el sujeto en el que se basa la economía conductual no dispone de una capacidad de cálculo ilimitada ni de toda la información para conocer perfectamente las implicaciones de cada una de las opciones disponibles y aspira únicamente a tomar la decisión más satisfactoria, que no es necesariamente la que maximiza su beneficio.

Algunas de las premisas en las que se basa la economía conductual son las siguientes:

- Las preferencias de los individuos son cambiantes y varían en el tiempo.

Según la teoría económica convencional, las preferencias de los sujetos son estables y consistentes. No cambian en el tiempo. De esta manera, un sujeto que prefiera la opción A a la B nunca modificará su elección.

La economía del comportamiento defiende que la evidencia práctica muestra que las preferencias de los sujetos cambian. A modo de ejemplo, un individuo puede optar por no ahorrar para su jubilación cuando es joven, pero cambiar de opinión a medida que la fecha de retiro se acerque.

A la hora de elaborar análisis económicos más precisos y fiables, será necesario tener en cuenta que las preferencias de los individuos pueden cambiar y el motivo por el que tal cambio se produce. En el ejemplo anterior, el hecho de considerar que las preferencias no son estables ni consistentes puede ayudar a adoptar medidas para incentivar el ahorro o concienciar de la importancia de este a determinadas edades.

- Las decisiones de los individuos se ven influidas por el entorno social.

La teoría económica convencional considera que las preferencias de los individuos no están influidas por su propio historial de toma de decisiones ni por factores externos como las convenciones sociales, su entorno o los medios de comunicación.

---

3 Término acuñado por Richard H. Thaler.

Por el contrario, la economía conductual parte de la premisa de que el ser humano es un ser social que toma decisiones en el marco de un contexto social que influye de manera determinante en la decisión adoptada finalmente.

- Los individuos son satisfactores.

La teoría económica convencional sostiene que los sujetos son maximizadores a la hora de tomar decisiones, es decir, buscan obtener la máxima utilidad en sus decisiones. El sujeto maximizador compara todas las opciones posibles para elegir la óptima. Para ello, el individuo maximizador debería tener una capacidad ilimitada de procesamiento de información, algo que parece alejarse de la realidad de la naturaleza humana.

La economía conductual aboga por la figura del individuo satisfactor. Sencillamente, los individuos carecen de la mencionada capacidad ilimitada de procesamiento de información y optan por tomar la decisión más satisfactoria habida cuenta de sus limitaciones cognitivas y de las influencias ambientales. El sujeto satisfactor está en el camino de la maximización, pero le basta con tomar una decisión suficientemente buena, aunque no sea necesariamente óptima.

- Los individuos carecen de un conocimiento perfecto al tomar sus decisiones.

La teoría económica convencional afirma que, a la hora de tomar decisiones, los sujetos tienen acceso a toda la información relevante para ello, son conscientes de las consecuencias de sus decisiones y mantendrán inalterable en el futuro la decisión que tomen en el presente.

Frente a esta premisa, la economía conductual considera que los sujetos toman las decisiones sobre la base de una información limitada, pues carecen de tiempo y capacidad para acceder a toda la información disponible y analizarla. Por esta misma razón, los individuos no son capaces de desarrollar un análisis profundo de las consecuencias que se derivarán de sus decisiones ni de lo que les deparará el futuro. Por último, como se ha comentado con anterioridad, la evidencia muestra que las decisiones pueden ser variables a lo largo del tiempo.

- Los individuos disponen de una racionalidad limitada.

Herbert Simon acuñó el término *racionalidad limitada* para hacer referencia a un modelo de comportamiento racional en el que la racionalidad de los sujetos está condicionada por la emoción y por sus propias restricciones cognitivas y de tiempo para analizar toda la información referida a una decisión.

Este concepto se opone a la tradicional consideración de que los sujetos son capaces de procesar toda la información y realizar todos los cálculos precisos para adoptar la decisión óptima. La realidad muestra que evidentemente esto no es así.

En este contexto, la economía conductual ha mostrado que los sujetos recurren a *heurísticos* o *atajos mentales* en el proceso de toma de decisiones que permiten que este sea eficiente, efectivo, rápido y satisfactorio. Los *heurísticos* ayudan a reducir la compleja tarea de valorar opciones a una operación mucho más sencilla. Los

*heurísticos* son muy útiles, pero pueden llevar a errores severos y sistemáticos, también llamados sesgos cognitivos. En este sentido, Dan Ariely, en su libro *Predictably irrational* (2008), afirma que estos errores no solo se cometen de manera habitual a la hora de tomar decisiones, sino que se comenten siempre los mismos tipos de errores. El hecho de que la racionalidad limitada sea predecible es considerado por el autor un consuelo, pues si es predecible se puede controlar, contrarrestar y pueden diseñarse herramientas que ayuden a corregir esta deficiencia intrínseca.

- Los individuos son seres emocionales.

A diferencia de la teoría económica convencional, que considera que el proceso de toma de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles, la economía conductual considera que las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en este proceso.

En este contexto, las investigaciones sobre el cerebro han demostrado que el proceso de toma de decisiones requiere algo más que concienzudas deliberaciones. A este respecto, Daniel Kahneman, en su obra *Thinking, fast and slow* (2011), distingue dos sistemas de pensamiento: el Sistema 1 (pensamiento rápido), que opera de manera rápida y automática con poco o ningún esfuerzo y sin sensación de control voluntario, y el Sistema 2 (pensamiento lento), que se centra en actividades mentales que demandan esfuerzos, incluidos los cálculos complejos. Los dos sistemas interactúan y están siempre activos. El Sistema 1 hace sugerencias constantemente al Sistema 2 en forma de impresiones, intuiciones, intenciones y sensaciones. Si cuentan con la aprobación del Sistema 2, las impresiones e intuiciones se vuelven creencias y los impulsos se convierten en acciones voluntarias. Generalmente, ambos sistemas funcionan sin complicaciones, de modo que el Sistema 2 acepta las sugerencias del Sistema 1. Solo cuando el Sistema 1 encuentra alguna dificultad, recurre al Sistema 2 para que sugiera un procedimiento más detallado y preciso que pueda resolver el problema. Este reparto del trabajo entre ambos sistemas minimiza el esfuerzo y optimiza la ejecución. El Sistema 1 funciona adecuadamente, sus predicciones a corto plazo suelen ser apropiadas y sus respuestas iniciales son rápidas y generalmente ajustadas. Sin embargo, este sistema tiene sesgos, es decir, errores sistemáticos que suelen cometerse en circunstancias específicas. Por su parte, el Sistema 2 es un proceso lento que consume mucha energía.

Esta dualidad en el modo de pensamiento ha sido estudiada y sistematizada desde hace décadas en el campo de la psicología, por ejemplo por Keith Stanovich y Richard West, si bien en la Antigüedad ya era conocida o al menos se sospechaba de su existencia<sup>4</sup>. En esencia, en la toma de decisiones influirían un modo de pensamiento basado en las emociones e intuiciones, que produce respuestas rápidas y automáticas, y un modo de pensamiento más racional, que dirige la atención a las actividades mentales que así lo demandan.

La mayoría de las decisiones diarias se realiza por el Sistema 1 con un resultado razonablemente bueno, exceptuando los sesgos o errores que puedan producirse.

---

4 La dicotomía entre razón y emoción ha sido analizada por numerosos filósofos y pensadores. A modo de ejemplo véanse, entre otras muchas obras, *La República* de Platón, *la Retórica* de Aristóteles, *Pasiones del alma* de Descartes o *La ética demostrada según el orden geométrico* de Spinoza.

El Sistema 2 actúa únicamente para resolver cuestiones difíciles que requieren análisis y capacidad crítica. En consecuencia, las investigaciones de Kahneman demuestran que los humanos no están bien descritos en el modelo de agente racional y que sus decisiones están afectadas por «las veleidades del Sistema 1 y la pereza del Sistema 2».

- El encuadre de las opciones es importante.

Según la teoría económica convencional, la manera o marco en el que se presentan las opciones y oportunidades no debería afectar a la toma de decisiones por parte de los individuos. La elección de la mejor opción no debería ser sensible a la manera en que las opciones están encuadradas y, por tanto, debería ser independiente del contexto en el que se realiza. Dado que los individuos están dotados de una racionalidad ilimitada, deberían ser capaces de tomar sus decisiones sin verse influidos por el contexto.

Sin embargo, la economía conductual considera que el contexto en el que los individuos toman sus decisiones afecta a la manera en que se contemplan las opciones. Si se cambia el marco, se pueden cambiar las elecciones que realizan los sujetos. Esto cobra especial relevancia debido a que el marco puede sesgar las preferencias o distorsionar la perspectiva de los sujetos, llevándoles a tomar una decisión errónea.

- Los incentivos y el contexto institucional son fundamentales.

El papel de los incentivos económicos es fundamental tanto para la teoría económica convencional como para la economía conductual, pues dichos incentivos afectan claramente a la toma de decisiones.

El contexto institucional de la sociedad en la que los individuos toman sus decisiones, y que está conformado por el régimen de gobierno, el ordenamiento jurídico, sus instituciones y la calidad de estas, afecta a su vez al establecimiento de incentivos económicos, por lo que, en último término, dicho contexto institucional también influirá en la toma de decisiones.

El contexto institucional es sumamente importante para entender la economía. A este respecto, la economía resulta de las interacciones humanas y ese campo de interacción es resultado del marco institucional imperante. En consecuencia, las relaciones económicas estarán condicionadas por lo permisible, es decir, por lo que las instituciones de un determinado lugar permitan hacer a los agentes económicos. A este respecto, Douglass North, economista, premio Nobel de Economía en 1993 e impulsor de la Nueva Economía Institucional, decía que «en el lenguaje de los economistas, las instituciones definen y limitan el conjunto de elecciones de los individuos» (North, 1990).

En consecuencia, la economía conductual y, en menor medida, la economía convencional tienen en cuenta el papel de las instituciones como impulsores o frenos de las decisiones de los individuos. Seguidamente, se analizarán algunas formas de intervención por parte de las instituciones para promover determinados comportamientos en los individuos o la adopción de decisiones concretas.

## 4 Aplicación práctica de la economía conductual

La economía conductual ha contribuido, entre otras cosas, a hacer evidentes las limitaciones del paradigma económico neoclásico. El cuestionamiento por parte de la economía conductual de los supuestos aceptados por dicho paradigma, como la plena racionalidad del individuo o su capacidad ilimitada para procesar información, sirve de fundamento para configurar una nueva modalidad de sujeto económico imperfecto, influido por factores psicológicos, antropológicos y sociales.

Los hallazgos realizados en el marco de la economía conductual comienzan a ser un recurso para la comprensión de la manera en que los sentimientos agregados de los individuos afectan a los mercados y, por tanto, del modo en que el mercado refleja la agregación de los juicios, sesgos y errores cognitivos heterogéneos de los inversores. En la actualidad existen principalmente tres líneas de investigación en este ámbito<sup>5</sup>. La primera de ellas se refiere a la influencia del sentimiento en el equilibrio de media-varianza (Yu y Yuan, 2011). Cuando el sentimiento es bajo (pesimismo), los inversores son más aversos a la volatilidad y tienden a exigir más rentabilidad por unidad de riesgo soportado. En momentos de sentimiento alto (optimismo), el equilibrio entre rentabilidad y riesgo es menos exigente. La segunda línea sugiere que el sentimiento contiene información económica útil que puede afectar a los rendimientos de las acciones. La tercera línea defiende que el sentimiento puede inducir a los agentes inversores a participar en estrategias de comportamiento gregario o imitador (*efecto manada*).

Los descubrimientos de la economía conductual, basados esencialmente en el estudio de este sujeto económico imperfecto, tienen como principal derivada de aplicación práctica su incorporación al análisis normativo, es decir, al debate de las políticas públicas en general y de la protección del inversor en particular. El nuevo enfoque aportado por esta disciplina resulta muy útil a los reguladores de los mercados financieros porque facilita una nueva forma multidisciplinar de entender la economía y entender, en último término, a los consumidores financieros. A su vez, este conocimiento más profundo de los sujetos puede facilitar el diseño de políticas que sean más eficaces para su protección.

A continuación, se detallan algunos mecanismos para el diseño de dichas políticas. Estos mecanismos tienen un campo de aplicación amplísimo, desde la protección del medioambiente hasta la donación de órganos. Por este motivo, se describirán con carácter general sin circunscribirlos a ningún ámbito específico. No obstante, es preciso mencionar que todos ellos pueden destinarse al diseño de políticas encaminadas a la protección del inversor.

### **Nudging o establecimiento de acicates**

Con carácter general, existen diversas maneras en las que las políticas regulatorias pueden incorporar a su desarrollo la economía conductual. Una de ellas —quizá la más conocida, gracias al famoso libro de Richard Thaler y Cass Sunstein *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness* (2008)— es la utilización de

---

5 A este respecto, véase el estudio de Natividad Blasco y Sandra Ferreruela.

*nudges* o acicates, esto es, estrategias para empujar a la población a tomar decisiones que la beneficien a largo plazo. Según los autores, un *nudge* es cualquier aspecto de la arquitectura de las decisiones que modifica la conducta de las personas de una manera predecible sin prohibir ninguna opción ni cambiar de forma significativa sus incentivos económicos. Para que se pueda considerar como *nudge*, debe ser barato y fácil de evitar. Los *nudges* no son órdenes.

Richard Thaler y Cass Sunstein mencionan que las investigaciones realizadas en el campo de la toma de decisiones plantean serias dudas sobre la racionalidad de muchos de los juicios y decisiones humanos y que los seres humanos tienen una gran tendencia a la inercia (desidia), pudiendo ser esta aprovechada para estimular al sujeto a que elija la opción más adecuada y que le proporcione mayor bienestar. Según Thaler y Sunstein, los individuos suelen tomar la opción que requiere menos esfuerzo o el camino de la menor resistencia. Esta tendencia hacia la inercia se verá reforzada o se aprovechará si la opción por defecto representa la acción recomendada.

Richard Thaler y Cass Sunstein proponen el diseño deliberado de la arquitectura de las decisiones como herramienta para mejorar las decisiones de los individuos y minimizar los errores derivados de los sesgos cognitivos que recurrentemente se producen en la toma de decisiones. Para realizar este diseño, los autores consideran que es necesario tener en cuenta una serie de principios básicos:

- Diseñar opciones por defecto.

Como se ha mencionado antes, los individuos tienen una fuerte tendencia a la inercia o al llamado *sesgo del statu quo*. Esta tendencia puede ser aprovechada para el diseño de opciones por defecto, de manera que estas opciones sean las más beneficiosas para el sujeto.

Thaler y Sunstein defienden que este tipo de opciones son muy poderosas y que son muchas las organizaciones que han descubierto su efectividad. Un ejemplo trivial de aplicación de la opción por defecto es la renovación automática de suscripciones a publicaciones. Otro ejemplo, muy reciente y de mayor trascendencia, es la adopción por Dinamarca del supuesto de donación presunta de órganos, es decir, todos sus ciudadanos son potenciales donantes; en consecuencia, la donación de órganos pasa a ser la opción por defecto.

- Esperar el error.

Según Thaler y Sunstein, «los humanos cometen errores. Un sistema bien diseñado espera que sus usuarios se equivoquen y es todo lo indulgente posible en esos casos».

Los autores exponen numerosos ejemplos de este aspecto. Los automóviles son uno de ellos. El diseño de automóviles es cada vez más tolerante con el error, razón por la cual van equipados con dispositivos de encendido automático de luces, aviso de colocación del cinturón de seguridad, etcétera.

- Proporcionar *feedback*.

Un elemento relevante a la hora de fomentar determinadas decisiones es proporcionar *feedback*. Según Thaler y Sunstein, la mejor forma de ayudar a los humanos a

mejorar su rendimiento es proporcionarles *feedback*. Los sistemas bien diseñados indican a las personas cuándo lo están haciendo bien y cuándo cometen errores. Como ejemplo, Thaler señala el aviso que emiten los teléfonos móviles cuando disponen de poca batería.

- Comprender las correspondencias: de la elección al bienestar.

Según estos autores, un buen sistema de arquitectura de las decisiones ayuda a las personas a mejorar su capacidad para establecer una adecuada correspondencia entre elección y bienestar y seleccionar así las opciones que le resulten más beneficiosas. Una manera de ayudar a mejorar esta capacidad es hacer más comprensible la información disponible sobre las distintas opciones.

Thaler y Sunstein señalan como ejemplo las tarjetas de crédito. Consideran que es difícil saber cuánto cuesta utilizarlas por las diferentes comisiones e intereses que llevan asociadas y por lo poco transparente y comprensible que resulta su presentación para los consumidores. Por este motivo, mencionan que es difícil para el consumidor establecer una adecuada correspondencia entre elección y bienestar. Para mitigar esta dificultad, los autores proponen el sistema RECAP (Registrar, Evaluar y Comparar Alternativas de Precios), que consiste en que los diferentes proveedores de servicios informen a los clientes de las tarifas/comisiones aplicables por los mismos de una manera clara y transparente, permitiendo al cliente comparar fácilmente los precios de dichos servicios. Los gobiernos no regularían la cuantía de dichas tarifas o comisiones, sino únicamente la transparencia informativa de estas.

- Estructurar las decisiones complejas.

Según Thaler y Sunstein, las personas adoptan distintas estrategias para tomar decisiones según la variedad y la complejidad de las opciones disponibles. Cuando existen pocas alternativas, se tiende a examinar cada una de ellas y a sopesarlas para, finalmente, tomar una decisión.

Sin embargo, cuando las opciones son numerosas se tiende a utilizar otras estrategias y estas pueden causar problemas. En este último caso, se suele recurrir a estrategias simplificadoras de decisión. Por este motivo, a medida que las alternativas se hacen más numerosas y complejas, la arquitectura de las decisiones tiene que tomar en consideración más factores y es susceptible de tener una influencia mayor en la decisión que finalmente tome el sujeto. Los autores recurren al ejemplo de Netflix o Amazon: la arquitectura de decisiones establecida por estas empresas ayuda extraordinariamente a que los clientes puedan elegir el producto que mejor se adapte a sus gustos y preferencias.

- Crear incentivos y visibilizarlos.

La arquitectura de decisiones debe tener en cuenta los incentivos adecuados y centrarse en la visibilidad de los mismos. En muchos casos, los sujetos que se enfrentan a una decisión no ven los incentivos que tienen las diversas opciones. Thaler y Sunstein mencionan diversos ejemplos sobre la manera en que la visibilidad de los incentivos puede condicionar una decisión. Entre ellos, citan la posibilidad de disponer de un sistema en el que el termostato de una casa muestre el ahorro por hora de bajar

la temperatura unos grados. Los autores consideran que esta acción tendrá probablemente más efecto sobre la conducta del consumidor que una subida de las tarifas eléctricas.

En torno a la utilidad del *nudge* y de la arquitectura de las decisiones propuestas por Richard Thaler y Cass Sunstein se ha generado un acalorado debate que gira alrededor de la filosofía del *paternalismo libertario*. Thaler y Sunstein consideran que es legítimo que los arquitectos de las decisiones traten de influir en la conducta de la gente para hacer su vida más larga, más sana y mejor. Por este motivo, están a favor de que las instituciones, tanto del sector privado como del Gobierno, se esfuercen de forma consciente por orientar las decisiones de las personas en direcciones que mejoren sus vidas. Ambos autores defienden que las personas deben ser libres para hacer lo que quieran y que es posible conjugar ciertas dosis de paternalismo con la libertad de elección, es decir, influir en su comportamiento a la vez que se respeta dicha libertad. El paternalismo libertario trata así de orientar a las personas en direcciones que eventualmente mejorarán sus vidas mediante una arquitectura de decisiones determinada y la utilización de *nudges*.

El paternalismo libertario pretende *dirigir* al individuo hacia la opción que este elegiría si fuera un sujeto perfectamente racional, si pudiera analizar toda la información disponible y si tuviera un total autocontrol. Obviamente, esta corriente no está exenta de críticas, basadas principalmente en la legitimidad del Estado para corregir los sesgos de comportamiento y la racionalidad limitada del hombre común y, en caso de aceptar esta legitimidad, en qué cuestiones y en qué medida debe aplicarse esta corrección. Asimismo, los detractores de esta teoría consideran que aceptar las tesis del paternalismo libertario supondría atribuir a los reguladores la racionalidad perfecta que se niega al individuo medio a la hora de tomar decisiones. Si la racionalidad limitada es un rasgo que afecta a todos los individuos, esta también es predicable de los propios reguladores, aspecto que ha sido objeto de distintas investigaciones que muestran que el científico, el investigador o el experto no quedan eximidos del influjo de los sesgos cognitivos (Kahan, 2013). El debate sin duda está servido.

No obstante, el paternalismo libertario ha atraído la atención de políticos de muchas tendencias, particularmente del Reino Unido y de Corea del Sur. A modo de ejemplo, el Gobierno británico ha creado el Behavioural Insight Team, cuya misión es aplicar los principios de la disciplina conductual para ayudar al Gobierno a lograr sus objetivos y en el que Richard Thaler ha participado como asesor.

### **Elaboración de *frameworks* o marcos de referencia**

Otra manera de incorporar los hallazgos de la economía conductual a las políticas regulatorias es la creación de los llamados *frameworks* o marcos de referencia, que constituyen una manera práctica de desarrollar intervenciones que promuevan un cambio de comportamiento efectivo sin necesidad de tener una comprensión detallada de la economía conductual.

Los investigadores en economía conductual han desarrollado un considerable número de marcos, cuya aplicación se extiende a campos tan diversos como la salud pública, el medioambiente o el *marketing*. Asimismo, la Organización

Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se han ocupado ampliamente de esta materia y han elaborado marcos aplicables particularmente a la educación del inversor y al incremento de sus capacidades financieras; en definitiva, a la protección del inversor<sup>6</sup>. La premisa de estos trabajos es que las capacidades podrían mejorar potencialmente no solo con la educación, sino influyendo directamente en las actitudes y comportamientos de los inversores. En este sentido, IOSCO ha reconocido que influir en las actitudes y en el comportamiento de los inversores minoristas es más efectivo que proveerles de información para mejorar sus conocimientos, de ahí que actualmente este organismo esté realizando una profunda labor de identificación de enfoques y aproximaciones que ayuden a mejorar las capacidades financieras de los individuos.

La selección de un marco apropiado para el diseño de técnicas efectivas de cambio de comportamiento requiere tomar en consideración un conjunto amplio de factores contextuales y debería vincularse a un sistema de comportamiento coherente capaz de conceptualizar asociaciones causales entre sus componentes. A continuación, se expondrán muy brevemente dos de los marcos de referencia más conocidos, que pretenden ser un instrumento simple y práctico para ayudar a los responsables de la política pública a reflexionar sobre los cambios de comportamiento y llevarlos a la práctica. Ambos modelos han sido desarrollados por el Behavioural Insight Team antes mencionado.

- MINDSPACE

Se trata de una lista de influencias en el comportamiento de los individuos que deben ser tenidas en cuenta por las autoridades regulatorias en el desarrollo de su función. Como se verá a continuación, el nombre del modelo funciona como un acrónimo de la lista:

---

### Influencias en el comportamiento de los individuos según MINDSPACE

<b>M</b> Mensajero (Messenger)	Las personas están fuertemente influidas por quién comunica la información.
<b>I</b> Incentivos (Incentives)	Las respuestas de las personas a los incentivos están moduladas por atajos mentales predecibles, tales como una fuerte aversión a las pérdidas.
<b>N</b> Normas (Norms)	Las personas están muy influidas por lo que hacen otras personas.
<b>D</b> Defecto (Defaults)	Las personas adoptan generalmente la opción por defecto.
<b>S</b> Señuelo (Salience)	Las personas dirigen su atención a lo novedoso y relevante.
<b>P</b> Imprimación (Priming)	Los actos están influidos habitualmente por señales subconscientes.
<b>A</b> Afecto (Affect)	Las asociaciones emocionales modifican poderosamente las acciones de las personas.
<b>C</b> Compromiso (Commitments)	Las personas buscan ser consistentes con sus promesas públicas y actuar en consecuencia.
<b>E</b> Ego (Ego)	Las personas actúan de manera que se sientan bien consigo mismas.

Fuente: Halpern *et al.*, 2010.

---

<sup>6</sup> Véase el documento conjunto elaborado por la IOSCO y la OCDE *The application of behavioural insights to financial literacy and investor education programs initiatives*, que se publicará próximamente.

Los autores insisten en que MINDSPACE ayuda a los reguladores a comprender mejor la dimensión conductual de las normas y acciones que diseñan. En particular, puede ayudarlos a entender la manera en que podrían mejorar sus intentos de modificar comportamientos, por ejemplo, comprendiendo las reacciones de las personas a los incentivos. Los creadores de este modelo consideran que, si el regulador está intentando modelar comportamientos, debería hacerlo de la manera más efectiva posible.

Aunque este modelo ha sido criticado por algunos autores que lo consideran poco coherente, dado que mezcla características propias de los receptores (ego), con estrategias regulatorias (defecto) o con las maneras de suministrar la información (mensajero), lo cierto es que MINDSPACE ofrece una manera simple de tener en cuenta los factores principales que influyen en el comportamiento cuando se diseñan determinadas intervenciones.

- EAST

EAST es un marco metodológico desarrollado a partir de la experiencia obtenida aplicando las ciencias del comportamiento a la política pública en los últimos años. Este marco complementa el de MINDSPACE, al enfocarse más en la aplicación de las lecciones de las ciencias del comportamiento a la práctica.

Esta metodología se basa en que para promover un determinado comportamiento es necesario hacerlo *simple*, *Atractivo*, *Social* y a *Tiempo* (EAST). Estos cuatro sencillos principios se fundamentan en los últimos hallazgos sobre el comportamiento humano y pretenden configurar un marco simple para que los responsables de la política pública dispongan de una referencia sencilla y fácil de recordar para pensar sobre enfoques de comportamiento efectivos.

Los principios que componen EAST son:

- *Make it easy* (Hazlo simple)

La primera consideración es reflexionar sobre cómo es posible hacer más simple el que un sujeto adopte un determinado comportamiento, bien sea vivir de manera más saludable o pagar sus impuestos a tiempo. Algunas maneras de proceder en este sentido son:

- Utilizar el poder de las opciones predeterminadas. Los sujetos tienen una fuerte tendencia a elegir la opción predeterminada, ya que es lo más sencillo pues no requiere ningún esfuerzo ni análisis. Convertir una opción en la opción predeterminada hace que sea más probable que esta sea adoptada.
- Reducir las molestias o inconvenientes de adoptar una determinada decisión. El esfuerzo que requiere asumir las consecuencias de tomar una determinada decisión con frecuencia desalienta a las personas. Por esto, reducir el esfuerzo necesario para realizar algo puede incrementar su adopción o la tasa de respuesta de los ciudadanos.
- Simplificar los mensajes. Hacer que los mensajes sean claros a menudo resulta en un incremento significativo en la tasa de respuesta por parte de quien recibe dichos mensajes.

- *Make it attractive* (Hazlo atractivo)

A la hora de promover un determinado comportamiento, es necesario que este resulte atractivo. Las personas son más propensas a hacer algo que atrae su atención. Se trata de aprovechar la llamada *prominencia*, es decir, la tendencia de las personas a responder mejor a estímulos cuando estos son novedosos, simples y accesibles. Para ello, puede recurrirse a imágenes, colores determinados, mensajes personalizados, etcétera.

- *Make it social* (Hazlo social)

El hombre es un ser social. Por esta razón, las personas se ven significativamente influenciadas por lo que hacen y dicen otras personas. Este efecto arrastre a veces pasa desapercibido pero puede ser aprovechado por los responsables de política pública para diseñar intervenciones más efectivas.

- *Make it timely* (Hazlo a tiempo)

Este último principio establece que las intervenciones deberían considerar el momento en que las personas están más receptivas para modificar su comportamiento. Asimismo, dichas intervenciones deben tener en cuenta que los individuos suelen estar desproporcionadamente más motivados por los costes y beneficios que suceden de manera inmediata que por aquellos que suceden más adelante. Esto se debe a que el presente se percibe como algo tangible, mientras que el futuro se considera abstracto e hipotético.

### Provisión de información sobre la existencia de sesgos y errores cognitivos

Otra manera sencilla de aprovechar los conocimientos de la economía conductual para promover comportamientos determinados entre los individuos es proporcionarles información sobre los sesgos que afectan a su proceso de toma de decisiones.

A modo de ejemplo, este procedimiento es el que ha adoptado la Comisión Nacional del Mercado de Valores para contribuir a mejorar las capacidades financieras de los individuos y, en consecuencia, su proceso de inversión. En particular, la CNMV ha publicado una ficha informativa para inversores sobre los *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión* (2017). Se trata de una breve publicación en la que se recogen los ocho sesgos más habituales en este tipo de toma de decisiones y se aconseja sobre cómo se puede aminorar su efecto. En ella se insiste mucho en la necesidad de contar con la información adecuada y conocerse muy bien a uno mismo, así como en la necesidad de saber que los sesgos cognitivos son consustanciales al ser humano.

## 5 Conclusiones

La economía conductual surge como respuesta a los retos planteados por diversos psicólogos y economistas ante las carencias de la teoría económica neoclásica, en particular, a la hora de configurar un modelo que se ajuste a las decisiones observadas por

los individuos. El *Homo economicus* no es un sujeto real que refleje fehacientemente el comportamiento de los seres humanos ante las decisiones económicas. Los seres humanos no disponen de una racionalidad ilimitada ni actúan siempre para maximizar su beneficio. Por el contrario, el miedo o la alegría, el contexto o el comportamiento de los demás, entre otros muchos factores, influyen más de lo que se pensaba en estas decisiones. En este sentido, la economía conductual se centra en el estudio de un *Homo economicus* más humano, irremediabilmente influido por sus circunstancias.

Sin embargo, la economía conductual no es una disciplina determinista ni, en último término, mecanicista, que tenga el remedio preciso a todos los problemas e incógnitas que plantea la toma de decisiones. La economía conductual se mueve actualmente en el terreno de la hermenéutica y, por tanto, en el ámbito de la comprensión, de entender e interpretar mejor el contexto para corregir las deficiencias que se hayan podido detectar en el comportamiento de los sujetos. La economía conductual dispone así de una experiencia acumulada de muchos años sobre el comportamiento de los seres humanos y las consecuencias del mismo.

A este respecto, pese a tener aún un núcleo teórico difuso y numerosos trabajos empíricos muy diversificados, la economía conductual ha puesto claramente de manifiesto los sesgos cognitivos en los que incurren los individuos con carácter general en la toma de decisiones y ha dado lugar al desarrollo de estrategias o modelos de comportamiento para evitar estos errores de decisión.

En consecuencia, la economía conductual se encuentra ante dos importantes retos. En primer lugar, continuar con su propio desarrollo, que es aún muy incipiente y dependerá de los avances que experimenten las ciencias de las que se nutre, en particular las pertenecientes al ámbito de las neurociencias y la psicología. La economía tiene la oportunidad de aprovechar los descubrimientos que se están realizando en estas disciplinas y los métodos objetivos de estudio del funcionamiento del cerebro cuando se enfrenta a la toma de decisiones para incrementar sus conocimientos sobre el comportamiento de los seres humanos.

Asimismo, como segundo reto y tal vez el más importante, la economía conductual requiere una aplicación aún mayor en la práctica y su consiguiente incorporación a las políticas regulatorias. Los conocimientos adquiridos hasta ahora sobre el comportamiento humano y, en particular, los aportados por la economía conductual pueden contribuir a desarrollar políticas regulatorias más enfocadas a los sujetos a los que se dirigen y, por tanto, con una eficacia potencialmente muy elevada.

Por último, la relevancia creciente que están adquiriendo las disciplinas asociadas al comportamiento humano y, en particular, la economía conductual constituye ya una clara tendencia. Actualmente, estos conocimientos se están incorporando en el diseño de las políticas regulatorias de numerosos países<sup>7</sup>, sobre todo en materia de protección al consumidor. La razón de ello es que las políticas regulatorias, para ser eficaces y promover las conductas más adecuadas, requieren una comprensión profunda

---

7 A este respecto, véase el documento de la OCDE *Behavioural insights and public policy lessons from around the world*, publicado en abril de 2017 y que recoge cien casos de estudio sobre la incorporación a las políticas regulatorias del conocimiento disponible sobre el comportamiento humano.

del comportamiento humano. Saber realmente cómo se comportan los individuos se convierte así en una necesidad. Y esta necesidad constituye la finalidad última de la economía conductual.

## 6 Bibliografía

AKERLOF, George A. y Robert J. SHILLER (2010), *In animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press.

BLASCO, Natividad y Sandra FERRERUELA (2017), *Behavioral finance. ¿Por qué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?*, BME, Estudios y Publicaciones.

HALPERN, David, Dominic KING, IVO VLAEV y Michael HALLSWORTH (2010), *MINDSPACE: influencing behaviour through public policy*, Institute of Government, Londres.

KAHAN, Dan M. (2013), «Ideology, motivated reasoning and cognitive reflection», *Judgment and Decision Making*, vol. 8, n.º 4, julio, págs. 407-424.

KAHNEMAN, Daniel (2003), «Maps of bounded rationality: Psychology for Behavioral Economics», *The American Economic Review*, 93(5), págs. 1449-1475.

——— (2011), *Thinking, fast and slow*, Nueva York, Farrar, Straus and Giroux.

KEYNES, John Maynard (1936), *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, Madrid, Ediciones Aosta, 1998.

LUCAS, Robert (1972), «Expectations and the neutrality of money», *Journal of Economic Theory*, vol. 4, n.º 2, págs. 103-124.

NORTH, Douglass (1990), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press.

SIMON, Herbert (1957), «A behavioral model of rational choice», en *Models of man, social and rational: Mathematical essays on rational human behavior in a social setting*, Nueva York, Wiley.

SMITH, Adam (1759), *La teoría de los sentimientos morales*, Madrid, Alianza Editorial, 2013.

——— (1776), *La riqueza de las naciones*, Alianza Editorial, 2011.

STANOVICH, Keith E. y Richard F. WEST (2000), «Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate?», *Behavioral and Brain Sciences*, n.º 23, Cambridge University Press, págs. 645-665.

THALER, Richard y Cass SUNSTEIN (2008), *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*, Yale University Press.

YU, Jianfeng y Yu YUAN (2011), «Investor sentiment and the mean-variance relation», *Journal of Financial Economics*, vol. 100, págs. 367-381.

# **Análisis del comportamiento de los precios de los derechos de suscripción preferente en las últimas ampliaciones de capital en España**

**Eudald Canadell Casanova y Jesús González Redondo (\*)**

(\*) Eudald Canadell Casanova y Jesús González Redondo son, respectivamente, director y técnico del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV (Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales).



# 1 Introducción y conclusiones básicas

Los derechos de suscripción asignados a los accionistas en las ampliaciones de capital de las empresas cotizadas pueden comprarse o venderse en el mercado bursátil durante el periodo de ampliación, igual que las acciones de la compañía. Así pues, los inversores interesados en entrar en el capital de una empresa o ampliar su participación tienen dos alternativas: comprar a precios de mercado acciones que ya están en circulación o comprar a precios de mercado derechos de suscripción para adquirir después acciones nuevas al precio de emisión previamente fijado por la compañía.

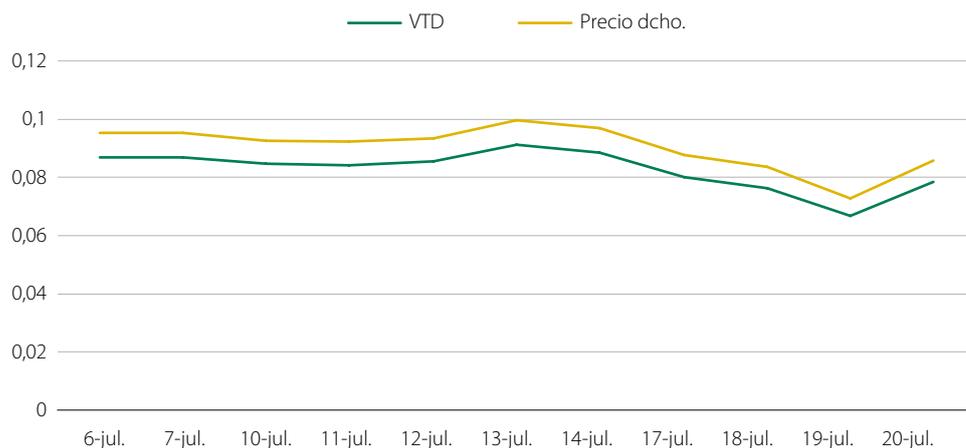
En un mercado ideal (eficiente y sin fricciones, o en todo caso con fricciones equivalentes en ambos escenarios —por ejemplo, con costes de transacción equivalentes—), no deberían generarse oportunidades de arbitraje, ya que el precio de mercado de los derechos de suscripción preferente debería coincidir con el valor teórico de dichos derechos que se derivase del precio de mercado de las acciones. Sin embargo, en los mercados reales tales oportunidades existen en mayor o menor medida y, desde la perspectiva del supervisor, puede tener interés analizar si son o no excesivas y, en el primer caso, si pueden corregirse, porque podrían estar produciéndose problemas de asimetría informativa, incluso conductas de abuso de mercado, o guardar relación con el modo en que actúan las entidades depositarias.

En este artículo se evalúa la diferencia entre el precio de los derechos de suscripción y su valor teórico en las principales ampliaciones de capital con derechos de suscripción preferente para los accionistas que han tenido lugar en el mercado español en el periodo comprendido entre diciembre de 2015 y julio de 2017. El objetivo del estudio es averiguar el efecto de la posible venta masiva en la fase final de estos procesos de ampliación de capital cuando los custodios de los derechos carecen de instrucciones remitidas por el cliente, con el fin de determinar si dicha venta podría haber resultado en situaciones perjudiciales para los pequeños accionistas.

El estudio arroja la conclusión de que en ningún caso se observan desajustes significativos entre el precio de los derechos y su valor teórico, aunque en casi todos los casos estudiados (con una sola excepción) el precio de los derechos se mantiene siempre ligeramente por encima del valor teórico durante el periodo de ampliación. Esta situación puede considerarse beneficiosa en términos generales para los accionistas con intención de vender sus derechos. El hecho de que su precio cotice generalmente por encima de su valor teórico se explicaría interpretando dichos derechos como una opción de compra sobre las acciones, con lo que la diferencia positiva equivaldría al valor temporal de la opción, de la que se conoce el precio de ejercicio, que es el de emisión de las nuevas acciones.

En la mayor parte de los casos estudiados (las ampliaciones de mayor volumen), el análisis se ha llevado a cabo para todas las negociaciones realizadas en el periodo y

### Evolución del VTD y precio del dcho. Banco Santander

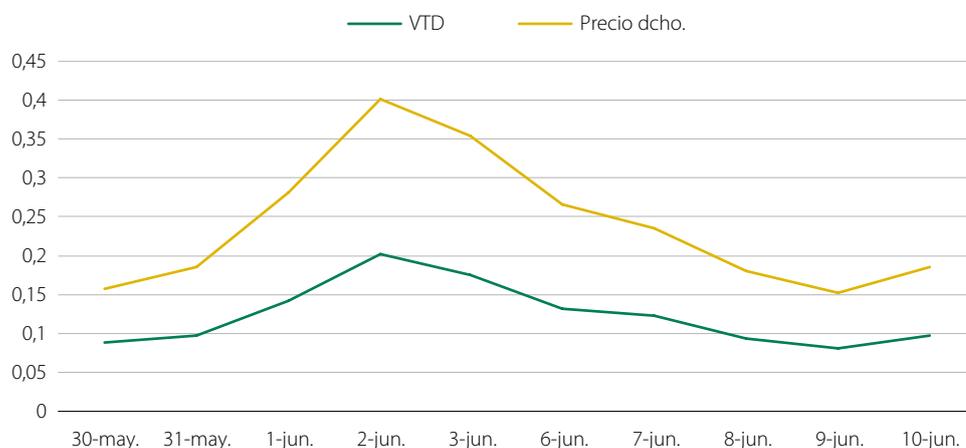


no solo para las de cierre de sesión. La muestra incluye las siguientes entidades: Banco Santander (julio de 2017; con la ampliación más importante en volumen y número de accionistas minoritarios), Banco Popular (mayo de 2016), FCC (febrero de 2016), Hispania (mayo de 2016), Sniace (mayo de 2016), Lar España (julio de 2016) y Realia (diciembre de 2016 y 2017).

A modo de ejemplo, junto al análisis basado en todas las operaciones contratadas para el valor en el caso de las ampliaciones de mayor volumen y en los precios de cierre para el resto, se ofrece una ilustración gráfica del comportamiento intradía en las sesiones de contratación en el periodo de ejercicio de los derechos para una muestra de cuatro empresas: Banco Santander, Banco Popular, Hispania y Sniace.

Como ya se ha observado, del análisis de la operativa en el mercado (y su representación gráfica) no se desprenden desajustes relevantes entre el precio de mercado del derecho y su valor teórico, con lo que puede concluirse que en las últimas ampliaciones no se han producido situaciones relacionadas con la actuación descrita que hayan podido perjudicar significativamente a los pequeños accionistas.

### Evolución del VTD y precio del dcho. Banco Popular



## 2 Ampliaciones de capital en los mercados de valores españoles

A partir de la información disponible en la CNMV, se ha tomado una muestra de las principales ampliaciones de capital<sup>1</sup> con negociación de derechos de suscripción preferente que han tenido lugar en el mercado español en el periodo comprendido entre diciembre de 2015 y julio de 2017. He aquí la relación de estas ampliaciones y sus importes:

Sociedad	Fecha ampliación	Importe efectivo (mill. €)
Realia Business, S. A.	Diciembre de 2015	88,96
FCC, S. A. (Fomento)	Febrero de 2016	709,52
Sniace, S. A.	Mayo de 2016	15,6
Hispania Activos Inmob. (SOCIMI)	Mayo de 2016	230,7
Banco Popular Español	Junio de 2016	2.505,5
Lar España Real Estate S. A. (SOCIMI)	Julio de 2016	147,2
Realia Business, S. A.	Diciembre de 2016	147,2
Banco Santander	Julio de 2017	7.072,4

Cuando se produce una ampliación de capital, el titular de los derechos de suscripción preferente tiene tres opciones:

- i) Acudir a la ampliación suscribiendo acciones en proporción a los derechos de que dispone. También es posible acudir parcialmente vendiendo los derechos sobrantes en el mercado, o bien suscribir acciones en mayor proporción que los derechos disponibles, para lo que será necesario adquirir derechos adicionales en el mercado.
- ii) Vender los derechos en el mercado durante el periodo de la ampliación.
- iii) No hacer nada, en cuyo caso la entidad en la que se encuentran depositados los derechos procederá a la venta de los mismos en el mercado. Lo habitual es que esta venta tenga lugar en los últimos días del periodo de ampliación.

Los accionistas habitualmente tienen depositados sus valores en una entidad financiera, que se encarga de comunicar a sus clientes las operaciones relacionadas con los valores en ella depositados (ampliaciones de capital, opas, cobro de dividendos, etcétera). Así, los contratos estándar de custodia y administración de valores establecen cláusulas que facultan a la entidad para realizar todos los actos y operaciones inherentes a la administración de los valores u otros instrumentos financieros, con la finalidad de que estos conserven los derechos que les correspondan de acuerdo con las disposiciones legales. Entre estas operaciones, la entidad se ocupará de comunicar a sus clientes todas aquellas de carácter voluntario o potestativo en relación

---

1 Se han excluido todas las ampliaciones con un importe efectivo inferior a 10 millones de euros. Asimismo, se han excluido, por poco representativas, algunas ampliaciones que, a pesar de realizarse con derecho de suscripción preferente para el accionista, fueron suscritas por un único inversor o un reducido número de inversores.

con los valores depositados, así como de solicitar las instrucciones oportunas, que la entidad deberá recibir con la antelación que ella misma indique en cada caso, de modo que las operaciones puedan ser cumplimentadas en tiempo y forma<sup>2</sup>.

En el caso de los derechos de suscripción preferente, de no recibir la entidad instrucciones expresas del cliente, esta queda expresa e irrevocablemente facultada para vender los derechos de suscripción no ejercitados antes de su finalización si estos fueran negociables y hubiese mercado, así como los derechos de suscripción sobrantes.

### 3 Metodología

Dado que tanto los derechos de suscripción como las propias acciones cotizan a lo largo de toda sesión bursátil, es posible disponer de datos de precios para todas las sesiones del periodo de negociación. Así pues, a pesar de la gran cantidad de datos y de la complejidad en su manipulación, en todas las ampliaciones de mayor volumen se ha llevado a cabo un análisis detallado (que incluye todas las operaciones sobre estos valores) de todas las negociaciones realizadas en el periodo y no solo de las de cierre de sesión. Se trata de las ampliaciones llevadas a cabo por las siguientes empresas: Banco Santander (julio de 2017), con la ampliación más importante en volumen y número de accionistas minoritarios; Banco Popular (mayo de 2016); FCC (febrero de 2016); Hispania (mayo de 2016), y Sniace (mayo de 2016). Para el resto —Lar España (julio de 2016) y Realia (diciembre de 2016 y 2017)—, por simplicidad en el cálculo, se han tomado datos de precios de cierre de los derechos y de la propia acción a lo largo de aquellos días en los que se han negociado los derechos de cada una de las ampliaciones de capital.

Con la información de las condiciones establecidas en estas ocho ampliaciones, se ha calculado para el primer grupo el valor teórico de los derechos de suscripción en todos los momentos en los que han existido negociaciones y, para el segundo, al cierre de cada una de las sesiones.

En un mercado eficiente el precio de mercado del derecho debería coincidir con el de su valor teórico. De este modo, para el inversor el coste de comprar acciones de una compañía debería ser igual o similar independientemente de que lo haga comprando acciones en circulación en el mercado o acudiendo a la ampliación de capital para adquirir los derechos necesarios. En otro caso, en el mercado se produciría un potencial arbitraje del que podrían beneficiarse los inversores mejor informados.

No obstante, hay que tener en cuenta que puede haber factores, como el coste de las operaciones (comisiones) o el tratamiento fiscal, que desincentiven el arbitraje si los beneficios son muy limitados. Esta situación podría producir cierto desajuste entre el valor teórico del derecho de suscripción y su precio de mercado.

---

2 Lo habitual es que las entidades soliciten que las instrucciones oportunas les sean transmitidas, como mínimo, con un margen de dos días hábiles de negociación en el mercado en el que coticen los derechos antes de la finalización de la operación de que se trate, para que estas puedan ser cumplimentadas dentro de los plazos señalados.

## 4 Resultados

Los resultados del análisis (ver Anexo) muestran que en la mayoría de los casos (con una sola excepción) la diferencia entre el precio de mercado del derecho de suscripción y su valor teórico es positiva, lo que favorece a los accionistas de las propias compañías, puesto que pueden vender sus derechos por un importe superior al teórico. No obstante, en términos cuantitativos esta diferencia es pequeña, por lo que los costes de ejecución (comisiones) reducirían a importes muy limitados los beneficios potenciales de un arbitraje. En términos estadísticos la diferencia es no significativa.

Por otra parte, la cuantía del desajuste entre ambos precios no se mantiene estable a lo largo del tiempo y tampoco sigue un patrón temporal, por lo que no se puede concluir que el beneficio del posible arbitraje desaparezca o se incremente a lo largo del tiempo.

## 5 Ampliación de capital del Banco Santander

La reciente ampliación de capital del Banco Santander, en julio de 2017, fue singular por sus características, puesto que el valor de la operación superó los 7.000 millones de euros, en una entidad que contaba con más de 4 millones de accionistas<sup>3</sup>, de los cuales más de 3,5 millones eran minoristas con una participación agregada en el capital social del 38,66%. Se trata, por tanto, de un caso particularmente interesante no solo por su volumen sino por la implicación de un elevado número de inversores minoristas.

La siguiente tabla recoge los resultados individuales del análisis para el Banco Santander<sup>4</sup>:

Fecha	Precio mercado DSP	Valor teórico DSP	Diferencia: mercado - valor teórico DSP
06/07/2017	0,0954	0,0869	0,00840
07/07/2017	0,0952	0,0869	0,00830
10/07/2017	0,0927	0,0846	0,00811
11/07/2017	0,0922	0,0843	0,00792
12/07/2017	0,0935	0,0854	0,00802
13/07/2017	0,0997	0,0912	0,00851
14/07/2017	0,0969	0,0885	0,00833
17/07/2017	0,0876	0,0801	0,00745
18/07/2017	0,0836	0,0764	0,00727
19/07/2017	0,0728	0,0667	0,00605
20/07/2017	0,0857	0,0784	0,00735

3 Según datos del Banco Santander a julio de 2017, el número de accionistas se distribuía en los tramos con menor número de acciones de este modo: entre 1-200, 2.537.042 accionistas; entre 201-1.000, 719.593 accionistas, y entre 1.001-3.000, 414.535 accionistas.

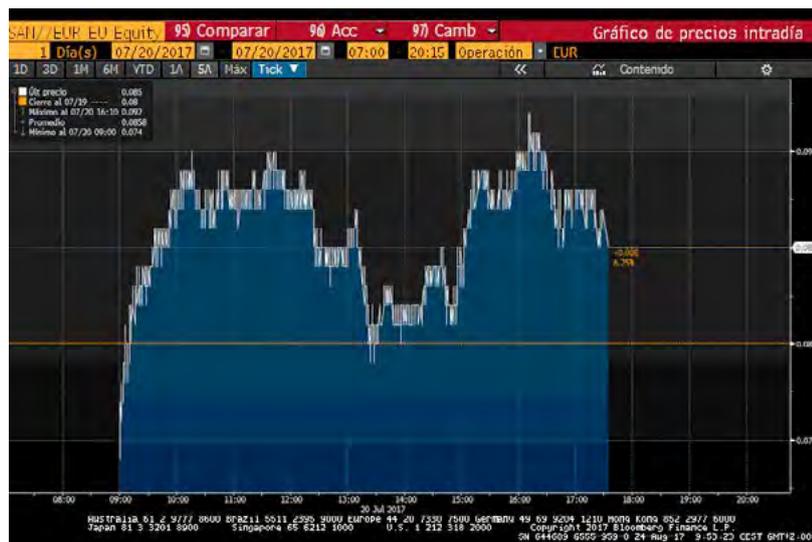
4 Se consideran datos de precios de cierre para cada una de las sesiones.

Los datos muestran que a lo largo de todas las sesiones el precio de los derechos del Banco Santander estaba muy próximo a su valor teórico, lo que dificultaba cualquier tipo de arbitraje, siendo la diferencia positiva.

Este pequeño desajuste se mantuvo relativamente estable a lo largo de todo el periodo de la ampliación, lo que, una vez más, habría desincentivado cualquier potencial arbitraje. Aun así, un inversor informado podría haber hecho uso de cualquier posibilidad de arbitraje, por pequeña que fuera.

Las oportunidades de arbitraje podrían haberse incrementado el último día de negociación de los derechos, puesto que las entidades de custodia de los valores pusieron a la venta en el mercado todos los derechos para los que no contaban con ningún tipo de instrucción por parte de sus clientes, fundamentalmente minoristas. Esta venta masiva de derechos en un periodo de tiempo muy corto podría haber generado una caída significativa de los precios y desencadenado desajustes transitorios importantes con respecto al valor teórico. Sin embargo, el análisis gráfico de la evolución de las cotizaciones de los derechos a lo largo del último día de negociación (20 de julio de 2017) no muestra que se produjeran tales desajustes.

### Evolución de la cotización intradía de los derechos de suscripción del Banco Santander



Fuente: Bloomberg.

## Evolución de la cotización intradía de las acciones del Banco Santander



Fuente: Bloomberg.

Como se puede observar en ambos gráficos, la evolución de la cotización transcurrió en paralelo durante toda la jornada. El precio de los derechos de suscripción a lo largo del tiempo recoge los ajustes derivados del cambio en su valoración como consecuencia de los movimientos de la propia acción. Así, ni siquiera en las primeras horas de la sesión (que es cuando las entidades ponen a la venta un importante número de derechos de aquellos clientes de los que no han recibido instrucciones) se observa un desajuste significativo, y los precios inferiores se corresponden con un descenso de las cotizaciones en el mercado.

Por otro lado, como se observa en los citados gráficos, los derechos de suscripción preferente del Banco Santander cotizaron en el mercado sistemáticamente por encima de su valor teórico.

Una explicación de la situación descrita anteriormente es que se pueden considerar los derechos de suscripción preferente como opciones de compra (*call*) sobre la acción, de las cuales se conoce su precio de ejercicio, que es el precio de emisión de las nuevas acciones.

Así, los inversores tienen dos opciones:

- Comprar la acción directamente en el mercado al precio al que cotiza. Esta opción es la más barata, pero implica desembolsar el total del coste de la acción y estar sometido al riesgo de mercado durante todo el periodo de la ampliación.
- Comprar el derecho de suscripción preferente en el mercado durante la ampliación. Esta opción es la más cara, pero permite al comprador saber qué precio acabará pagando por la acción cuando finalice la ampliación (pagará el precio de emisión más el coste de los derechos de suscripción), así como desistir de la operación en caso de que el precio de la acción caiga. Además, podrá volver a vender el derecho en el mercado antes de que finalice la ampliación si

la evolución del subyacente no es la esperada, con lo que limitaría su pérdida potencial.

Por tanto, puesto que durante el periodo de la ampliación de capital el derecho de suscripción preferente funciona como una opción de compra, existen dos componentes en su precio: el valor teórico y el valor temporal (no incluido en el anterior).

## 6 Conclusiones

En ningún caso se observan desajustes relevantes entre el precio de los derechos en el mercado y su valor teórico. De hecho, en prácticamente todos los casos (con una sola excepción), la diferencia es sistemáticamente positiva a favor de los accionistas de las compañías que podrían haber vendido sus derechos en el mercado por encima de su valor teórico. Esta diferencia positiva puede interpretarse como el valor temporal de la opción de compra implícitamente incorporado en los derechos de suscripción preferente.

Ahora bien, a pesar de esta circunstancia, la cuantía del desajuste y del potencial beneficio solo sería relevante en términos agregados si se dispusiera de un número elevado de derechos, por lo que un inversor minorista informado puede no hacer nada a lo largo del periodo de la ampliación. En tal caso, el inversor preferiría esperar a que fuese la propia entidad la que se encargara de vender los derechos en las últimas sesiones, debido a que los costes asociados a la venta y los costes de oportunidad de la operación no superan el potencial beneficio que se obtendría con la venta de los derechos en el mercado.

Asimismo, en el caso de los desajustes transitorios, su cuantía es tan pequeña que los costes de transacción reducirían el posible beneficio al mínimo.

Finalmente, se ha observado que el patrón descrito se mantiene también en las últimas sesiones de los periodos de suscripción, a pesar de la mayor actividad de venta de derechos de suscripción que suele tener lugar en ellos como consecuencia de la falta de instrucciones expresas de parte de los accionistas.

## 7 Anexo

Valor / Fecha ampliación	Precio Mercado DSP media sesión	Valor teórico DSP media sesión	Diferencia: mercado - valor teórico DSP
<b>BANCO SANTANDER</b>			
06/07/2017	0,0954	0,0869	0,00840
07/07/2017	0,0952	0,0869	0,00830
10/07/2017	0,0927	0,0846	0,00811
11/07/2017	0,0922	0,0843	0,00792
12/07/2017	0,0935	0,0854	0,00802
13/07/2017	0,0997	0,0912	0,00851
14/07/2017	0,0969	0,0885	0,00833
17/07/2017	0,0876	0,0801	0,00745
18/07/2017	0,0836	0,0764	0,00727
19/07/2017	0,0728	0,0667	0,00605
20/07/2017	0,0857	0,0784	0,00735
<b>BANCO POPULAR</b>			
30/05/2016	0,1575	0,0878	0,06974
31/05/2016	0,1859	0,0979	0,08802
01/06/2016	0,2811	0,1418	0,13931
02/06/2016	0,4012	0,2014	0,19988
03/06/2016	0,3542	0,1751	0,17914
06/06/2016	0,2664	0,1315	0,13490
07/06/2016	0,2354	0,1233	0,11212
08/06/2016	0,1797	0,0938	0,08596
09/06/2016	0,1521	0,0808	0,07134
10/06/2016	0,1853	0,0970	0,08825
<b>HISPANIA ACTIVOS SOCIMI</b>			
16/05/2016	1,3305	0,6793	0,65118
17/05/2016	0,9086	0,6835	0,22514
18/05/2016	0,8612	0,6619	0,19928
19/05/2016	0,7318	0,5602	0,17152
20/05/2016	0,7387	0,5703	0,16839
23/05/2016	0,8344	0,6362	0,19815
24/05/2016	0,7991	0,6142	0,18492
25/05/2016	0,7321	0,5632	0,16889
26/05/2016	0,7410	0,5693	0,17179
27/05/2016	0,7471	0,5739	0,17320
<b>SNIACE</b>			
05/05/2016	0,1403	0,0942	0,04616
06/05/2016	0,1097	0,0833	0,02647
09/05/2016	0,0823	0,0620	0,02028
10/05/2016	0,1001	0,0758	0,02427
11/05/2016	0,1123	0,0877	0,02456
12/05/2016	0,1065	0,1509	-0,04440
13/05/2016	0,0971	0,0786	0,01847
16/05/2016	0,0800	0,0722	0,00775
17/05/2016	0,0389	0,0638	-0,02489
18/05/2016	0,0379	0,0798	-0,04185
19/05/2016	0,0503	0,1447	-0,09437

Nota: Estimaciones realizadas utilizando media precios de toda la sesión.

Valor / Fecha ampliación	Precio Mercado DSP cierre	Valor teórico DSP cierre	Diferencia: mercado - valor teórico DSP
<b>REALIA BUSINESS</b>			
16/12/2015	0,0520	0,0278	0,02415
17/12/2015	0,0360	0,0262	0,00979
18/12/2015	0,0690	0,0409	0,02806
21/12/2015	0,0700	0,0426	0,02742
22/12/2015	0,0710	0,0458	0,02515
23/12/2015	0,0720	0,0458	0,02615
24/12/2015	0,0720	0,0458	0,02615
28/12/2015	0,0720	0,0458	0,02615
29/12/2015	0,0740	0,0491	0,02488
30/12/2015	0,0900	0,0557	0,03433
<b>FOMENTO (FCC)</b>			
12/02/2016	0,1750	0,1373	0,03765
15/02/2016	0,1880	0,1536	0,03442
16/02/2016	0,1800	0,1249	0,05514
17/02/2016	0,1720	0,1308	0,04121
18/02/2016	0,1800	0,1286	0,05139
19/02/2016	0,1800	0,1317	0,04827
22/02/2016	0,1980	0,1405	0,05753
23/02/2016	0,1980	0,1389	0,05909
24/02/2016	0,1860	0,1327	0,05333
25/02/2016	0,1880	0,1317	0,05627
26/02/2016	0,1350	0,0961	0,03886
<b>LAR ESPAÑA SOCIMI</b>			
11/07/2016	0,7040	0,4791	0,22494
12/07/2016	0,7100	0,4923	0,21772
13/07/2016	0,6770	0,4758	0,20124
14/07/2016	0,6830	0,4692	0,21385
15/07/2016	0,5900	0,4097	0,18032
18/07/2016	0,5880	0,4064	0,18162
19/07/2016	0,6750	0,4658	0,20915
20/07/2016	0,6800	0,4642	0,21581
21/07/2016	0,7610	0,5121	0,24890
22/07/2016	0,8300	0,5418	0,28816
<b>REALIA BUSINESS II</b>			
06/12/2016	0,0140	0,0114	0,00258
07/12/2016	0,0130	0,0114	0,00158
08/12/2016	0,0140	0,0100	0,00401
09/12/2016	0,0160	0,0114	0,00458
12/12/2016	0,0160	0,0114	0,00458
13/12/2016	0,0170	0,0086	0,00844
14/12/2016	0,0170	0,0086	0,00844
15/12/2016	0,0150	0,0071	0,00786
16/12/2016	0,0150	0,0128	0,00216
19/12/2016	0,0130	0,0100	0,00301
20/12/2016	0,0130	0,0114	0,00158

Nota: Estimaciones realizadas utilizando precios de cierre.

## Ejemplo: Ampliación de capital del Banco Santander

Se analiza a continuación si la diferencia entre el precio de mercado de los derechos de suscripción preferente y su valor teórico, en el caso de la reciente ampliación de capital llevada a cabo por el Banco Santander, es distinta de cero. Para ello, se realiza un contraste para cada uno de los días de la ampliación, donde:

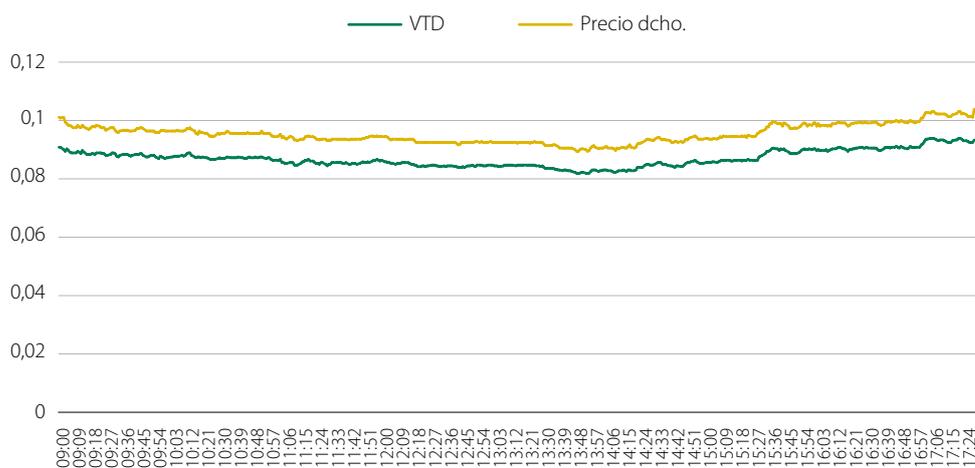
$H_0$ : la diferencia entre ambos valores,  $d$ , es igual a cero.

$H_1$ : la diferencia entre ambos valores,  $d$ , es distinta de cero.

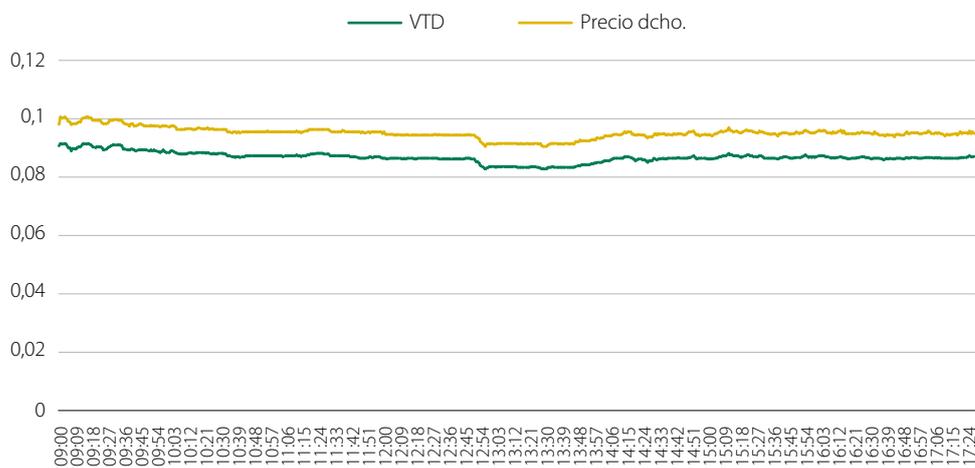
Fecha	$\bar{d}$ (Derecho-VTD)	t	t* (95 %)	Significatividad
06/07/2017	0,00840	426,000992	1,96	Sí
07/07/2017	0,00830	637,528966	1,96	Sí
10/07/2017	0,00811	629,324321	1,96	Sí
11/07/2017	0,00792	667,276323	1,96	Sí
12/07/2017	0,00802	809,11607	1,96	Sí
13/07/2017	0,00851	816,988925	1,96	Sí
14/07/2017	0,00833	636,49543	1,96	Sí
17/07/2017	0,00745	624,242457	1,96	Sí
18/07/2017	0,00727	506,424636	1,96	Sí
19/07/2017	0,00605	248,86055	1,96	Sí
20/07/2017	0,00735	349,388922	1,96	Sí

Nota técnica: Se contrasta si la diferencia entre el valor de los derechos en el mercado y su valor teórico es significativamente distinta de cero. Para ello, se toman dos muestras, la primera con los precios de los derechos en el mercado y la segunda con su valor teórico en el mismo momento. Se establece una hipótesis nula, según la cual no hay diferencias entre ambas muestras ( $H_0: d = 0$ ) y las diferencias observadas se deben únicamente al azar. La hipótesis alternativa ( $H_1: d \neq 0$ ) implica que la diferencia es estadísticamente significativa o que ambas muestras son realmente diferentes. La veracidad de dicha hipótesis puede ser contrastada mediante el test t de Student, cuyo contraste se basa en el estadístico  $t = \frac{\bar{d}}{\hat{S}_d} \sqrt{n}$ , donde  $\bar{d}$  denota la media de las diferencias entre ambos valores para la muestra y  $\hat{S}_d$  la cuasi varianza muestral de las diferencias. El resultado del estadístico t se contrasta con el de su distribución con un nivel de confianza del 95%, que se corresponde con un valor de  $t^* = 1,96$ . Si  $t < 1,96$ , aceptamos que no hay diferencias significativas entre ambos valores. En caso contrario, la diferencia es significativa a ese nivel de confianza.

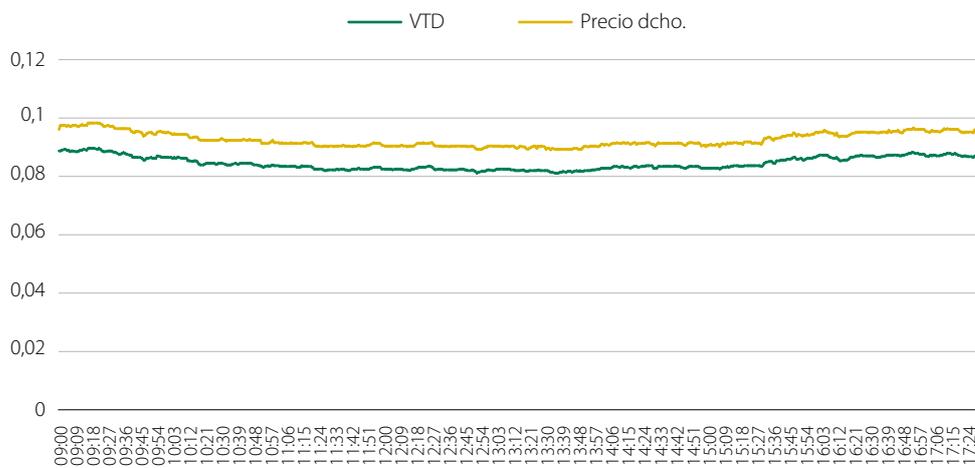
## Banco Santander: diferencia entre valor de mercado y valor teórico de los derechos de suscripción por días



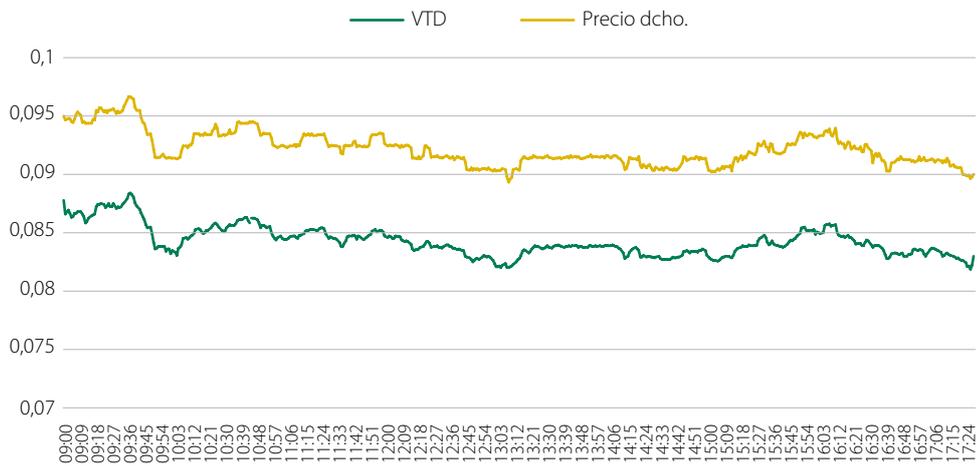
Banco Santander, día 6/Julio.



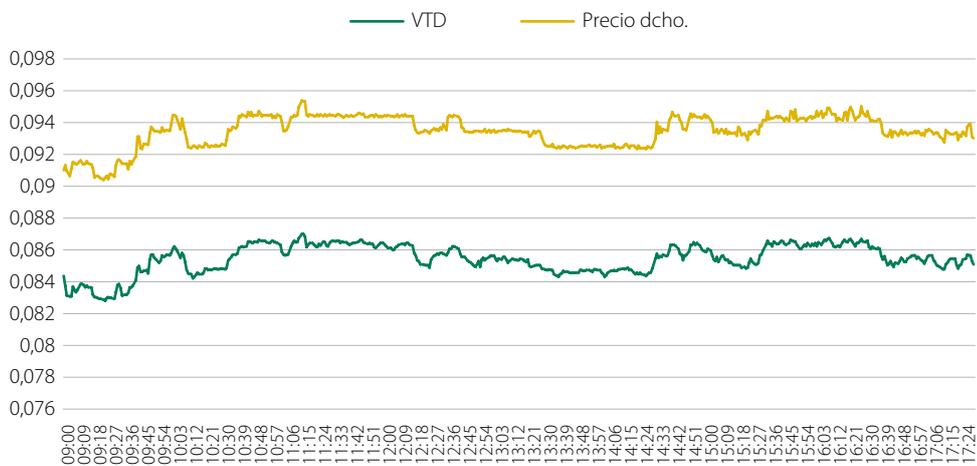
Banco Santander, día 7/Julio.



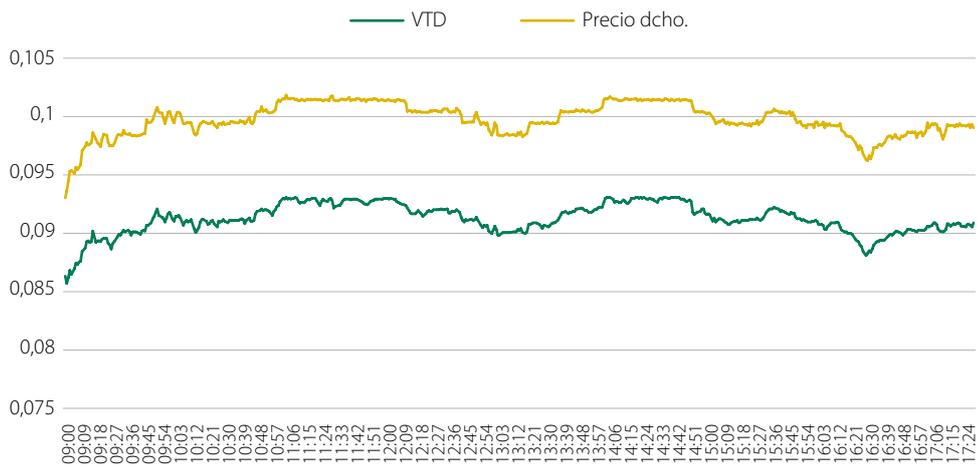
Banco Santander, día 10/Julio.



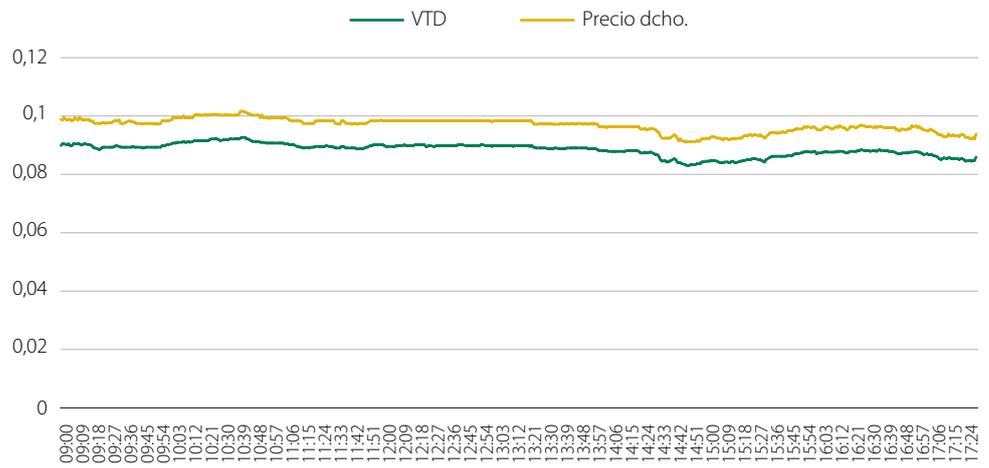
Banco Santander, día 11/Julio.



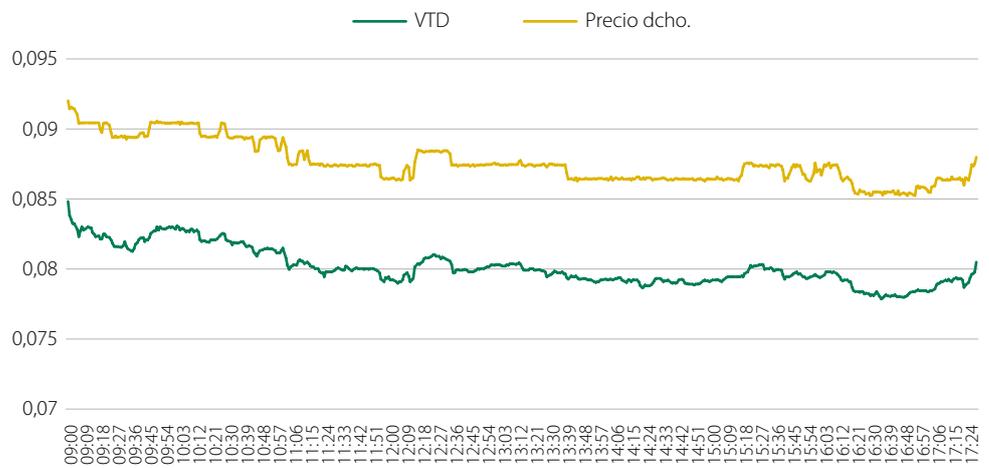
Banco Santander, día 12/Julio.



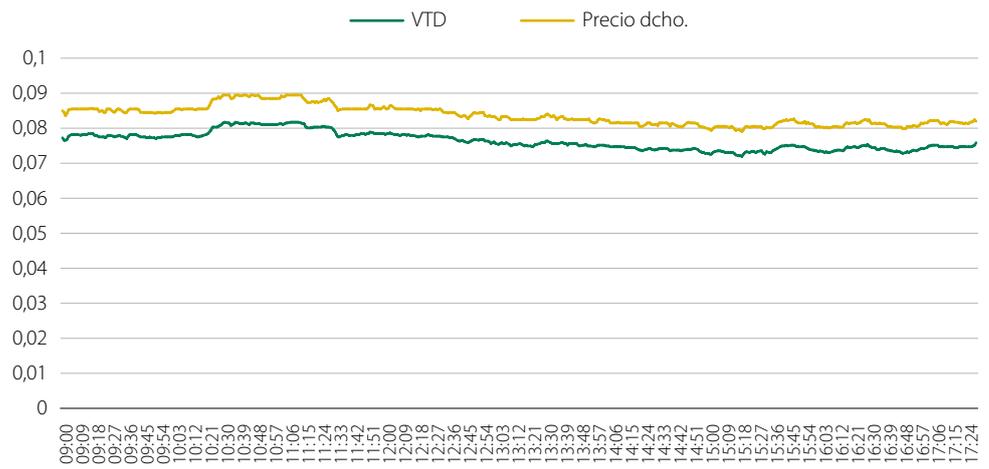
Banco Santander, día 13/Julio.



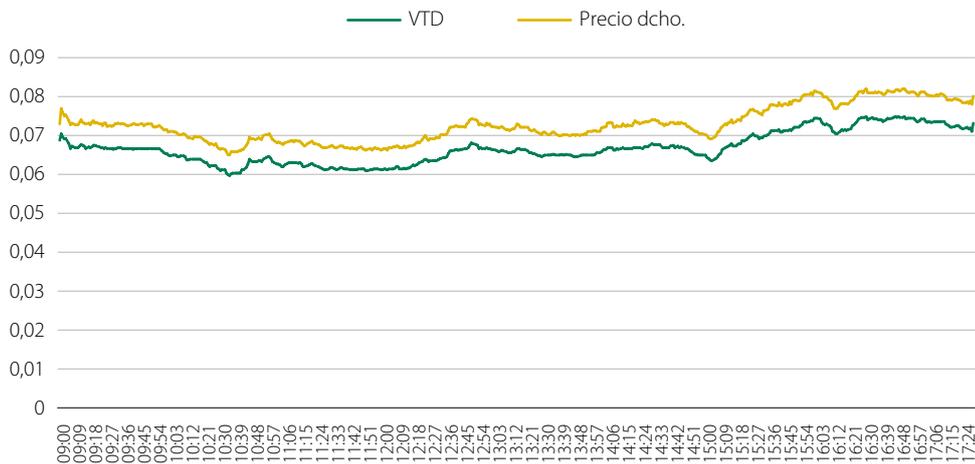
Banco Santander, día 14/Julio.



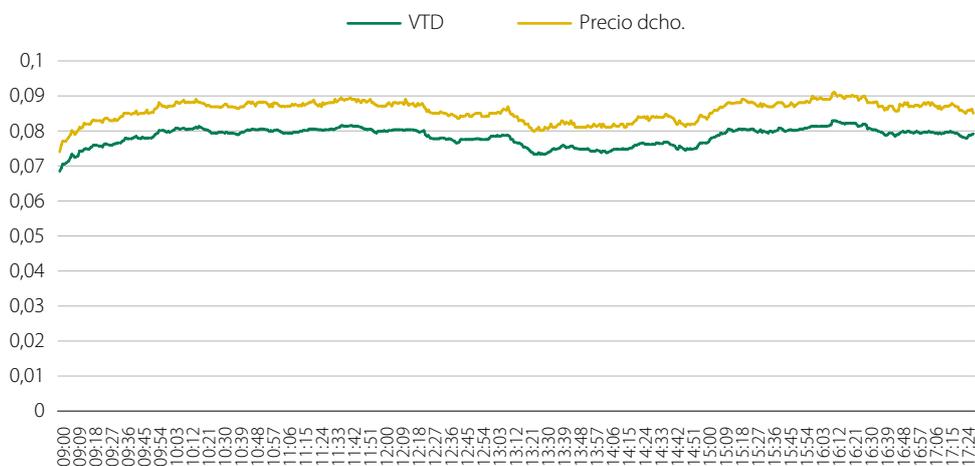
Banco Santander, día 17/Julio.



Banco Santander, día 18/Julio.



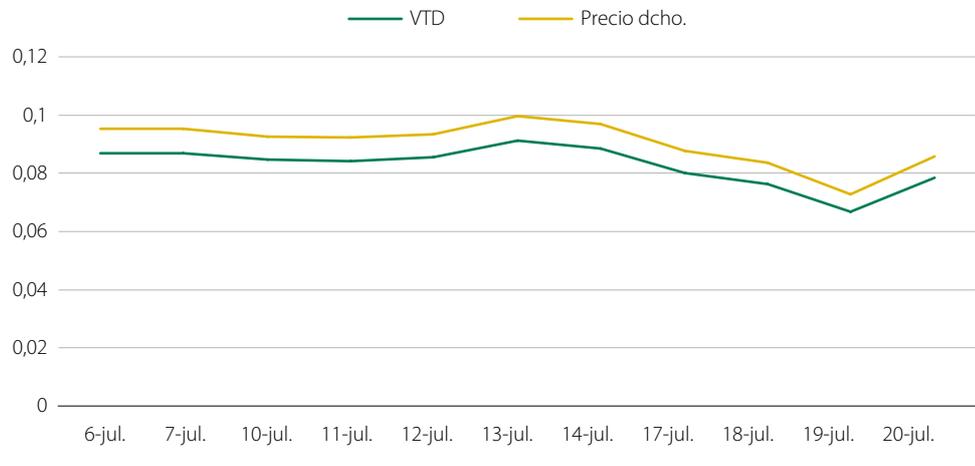
Banco Santander, día 19/Julio.



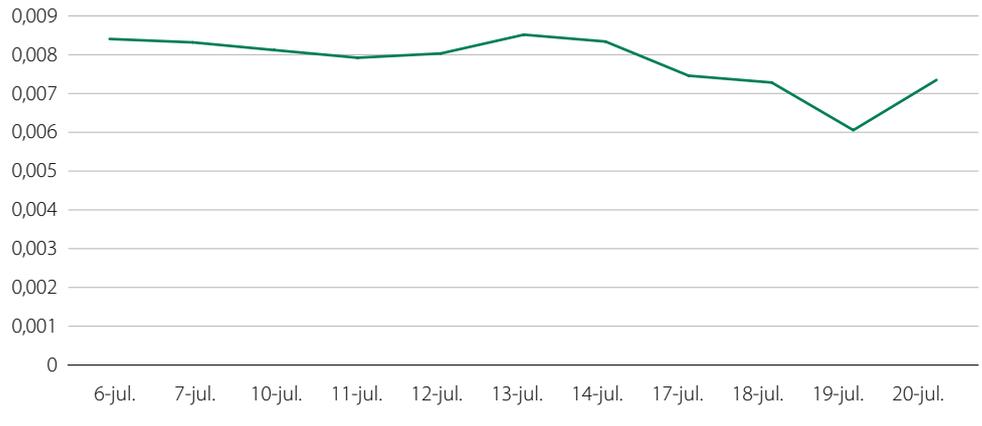
Banco Santander, día 20/Julio.

### Evolución del valor teórico y del precio de los derechos de suscripción del Banco Santander

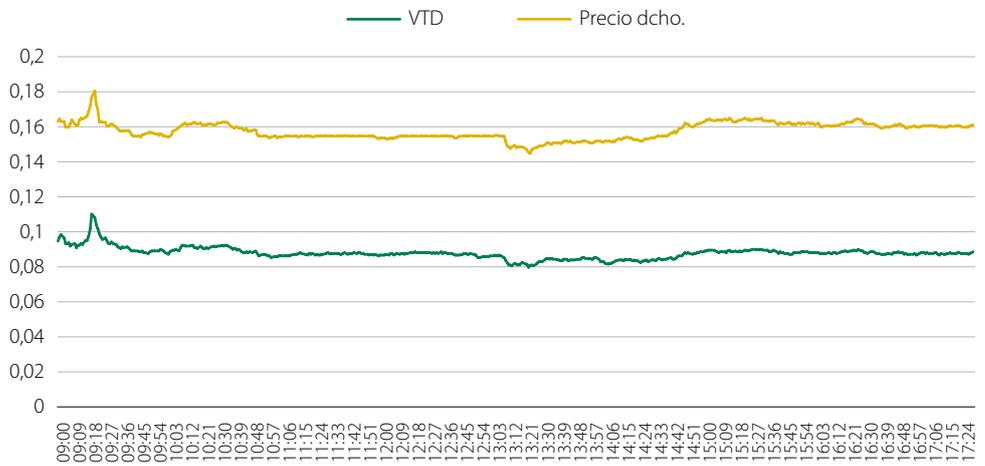
#### Evolución del VTD y precio del dcho. Banco Santander



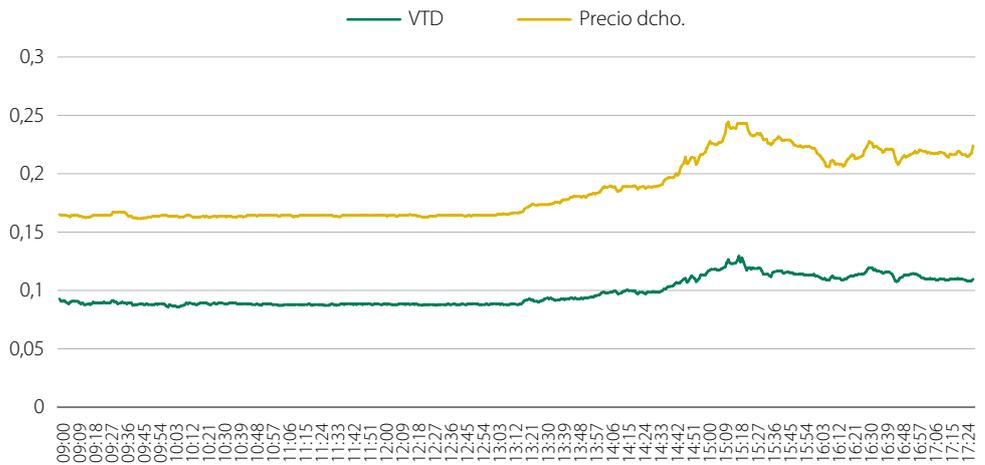
### Derecho-VTD



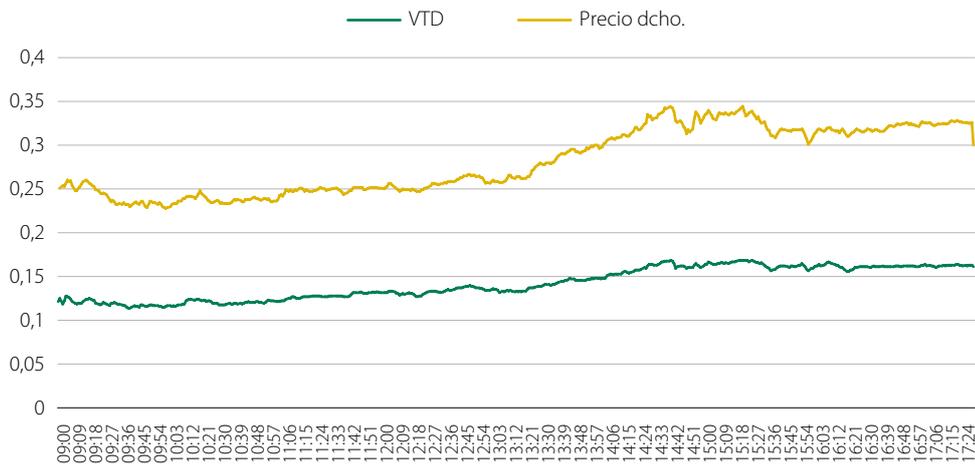
### Banco Popular: diferencia entre valor de mercado y valor teórico de los derechos de suscripción por días



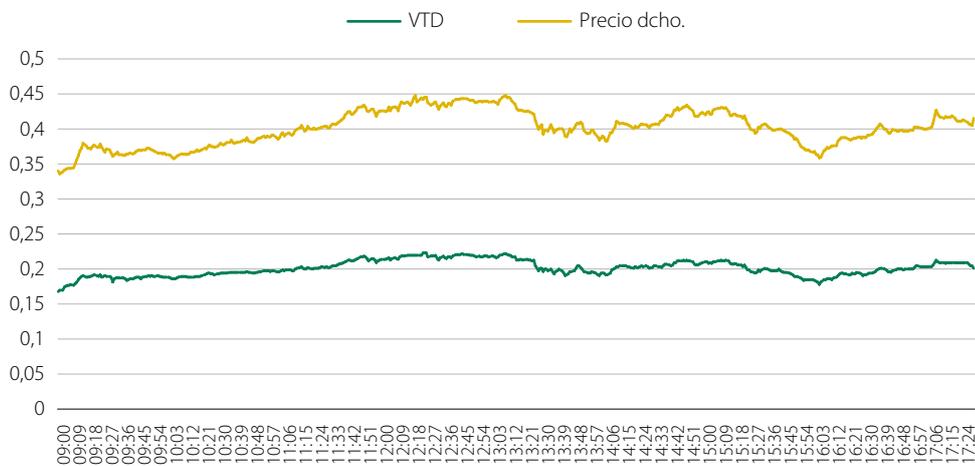
### Banco Popular, día 30/Mayo.



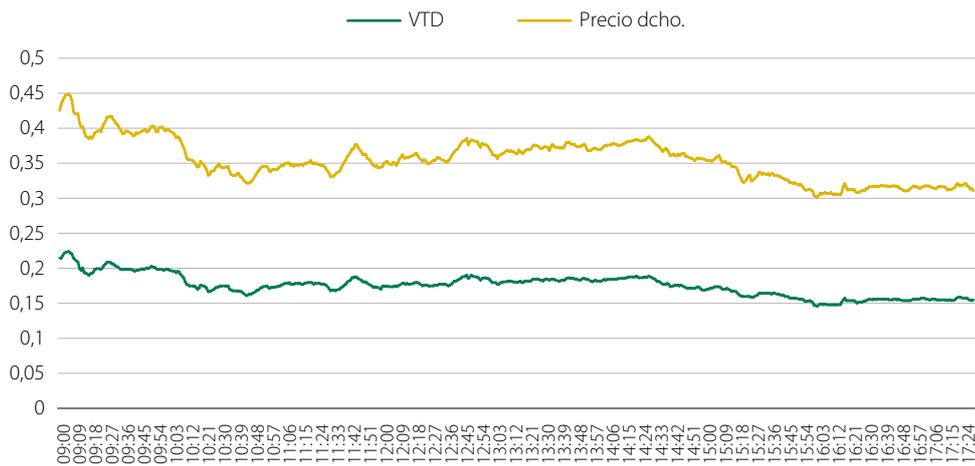
### Banco Popular, día 31/Mayo.



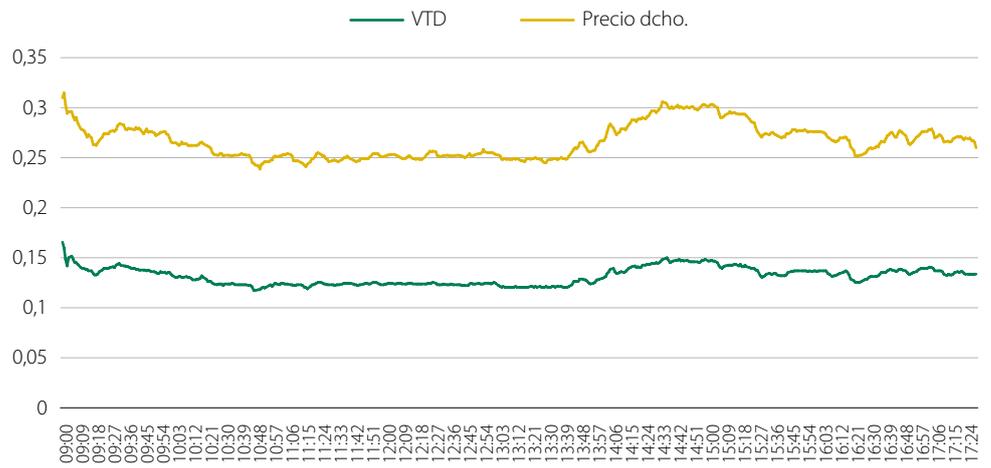
Banco Popular, día 1/Junio.



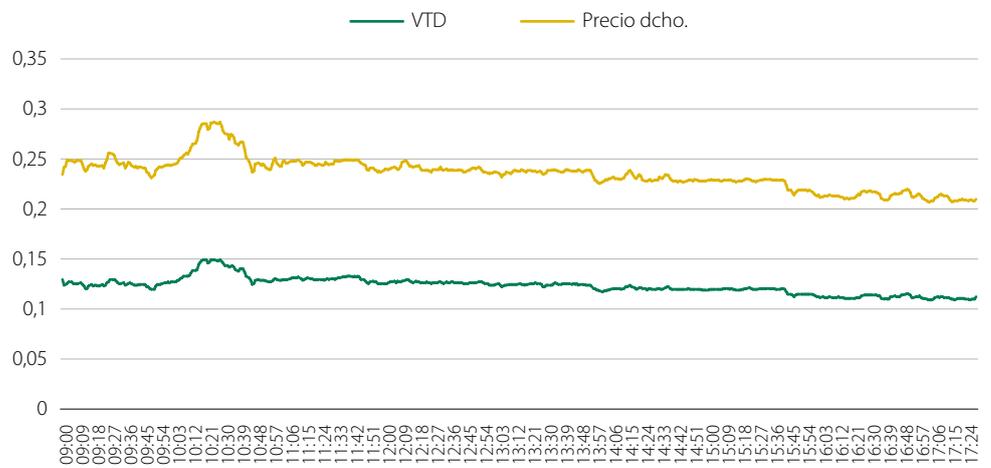
Banco Popular, día 2/Junio.



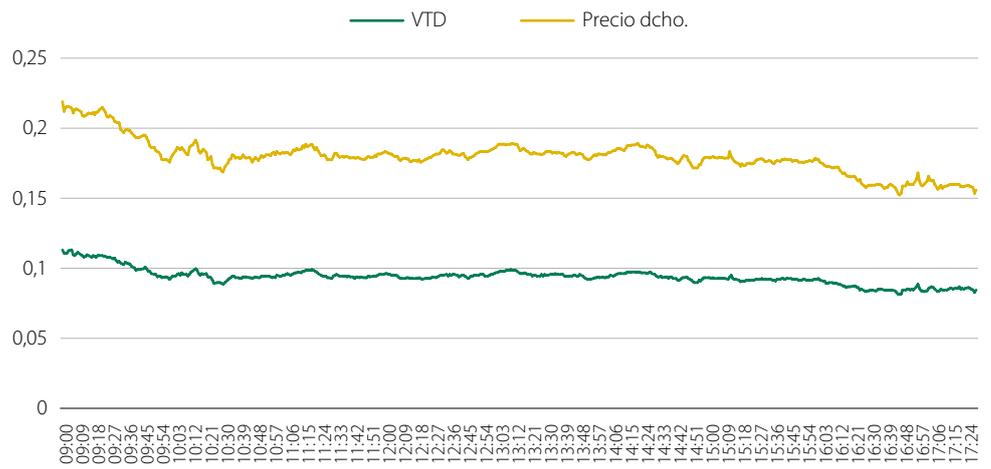
Banco Popular, día 3/Junio.



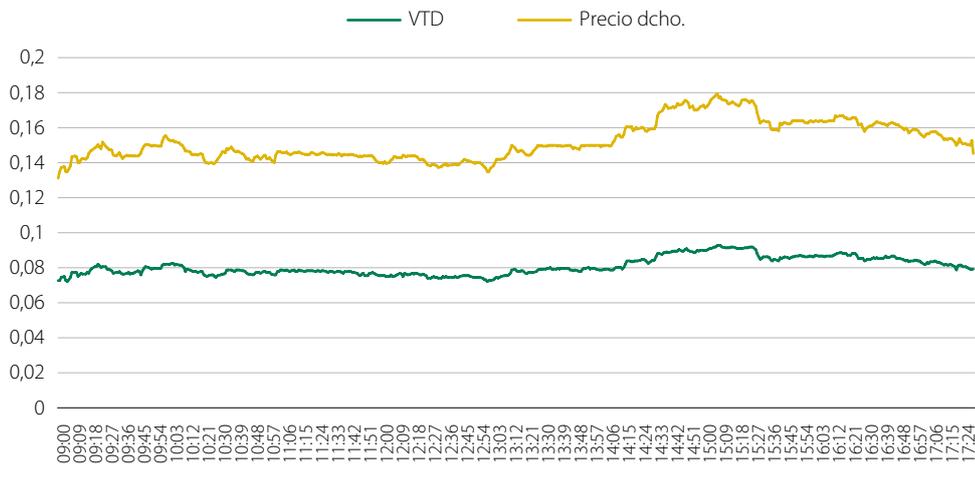
Banco Popular, día 6/Junio.



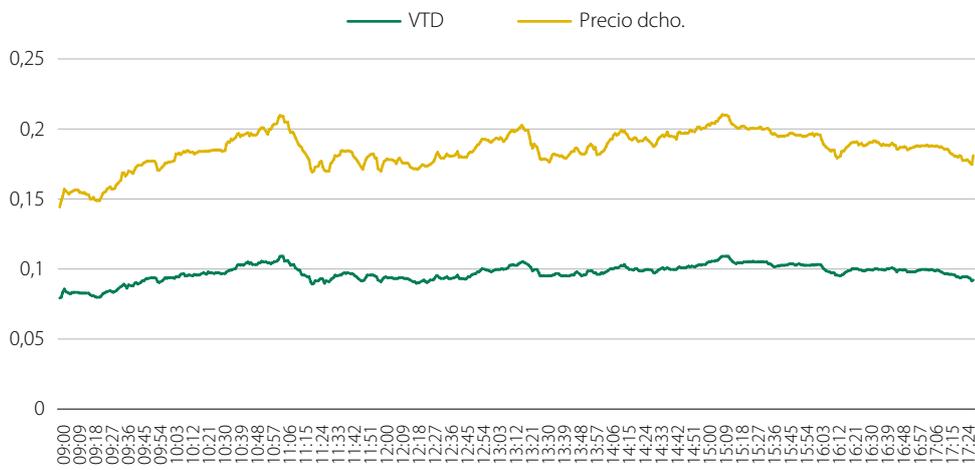
Banco Popular, día 7/Junio.



Banco Popular, día 8/Junio.



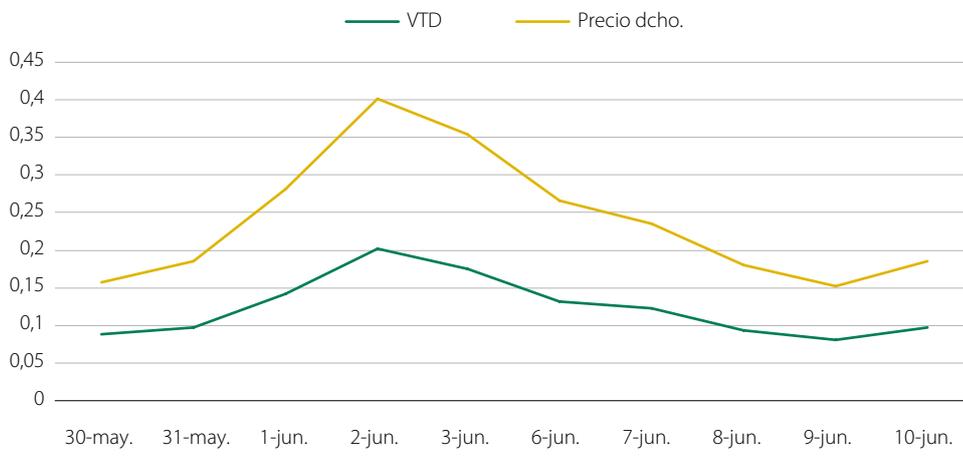
Banco Popular, día 9/Junio.



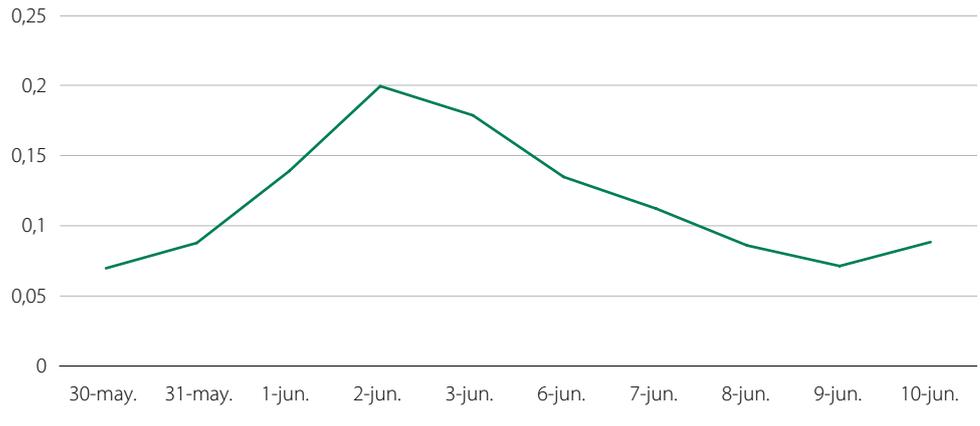
Banco Popular, día 10/Junio.

## Evolución del valor teórico y del precio de los derechos de suscripción del Banco Popular

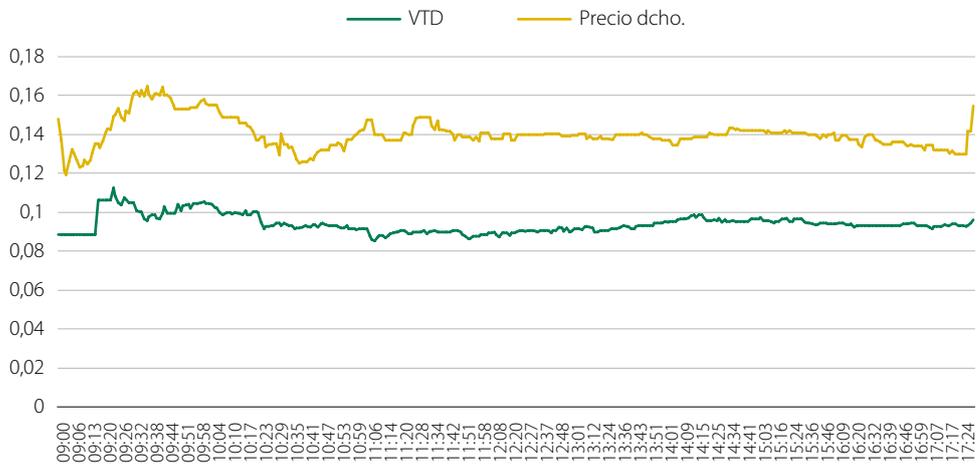
Evolución del VTD y precio del dcho. Banco Popular



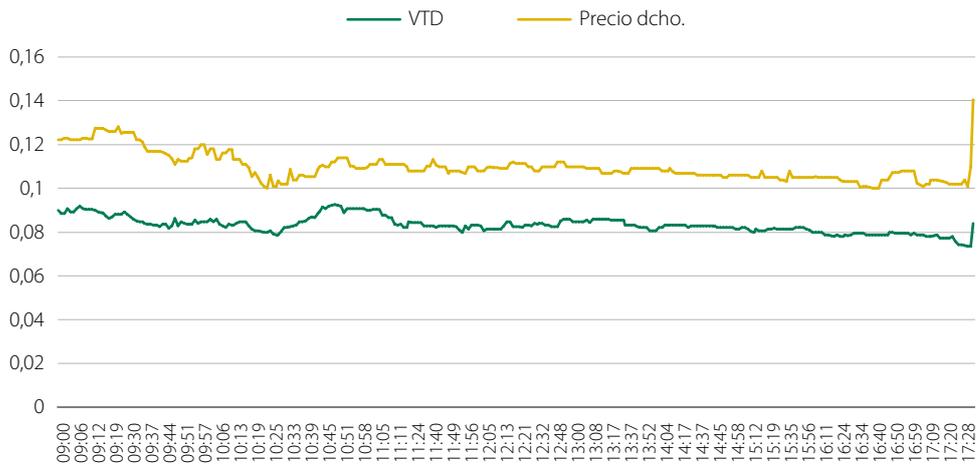
### Derecho-VTD



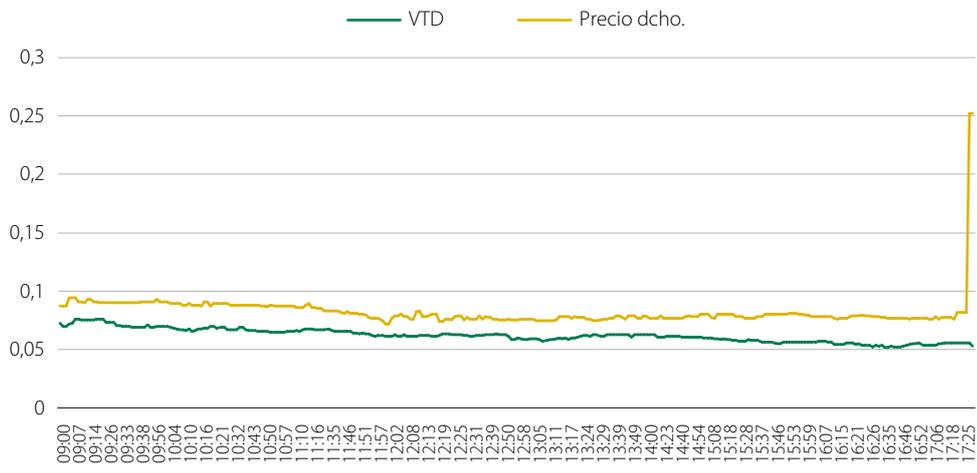
### SNIACE: diferencia entre valor de mercado y valor teórico de los derechos de suscripción por días



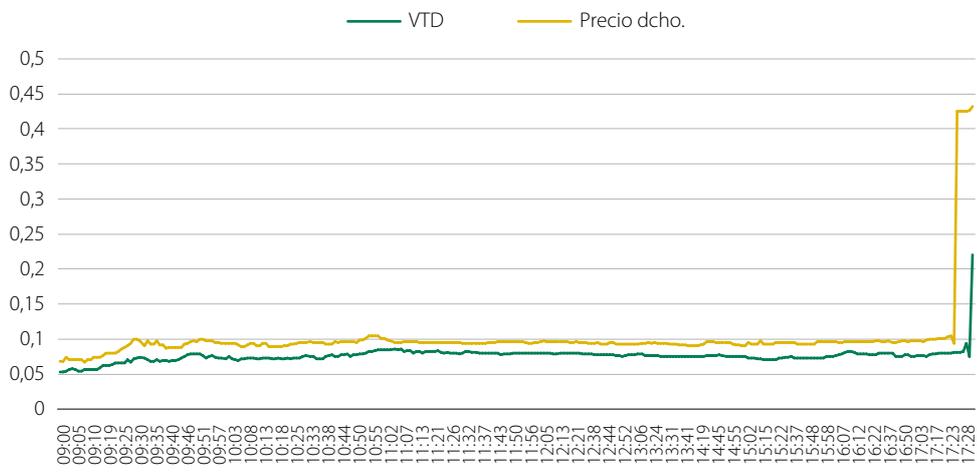
### SNIACE, día 5/Mayo.



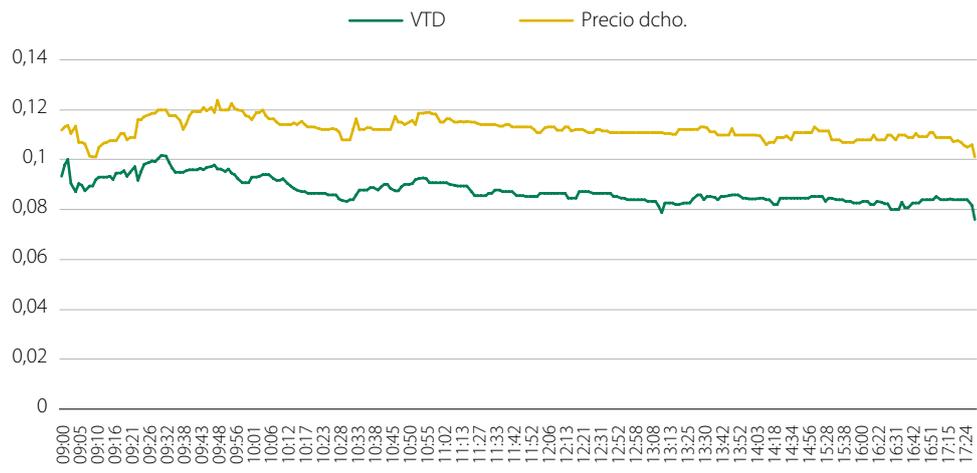
### SNIACE, día 6/Mayo.



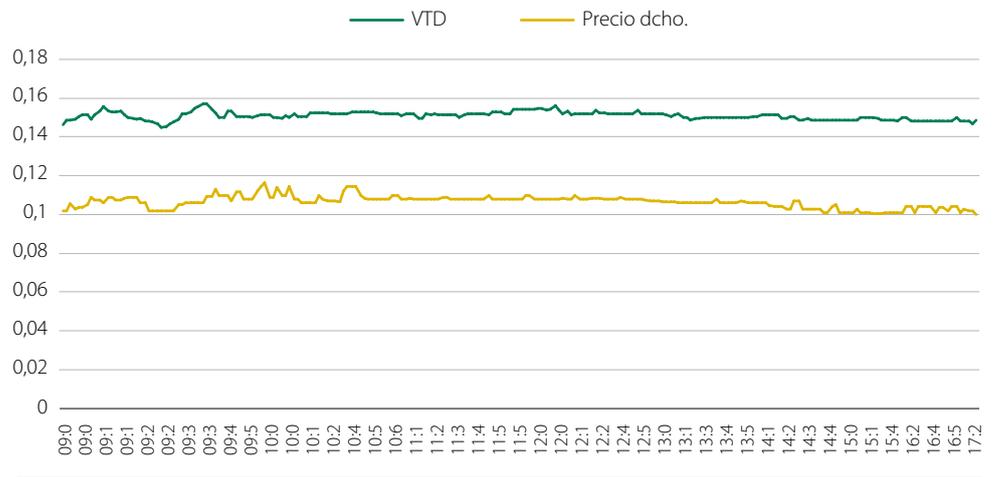
SNIACE, día 9/Mayo.



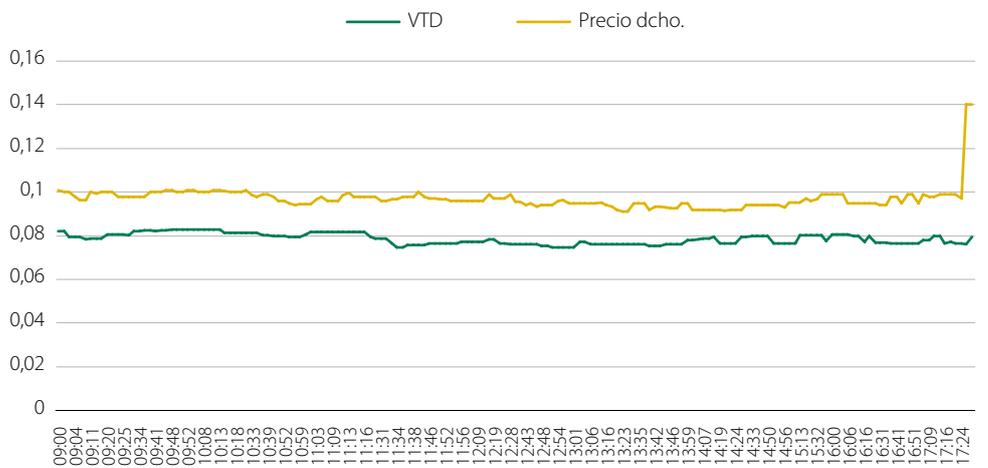
SNIACE, día 10/Mayo.



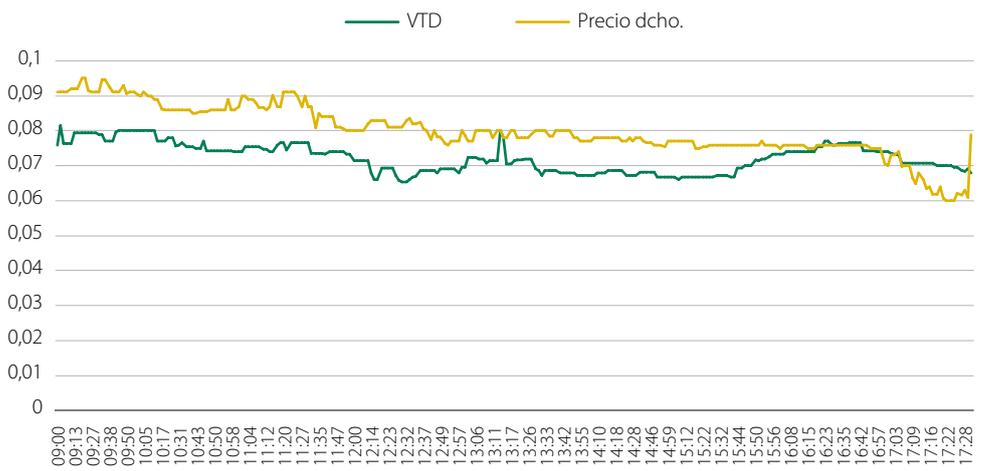
SNIACE, día 11/Mayo.



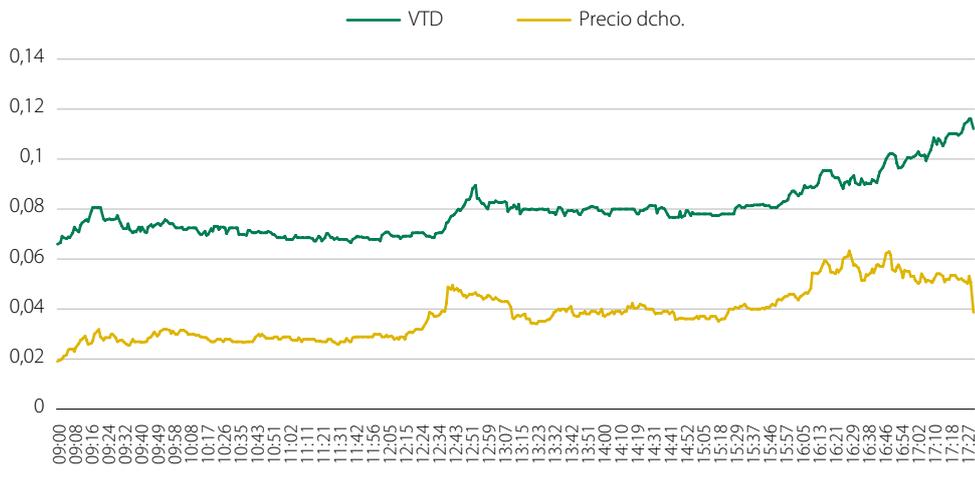
SNIACE, día 12/Mayo.



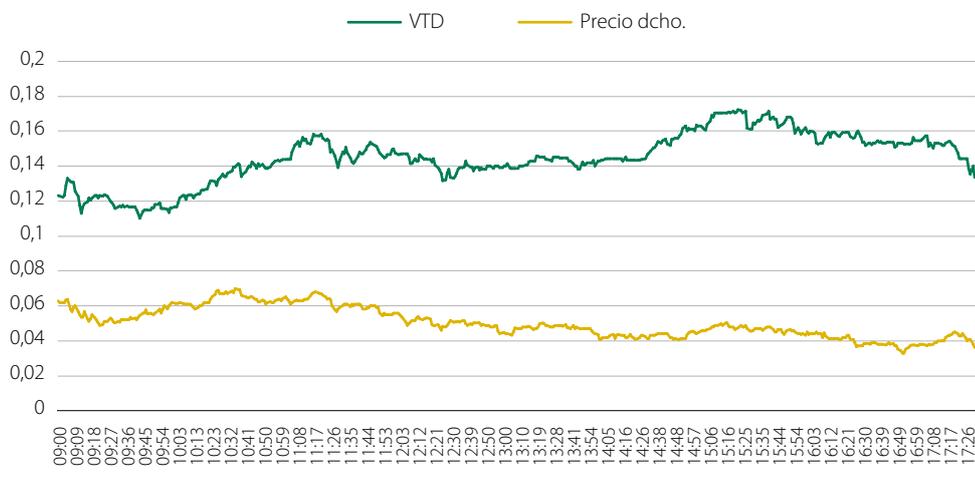
SNIACE, día 13/Mayo.



SNIACE, día 16/Mayo.



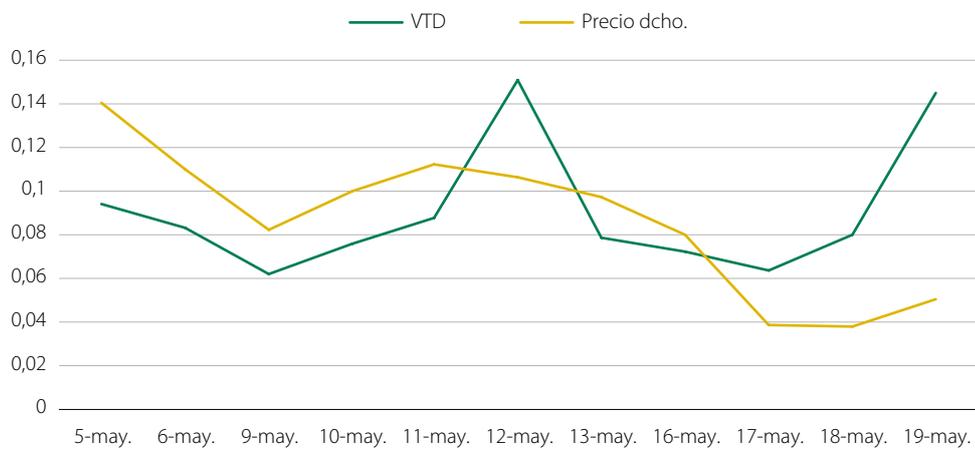
SNIACE, día 18/Mayo.



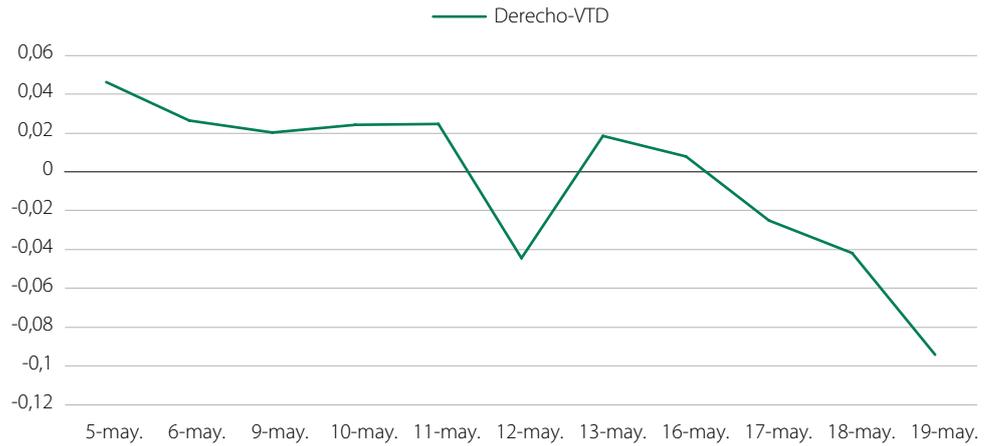
SNIACE, día 19/Mayo.

**Evolución del valor teórico y del precio de los derechos de suscripción de SNIACE**

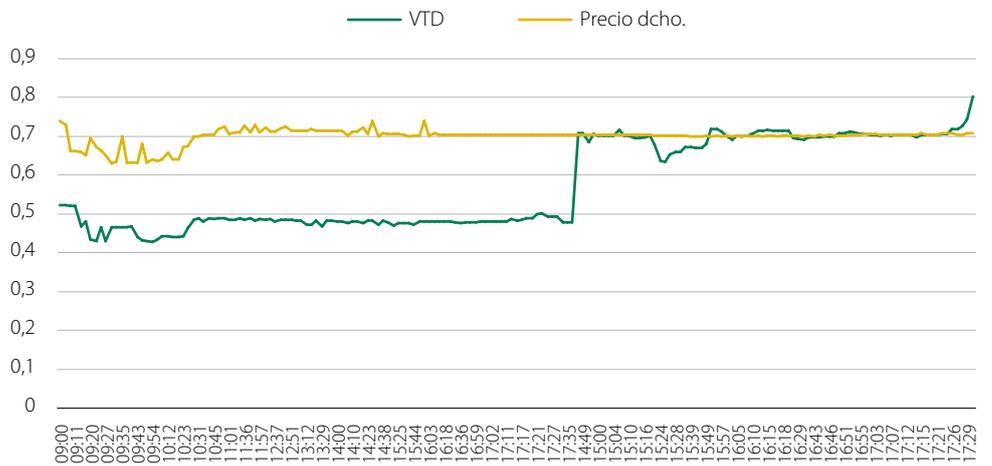
**Evolución del VTD y precio del dcho. SNIACE**



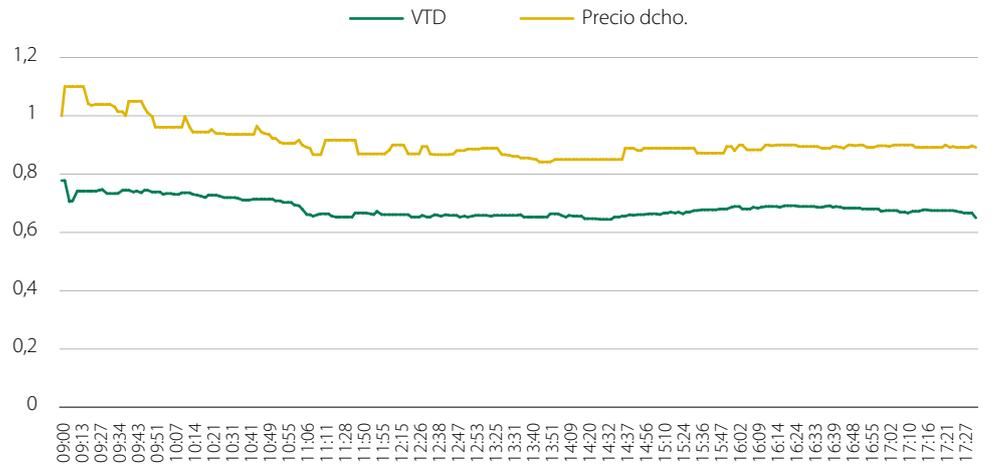
### Derecho-VTD



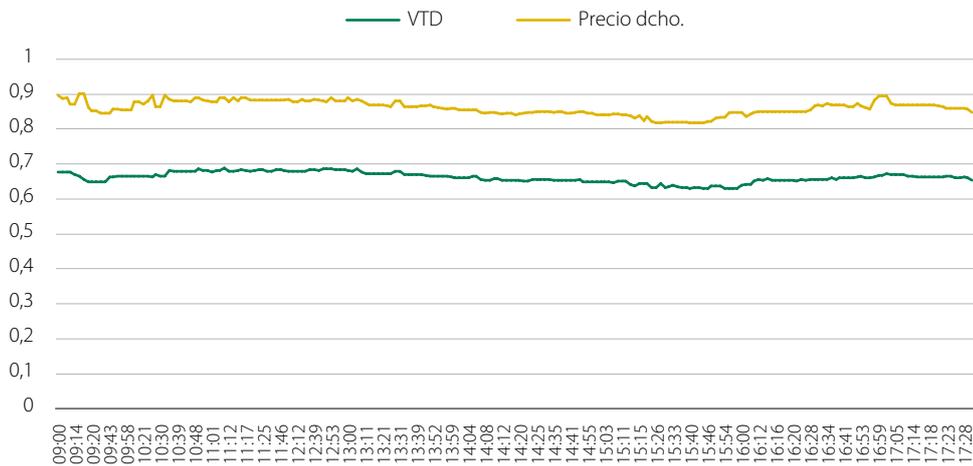
### Hispania SOCIMI: Diferencia entre valor de mercado y valor teórico de los derechos de suscripción por días



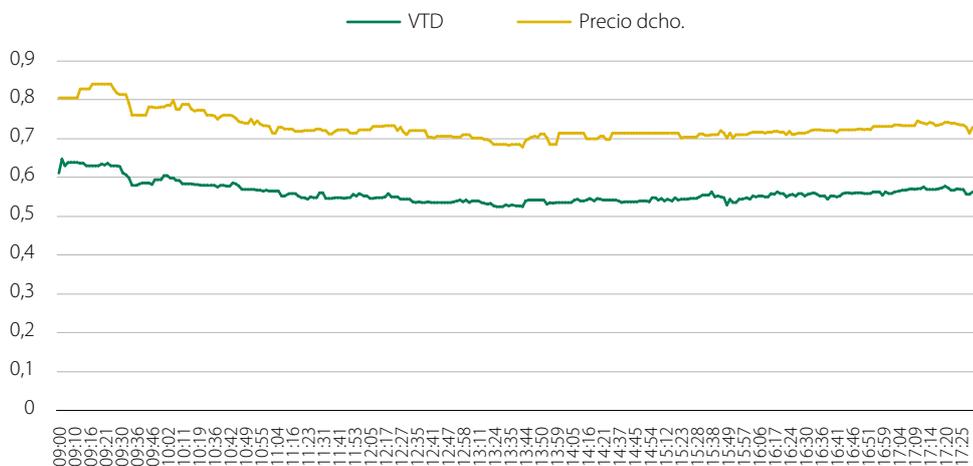
### Hispania SOCIMI, día 16/Mayo.



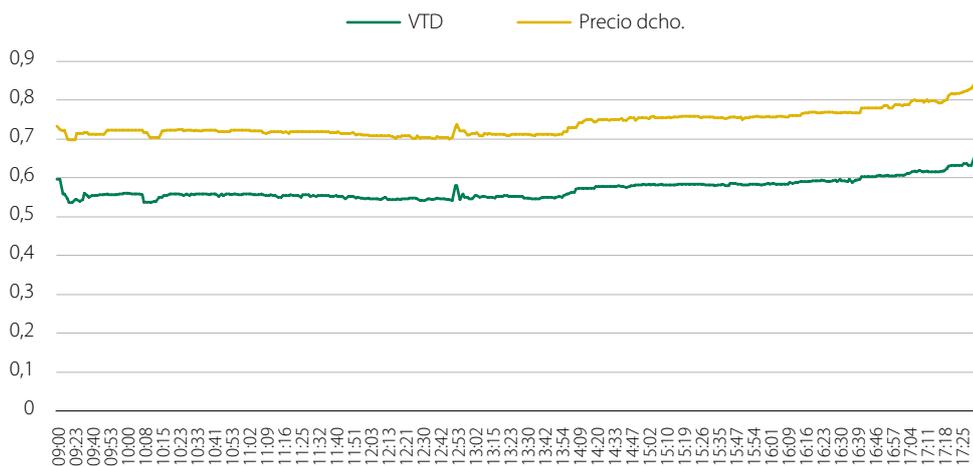
### Hispania SOCIMI, día 17/Mayo.



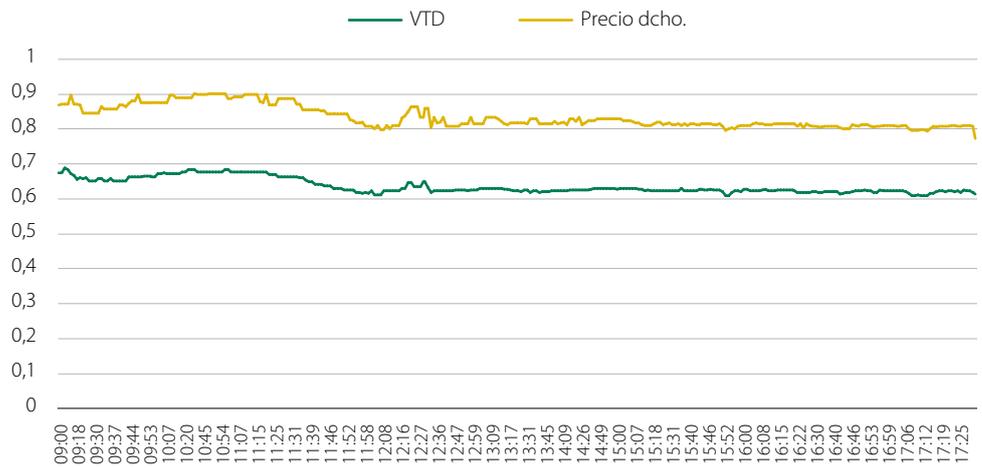
Hispania SOCIMI, día 18/Mayo.



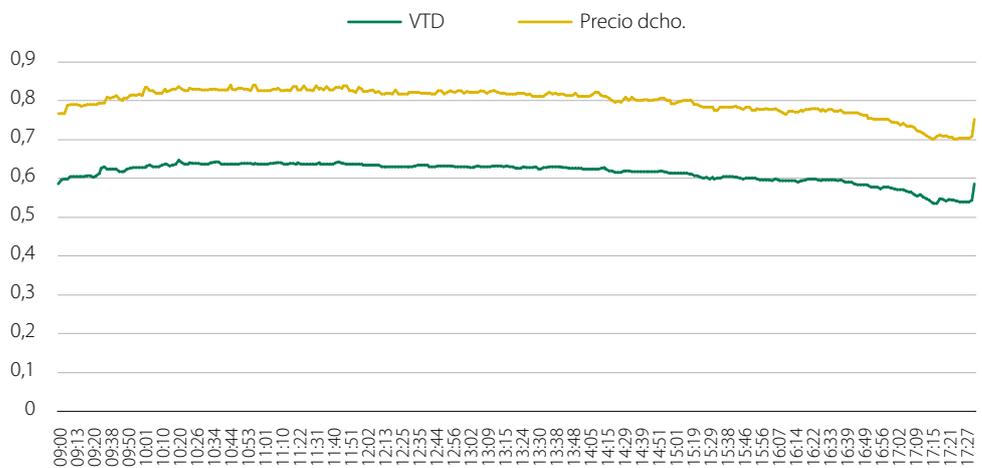
Hispania SOCIMI, día 19/Mayo.



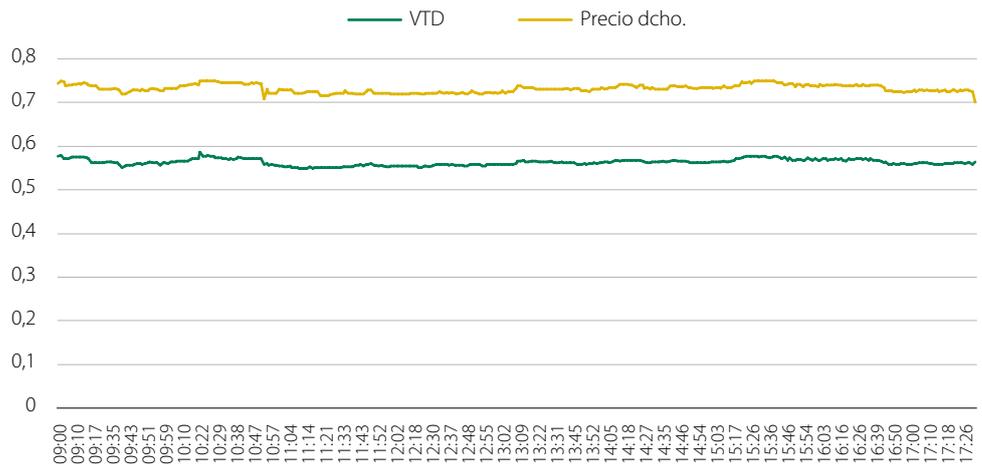
Hispania SOCIMI, día 20/Mayo.



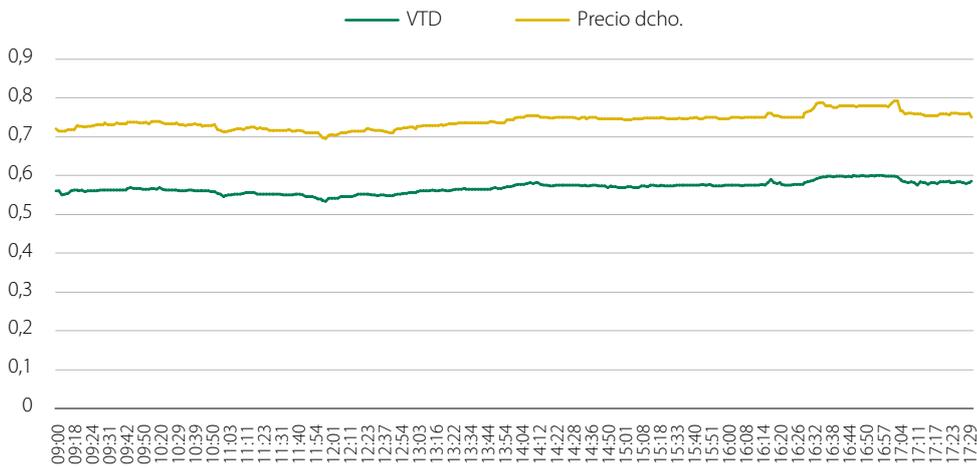
Hispania SOCIMI, día 23/Mayo.



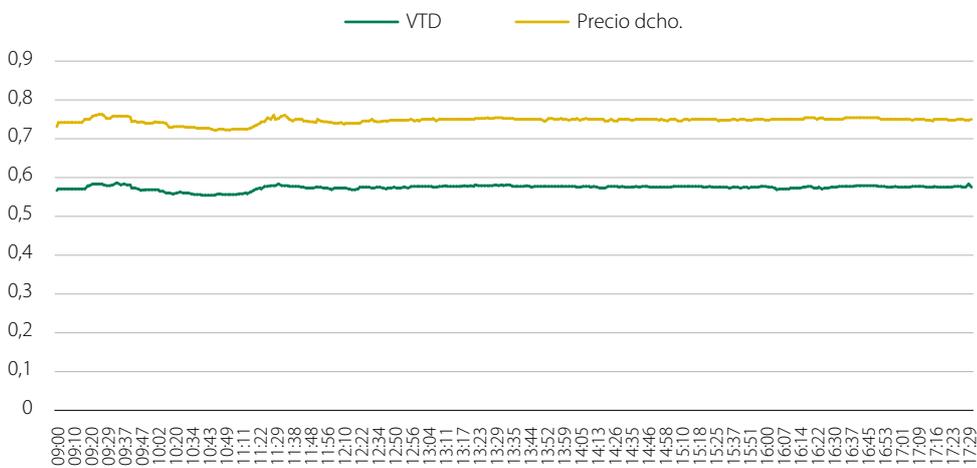
Hispania SOCIMI, día 24/Mayo.



Hispania SOCIMI, día 25/Mayo.



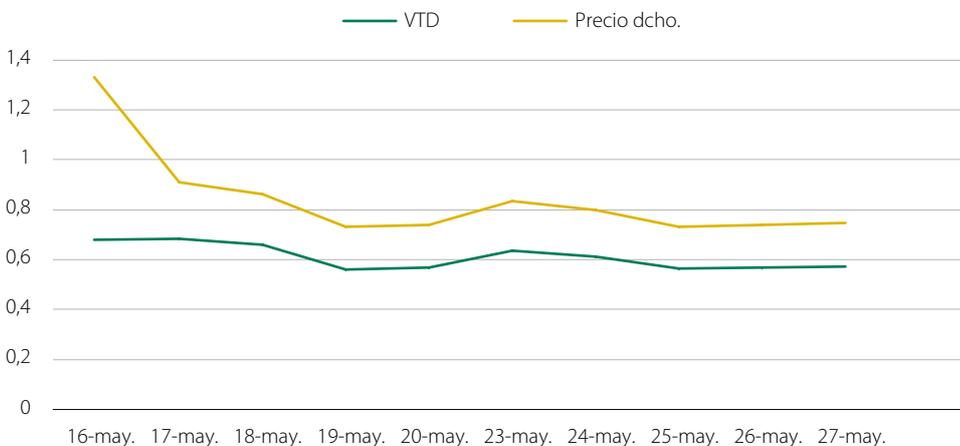
Hispania SOCIMI, día 26/Mayo.

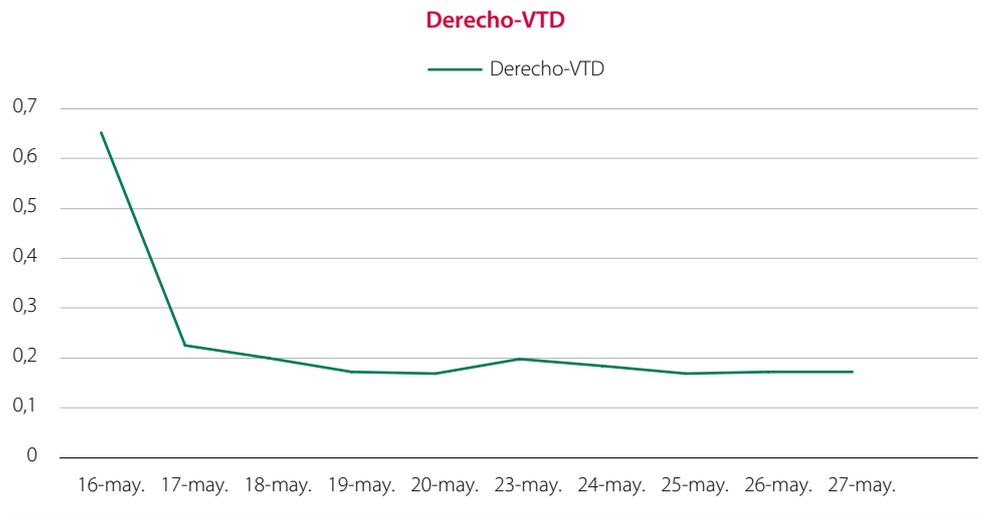


Hispania SOCIMI, día 27/Mayo.

### Evolución del valor teórico y del precio de los derechos de suscripción de Hispania SOCIMI

Evolución del VTD y precio del dcho. Hispania SOCIMI





### III Anexo legislativo



Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al último trimestre de 2017 se han producido las siguientes novedades legislativas:

## Normativa nacional

- **Resolución de 6 de febrero de 2018**, por la que se ordena la publicación del Acuerdo de convalidación del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.
- **Acuerdo de 8 de marzo de 2018**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se modifica el Acuerdo de 26 de abril de 2017, sobre delegación de competencias.

Se incorpora un nuevo apartado, el Decimoquinto bis, sobre la delegación de competencias en materia de suspensión de exenciones a la transparencia pre-negociación por superación del umbral del mecanismo de limitación de volumen (artículo 5 MiFIR).

- **Circular 1/2018, de 12 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

La presente circular se dicta en virtud de la facultad atribuida a la CNMV para requerir que en la información que se entregue a los clientes minoristas con carácter previo a la adquisición de un instrumento financiero se incluyan determinadas advertencias relativas al instrumento. La finalidad de esta norma es la concreción de las advertencias que deben realizarse y que están relacionadas con el elevado grado de complejidad, su admisibilidad para la recapitalización interna o la existencia de una diferencia significativa respecto al valor actual. Para ello, se han tenido en consideración los distintos tipos de instrumentos financieros y la naturaleza del cliente.

En la disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, se introdujeron determinadas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Una de ellas afectó al apartado 3 del artículo 79 bis —el vigente apartado 3 del artículo 210 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores—, relativo, entre otras cuestiones, a la información que las entidades deben facilitar a sus clientes sobre los instrumentos financieros.

Dicho artículo ha facultado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para requerir que, en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un instrumento financiero, se incluyan cuantas advertencias relativas al instrumento financiero estime necesarias y, en particular, aunque no exclusivamente, las que destaquen que se trata de un instrumento financiero no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad.

El objetivo de dicha medida es reforzar la protección de los inversores y resulta complementaria a otras modificaciones introducidas por la misma Ley 9/2012, de 14 de noviembre, como, por ejemplo, las relativas a las advertencias e información a clientes contempladas en los apartados 6 y 7 de ese mismo artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio —los vigentes artículos 213 y 214 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores—, ya desarrolladas mediante la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros. La propia exposición de motivos de la citada Ley 9/2012, de 14 de noviembre, destaca que sus contenidos intensifican los poderes de control que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los productos complejos.

Esta circular entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

## Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/63 de la Comisión**, de 26 de septiembre de 2017, que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos.

El Reglamento Delegado 2018/63 modifica el contenido del Reglamento Delegado (UE) 2017/571, de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos, al incluir, en su articulado, un nuevo precepto, 15 bis, relativo al alcance de la información consolidada sobre los bonos, los productos de titulización, los derechos de emisión y derivados. Este artículo establece: (i) un listado de clases de activos, cuyos datos deben ser incluidos en el flujo de datos de los proveedores de información consolidada, y (ii) los ratios de cobertura que han de tenerse en consideración a estos efectos.

El presente Reglamento entró en vigor a los veinte días de su publicación (17 de enero de 2018) en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/66 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2017**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, a fin de especificar cómo debe calcularse el importe nominal de los instrumentos financieros distintos de los derivados, el importe notional de los derivados y el valor neto de los activos de los fondos de inversión.

El presente Reglamento entró en vigor a los veinte días de su publicación (17 de enero de 2018) en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento (UE) 2018/182** de la Comisión, de 7 de febrero de 2018, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Contabilidad 28 y a las Normas Internacionales de Información Financiera 1 y 12.

El presente Reglamento entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento (UE) 2018/289** de la Comisión, de 26 de febrero de 2018, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la norma n.º 2 de las NIIF sobre pagos basados en acciones.

El presente Reglamento entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/292 de la Comisión, de 26 de febrero de 2018**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para el intercambio de información y asistencia entre autoridades competentes de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado.

Este Reglamento entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

- **Reglamento (UE) 2018/318 del Banco Central Europeo, de 22 de febrero de 2018**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1011/2012 relativo a las estadísticas sobre carteras de valores (BCE/2018/7).

El presente Reglamento entrará en vigor el 18 de octubre de 2018.

- **Reglamento (UE) 2018/400** de la Comisión, de 14 de marzo de 2018, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad.

Este Reglamento entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea

## Otros

- **Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre criptomonedas e Initial Coin Offerings (ICO).**

A través de este Comunicado, la CNMV y el Banco de España informan sobre lo siguiente:

- **La situación actual de las criptomonedas y las ofertas iniciales de criptomonedas (ICO).**

La CNMV y el Banco de España insisten en que (i) las criptomonedas, entre las que se encuentra el *bitcoin*, no están respaldadas por ninguna autoridad pública ni por un banco central; (ii) pese a que pueden concebirse como una alternativa al dinero de curso legal, no existe obligación alguna de aceptarlas como medio de pago; (iii) poseen una circulación muy limitada y tienen una volatilidad muy marcada, haciendo especial énfasis en este último extremo al señalar la caída del valor medio del *bitcoin* de más del 65% desde los máximos de diciembre (16.000 euros) a principios de febrero (precio inferior a 5.500 euros).

Asimismo se advierte de que, hasta la fecha, ninguna emisión de criptomoneda ni ninguna ICO ha sido registrada, autorizada o verificada por ningún organismo supervisor en España, lo que impide a sus adquirentes beneficiarse de las garantías o protecciones previstas en la normativa relativa a productos bancarios o de inversión.

- **La dualidad del concepto de ICO, entendido como la emisión de criptomonedas, o bien como la emisión de derechos de diversa naturaleza, denominados *tokens*.**

Atendiendo al Comunicado, existen dos tipos de *tokens*:

- *Security tokens*: otorgan, con carácter general, una participación en los ingresos futuros o el aumento del valor de la entidad emisora o de un negocio.
- *Utility tokens*: conceden el derecho a acceder a un servicio o recibir un producto, haciéndose alusión normalmente en la oferta a expectativas de revalorización y de liquidez o a la posibilidad de negociarlos en mercados específicos.

Finalmente, se sugiere a los potenciales adquirentes o participantes de criptomonedas o ICO que tengan en consideración: (a) que se trata de un ámbito carente de regulación; (b) los problemas derivados del carácter transfronterizo de esta operativa; (c) el riesgo elevado de perder el capital invertido, como consecuencia de la falta intrínseca de valor y su fuerte dependencia tecnológica; (d) la iliquidez y volatilidad extrema, y (e) el carácter inadecuado, especialmente en el caso de las ICO, de la información.

Cabe destacar que la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y la competente en materia de seguros y pensiones de jubilación (EIOPA), junto con la ESMA, coinciden con las consideraciones contenidas en el Comunicado, siendo una muestra de ello el documento publicado por la ESMA en el que se advierte a los consumidores sobre los riesgos de las monedas virtuales o criptomonedas.

– **Consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICO dirigidas a los profesionales del sector financiero.**

Junto a lo indicado por la CNMV en su anterior comunicación, se ponen de manifiesto a través de este documento: (i) las distintas modalidades de comercialización o adquisición de criptomonedas detectadas, y (ii) su opinión sobre el trato que realmente deberían de merecer las ICO.

- Modalidades de comercialización de las criptomonedas. Al margen de la comercialización «directa», la CNMV señala la comercialización a través de: (i) contratos por diferencias; (ii) futuros, opciones y otros derivados; (iii) fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectiva que inviertan en criptomonedas, o (iv) bonos estructurados cuyo subyacente sean criptomonedas. Asimismo, el supervisor advierte que tales medios no han de tenerse por únicos, dada la innovación constante en productos y canales.
- El tratamiento de las ICO. La CNMV considera que la mayoría de las ICO deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables, ya que, a su juicio, tales operaciones serían subsumibles en la definición de valor negociable prevista en el artículo 2.1[1] del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), en aquellos casos en los que los *tokens*:
  - a) Atribuyan derechos o expectativas de participación en la potencial revalorización o rentabilidad de negocios o proyectos o, en general, presenten u otorguen derechos equivalentes o parecidos a los propios de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros incluidos en el artículo 2 del TRLMV.
  - b) Den derecho a acceder a servicios o a recibir bienes o productos que se ofrezcan haciendo referencia, explícita o implícitamente, a la expectativa de obtención por el comprador o inversor de un beneficio como consecuencia de su revalorización o de alguna remuneración asociada al instrumento o mencionando su liquidez o posibilidad de negociación en mercados equivalentes o pretendidamente similares a los mercados de valores sujetos a la regulación.

Estas ICO, a las que hacen referencia los expositivos (a) y (b) anteriores, estarían sujetas, en consecuencia, a la normativa establecida al efecto y, en particular, a lo previsto en la MiFID II y en la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la

que se modifica la Directiva 2001/34/CE, y en la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) 1060/2009 y (UE) 1095/2010.

- **Guía técnica 1/2018 sobre operaciones vinculadas de las Instituciones de Inversión Colectiva y otra operativa de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva.**

La normativa española, al igual que la europea, acepta la realización de operaciones vinculadas por las SGIIC para las IIC que gestionen (adquisición de valores emitidos por entidades de su propio grupo, contratación de servicios prestados por entidades que sean partes vinculadas, compraventas en las que la contrapartida son otras IIC gestionadas, etcétera). No obstante, dado el conflicto de interés que tales operaciones plantean, su realización se condiciona a que se hagan en interés exclusivo de la IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado. Además, las SGIIC deben contar con un procedimiento interno formal para asegurarse de que se cumplen tales requisitos y con una persona u órgano responsable al respecto.

La Guía técnica aprobada contiene criterios derivados de la experiencia supervisora de la CNMV sobre lo que deben considerarse como partes vinculadas y operaciones vinculadas, así como sobre la consideración que deben tener los distintos tipos de operaciones vinculadas.

Así, se identifican las operaciones vinculadas que deben ser sometidas a autorización previa y aquellas que, por su carácter repetitivo o escasa relevancia, pueden ser sometidas a un mero control a posteriori. Algunas de las situaciones contempladas específicamente en la Guía técnica son las siguientes:

- Las aplicaciones (transacciones en las que una IIC tiene como contrapartida otra IIC o cliente gestionado por su misma SGIIC). La CNMV considera que deben ser muy excepcionales, habida cuenta de la difícil justificación de decisiones de signo contrario tomadas por una misma entidad para diferentes clientes.
- La venta por las IIC de valores adquiridos con ocasión de emisiones de entidades de su propio grupo, que se estima deberían comunicarse también, caso por caso, al órgano responsable de operaciones vinculadas, al objeto de reforzar la adecuada gestión de los conflictos de interés que pudiesen existir en el momento de su adquisición.

Asimismo, la CNMV aclara a las SGIIC que considera adecuado en términos de gestión de los conflictos de interés la aplicación de un tratamiento equivalente al de las operaciones vinculadas a ciertas operaciones no expresamente calificadas legalmente como operaciones vinculadas pero equiparables realizadas con los promotores de los fondos que gestionan o que afecten a clientes por servicios de gestión de carteras o asesoramiento.

## **IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	50	45	46	16	16	18	17	10
Ampliaciones de capital	45	45	44	15	13	18	17	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	1	1	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	18	12	4	2	7	3	4
De las cuales dividendo elección	12	12	9	4	2	5	2	4
Ampliaciones de capital por conversión	6	8	5	1	1	1	3	0
De contrapartida no monetaria	3	3	8	3	2	2	2	2
Con derecho de suscripción preferente	12	11	8	2	1	2	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	16	11	15	5	6	5	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	2	3	0	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	111	81	89	27	18	19	25	14
Ampliaciones de capital	99	79	82	25	14	19	24	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	1	1	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	28	25	16	4	2	7	3	4
De las cuales dividendo elección	22	19	13	4	2	5	2	4
Ampliaciones de capital por conversión	23	17	6	1	1	1	3	0
De contrapartida no monetaria	3	4	12	3	3	2	4	3
Con derecho de suscripción preferente	15	11	8	2	1	2	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	30	18	36	14	6	6	10	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	7	2	4	0	1	1
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	37.065,5	20.251,7	32.538,1	8.723,5	11.067,7	10.090,2	2.656,7	3.860,2
Ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	7.364,2	10.049,8	10.090,2	2.089,5	3.214,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	807,6	956,2	100,0	687,5	68,8	100,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	1.084,4	850,3	1.152,5	720,1	1.336,2
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	1.084,4	850,3	1.152,5	720,1	1.336,2
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	0,1	23,6	1.499,7	125,5	0,0
De contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	365,2	1.791,7	8.469,3	58,0	8.122,6	238,8	49,9	1.179,1
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	185,3	11,7	7.102,9	531,6	566,3
Sin negociación de derechos de suscripción	8.939,7	2.390,2	6.880,5	5.936,4	354,1	27,6	562,4	133,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8.331,6	506,6	2.944,5	1.359,3	1.018,0	0,0	567,3	645,7
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	4.253,4	4.206,1	3.165,1	731,5	987,4	1.176,7	269,4	1.079,1
Ampliaciones de capital	3.153,3	4.189,8	2.662,8	353,8	868,2	1.176,7	264,1	797,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	28,2	749,2	60,8	625,0	62,5	0,9	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	946,6	877,8	324,3	106,1	51,0	109,8	57,4	122,0
De las cuales dividendo elección	785,8	708,0	299,1	106,1	51,0	92,2	49,7	122,0
Ampliaciones de capital por conversión	89,6	648,0	182,8	0,0	17,2	154,3	11,3	0,0
De contrapartida no monetaria	146,6	248,9	181,9	17,6	70,8	80,7	12,8	220,7
Con derecho de suscripción preferente	1.190,7	1.403,0	882,0	54,5	11,7	759,6	56,3	442,6
Sin negociación de derechos de suscripción	779,8	983,9	342,6	114,8	92,5	9,9	125,4	12,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.100,2	16,3	502,3	377,7	119,2	0,0	5,4	281,7
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>4</sup></b>								
Número de emisores	16	15	13	2	6	3	3	1
Número de emisiones	18	21	15	2	6	3	4	2
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	2,2	84,2	17,3	26,2	9,2
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	2,2	84,2	17,3	26,2	9,2
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	0,0	14,1	0,0	3,0	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 2018.

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

4 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente BME y elaboración propia.

## Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.2

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	129	130	134	131	131	133	134	133
Sin Nuevo mercado	129	130	134	131	131	133	134	133
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	5	5	4	5	5	4	4	4
Madrid	2	2	1	2	2	1	1	1
Barcelona	3	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	18	14	12	14	13	12	12	11
Madrid	8	5	4	5	5	4	4	4
Barcelona	10	8	6	8	7	6	6	6
Bilbao	6	5	4	5	5	4	4	4
Valencia	3	3	3	3	3	3	3	3
MAB	3.429	3.336	2.965	3.235	3.109	3.040	2.965	2.926
Latibex	21	20	20	20	20	20	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	766.335,7	779.123,8	877.867,6	869.728,4	885.440,4	892.280,4	877.867,6	874.628,5
Sin Nuevo mercado	766.335,7	779.123,8	877.867,6	869.728,4	885.440,4	892.280,4	877.867,6	874.628,5
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	141.695,3	151.043,2	178.620,3	168.755,6	169.579,3	178.272,9	178.620,3	186.094,8
Ibex 35	477.521,1	484.059,2	534.250,1	542.678,3	545.738,5	551.761,2	534.250,1	524.562,7
Segundo mercado	20,6	114,1	49,9	106,7	99,9	46,2	49,9	49,7
Madrid	20,6	72,0	8,7	74,1	62,3	8,7	8,7	8,7
Barcelona	0,0	42,1	41,2	32,6	37,6	37,6	41,2	41,0
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	1.040,3	1.291,6	1.288,5	1.371,4	1.269,4	1.367,5	1.288,5	1.400,4
Madrid	296,9	289,9	165,9	270,2	248,2	250,5	165,9	168,9
Barcelona	887,7	1.136,6	1.134,3	1.215,1	1.113,3	1.211,4	1.134,3	1.246,4
Bilbao	943,3	54,0	211,3	319,0	289,7	318,5	211,3	211,9
Valencia	150,0	349,2	54,0	55,4	53,6	52,0	54,0	56,4
MAB <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	39.711,8	39.625,5	41.228,1	43.804,8	41.449,1
Latibex	37.258,5	38.580,8	43.804,8	212.625,4	194.968,9	220.350,0	215.277,7	248.522,2

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2018.

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	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	938.396,7	635.797,8	640.293,7	155.700,1	202.525,7	126.429,1	155.638,9	60.335,7
Sin Nuevo mercado	938.396,7	635.797,8	640.293,7	155.700,1	202.525,7	126.429,1	155.638,9	60.335,7
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	12.417,7	6.018,0	6.908,0	2.535,4	1.911,0	1.318,6	1.143,0	574,4
Segundo mercado	13,8	3,1	0,7	0,1	0,4	0,0	0,2	0,1
Madrid	13,7	2,7	0,5	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0
Barcelona	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
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	246,1	7,4	8,1	4,7	0,8	0,5	2,2	0,5
Madrid	19,4	3,2	2,3	1,6	0,7	0,1	0,0	0,0
Barcelona	219,1	4,2	6,2	3,1	0,6	0,4	2,1	0,5
Bilbao	7,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	6.441,7	5.055,1	4.985,6	1.396,0	1.261,8	1.010,5	1.317,4	664,6
Latibex	258,7	156,4	130,8	71,2	31,3	12,3	16,1	22,4

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

**Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>**

CUADRO 1.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
En sesión	903.397,2	619.351,6	619.108,6	150.670,1	196.224,5	122.853,6	149.360,4	57.979,6
Órdenes	475.210,0	346.980,8	335.917,3	86.616,7	95.087,3	73.585,3	80.628,0	37.765,2
Aplicaciones	96.187,7	68.990,5	51.315,9	12.962,0	14.615,0	11.359,6	12.379,5	5.681,0
Bloques	331.999,5	203.380,2	231.875,3	51.091,4	86.522,2	37.908,8	56.353,0	14.533,5
Fuera de hora	3.137,9	1.996,2	2.373,8	500,8	500,7	411,2	961,1	193,2
Autorizadas	14.885,5	12.667,0	9.265,3	2.795,2	2.803,5	1.507,3	2.159,4	389,0
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.360,1	788,4	389,9	56,1	184,9	146,6	2,3	843,0
OPV	4.266,8	777,5	2.288,1	0,0	1.000,7	137,2	1.150,2	710,2
Toma de razón	203,6	37,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	5.964,2	5.408,3	4.462,2	943,5	1.088,4	930,4	1.499,9	26,3
Operaciones de cobertura	2.181,4	1.833,8	2.405,7	734,4	723,0	442,7	505,6	194,4

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

2 Datos disponibles: febrero de 2018.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	49	51	48	19	17	16	23	14
Cédulas hipotecarias	13	13	9	3	5	6	4	3
Cédulas territoriales	3	3	1	0	1	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	9	8	6	9	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	16	20	21	6	4	2	12	3
Pagarés de empresa	16	14	13	4	1	5	3	2
De titulización	1	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	15	13	12	3	1	5	3	1
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	415	399	378	115	91	69	103	64
Cédulas hipotecarias	34	41	28	3	8	7	10	7
Cédulas territoriales	6	4	1	0	1	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	318	277	276	93	73	52	58	49
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	40	61	58	15	7	4	32	6
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	16	15	13	4	1	5	3	2
De titulización	1	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	15	14	12	3	1	5	3	1
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	1	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	136.607,3	139.028,2	109.487,4	25.428,9	23.049,9	13.156,3	47.852,3	13.561,4
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.642,5	29.823,7	2.250,0	9.050,0	5.175,0	13.348,7	5.125,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	350,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.099,9	40.170,4	30.006,2	13.485,7	2.763,1	1.125,4	12.632,0	753,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	28.369,6	35.504,9	29.415,4	6.525,0	3.594,0	2.968,8	16.327,6	5.249,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	27.309,6	22.960,4	17.911,2	3.168,2	6.292,9	2.906,1	5.543,9	2.434,2
De titulización	2.420,0	1.880,0	1.800,0	0,0	1.000,0	0,0	800,0	0,0
Resto de pagarés	24.889,6	21.080,4	16.111,2	3.168,2	5.292,9	2.906,1	4.743,9	2.434,2
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	981,0	0,0	0,0	981,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	5.452,2	4.278,7	6.504,6	1.519,5	1.956,0	1.370,2	1.658,9	606,5
Emisiones aseguradas	0,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

2 Programas registrados.

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

### Admisión al mercado AIAF<sup>1</sup>

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Total	145.890,9	130.141,0	121.556,6	46.071,9	24.669,4	11.621,6	39.193,6	23.687,0
Pagarés	27.455,3	22.770,6	18.388,9	3.053,3	6.429,4	2.923,6	5.982,5	2.432,6
Bonos y obligaciones	47.616,4	31.723,0	43.182,3	36.668,6	2.485,1	1.140,2	2.888,5	11.014,4
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.392,5	30.000,0	2.500,0	9.050,0	3.675,0	14.775,0	5.125,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	350,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	29.044,2	35.504,9	28.635,4	3.850,0	5.355,0	3.882,8	15.547,6	5.115,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	1.000,0	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	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2018.

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	388	375	362	366	364	354	362	369
Renta fija privada	387	374	342	365	365	355	342	343
Pagarés	16	14	14	14	14	15	14	12
Bonos y obligaciones	64	52	48	50	49	50	48	50
Cédulas hipotecarias	44	43	41	43	43	41	41	41
Cédulas territoriales	9	9	7	6	7	7	7	
Bonos de titulización	278	276	262	277	277	268	262	264
Participaciones preferentes	13	9	4	7	5	5	4	4
Bonos matador	7	6	6	6	6	6	6	6
Deuda Pública	1	1	20	1	1	1	20	26
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	-	-	11	-	-	-	11	13
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	-	-	3
Otra deuda pública	-	-	7	-	-	-	7	8
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2.723	2.637	2.468	2.523	2.488	2.383	2.468	2.545
Renta fija privada	2.531	2.433	2.084	2.319	2.283	2.179	2.084	2.060
Pagarés	392	351	179	278	273	210	179	148
Bonos y obligaciones	882	856	764	836	801	789	764	772
Cédulas hipotecarias	238	231	218	221	223	221	218	216
Cédulas territoriales	32	29	24	25	26	24	24	24
Bonos de titulización	966	948	889	948	949	924	889	890
Participaciones preferentes	16	12	4	5	5	5	4	4
Bonos matador	7	6	6	6	6	6	6	6
Deuda Pública	193	204	384	204	205	204	384	485
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	181	192	226	192	193	192	226	230
Deuda autonómica	-	-	133	-	-	-	133	151
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	-	-	75
Otra deuda pública	-	-	13	-	-	-	13	17
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.386.289,8	1.408.556,6	1.466.964,4	1.422.127,2	1.432.584,5	1.431.569,8	1.466.964,4	2.578.878,6
Renta fija privada	534.088,9	531.056,9	493.629,6	511.128,8	511.257,9	500.673,2	493.629,6	496.365,7
Pagarés	15.172,9	16.637,4	11.978,9	13.874,9	14.512,2	13.047,8	11.978,9	11.110,7
Bonos y obligaciones	74.082,2	85.477,8	70.127,7	83.394,1	82.059,7	80.566,5	70.127,7	75.608,4
Cédulas hipotecarias	194.072,7	180.677,5	181.308,7	173.111,7	178.061,7	178.686,7	181.308,7	181.523,0
Cédulas territoriales	27.586,3	29.387,3	23.862,3	25.612,3	25.962,3	23.862,3	23.862,3	23.862,3
Bonos de titulización	222.100,4	217.992,1	204.570,0	214.309,9	208.866,1	202.713,9	204.570,0	202.479,4
Participaciones preferentes	627,4	497,8	1.395,0	439,0	1.409,0	1.409,0	1.395,0	1.395,0
Bonos matador	447,1	386,9	386,9	386,9	386,9	386,9	386,9	386,9
Deuda Pública	852.200,9	877.499,6	973.334,7	910.998,4	921.326,6	930.896,6	973.334,7	2.082.512,8
Letras del Tesoro	82.435,4	81.037,1	78.835,2	80.187,7	77.061,8	75.232,3	78.835,2	74.926,8
Bonos y Obligaciones del Estado	769.765,5	796.462,5	864.059,7	830.810,8	844.264,8	855.664,3	864.059,7	880.070,0
Deuda autonómica	-	-	28.620,8	-	-	-	28.620,8	30.937,2
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	-	-	1.093.949,8
Otra deuda pública	-	-	1.819,1	-	-	-	1.819,1	2.629,1

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	521.853,7	169.658,2	68.422,0	31.697,2	27.276,5	9.223,0	225,4	10.951,7
Renta fija privada	521.590,4	169.534,0	68.297,4	31.668,5	27.243,2	9.196,4	189,3	139,9
Pagarés	31.346,2	20.684,3	7.144,4	3.805,9	1.721,1	1.617,3	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	78.120,5	27.795,6	15.839,5	8.546,0	5.015,9	2.088,4	189,3	138,0
Cédulas hipotecarias	187.201,7	79.115,6	24.936,4	10.836,0	10.513,5	3.586,8	0,0	0,0
Cédulas territoriales	46.711,4	5.329,3	381,7	367,0	14,7	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	177.844,1	36.554,9	18.502,5	8.095,5	8.632,8	1.774,2	0,0	1,9
Participaciones preferentes	295,5	43,1	1.482,3	7,5	1.345,2	129,7	0,0	0,1
Bonos matador	71,1	11,1	10,7	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Pública	263,3	124,2	124,6	28,6	33,2	26,6	36,1	10.811,8
Letras del Tesoro	30,2	8,5	4,2	0,2	3,7	0,1	0,1	56,1
Bonos y Obligaciones del Estado	233,1	115,8	120,4	28,4	29,5	26,5	36,0	10.752,6
Deuda autonómica	-	-	0,0	-	-	-	0,0	3,1
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	-	-	-	0,0
Otra deuda pública	-	-	0,0	-	-	-	0,0	0,0
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	521.853,7	169.658,3	68.422,0	31.697,1	27.276,5	9.223,0	225,4	10.951,7
Simple	239.086,8	127.643,7	57.723,9	25.722,2	24.784,8	6.991,5	225,4	10.951,7
Repo	7.144,5	4.143,7	671,6	485,2	140,3	46,1	0,0	0,0
Simultánea	267.875,7	37.870,9	10.026,5	5.489,7	2.351,4	2.185,5	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	193.694,8	117.373,0	49.230,2	21.523,7	21.360,4	6.123,9	222,2	10.498,7
Sociedades no financieras	22.747,1	7.119,3	1.492,6	732,3	408,9	351,4	0,0	0,0
Instituciones financieras	95.467,1	63.048,2	23.402,5	10.506,3	9.375,4	3.298,6	222,2	10.498,7
Entidades de crédito	74.196,0	46.583,9	15.363,2	7.618,2	5.592,3	1.967,1	185,6	130,9
IIC, seguros y fondos de pensiones	8.835,4	8.525,2	4.337,8	2.079,5	1.605,2	653,1	0,0	0,0
Otras entidades financieras	12.435,7	7.939,1	3.701,5	808,6	2.178,0	678,3	36,6	10.367,8
Administraciones públicas	10.414,4	4.969,7	3.196,3	1.488,3	1.405,8	302,1	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	1.575,2	1.076,0	256,6	182,4	55,6	18,5	0,0	0,0
Resto del mundo	63.491,1	41.159,9	20.882,3	8.614,3	10.114,7	2.153,3	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

**Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos**

CUADRO 1.11

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	20	17	15	17	17	17	15	15
Emisores privados	10	7	7	7	7	7	7	7
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	10	7	7	7	7	7	7	7
Administraciones públicas <sup>2</sup>	10	10	8	10	10	10	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	103	75	64	72	69	68	64	65
Emisores privados	43	26	24	25	24	24	24	24
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	43	26	24	25	24	24	24	24
Administraciones públicas <sup>2</sup>	60	49	40	47	45	44	40	41
Comunidades autónomas	25	23	22	23	24	23	22	22
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	11.702,2	10.203,4	9.718,0	11.572,7	10.361,7	9.983,6	9.718,0	9.692,3
Emisores privados	1.383,3	899,4	760,6	885,1	831,2	796,4	760,6	738,7
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	1.383,3	899,4	760,6	885,1	831,2	796,4	760,6	738,7
Administraciones públicas <sup>2</sup>	10.319,0	9.304,0	8.957,4	9.315,3	9.530,5	9.187,2	8.957,4	8.953,6
Comunidades autónomas	9.320,2	8.347,6	8.193,1	8.347,6	8.572,6	8.333,1	8.193,1	8.193,1

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

**Bolsa de valores. Contratación por mercado**

CUADRO 1.12

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Importes nominales en millones de euros</b>								
Mercado electrónico	19,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	2.050,2	1.673,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	2.050,2	1.673,0	0,0	0,0	0,0	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
Deuda anotada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	22.169,0	3.103,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

CUADRO 1.13

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Importes nominales en millones de euros</b>								
Total	129.366,0	165.472,0	131.475,0	46.843,0	30.714,0	22.979,0	30.939,0	21.471,0
Simples	129.366,0	165.472,0	131.475,0	46.843,0	30.714,0	22.979,0	30.939,0	21.471,0
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 2018.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.14

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Número de contratos								
Sobre deuda	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nacional <sup>2</sup>	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	8.279.939	7.468.299	8.033.835	1.649.245	1.987.953	1.884.123	2.512.513	1.513.417
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.384.896	6.836.500	6.268.290	1.522.880	1.477.189	1.441.668	1.826.553	1.138.460
Futuro mini sobre Ibex 35	318.129	249.897	1.284.050	37.201	409.501	348.633	488.715	289.326
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	32.499	58.044	43.372	8.780	13.332	6.963	14.297	12.552
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	–	1.619	7.753	855	1.740	1.530	3.628	639
Opción call mini	325.479	169.871	206.843	35.945	42.028	41.606	87.265	40.877
Opción put mini	218.937	152.368	223.527	43.585	44.164	43.724	92.055	31.563
Sobre acciones <sup>5</sup>	31.768.355	32.736.458	32.335.004	8.167.514	8.736.259	7.331.026	8.100.205	3.429.489
Futuros	10.054.830	9.467.294	11.671.215	2.841.669	3.608.843	2.695.822	2.524.881	432.880
Futuros sobre dividendos de acciones	291.688	367.785	346.555	62.500	81.250	49.689	153.116	0
Futuros sobre dividendos de acciones plus	1.152	760	880	0	440	0	440	0
Opción call	8.572.088	11.239.662	8.848.643	2.545.493	2.467.250	1.849.335	1.986.565	1.349.669
Opción put	12.848.597	11.660.957	11.467.711	2.717.852	2.578.476	2.736.180	3.435.203	1.646.940

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Importe de las primas (millones de euros)	3.479,1	2.688,6	2.433,6	461,0	332,3	1.304,0	336,4	147,2
Sobre acciones	1.807,3	1.438,2	939,5	280,7	193,2	328,3	137,2	56,5
Sobre índices	1.486,1	1.153,1	1.443,0	166,2	123,3	959,0	194,6	80,7
Otros <sup>2</sup>	185,6	97,2	51,1	14,1	15,8	16,7	4,5	10,0
Número de emisiones	9.059	7.809	5.730	1.435	1.192	2.312	791	566
Número de emisores	8	5	6	6	4	5	4	3
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	5,0	650,0	1.964,5	305,0	608,5	450,0	601,0	201,0
Sobre acciones	5,0	650,0	1.950,0	300,0	600,0	450,0	600,0	200,0
Sobre índices	0,0	0,0	14,5	5,0	8,5	0,0	1,0	1,0
Otros <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	1	4	15	3	5	3	4	3
Número de emisores	1	1	2	2	2	1	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.095,9	715,5	462,6	139,6	103,9	96,0	123,2	59,0
Sobre acciones nacionales	303,6	248,4	156,8	57,0	41,2	28,5	30,1	11,7
Sobre acciones extranjeras	66,7	32,6	29,9	8,6	6,6	5,0	9,7	3,0
Sobre índices	692,0	420,4	266,0	71,6	54,3	59,5	80,7	44,0
Otros <sup>2</sup>	33,6	14,2	9,9	2,4	1,7	3,0	2,7	0,4
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.530	6.296	5.084	1.580	1.169	951	974	1.152
Número de emisores <sup>3</sup>	9	8	7	6	7	7	7	7
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,1	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	2	1	2	0	1	1
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	0	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	12.633,8	6.045,2	4.464,1	1.095,7	1.196,3	699,3	1.472,8	535,4
Número de fondos	58	33	8	21	9	9	8	8
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	436,1	349,3	359,3	393,4	367,6	367,1	359,3	-

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

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

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	39	40	41	40	40	41	41	41
Sucursales	25	27	24	27	27	28	24	25
Representantes	5.819	5.761	5.747	5.751	5.773	5.763	5.747	2.114
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	39	41	48	46	47	48	48	50
Sucursales	21	22	23	22	22	22	23	26
Representantes	468	492	461	454	472	469	461	409
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	3	2	1	2	1	1	1	1
Sucursales	9	8	0	0	0	0	0	0
Representantes	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	154	160	171	161	166	168	171	170
Sucursales	13	16	21	16	17	20	21	23
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	134	126	122	125	125	124	122	121

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	3.176	3.310	3.356	3.345	3.368	3.366	3.356	3.371
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.713	2.840	2.886	2.877	2.902	2.897	2.886	2.899
Con sucursal	42	46	53	49	50	51	53	53
En libre prestación de servicios	2.671	2.794	2.833	2.828	2.852	2.846	2.833	2.846
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>2</sup>								
Comunitarias	460	467	467	465	463	466	467	469
Con sucursal	451	460	461	459	457	460	461	463
En libre prestación de servicios	53	55	52	55	56	55	52	53
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	7	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	6	5	4	4	4	4	4	4
En libre prestación de servicios	3	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

2 Fuentes: Banco de España y CNMV.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	5.365.817,5	4.625.411,6	3.727.687,0	993.743,7	1.135.283,7	921.329,6	830.152,5	840.921,2
Sociedades de valores	3.774.816,4	3.171.599,2	2.347.959,0	711.054,6	728.709,2	559.969,9	470.314,6	588.965,3
Mercados organizados nacionales	1.909.130,4	1.350.483,4	836.831,1	269.298,8	305.662,1	208.103,1	149.376,2	173.689,7
Otros mercados nacionales	1.689.702,4	1.570.540,0	1.255.087,2	378.973,4	340.438,6	292.400,3	273.027,3	349.221,0
Mercados extranjeros	175.983,6	250.575,8	256.040,7	62.782,4	82.608,5	59.466,5	47.911,1	66.054,6
Agencias de valores	1.591.001,1	1.453.812,4	1.379.728,0	282.689,1	406.574,5	361.359,7	359.837,9	251.955,9
Mercados organizados nacionales	14.160,0	25.247,8	6.067,6	1.026,1	1.611,4	2.114,7	1.317,3	1.024,2
Otros mercados nacionales	1.402.106,3	1.222.925,7	1.175.387,4	239.503,4	343.082,9	306.549,5	317.566,3	208.188,7
Mercados extranjeros	174.734,8	205.638,9	198.273,0	42.159,6	61.880,2	52.695,5	40.954,3	42.743,0
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	1.020.289,5	798.564,7	804.328,3	215.189,9	179.859,0	220.664,0	187.021,8	216.783,5
Sociedades de valores	914.649,2	636.727,0	660.312,7	150.644,4	166.798,5	191.970,1	143.388,5	158.155,6
Mercados organizados nacionales	855.883,2	583.283,9	610.682,8	137.582,1	153.257,5	178.408,9	133.659,1	145.357,3
Otros mercados nacionales	3.327,8	2.313,1	3.178,2	716,8	755,3	1.317,1	458,3	647,5
Mercados extranjeros	55.438,2	51.130,0	46.451,8	12.345,5	12.785,7	12.244,1	9.271,1	12.150,9
Agencias de valores	105.640,3	161.837,7	144.015,5	64.545,5	13.060,5	28.693,9	43.633,3	58.627,8
Mercados organizados nacionales	14.207,3	11.090,1	7.037,7	2.083,0	1.615,2	1.782,9	1.325,8	2.313,8
Otros mercados nacionales	13.769,0	8.902,9	12.052,0	3.992,4	1.085,8	2.710,8	3.424,4	4.831,0
Mercados extranjeros	77.664,0	141.844,7	124.925,8	58.470,1	10.359,5	24.200,2	38.883,1	51.483,0

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1, 2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
Total	12.104.474,3	10.985.305,6	10.708.583,9	2.700.454,0	2.662.706,3	2.598.171,3	2.301.768,2	3.145.938,1
Sociedades de valores	11.958.716,2	10.698.379,2	10.528.524,3	2.644.744,7	2.617.322,1	2.553.651,3	2.264.865,2	3.092.685,7
Mercados organizados nacionales	6.215.223,3	4.842.990,7	5.330.761,9	1.097.787,4	1.114.489,2	1.262.127,4	1.198.702,1	1.755.443,2
Mercados organizados extranjeros	5.386.722,4	5.204.785,7	4.676.156,7	1.392.656,8	1.358.134,8	1.192.378,6	963.880,9	1.161.762,4
Mercados no organizados	356.770,5	650.602,8	521.605,7	154.300,5	144.698,1	99.145,3	102.282,2	175.480,1
Agencias de valores	145.758,1	286.926,4	180.059,6	55.709,3	45.384,2	44.520,0	36.903,0	53.252,4
Mercados organizados nacionales	7.510,9	20.935,4	17.171,0	4.301,9	3.859,8	3.595,4	2.203,1	7.512,7
Mercados organizados extranjeros	27.846,8	59.427,1	48.043,8	15.990,8	9.697,5	8.813,9	10.086,7	19.445,7
Mercados no organizados	110.400,4	206.563,9	114.844,8	35.416,6	31.826,9	32.110,7	24.613,2	26.294,0

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total <sup>2</sup>	13.713	15.818	12.601	15.818	12.774	13.340	13.300	12.601
Sociedades de valores. Total	5.711	5.743	3.769	5.743	5.518	5.356	5.261	3.769
IIC <sup>3</sup>	60	34	23	34	25	26	23	23
Otras <sup>4</sup>	5.651	5.709	3.746	5.709	5.493	5.330	5.238	3.746
Agencias de valores. Total	5.681	6.512	8.831	6.512	7.256	7.984	8.039	8.831
IIC <sup>3</sup>	95	90	89	90	86	85	90	89
Otras <sup>4</sup>	5.586	6.422	8.742	6.422	7.170	7.899	7.949	8.742
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	2.321	3.563	1	3.563	-	-	-	1
IIC <sup>3</sup>	1	1	1	1	-	-	-	1
Otras <sup>4</sup>	2.320	3.562	0	3.562	-	-	-	0
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total <sup>2</sup>	9.201.678	13.298.318	36.923.861	13.298.318	37.109.106	38.275.173	37.889.931	36.923.861
Sociedades de valores. Total	5.406.804	5.534.052	33.958.038	5.534.052	34.351.526	35.491.677	35.042.579	33.958.038
IIC <sup>3</sup>	1.546.293	890.371	378.761	890.371	869.025	886.772	379.843	378.761
Otras <sup>4</sup>	3.860.511	4.643.682	33.579.278	4.643.682	33.482.501	34.604.905	34.662.736	33.579.278
Agencias de valores. Total	2.565.132	2.557.207	2.949.741	2.557.207	2.757.580	2.783.496	2.847.352	2.949.741
IIC <sup>3</sup>	1.448.260	1.352.653	1.629.443	1.352.653	1.435.779	1.473.639	1.522.674	1.629.443
Otras <sup>4</sup>	1.116.872	1.204.553	1.320.298	1.204.553	1.321.800	1.309.857	1.324.679	1.320.298
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	1.229.742	5.207.059	16.082	5.207.059	-	-	-	16.082
IIC <sup>3</sup>	15.729	15.916	16.082	15.916	-	-	-	16.082
Otras <sup>4</sup>	1.214.013	5.191.143	0	5.191.143	-	-	-	0

1 Datos a final de periodo.

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.6

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>3</sup></b>								
Total ESI (excepto EAFI) <sup>4</sup>	17.627	21.343	21.790	21.343	20.444	21.789	21.900	21.790
Sociedades de valores. Total <sup>5</sup>	4.241	4.680	5.125	4.680	4.804	4.893	4.987	5.125
Clientes minoristas	4.217	4.669	5.108	4.669	4.796	4.880	4.973	5.108
Clientes profesionales	11	3	6	3	1	6	6	6
Agencias de valores. Total <sup>5</sup>	11.456	14.358	16.665	14.358	15.640	16.896	16.913	16.665
Clientes minoristas	11.247	14.170	16.496	14.170	15.461	16.714	16.735	16.496
Clientes profesionales	176	154	137	154	144	145	141	137
Sociedades gestoras de cartera <sup>4</sup> . Total <sup>5</sup>	1.930	2.305	0	2.305	-	-	-	0
Clientes minoristas	1.928	2.303	0	2.303	-	-	-	0
Clientes profesionales	2	2	0	2	-	-	-	0
<b>Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero<sup>6</sup> (miles de euros)</b>								
Total ESI (excepto EAFI) <sup>4</sup>	10.937	11.515	9.732	11.515	2.935	6.153	9.732	9.732
Sociedades de valores	2.930	2.547	2.586	2.547	645	1.670	2.586	2.586
Agencias de valores	7.636	8.614	7.146	8.614	2.290	4.483	7.146	7.146
Sociedades gestoras de cartera <sup>4</sup>	371	354	0	354	-	-	-	0

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 Datos revisados desde 2015.

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

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

6 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. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	55.570	53.930	58.545	37.612	49.527	51.951	58.545	1.140
II. Comisiones netas	422.542	373.552	400.884	98.284	199.702	308.230	400.884	25.082
Comisiones percibidas	614.705	538.586	547.776	136.196	276.224	419.488	547.776	36.113
Tramitación y ejecución de órdenes	322.857	245.700	217.667	60.936	120.062	167.589	217.667	16.808
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.556	5.955	17.553	2.787	10.789	14.317	17.553	194
Depósito y anotación de valores	24.358	47.843	38.175	9.847	19.632	28.094	38.175	3.052
Gestión de carteras	22.541	23.738	50.467	12.726	25.648	40.595	50.467	1.235
Diseño y asesoramiento	13.575	14.648	16.402	2.727	6.447	9.915	16.402	1.082
Búsqueda y colocación de paquetes	1.497	2.155	1.500	322	947	1.255	1.500	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	73.889	75.505	81.225	19.625	40.148	60.857	81.225	5.672
Otras	144.432	123.042	121.270	27.226	52.551	96.866	121.270	7.817
Comisiones satisfechas	192.163	165.034	146.892	37.912	76.522	111.258	146.892	11.031
III. Resultado de inversiones financieras	215.861	104.292	40.996	11.961	20.155	29.923	40.996	3.577
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-128.200	-1.177	28.450	10.654	15.769	21.179	28.450	1.432
V. Margen bruto	565.773	530.597	528.875	158.511	285.153	411.283	528.875	31.231
VI. Resultado de explotación	186.771	169.499	180.204	67.505	98.631	147.541	180.204	4.586
VII. Resultado de actividades continuadas	141.291	140.521	156.379	62.058	89.921	129.661	156.379	3.424
VIII. Resultado neto del ejercicio	141.291	140.521	155.972	62.058	89.921	129.661	155.972	3.424

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 2018.

**Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores**

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>				2016		2017		
	2015	2016	2017	IV	I	II	III	IV
<b>TOTAL</b>								
Total	137.327	152.893	128.817	152.893	60.430	81.930	99.011	128.817
Activos monetarios y deuda pública	9.327	8.332	3.909	8.332	1.072	1.973	2.837	3.909
Otros valores de renta fija	24.795	35.415	31.391	35.415	9.484	17.792	25.586	31.391
Cartera interior	8.990	19.863	17.963	19.863	6.004	11.298	15.172	17.963
Cartera exterior	15.805	15.552	13.428	15.552	3.480	6.494	10.414	13.428
Renta variable	112.943	135.587	53.704	135.587	21.940	27.445	38.048	53.704
Cartera interior	18.141	14.010	11.530	14.010	5.131	7.094	9.203	11.530
Cartera exterior	94.802	121.577	42.174	121.577	16.809	20.351	28.845	42.174
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-52.325	-19.817	-23.118	-30.322	-40.286
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-471	-140	-256	-292	-307
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	7	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	-1.030	171	417	399	84
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	-29.730	3.562	4.109	3.982	4.290
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	28.555	7.091	11.660	17.197	24.160
Otras operaciones	7.438	28.560	51.872	28.560	37.067	41.901	41.576	51.872
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	55.570	53.930	58.544	53.930	37.613	49.529	51.952	58.544
Activos monetarios y deuda pública	2.156	1.708	1.576	1.708	289	756	1.168	1.576
Otros valores de renta fija	2.731	1.742	1.285	1.742	337	664	965	1.285
Cartera interior	1.534	809	415	809	137	265	352	415
Cartera exterior	1.197	933	870	933	200	399	613	870
Renta variable	43.826	24.619	6.201	24.619	454	3.299	5.032	6.201
Cartera interior	3.622	3.298	3.041	3.298	39	1.409	2.047	3.041
Cartera exterior	40.204	21.321	3.160	21.321	415	1.890	2.985	3.160
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-471	-140	-256	-292	-307
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	7	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	-1.030	171	417	399	84
Otras operaciones	5.500	27.362	49.705	27.362	36.502	44.642	44.680	49.705
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	215.861	104.291	40.995	104.291	11.961	20.152	29.922	40.995
Activos monetarios y deuda pública	7.171	6.624	2.333	6.624	783	1.217	1.669	2.333
Otros valores de renta fija	22.064	33.673	30.106	33.673	9.147	17.128	24.621	30.106
Cartera interior	7.456	19.054	17.548	19.054	5.867	11.033	14.820	17.548
Cartera exterior	14.608	14.619	12.558	14.619	3.280	6.095	9.801	12.558
Renta variable	69.117	110.968	47.503	110.968	21.486	24.146	33.016	47.503
Cartera interior	14.519	10.712	8.489	10.712	5.092	5.685	7.156	8.489
Cartera exterior	54.598	100.256	39.014	100.256	16.394	18.461	25.860	39.014
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-52.325	-19.817	-23.118	-30.322	-40.286
Otras operaciones	7.841	5.351	1.339	5.351	362	779	938	1.339
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	-134.104	-5.328	29.278	-5.328	10.856	12.249	17.137	29.278
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	-29.730	3.562	4.109	3.982	4.290
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	28.555	7.091	11.660	17.197	24.160
Otras operaciones	-5.903	-4.153	828	-4.153	203	-3.520	-4.042	828

<sup>1</sup> 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 <sup>1</sup>	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	884	903	3.127	157	818	994	3.127	31
II. Comisiones netas	113.904	108.111	120.194	27.149	55.773	82.015	120.194	9.625
Comisiones percibidas	135.320	129.682	142.323	32.971	66.788	98.340	142.323	11.445
Tramitación y ejecución de órdenes	31.845	24.181	20.459	5.666	10.759	15.003	20.459	1.909
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.829	3.193	3.427	1.510	1.804	1.903	3.427	39
Depósito y anotación de valores	521	603	924	111	355	633	924	71
Gestión de carteras	10.711	11.054	12.492	2.991	5.797	8.890	12.492	1.198
Diseño y asesoramiento	7.856	8.980	11.935	2.347	4.664	7.401	11.935	718
Búsqueda y colocación de paquetes	216	40	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	53.169	50.504	59.398	12.424	26.491	40.658	59.398	5.756
Otras	27.173	31.128	33.689	7.921	16.918	23.852	33.689	1.754
Comisiones satisfechas	21.416	21.571	22.129	5.822	11.015	16.325	22.129	1.820
III. Resultado de inversiones financieras	592	245	1.139	258	157	228	1.139	74
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.197	-1.030	-1.706	-267	-1.107	-1.570	-1.706	-132
V. Margen bruto	116.577	108.229	122.754	27.297	55.641	81.667	122.754	9.598
VI. Resultado de explotación	22.148	10.140	16.866	4.475	6.652	8.951	16.866	1.641
VII. Resultado de actividades continuadas	17.266	6.982	11.878	3.820	5.640	7.448	11.878	1.595
VIII. Resultado neto del ejercicio	17.266	6.982	11.878	3.820	5.640	7.448	11.878	1.595

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 2018.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 2.10

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017
I. Margen de intereses	667	574	399	83	23
II. Comisiones netas	9.362	11.104	8.526	6.617	1.543
Comisiones percibidas	18.603	15.411	13.064	6.617	1.543
Gestión de carteras	17.028	13.572	11.150	4.228	1.095
Diseño y asesoramiento	1.575	849	371	354	59
Otras	0	990	1.544	2.035	390
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	4.538	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	9	-6	-28	-1	6
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-32	-237	-234	-126	0
V. Margen bruto	10.006	11.435	8.663	6.573	1.520
VI. Resultado de explotación	3.554	5.860	3.331	3.172	624
VII. Resultado de actividades continuadas	2.472	4.135	2.335	2.222	440
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.472	4.135	2.335	2.222	440

1 Importes acumulados desde el inicio del año. 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.

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>TOTAL<sup>3</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	43,14	44,13	33,40	44,13	32,60	37,42	35,41	33,40
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.090.823	965.833	803.793	965.833	954.784	1.023.378	970.656	803.793
% exceso <sup>5</sup>	439,29	451,60	317,54	451,60	307,54	367,77	342,64	317,54
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	16	15	18	15	16	15	19	18
> 100-≤ 300 %	22	25	23	25	28	26	22	23
> 300-≤ 500 %	12	13	14	13	10	15	15	14
> 500 %	20	18	18	18	17	16	17	18
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	44,81	45,97	34,28	45,97	33,12	38,49	36,34	34,28
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.037.623	912.248	755.143	912.248	905.344	973.923	921.152	755.143
% exceso <sup>5</sup>	44,81	474,60	328,55	474,60	314,06	381,14	354,31	328,55
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	6	8	8	8	8	6	7	8
> 100-≤ 300 %	11	11	10	11	14	12	12	10
> 300-≤ 500 %	7	9	8	9	6	9	8	8
> 500 %	14	12	13	12	12	13	13	13
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	25,14	26,35	24,69	26,35	25,82	25,40	25,00	24,69
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.196	47.620	48.452	47.620	49.440	49.455	49.504	48.452
% exceso <sup>5</sup>	25,14	229,33	208,65	229,33	222,80	217,53	212,44	208,65
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	10	7	10	7	8	9	12	10
> 100-≤ 300 %	10	13	12	13	14	14	10	12
> 300-≤ 500 %	5	4	6	4	4	6	7	6
> 500 %	5	5	5	5	5	3	4	5
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>3</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	71,26	61,64	30,70	61,64	-	-	-	30,70
Exceso de recursos propios (miles de euros)	6.004	5.965	198	5.965	-	-	-	198
% exceso <sup>5</sup>	791,04	670,22	283,73	670,22	-	-	-	283,73
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 100-≤ 300 %	1	1	1	1	-	-	-	1
> 300-≤ 500 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 500 %	1	1	0	1	-	-	-	0

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. Desde esa fecha 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.

2 Datos revisados desde 2015.

3 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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 impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media (%) <sup>3</sup>	15,34	15,97	18,35	15,97	21,78	16,40	16,18	18,35
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	20	22	20	23	25	22	22
0-≤ 15 %	23	31	28	31	20	22	32	28
> 15-≤ 45 %	22	17	22	17	25	25	19	22
> 45-≤ 75 %	5	6	4	6	6	7	9	4
> 75 %	9	9	13	9	12	8	7	13
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	14,85	16,16	18,48	16,16	22,10	16,62	16,50	18,48
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	9	8	8	8	11	10	9	8
0-≤ 15 %	14	20	17	20	8	12	17	17
> 15-≤ 45 %	10	6	11	6	13	11	10	11
> 45-≤ 75 %	4	2	1	2	4	5	3	1
> 75 %	2	4	3	4	4	2	2	3
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>3</sup>	21,52	11,53	16,92	11,53	17,84	13,57	12,13	16,92
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	12	12	14	12	12	15	13	14
0-≤ 15 %	8	10	11	10	12	10	15	11
> 15-≤ 45 %	11	11	10	11	12	14	9	10
> 45-≤ 75 %	1	3	3	3	2	2	6	3
> 75 %	7	5	10	5	8	6	5	10
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media (%) <sup>3</sup>	24,49	46,29	20,65	46,29	-	-	-	20,65
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	0	-	-	-	0
0-≤ 15 %	1	1	0	1	-	-	-	0
> 15-≤ 45 %	1	0	1	0	-	-	-	1
> 45-≤ 75 %	0	1	0	1	-	-	-	0
> 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 de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.
- 3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes<sup>1</sup>

CUADRO 2.13

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>2</sup>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>3</sup></b>					
Total	17.630.081	21.284.942	25.384.582	30.174.877	30.741.630
Clientes minoristas	4.991.653	5.671.431	6.798.749	7.588.143	9.047.166
Clientes profesionales	3.947.782	4.808.250	5.108.032	5.654.358	6.482.283
Otros	8.690.646	10.805.261	13.477.801	16.932.376	15.212.181
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>4</sup></b>					
Total					
Comisiones percibidas	33.272	48.460	57.231	52.534	64.289
Otros ingresos	33.066	47.641	56.227	51.687	63.683
<b>PATRIMONIO NETO</b>	206	819	1.004	847	606
Total					
Capital social	21.498	24.808	25.021	24.119	33.595
Reservas y remanentes	5.156	5.372	5.881	6.834	7.796
Resultado del ejercicio <sup>4</sup>	9.453	7.978	7.583	12.123	13.595

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 Datos provisionales con el 97% de datos recibido

3 Datos a final de periodos.

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.180	5.035	4.564	4.844	4.765	4.674	4.564	4.532
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.741	1.721	1.712	1.676	1.660
Sociedades de inversión	3.372	3.239	2.833	3.054	2.990	2.907	2.833	2.817
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	8	9	9	8	8
IIC de inversión libre	37	41	47	41	45	46	47	47
Total IIC inmobiliarias	9	9	7	10	10	10	7	7
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	7	7	7	4	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	880	941	1013	959	957	998	1.013	1.018
Fondos extranjeros comercializados en España	425	441	455	440	430	452	455	460
Sociedades extranjeras comercializadas en España	455	500	558	519	527	546	558	558
SGIIC	96	101	109	105	106	107	109	111
Depositarias IIC	65	56	54	56	55	55	54	54

1 Datos disponibles: febrero de 2018.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva<sup>1</sup>

CUADRO 3.2

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	8.164.054	8.704.329	10.704.585	9.774.214	9.999.138	10.489.150	10.704.585	10.958.376
Fondos de inversión	7.680.124	8.248.249	10.283.312	9.326.259	9.562.652	10.060.765	10.283.312	10.537.255
Sociedades de inversión	483.930	456.080	421.273	447.955	436.486	428.385	421.273	421.121
Total IIC inmobiliarias	4.501	4.601	1.424	4.463	4.450	4.450	1.424	1.425
Fondos de inversión inmobiliaria	3.918	3.927	1.097	3.946	3.960	3.963	1.097	1.098
Sociedades de inversión inmobiliaria	583	674	327	517	490	487	327	327
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	1.643.776	1.748.604	2.226.991	1.984.474	2.134.143	2.196.847	2.226.991	-
Fondos extranjeros comercializados en España	298.733	372.872	445.299	431.295	448.554	460.374	445.299	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.553.179	1.685.589	1.736.473	1.781.692	-

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 2018.

3 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	255.677,0	269.953,8	296.619,5	279.923,4	285.434,0	290.181,9	296.619,5	302.812,5
Fondos de inversión <sup>2</sup>	222.144,6	237.862,2	265.194,8	247.279,3	253.581,1	258.466,2	265.194,8	270.961,9
Sociedades de inversión	33.532,4	32.091,6	31.424,7	32.644,1	31.852,9	31.715,7	31.424,7	31.850,6
Total IIC inmobiliarias	1.093,1	1.077,4	991,4	1.084,0	1.082,8	1.088,9	991,4	991,2
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	369,7	360,5	360,3	360,0	360,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,4	714,3	722,3	728,6	631,4	631,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	108.091,6	114.990,2	150.420,6	127.534,6	137.341,6	141.828,0	150.420,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	15.305,1	21.337,5	26.133,9	25.306,4	26.864,2	27.108,5	26.133,9	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	92.786,5	93.652,8	124.286,7	102.228,1	110.477,4	114.719,5	124.286,7	-

1 Datos disponibles: enero 2018.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en septiembre de 2017, del orden de 6.758,6 millones de euros.

3 No se incluyen datos de los ETF.

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.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	222.144,6	237.862,2	265.194,8	237.862,2	247.279,3	253.581,1	258.466,2	265.194,8
Cartera de inversiones financieras	204.797,4	219.141,1	244.598,0	219.141,1	227.574,3	234.855,5	239.130,5	244.598,0
Cartera interior	93.833,6	95.799,1	83.032,1	95.799,1	93.627,1	88.257,1	83.884,6	83.032,1
Valores representativos de deuda	58.451,3	63.471,1	55.389,1	63.471,1	63.454,6	60.082,3	55.836,9	55.389,1
Instrumentos de patrimonio	8.757,5	8.529,9	10.911,7	8.529,9	9.687,4	10.248,0	10.429,3	10.911,7
Instituciones de inversión colectiva	5.698,5	6.249,5	7.625,9	6.249,5	6.567,0	6.811,8	7.534,8	7.625,9
Depósitos en EE. CC.	20.482,9	17.134,3	8.657,1	17.134,3	13.356,1	10.562,0	9.546,8	8.657,1
Derivados	433,7	405,7	441,4	405,7	554,4	545,4	529,2	441,4
Otros	9,7	8,5	6,8	8,5	7,7	7,7	7,4	6,8
Cartera exterior	110.957,0	123.336,0	161.556,6	123.336,0	133.927,6	146.588,9	155.236,4	161.556,6
Valores representativos de deuda	48.542,8	56.307,9	67.794,0	56.307,9	59.346,7	64.848,2	67.487,2	67.794,0
Instrumentos de patrimonio	18.654,1	20.035,3	27.081,8	20.035,3	23.257,2	24.241,5	25.958,6	27.081,8
Instituciones de inversión colectiva	43.365,7	46.435,1	66.099,9	46.435,1	50.626,4	56.832,3	61.155,5	66.099,9
Depósitos en EE. CC.	104,1	81,2	74,7	81,2	127,5	101,8	90,8	74,7
Derivados	285,6	474,3	504,7	474,3	567,7	563,3	542,6	504,7
Otros	4,8	2,3	1,4	2,3	2,1	1,8	1,7	1,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,8	6,1	9,3	6,1	19,5	9,5	9,5	9,3
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	16.594,5	18.392,6	19.988,5	18.392,6	19.493,7	19.077,4	18.910,6	19.988,5
Neto deudores/acreedores	752,7	328,5	608,3	328,5	211,3	-351,8	425,1	608,3

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	33.532,4	32.091,6	31.424,7	32.091,6	32.644,1	31.852,9	31.715,7	31.424,7
Cartera de inversiones financieras	30.035,2	28.127,7	28.804,9	28.127,7	29.463,9	28.708,5	28.745,3	28.804,9
Cartera interior	9.424,4	7.707,1	6.229,4	7.707,1	7.898,8	7.305,1	6.684,0	6.229,4
Valores representativos de deuda	3.663,3	2.395,4	1.653,8	2.395,4	2.266,2	2.231,0	1.842,5	1.653,8
Instrumentos de patrimonio	3.090,3	2.871,9	2.674,5	2.871,9	3.151,4	2.923,2	2.816,7	2.674,5
Instituciones de inversión colectiva	1.418,4	1.485,3	1.625,9	1.485,3	1.660,4	1.636,6	1.598,9	1.625,9
Depósitos en EE. CC.	1.226,3	925,3	236,2	925,3	789,6	477,5	390,8	236,2
Derivados	-7,4	-5,2	-0,6	-5,2	-4,7	-3,2	-4,1	-0,6
Otros	33,7	34,4	39,7	34,4	36,0	39,9	39,2	39,7
Cartera exterior	20.608,1	20.412,7	22.566,2	20.412,7	21.556,7	21.396,7	22.054,3	22.566,2
Valores representativos de deuda	4.472,0	4.263,3	4.396,6	4.263,3	4.347,3	4.395,1	4.471,0	4.396,6
Instrumentos de patrimonio	7.025,9	6.465,5	6.987,8	6.465,5	6.766,6	6.512,0	6.821,5	6.987,8
Instituciones de inversión colectiva	9.090,2	9.653,0	11.153,5	9.653,0	10.423,0	10.456,9	10.744,4	11.153,5
Depósitos en EE. CC.	6,2	6,7	0,0	6,7	6,8	4,5	4,4	0,0
Derivados	8,3	15,7	19,3	15,7	5,5	20,3	3,7	19,3
Otros	5,5	8,4	8,9	8,4	7,6	7,9	9,4	8,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,7	7,9	9,3	7,9	8,4	6,7	6,9	9,3
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6
Tesorería	3.211,3	3.791,7	2.421,7	3.791,7	2.961,6	2.942,8	2.719,2	2.421,7
Neto deudores/acreedores	285,8	172,2	197,5	172,2	218,5	201,0	250,6	197,5

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	1.804	1.805	1.741	1.815	1.804	1.795	1.741	1.746
Renta fija <sup>4</sup>	319	306	290	296	299	294	290	291
Renta fija mixta <sup>5</sup>	132	148	155	154	154	158	155	156
Renta variable mixta <sup>6</sup>	142	168	176	172	173	177	176	177
Renta variable euro	109	112	111	114	112	113	111	110
Renta variable internacional	200	201	211	209	212	210	211	218
Garantizado renta fija	186	122	79	111	100	90	79	76
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	205	198	188	201	197	190	188	186
Fondos globales	178	203	225	208	217	223	225	227
De gestión pasiva	213	220	202	218	212	213	202	201
Retorno absoluto	97	106	104	111	107	106	104	104
<b>PARTÍCIPIES</b>								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	9.332.934	9.569.922	10.068.296	10.287.454	10.541.461
Renta fija <sup>4</sup>	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.554.194	2.656.675	2.660.197	2.627.547	2.649.240
Renta fija mixta <sup>5</sup>	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.169.480	1.114.668	1.154.688	1.197.523	1.212.907
Renta variable mixta <sup>6</sup>	612.276	448.491	584.408	485.795	533.200	552.773	584.408	598.354
Renta variable euro	422.469	395.697	710.928	429.147	515.999	663.541	710.928	748.155
Renta variable internacional	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.505.724	1.547.970	1.790.875	1.865.367	1.947.285
Garantizado renta fija	423.409	307.771	190.075	273.188	239.787	205.956	190.075	187.126
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	417.843	552.445	527.533	576.664	560.146	542.772	527.533	523.839
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	857.135	903.273	985.627	1.086.937	1.145.658
De gestión pasiva	554.698	746.233	638.966	723.472	697.071	673.604	638.966	629.202
Retorno absoluto	479.182	565.325	858.170	743.411	786.472	823.971	858.170	899.695
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	247.279,3	253.581,1	258.466,2	265.195	270.962,4
Renta fija <sup>4</sup>	65.583,8	74.226,4	70.563,9	72.038,9	71.124,9	70.297,1	70.563,9	70.155,6
Renta fija mixta <sup>5</sup>	44.791,8	40.065,6	43.407,0	41.468,7	41.777,8	42.668,4	43.407,0	43.921,0
Renta variable mixta <sup>6</sup>	21.502,9	16.310,6	22.386,7	18.159,5	19.831,4	20.754,6	22.386,7	23.354,0
Renta variable euro	9.092,9	8.665,9	12.203,2	9.874,5	10.996,5	11.753,3	12.203,2	13.083,1
Renta variable internacional	17.143,2	17.678,8	24.064,6	20.687,1	20.994,3	22.445,3	24.064,6	25.096,1
Garantizado renta fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	7.694,5	6.858,1	5.828,2	5.456,7	5.351,5
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	9.966,6	15.475,7	15.417,5	16.418,9	16.183,3	15.909,7	15.417,5	15.352,0
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	24.735,0	29.044,8	31.439,9	35.511,5	38.007,4
De gestión pasiva	17.731,1	23.601,6	19.477,8	22.701,7	21.601,5	20.972,4	19.477,8	19.320,7
Retorno absoluto	11.228,1	12.215,2	16.705,9	13.474,6	15.142,6	16.371,3	16.705,9	17.321,0

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 2018.

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

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	9.332.934	9.569.922	10.068.296	10.287.454	10.541.461
Personas físicas	7.494.162	8.059.916	10.080.255	9.129.242	9.364.720	9.860.295	10.080.255	10.332.816
Residentes	7.422.330	7.985.404	9.994.395	9.049.798	9.283.417	9.775.710	9.994.395	10.245.469
No residentes	71.832	74.512	85.860	79.444	81.303	84.585	85.860	87.347
Personas jurídicas	188.785	193.695	207.199	203.692	205.202	208.001	207.199	208.645
Entidades de crédito	532	497	515	522	632	638	515	502
Otros agentes residentes	187.395	192.381	205.804	202.317	203.662	206.445	205.804	207.273
Entidades no residentes	858	817	880	853	908	918	880	870
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	247.279,3	253.581,1	258.466,2	265.194,8	270.962,4
Personas físicas	181.868,0	195.567,5	218.429,6	203.626,4	209.000,6	212.672,1	218.429,6	223.141,4
Residentes	179.232,4	192.743,0	215.290,8	200.701,5	206.029,8	209.623,1	215.290,8	219.948,0
No residentes	2.635,6	2.824,5	3.138,8	2.924,9	2.970,9	3.049,0	3.138,8	3.193,4
Personas jurídicas	40.276,6	42.294,8	46.765,1	43.652,9	44.580,5	45.794,1	46.765,1	47.821,0
Entidades de crédito	483,0	374,3	342,2	433,5	455,1	462,7	342,2	521,7
Otros agentes residentes	39.071,0	41.212,4	45.518,8	42.381,9	43.178,4	44.412,0	45.518,8	46.353,4
Entidades no residentes	722,6	708,1	904,1	837,4	947,0	919,4	904,1	945,9

1 Datos disponibles: enero 2018.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	159.036,2	113.274,7	151.586,4	31.500,5	39.646,1	39.562,9	26.147,6	46.229,8
Renta fija	66.789,7	53.163,3	59.088,5	13.930,4	15.239,2	14.448,6	10.458,6	18.942,1
Renta fija mixta	36.441,2	11.065,3	20.513,3	3.522,6	6.295,0	5.690,0	3.312,3	5.216,0
Renta variable mixta	13.771,0	4.250,6	10.452,2	1.588,1	2.812,7	3.037,3	1.669,3	2.932,9
Renta variable euro	6.719,9	3.716,3	9.452,9	1.202,5	1.572,3	2.275,5	1.421,0	4.184,1
Renta variable internacional	11.236,2	7.167,6	14.866,5	2.386,7	3.746,8	3.213,5	2.273,9	5.632,3
Garantizado renta fija	562,4	2.005,3	986,9	724,7	482,0	230,3	91,5	183,1
Garantizado renta variable	1.993,2	7.942,5	2.413,1	1.994,9	1.488,7	375,8	234,3	314,3
Fondos globales	9.636,1	8.914,5	21.571,9	1.673,4	5.074,2	6.824,7	3.612,7	6.060,3
De gestión pasiva	3.350,5	10.195,7	2.374,0	3.162,0	889,5	504,0	491,5	489,0
Retorno absoluto	8.363,0	4.853,2	9.867,1	1.315,2	2.045,6	2.963,2	2.582,5	2.275,8
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	135.569,6	99.492,3	130.248,0	25.138,6	33.379,7	33.594,6	22.689,0	40.584,7
Renta fija	72.141,1	45.549,5	62.087,2	12.632,0	17.191,8	15.630,1	10.392,2	18.873,1
Renta fija mixta	15.273,7	14.242,9	18.011,6	3.333,5	5.143,7	5.294,9	3.069,6	4.503,4
Renta variable mixta	5.617,2	7.280,8	4.942,6	1.210,3	1.283,3	1.357,6	859,1	1.442,6
Renta variable euro	6.251,0	4.259,2	6.908,0	911,1	1.174,4	1.317,8	774,7	3.641,1
Renta variable internacional	7.175,7	6.821,0	10.363,6	1.853,3	1.785,1	2.810,3	1.251,2	4.517,0
Garantizado renta fija	7.369,8	5.208,0	3.876,9	881,2	1.314,0	1.008,8	1.023,2	530,9
Garantizado renta variable	4.593,0	2.464,1	3.001,5	560,0	644,1	815,3	688,7	853,4
Fondos globales	3.830,8	5.334,6	8.587,6	1.269,8	1.723,8	2.471,4	1.970,9	2.421,5
De gestión pasiva	9.614,7	4.405,7	6.954,8	1.530,9	2.070,9	1.719,0	1.225,7	1.939,2
Retorno absoluto	3.551,6	3.906,8	5.488,2	956,5	1.048,6	1.169,4	1.433,6	1.836,6

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 netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	22.763,6	13.823,2	21.325,0	6.328,7	6.271,8	5.967,1	3.443,9	5.642,3
Renta fija	-4.816,1	8.243,5	-3.638,0	1.307,1	-2.130,1	-892,2	-880,7	265,0
Renta fija mixta	20.903,0	-4.750,8	2.890,5	198,8	1.167,0	305,8	731,0	686,6
Renta variable mixta	8.227,3	-5.194,5	5.498,6	338,7	1.515,0	1.706,0	761,2	1.516,4
Renta variable euro	467,2	-538,0	2.549,7	306,9	447,5	916,0	691,1	495,1
Renta variable internacional	4.110,2	-32,5	4.514,0	518,5	1.965,5	428,4	1.005,7	1.114,5
Garantizado renta fija	-8.093,5	-3.699,6	-3.262,6	-333,0	-956,6	-869,7	-1.047,6	-388,7
Garantizado renta variable	-2.396,4	5.465,9	-309,5	1.465,3	886,2	-348,3	-349,3	-498,1
Fondos globales	5.787,9	7.801,3	13.405,9	417,4	3.361,5	4.306,1	2.109,0	3.629,5
De gestión pasiva	-6.274,9	5.603,4	-4.585,0	1.612,9	-1.181,4	-1.215,1	-738,1	-1.450,3
Retorno absoluto	4.802,6	943,5	4.287,3	496,0	1.197,3	1.630,1	1.161,6	298,3
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	680,1	1.909,9	6.022,6	2.416,2	3.150,8	336,0	1.449,2	1.086,6
Renta fija	69,3	399,3	-24,1	-81,8	-57,3	-21,8	53,0	1,9
Renta fija mixta	-425,2	25,1	451,4	222,4	236,4	4,1	160,7	50,2
Renta variable mixta	-294,8	2,2	577,8	370,6	333,9	-34,0	162,0	115,9
Renta variable euro	224,2	110,8	987,8	563,2	761,1	206,0	65,7	-45,0
Renta variable internacional	766,6	568,4	1.872,3	886,0	1.042,9	-121,0	445,4	505,0
Garantizado renta fija	52,1	3,9	39,4	-53,2	-28,8	33,3	17,8	17,1
Garantizado renta variable	166,6	43,1	251,3	-54,3	57,0	112,7	75,7	5,8
Fondos globales	9,3	432,1	1.190,3	431,6	456,7	3,7	286,1	443,7
De gestión pasiva	185,5	281,5	472,9	116,6	286,6	114,9	115,7	-44,3
Retorno absoluto	-72,7	43,7	203,4	15,2	62,2	37,9	67,1	36,2

<sup>1</sup> 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<sup>1,2</sup>

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,41	1,91	3,41	1,29	1,57	0,39	0,82	0,67
Renta fija	0,85	1,24	0,59	0,05	0,08	0,13	0,23	0,16
Renta fija mixta	0,14	1,26	2,22	0,85	0,87	0,30	0,66	0,40
Renta variable mixta	-0,12	1,45	4,36	2,71	2,32	0,17	1,15	0,88
Renta variable euro	4,41	3,38	11,14	7,48	8,92	2,43	1,04	0,07
Renta variable internacional	6,80	5,55	10,80	5,87	6,00	-0,10	2,54	2,64
Garantizado renta fija	1,25	0,79	1,14	-0,46	-0,22	0,62	0,43	0,44
Garantizado renta variable	2,75	1,09	2,18	-0,22	0,52	0,86	0,64	0,15
Fondos globales	1,25	3,95	5,39	2,43	2,36	0,31	1,23	1,64
De gestión pasiva	1,65	2,11	2,81	0,66	1,41	0,68	0,70	-0,08
Retorno absoluto	0,29	1,41	2,32	0,38	0,74	0,50	0,66	0,46
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,00	0,95	0,91	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Renta fija	0,66	0,58	0,54	0,14	0,13	0,14	0,14	0,13
Renta fija mixta	1,15	1,12	1,05	0,27	0,27	0,26	0,26	0,26
Renta variable mixta	1,41	1,40	1,34	0,36	0,35	0,33	0,34	0,33
Renta variable euro	1,76	1,75	1,71	0,44	0,45	0,43	0,42	0,42
Renta variable internacional	1,71	1,71	1,69	0,45	0,44	0,41	0,42	0,42
Garantizado renta fija	0,84	0,68	0,48	0,15	0,13	0,13	0,12	0,11
Garantizado renta variable	1,05	0,70	0,58	0,16	0,15	0,15	0,14	0,14
Fondos globales	1,06	1,26	1,07	0,28	0,28	0,26	0,26	0,27
De gestión pasiva	0,64	0,56	0,52	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Retorno absoluto	0,99	0,96	0,91	0,24	0,24	0,22	0,22	0,23
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,07	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	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Renta variable euro	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Garantizado renta fija	0,06	0,06	0,05	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,08	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,07	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 fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

En %	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Total fondos de inversión	0,89	0,98	2,42	1,35	0,16	0,56	0,33	0,77
Renta fija	0,10	0,52	-0,13	-0,07	-0,03	0,05	-0,08	-0,01
Renta fija mixta	0,16	0,27	1,10	0,58	0,02	0,38	0,12	0,45
Renta variable mixta	0,15	1,19	3,23	1,95	-0,12	0,80	0,57	1,11
Renta variable euro	3,44	2,61	11,16	8,57	2,06	0,55	-0,23	3,35
Renta variable internacional	7,84	4,15	8,75	5,67	-0,46	2,09	1,27	1,61
Garantizado renta fija	0,27	-0,03	0,72	-0,35	0,48	0,29	0,30	-0,02
Garantizado renta variable	1,07	0,19	1,61	0,41	0,68	0,48	0,03	0,30
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	2,08	0,07	0,94	1,31	1,31
De gestión pasiva	0,53	1,16	2,13	1,30	0,52	0,50	-0,20	1,00
Retorno absoluto	0,12	0,38	1,44	0,50	0,27	0,43	0,23	0,45

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 disponibles: enero 2018.

**IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

CUADRO 3.12

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.819	3.089	2.930	2.930	3.080	3.308	3.444	3.582
Patrimonio (millones de euros)	1.369,5	1.764,8	1.889,2	1.889,2	1.972,0	2.140,0	2.192,0	2.243,3
Suscripciones (millones de euros)	574,6	596,6	425,5	170,4	163,0	197,5	107,8	136,0
Reembolsos (millones de euros)	293,8	260,5	376,6	126,8	161,2	255,1	82,4	94,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	280,8	336,1	48,9	43,6	1,8	-57,6	25,4	41,5
Rendimientos netos (millones de euros)	52,0	56,3	75,5	52,5	81,0	22,8	26,6	9,8
Rentabilidad (%)	5,30	4,83	4,32	2,51	4,08	1,74	1,03	0,63
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	7,39	6,17	4,68	3,68	4,95	1,73	1,85	0,36
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	2,21	2,34	2,25	0,60	0,99	0,61	0,56	0,14
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,32	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.734	1.265	1.237	1.237	1.231	2.393	3.534	3.591
Patrimonio (millones de euros)	345,4	319,8	293,7	293,7	293,2	327,0	472,0	482,7
Suscripciones (millones de euros)	7,1	8,3	0,0	0,0	0,3	48,7	144,4	-
Reembolsos (millones de euros)	40,8	54,9	28,1	1,1	1,3	6,5	0,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-33,7	-46,6	-28,1	-1,1	-0,9	42,2	144,4	-
Rendimientos netos (millones de euros)	28,9	21,0	2,1	8,1	0,5	-8,4	0,6	-
Rentabilidad (%)	8,48	6,16	0,90	2,83	0,16	-2,04	0,36	0,09
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	9,72	6,61	-0,95	3,03	0,39	-1,97	0,51	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,07	0,48	0,82	-0,21	0,21	0,42	0,36	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,04	0,06	-0,01	0,01	0,01	0,01	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2017.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

**SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.13

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>3</sup></b>								
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.741	1.721	1.712	1.676	1.660
Sociedades de inversión	3.333	3.231	2.824	3.045	2.981	2.898	2.824	2.808
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	8	9	9	8	8
IIC de inversión libre	37	41	47	41	45	46	47	47
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	7	7	7	4	4
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	247.279,3	253.581,1	258.466,2	265.194,8	270.962,4
Sociedades de inversión	32.879,4	31.783,2	31.021,1	32.259,7	31.469,0	31.339,5	31.021,1	31.423,0
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	319,8	293,7	482,7	295,4	327,0	472,0	482,7	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	1.764,8	1.889,2	2.243,3	1.912,9	2.140,1	2.192,0	2.243,3	-
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	369,7	360,5	360,3	360,0	360,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,5	714,3	722,3	728,6	631,5	631,1

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 2018.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2017: noviembre 2017.

IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2015	2016	2017	2016		2017		
				IV	I	II	III	IV
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	108.091,6	114.990,2	150.420,6	114.990,2	127.534,6	137.341,6	141.828,0	150.420,6
Fondos	15.305,1	21.337,5	26.133,9	21.337,5	25.306,4	26.864,2	27.108,5	26.133,9
Sociedades	92.786,5	93.652,8	124.286,7	93.652,8	102.228,1	110.477,4	114.719,5	124.286,7
<b>N.º DE INVERSORES</b>								
Total	1.643.776	1.748.604	2.226.991	1.748.604	1.984.474	2.134.143	2.196.847	2.226.991
Fondos	298.733	372.872	445.299	372.872	431.295	448.554	460.374	445.299
Sociedades	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.375.732	1.553.179	1.685.589	1.736.473	1.781.692
<b>N.º DE INSTITUCIONES</b>								
Total	880	941	1013	941	959	957	998	1013
Fondos	425	441	455	441	440	430	452	455
Sociedades	455	500	558	500	519	527	546	558
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	362	391	429	391	405	411	424	429
Francia	282	286	292	286	284	270	289	292
Irlanda	143	160	184	160	165	167	173	184
Alemania	32	32	35	32	32	33	35	35
Reino Unido	31	32	33	32	32	32	33	33
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	23	21	23	23	23	23	21
Bélgica	4	4	5	4	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	4	8	4	4	7	7	8
Liechtenstein	0	6	3	6	6	6	6	3

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 inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2015	2016	2017	2017				2018
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	3	3	3	3	3	3	3	3
Participes	3.918	3.927	1.097	3.946	3.960	3.963	1.097	1.098
Patrimonio (millones de euros)	391	370,1	360,0	369,7	360,5	360,3	360,0	360,1
Rentabilidad (%)	-6,66	-5,35	-2,60	-0,10	-2,37	-0,08	-0,06	0,02
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	6	6	4	7	7	7	4	4
Accionistas	583	674	327	517	490	487	327	327
Patrimonio (millones de euros)	702,1	707,3	631,5	714,3	722,3	728,6	631,5	631,1

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

2 Datos disponibles: enero de 2018.





