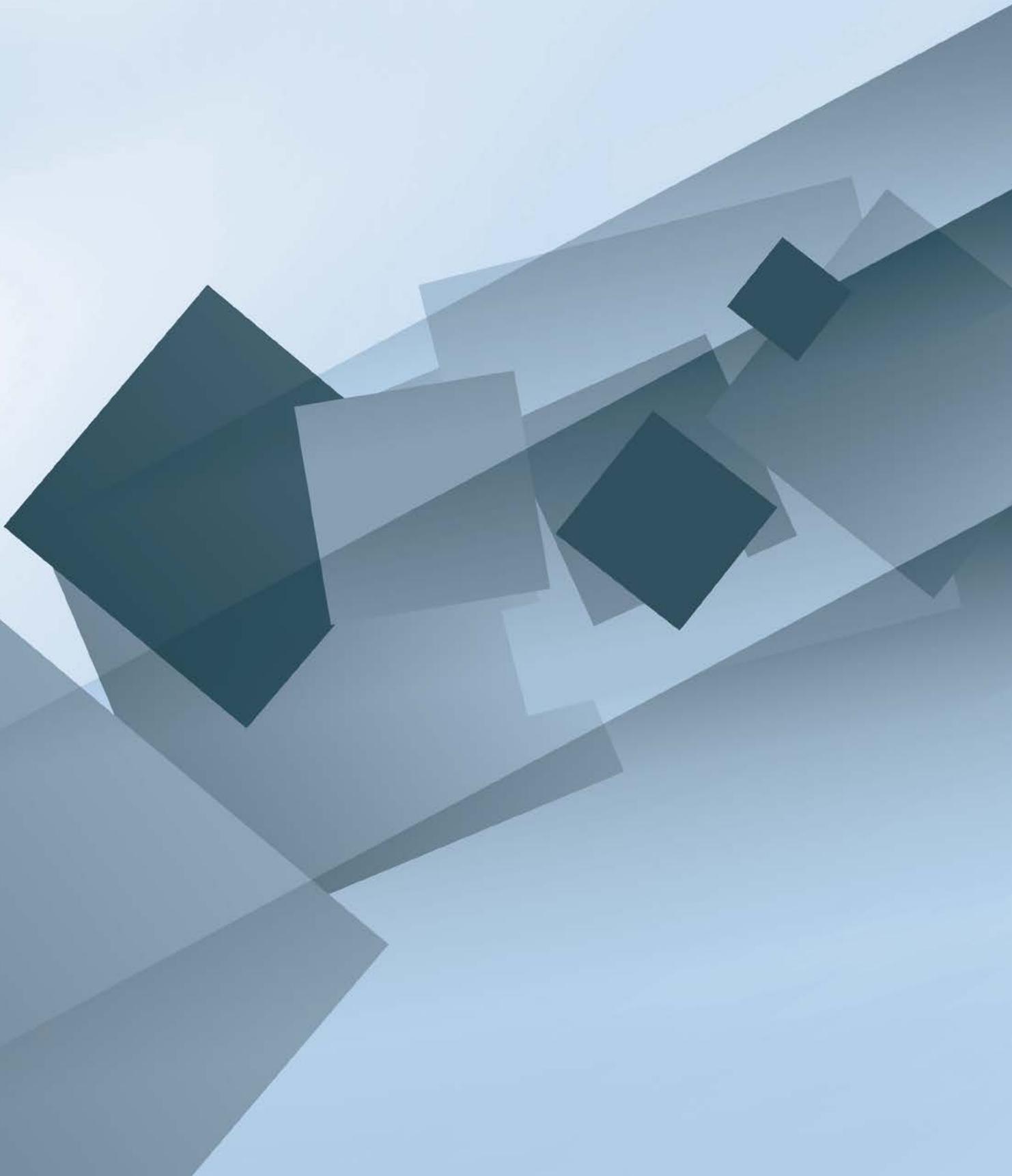




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2015



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
2015**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Presentación en el Congreso de los Diputados del Informe Anual 2014 de la CNMV	9
	Elvira Rodríguez, presidenta de la CNMV	
II	Informe de coyuntura de mercados	23
III	Informes y análisis	59
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el ejercicio 2014	61
	Belén de Anta y Laura Romero	
	Medidas de redes como indicadores adelantados de inestabilidad financiera: el caso del mercado bursátil español	89
	Gustavo Peralta	
IV	Anexo legislativo	109
V	Anexo estadístico	123

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones Públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades Autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESA	Autoridad Europea de Supervisión / European Supervisory Authority
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions

ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

I Presentación en el Congreso de los Diputados del Informe Anual 2014 de la CNMV

Elvira Rodríguez, presidenta de la CNMV
Madrid, 27 de mayo de 2015

Señor presidente, señorías:

Comparezco hoy ante esta Comisión, en virtud del artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores, con el objeto de dar cuenta del Informe Anual de la CNMV correspondiente al ejercicio 2014.

Pero permítanme que, antes de comenzar con mi exposición, les agradezca su actividad legislativa en relación con la CNMV: por un lado, por la aprobación con un amplio consenso de la Ley de Tasas de la CNMV, instrumento que facilitará la sostenibilidad y la equidad de nuestras finanzas, y, por otro, por el apoyo a la batería de medidas incorporadas como modificación a la Ley del Mercado de Valores en la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que nos dotan de mayor independencia y de nuevas herramientas para realizar nuestro trabajo de manera más eficiente.

Respecto del Informe Anual, espero que su recepción les haya proporcionado tiempo suficiente para su análisis detallado.

Asimismo, destaco que, como habrán notado, por primera vez, la documentación se ha remitido en formato digital como consecuencia de la política de minimización de papel que estamos llevando a cabo.

En este documento podrán encontrar todos los detalles de la actuación de la CNMV durante el año 2014. Pero si, adicionalmente, tuvieran sus señorías interés en alguna cuestión concreta, por supuesto estoy a su disposición para responderlas en el turno de preguntas o posteriormente por escrito.

Así que voy a exponerles cuál ha sido la actividad de la institución, centrándome en los aspectos que considero de mayor relevancia por su carácter estratégico o por tratarse de elementos novedosos, por lo que no pretendo realizar un desarrollo exhaustivo del contenido del Informe Anual que obra en su poder.

En concreto, mi exposición se va a estructurar en tres grandes apartados.

En el primero me voy a referir a las cuestiones que caracterizaron 2014 y han tenido influencia en los mercados de capitales y, por tanto, un efecto directo en la actividad de la Comisión.

En el segundo resaltaré, de forma ordenada por los distintos capítulos de nuestro Plan de Actividades, parte del trabajo que hemos llevado a cabo durante el año pasado y que resulta representativo de las directrices que nos han orientado en 2014.

Por último, voy a trasladarles una serie de reflexiones respecto al presente y al futuro de los mercados de capitales objeto de nuestra supervisión.

Comienzo señalando los aspectos más relevantes del entorno económico y financiero en el que la CNMV ha tenido que desempeñar sus funciones durante el año 2014 y que, como les decía, son los elementos que marcan o condicionan nuestra actuación.

Como saben sus señorías, España experimentó un crecimiento del PIB del 1,4 % en 2014, cinco décimas por encima de la media de la zona euro; diferencial de crecimiento positivo con respecto a nuestros vecinos que no se producía desde el año 2008.

Esta recuperación de la actividad económica consiguió frenar el deterioro del mercado laboral que se venía produciendo en los últimos años, observándose un ligero pero paulatino descenso en la tasa de paro.

Por otra parte, durante 2014 los tipos de interés se situaron en mínimos históricos. Su evolución en las economías avanzadas más importantes siguió condicionada por el tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de los bancos centrales. La abundancia de liquidez permitió que los tipos de interés a corto plazo permanecieran en niveles cercanos a cero durante el último año.

En la zona del euro el entorno de crecimiento e inflación muy reducidos hizo que el Banco Central Europeo rebajara en dos ocasiones los tipos de interés oficiales hasta agotar su margen de recorrido a la baja y que adoptara nuevas medidas de política monetaria no convencionales para intensificar el estímulo monetario.

En este contexto, la deuda pública española a largo plazo tuvo como nota característica la mejora de sus condiciones de emisión, cerrando el año con un diferencial respecto al bono alemán cercano a los 125 puntos básicos. Recordarán ustedes que, en 2013, este indicador llegó a alcanzar cotas de 600 puntos.

Un escenario de muy bajos tipos de interés como el que nos hemos encontrado en 2014 produce efectos muy relevantes en el comportamiento de los agentes en los mercados de capitales.

Por una parte, los inversores tienden a buscar rentabilidades superiores a las ofrecidas por la deuda pública, la renta fija de mayor calidad crediticia o los depósitos bancarios. Por otra parte, las compañías tienen mayores incentivos para acudir a los mercados debido al menor coste de la renta fija y a la mayor demanda de los inversores a la hora de adquirir títulos de renta variable.

Esto explica, al menos en parte, el comportamiento positivo de los parqués internacionales en la primera mitad de 2014. Sin embargo, en el segundo semestre se observó un comportamiento asimétrico debido a la incertidumbre derivada, entre otros factores, de la inestabilidad geopolítica y del precio del crudo.

En España la renta variable se benefició de un clima de mayor estabilidad en los mercados financieros. Aunque su comportamiento fue dispar a lo largo de 2014, el Ibex 35 experimentó un incremento del 3,7 % en el ejercicio.

Pero es muy relevante señalar que no solo aumentó la capitalización del índice sino que, además, se observó un incremento del volumen de negociación en los mercados oficiales españoles del 31 % respecto al año anterior.

Este aumento de la negociación es un elemento muy positivo ya que dota al mercado de mayor liquidez y profundidad, lo cual redundará en una más correcta formación de los precios y en una mayor facilidad de entrada y salida para los inversores.

Adicionalmente, durante 2014 en España se produjo un importante aumento de las operaciones corporativas. Los mercados españoles experimentaron un relanzamiento en el número de ofertas públicas de venta o suscripción de valores, con trece compañías que captaron recursos a través de esta vía en los diferentes segmentos del mercado. Siete de las ofertas públicas de venta tuvieron lugar en el mercado continuo. Estos datos son más llamativos si se tiene en cuenta la prácticamente nula actividad que hubo en 2013.

Los flujos de inversión canalizados hacia la renta variable (ampliaciones de capital más ofertas públicas de venta) alcanzaron un importe próximo a los 32.800 millones de euros, la cifra más alta de toda Europa.

Algo menos de la mitad de los recursos captados fue a parar a las entidades de crédito. A diferencia de los años 2012 y 2013, en los que estas entidades concentraron la mayoría de los recursos mediante ampliaciones de capital, en 2014 también tuvieron una participación destacada otros sectores, especialmente el inmobiliario y el de la construcción, en este caso para reducir o reestructurar su deuda y reforzar su capital.

Otro signo de la reactivación del mercado es el hecho de que se autorizaran siete ofertas públicas de adquisición de valores por parte de la CNMV, con un importe potencial de casi quinientos millones de euros.

Estos datos muestran que la financiación a través de los mercados está llegando a la economía real y me atrevería a decir que son un indicador aproximado de que la confianza de los inversores, finalmente, se está recuperando.

Es más, que en cinco de las siete OPV que se produjeron en el mercado continuo se confeccionaran folletos directamente en lengua inglesa, o que emisiones de renta fija de compañías españolas por valor de casi cinco mil millones de euros se realizaran bajo normativa británica son pruebas de que el interés exterior por las emisiones españolas está aumentando significativamente.

Durante 2014 también hemos presenciado una fuerte pujanza de la industria de fondos de inversión, que se ha visto acompañada por una transformación del tipo de fondos comercializados, como consecuencia de la situación de los tipos de interés a la que he hecho referencia.

En línea con la tendencia expansiva iniciada en 2013, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 26,8 % durante 2014, hasta alcanzar los 198.719 millones de euros. Además, el 85 % de este aumento se debió a nuevas aportaciones de los inversores.

Esta recuperación vino acompañada de un cambio significativo en la composición de la oferta de fondos, con la recuperación de las categorías de renta fija y renta fija mixta y con la confirmación del despegue de los fondos de gestión pasiva, en su gran mayoría fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

Hay que señalar, no obstante, que en los últimos meses se ha vuelto a producir otro cambio en el tipo de fondos de inversión que ofertan las entidades, que han dejado de lado los fondos con objetivo concreto de rentabilidad, que son de gestión pasiva, para pasar a comercializar fondos de gestión activa.

Otro aspecto determinante en 2014 ha sido el impacto creciente de la normativa europea relativa a los mercados de capitales y la internacionalización de las operaciones y los agentes.

La avalancha legislativa proveniente de la Unión Europea, que incluye los desarrollos normativos realizados por la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), ha continuado incrementándose durante 2014. Estas normas abarcan todos los aspectos de los mercados de valores con gran detalle y, en estos momentos, dejan poco margen a las especificidades locales, en coherencia con el objetivo de crear un conjunto de normas único para la Unión Europea (el denominado *single rulebook* en terminología anglosajona).

Por otra parte, la reactivación general del mercado hace más evidente la interconexión entre las diferentes plazas financieras y la mayor propensión a realizar inversiones transfronterizas, lo cual requiere adaptar normas y comportamientos supervisores a la nueva situación.

En este contexto que acabo de mencionarles, la CNMV ha desempeñado durante 2014 su actividad de supervisión de los mercados y emisores y de las normas de conducta de los intermediarios financieros y, de forma paralela, ha trabajado para mejorar la protección de los inversores, intentando, como en años anteriores, desempeñar sus tareas de forma eficiente y ágil.

En lo relativo a la supervisión de los mercados y de los emisores, destaco cuatro aspectos.

En primer lugar, se ha continuado con la tarea de revisar intensamente la operativa de ventas en corto, vigilando el cumplimiento de las condiciones para realizar estas operaciones, su régimen de transparencia y el uso de las exenciones para los creadores de mercado y operadores del mercado primario de deuda.

Además, hemos reforzado, un año más, el seguimiento de las comunicaciones de operaciones sobre instrumentos financieros y, más específicamente, de operaciones sospechosas.

Les doy solo un dato para que se hagan una idea de la intensidad de nuestra supervisión de los mercados: en el año 2014 hemos supervisado más de 125 millones de operaciones, lo que ha supuesto un incremento del 38 % respecto a 2013.

Como viene siendo habitual, nuestra vigilancia se ha centrado especialmente en la lucha contra el abuso de mercado. En 2014 hemos incoado once expedientes sancionadores por abuso de mercado que afectan a veinte personas, físicas o jurídicas, lo que supone un incremento sustancial respecto al número de expedientes incoado en 2013 (tres expedientes).

En concreto, en seis de estos expedientes se ha investigado la actuación de diez personas, físicas o jurídicas, por la realización de prácticas de manipulación de mercado; en cuatro hemos analizado la operativa sobre acciones propias, y en uno de ellos el foco de la investigación se ha centrado en la utilización de información privilegiada.

Además, en 2014 enviamos al Ministerio Fiscal un caso por posible delito de información privilegiada y remitimos tres cartas admonitorias, indicando aspectos que podrían dar lugar a potenciales incumplimientos de la normativa.

En segundo lugar, se ha trabajado intensamente en el seno de ESMA para elaborar los estándares técnicos de desarrollo de la MiFID II.

La entrada en vigor de las nuevas normas se produjo en julio de 2014, pero las obligaciones recogidas serán de aplicación en enero de 2017 y ahora se está avanzando en los numerosos mandatos a ESMA para la elaboración de los estándares técnicos que desarrollan los preceptos normativos.

El nuevo marco normativo centra su atención, entre otras cuestiones, en la transparencia, la negociación electrónica y de alta frecuencia, el fomento de la competencia entre las infraestructuras de negociación y compensación y las obligaciones de información en derivados sobre materias primas.

Asimismo, se promueve la mejora de las herramientas y facultades de supervisión en las distintas áreas de actividad e instrumentos financieros afectados por la reforma, destacando la revisión profunda del sistema de comunicación de operaciones (*transaction reporting*) a las autoridades competentes.

En tercer lugar, destaco la actuación de la CNMV consistente en la revisión formal y sustantiva de la información periódica regulada que publican los emisores.

Me refiero, en especial, a la revisión de los informes financieros anuales auditados que se someten, por parte de la CNMV, a una revisión formal y de cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa. Asimismo, la CNMV lleva a término una revisión sustantiva de un conjunto de cuentas anuales auditadas, determinada mediante un modelo de selección basado en el riesgo, según los criterios establecidos por ESMA.

En el ejercicio 2014, hemos remitido requerimientos a un total de 64 entidades sujetas a revisión formal y sustantiva, por salvedades o ampliación de información sobre los informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2013. Estos requerimientos tienen por objeto solicitar aclaraciones sobre aspectos concretos de las cuentas y son una herramienta esencial para contribuir al rigor de la información financiera de los emisores de valores.

Por último, tras meses de intenso trabajo con la colaboración de la Comisión de Expertos creada por el Gobierno, hemos culminado la reforma del marco del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Esta reforma se ha concretado, en primer lugar, en una modificación de la Ley de Sociedades de Capital que se publicó a finales del año pasado, en la que se han incorporado cambios sustanciales con un doble objetivo.

Por una parte, se pretende potenciar el papel de la junta de accionistas facilitando la participación de los propietarios en las decisiones relevantes y, al mismo tiempo, aumentar significativamente el control de los accionistas sobre la gestión de los administradores. Por otra, se busca mejorar el funcionamiento del órgano de administración para alinear los intereses de los administradores con los de la compañía.

Además de promover estos cambios legislativos, en febrero de este año hemos publicado el nuevo Código de Buen Gobierno, que contiene un conjunto de recomendaciones acordes con los estándares internacionales más exigentes en la materia.

En lo que respecta a la supervisión en el ámbito de los servicios de inversión y de las instituciones de inversión colectiva, un año más hemos primado las actuaciones supervisoras tempranas con carácter preventivo.

En el ámbito de los servicios de inversión, se han intensificado los controles destinados a verificar el cumplimiento de las normas de conducta en la comercialización de productos complejos, particularmente en relación con las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, así como en la prestación de servicios de asesoramiento y gestión discrecional de carteras. También han destacado los controles dedicados a comprobar el cumplimiento de las directrices de ESMA sobre la remuneración al personal de la red comercial.

En el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, nuestra atención volvió a centrarse en los conflictos de interés y en la información que reciben los partícipes. El notable crecimiento del sector aconsejó, asimismo, realizar controles específicos sobre la comercialización de los productos con mayor demanda.

En nuestro informe tienen ustedes los detalles de toda nuestra actividad supervisora en este ámbito, que ha sido intensa. Destaco cuatro ejemplos que son significativos.

El primero de ellos, aunque puede parecer algo anecdótico, lo comento porque es una buena muestra de la filosofía preventiva que estamos siguiendo en la CNMV.

Se trata de un estudio que realizamos del resultado obtenido por los inversores en contratos por diferencias (*contracts for differences*, CFD).

Analizamos los resultados individuales obtenidos durante casi dos años por los ocho mil clientes de las entidades más activas en este producto (que acumulaban una cuota de mercado del 85 %). Los resultados del estudio pusieron de manifiesto que las pérdidas llegaban a ser muy significativas en algunos casos y, por eso, con visión preventiva, advertimos al público señalando que el 75 % de quienes invierten en estos contratos pierden dinero.

En segundo lugar, siguiendo las recomendaciones de la Subcomisión sobre la Transparencia en la Información de los Instrumentos Financieros e Hipotecarios de las Entidades de Crédito, creada en el seno de esta Comisión de Economía y Competitividad, hemos realizado una consulta pública con una propuesta de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos.

Hemos tratado de establecer un sistema universal de clasificación de instrumentos financieros dirigido a los inversores minoristas con el objetivo de mejorar la información que reciben antes de contratar.

La idea es que, de un vistazo, el inversor sea capaz de comprender el nivel de riesgo que va a asumir. Y que, de forma complementaria, se facilite información clara sobre los niveles de liquidez y la complejidad de los productos que se dispone a contratar.

Además, también vamos a determinar qué instrumentos se consideran especialmente complejos y, en estos casos, realizar una advertencia específica al cliente en el sentido de que estos productos no resultan adecuados para inversores minoristas; advertencia que debe ser firmada por el propio cliente.

Tras finalizar la fase de consulta pública, el proyecto se envió al Ministerio de Economía y Competitividad para su remisión al Consejo de Estado. En este momento, parece ser que el Ministerio está analizándolo y sopesando la posibilidad de incluir su contenido en otro proyecto legal de mayor alcance, por lo que no lo han enviado a dicho órgano consultivo. Desde la CNMV creemos que, en todo caso, se debería llevar a cabo la remisión solicitada, cuestión que hemos reiterado.

En tercer lugar, realizamos una revisión de los procesos de colocación entre los inversores minoristas de emisiones de productos complejos que requieren, a nuestro juicio, una especial atención, como es el caso de los productos estructurados. En el contexto de esta actuación exigimos que la entidad comercializadora advirtiese al cliente de la diferencia existente entre el valor razonable y el precio de colocación del instrumento en los casos en los que la diferencia era significativa.

Por último, en relación con las OPV más relevantes dirigidas a minoristas, la CNMV remitió comunicaciones a las entidades colocadoras en las que se recordaban determinadas normas de conducta aplicables a estos casos. Les puedo asegurar que esta actuación, por obvia que pueda parecer, dio resultados tangibles e inmediatos.

Una tercera área de actividad de la CNMV en 2014 se ha centrado en reforzar las relaciones de la CNMV con inversores y otras partes interesadas.

Para ello, hemos mantenido una política de comunicación dinámica y proactiva, dando mayor presencia y visibilidad a las actuaciones de la CNMV para acercarnos a los inversores y al mercado.

En 2014 nos hemos centrado especialmente en desarrollar la comunicación por medios digitales y en el seguimiento de los mensajes a través de los foros sociales.

Además, hemos seguido dando una atención preferente a la tramitación de reclamaciones y quejas presentadas por los inversores que, afortunadamente, experimenta-

ron un fuerte descenso durante el pasado ejercicio respecto a 2012 y 2013, años en los que alcanzaron un número inusualmente elevado.

Asimismo, hemos continuado con nuestras actividades para promover la formación financiera entre los inversores y el público en general.

En particular, en el marco del Plan Nacional de Educación Financiera, impulsado conjuntamente con el Banco de España, hemos puesto en marcha un nuevo programa de educación financiera durante el curso 2013-2014 que, en esta ocasión, alcanzó a más de cuatrocientos cincuenta centros educativos y unos 47.500 alumnos de ESO de toda España (más del doble que en el curso anterior).

Asimismo, cabe resaltar que alcanzamos uno de los objetivos centrales del Plan: la incorporación de contenidos de educación financiera al currículo de la educación obligatoria.

Concluyo aquí el repaso que quería hacer de la actuación de la institución durante 2014. Ahora quiero trasladarles una serie de reflexiones que me parecen esenciales para comprender cuáles van a ser los retos a los que la CNMV habrá de enfrentarse en los próximos años, que vienen marcados por dos grandes tendencias que se están produciendo en los mercados de capitales.

En primer lugar, como he señalado al principio de mi intervención, los aspectos internacionales tienen una importancia creciente en los mercados de valores. Durante la crisis financiera se ha hecho evidente que la integridad de los mercados nacionales es muy dependiente del funcionamiento del sistema financiero mundial.

En los últimos años, se ha pasado de una situación caracterizada por la mera cooperación entre supervisores, que evolucionó hacia una estrecha coordinación y, finalmente, a una, en la práctica, integración internacional, que a nivel europeo es todavía más intensa.

Un buen ejemplo de esta integración es la Unión Bancaria Europea. Y, en el ámbito de los mercados de valores, también se está produciendo un proceso de reflexión sobre la conveniencia de plantear algunos cambios institucionales. En este sentido, en 2014 ha tenido lugar la revisión, por parte de la Comisión Europea, del funcionamiento de las Autoridades Europeas de Supervisión (ESA, por sus siglas en inglés) para valorar su actividad desde que se crearon en enero de 2011.

En su informe, publicado en agosto de 2014 y dirigido al Parlamento Europeo y al Consejo, la Comisión Europea afirma que este funcionamiento, en líneas generales, ha sido adecuado, conclusión que ratifica el Consejo Europeo en sus consideraciones sobre dicho informe.

Pero el examen revela áreas que requieren mejoras a corto y a medio plazo y destaca la necesidad de reforzar la tarea de las ESA como responsables de las prácticas comunes de supervisión.

Sin duda, ahora que el impulso legislativo comunitario promovido a raíz de la crisis está en su fase final, las actividades de ESMA se van a centrar, cada vez más, en

promover la convergencia supervisora entre las autoridades nacionales. Es decir, en fomentar que, a través de una cultura supervisora común, no haya divergencias significativas en la forma de supervisar los mercados y se logren resultados similares evitando a toda costa el arbitraje regulatorio.

Para lograr esta convergencia es importante continuar con la publicación de guías por parte de ESMA. A través de estas guías se promueve una implementación armonizada de las normas y se reduce el riesgo de arbitrajes regulatorios. Asimismo, hay que reforzar el papel del Review Panel, que es el grupo de ESMA encargado de evaluar la convergencia en la aplicación de la normativa europea y en las prácticas supervisoras por parte de las autoridades nacionales.

En estos cometidos la CNMV está colaborando y participa activamente en numerosos comités y grupos de trabajo. Este tipo de tareas, junto con, por ejemplo, el análisis de los folletos de emisiones que se presentan directamente en inglés que he mencionado anteriormente, ha requerido incrementar la especialización de nuestro personal, que ha de contar con un elevado conocimiento de inglés para realizar su trabajo de forma eficaz (y esto es imparable).

El segundo factor o tendencia significativa consiste en la mayor relevancia de la financiación por vías alternativas a la bancaria.

Como consecuencia, en parte, del incremento de los requisitos prudenciales a las entidades de crédito derivado de la experiencia adquirida durante la crisis financiera, en los últimos años se ha producido una acusada reducción del volumen de crédito bancario que ha venido acompañado de un incremento paralelo en su coste.

Esto ha fomentado el crecimiento de un sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional. Lo que en terminología anglosajona se denomina *shadow banking* y que representa aproximadamente la mitad del volumen del sistema bancario mundial.

No hay duda de que la «banca en la sombra» desempeña funciones importantes en el sistema financiero porque genera fuentes adicionales de financiación y ofrece a los inversores alternativas a los depósitos bancarios.

Pero también puede suponer una amenaza potencial para la estabilidad financiera a largo plazo, por lo que es necesario tomar medidas para eliminar del sector financiero las zonas oscuras que tengan un impacto potencial sobre el riesgo sistémico y extender la regulación y supervisión a todos los ámbitos de importancia sistémica.

Este fenómeno está obligando a replantear la supervisión de los mercados financieros a nivel internacional y nacional. Las nuevas áreas que van ganando relevancia en relación con la estabilidad sistémica se encuentran habitualmente dentro de las competencias encomendadas a los supervisores de valores, y esto ha llevado a procurar la participación de estos supervisores en los foros internacionales al respecto.

Un ejemplo de ello es el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que ha decidido incluir en sus grupos de trabajo a autoridades no bancarias.

En este sentido, me parece muy positivo para nuestro país que la CNMV haya conseguido, con el apoyo del Ministerio de Economía y del Banco de España, que el FSB apruebe oficialmente su participación en sus trabajos.

En concreto, la CNMV es ahora miembro del Comité Permanente para la Implementación de Estándares, que tiene el mandato de evaluar la puesta en práctica de las recomendaciones acordadas por el FSB.

Además de fomentar la banca en la sombra, la restricción del crédito bancario que acabo de mencionar está forzando la necesidad de impulsar los mercados de valores como fuente de financiación para la economía real.

A nivel europeo, esta necesidad ha llevado a la Comisión Europea a lanzar el proyecto de Unión de Mercados de Capitales que, si bien no es tan ambicioso ni dará lugar a tantos cambios institucionales a corto plazo como la Unión Bancaria, sí es un impulso necesario para facilitar a las empresas europeas el acceso a la financiación.

Este proyecto descansa sobre la idea de que es necesario movilizar el capital financiero improductivo o ineficientemente asignado en Europa, creando un verdadero mercado integrado de capitales que sea un punto eficiente de intersección entre los ahorradores y quienes necesitan financiación. Y se resalta la importancia de favorecer la financiación de las pymes y de los proyectos a largo plazo.

Habrá que ver en qué se materializa este proyecto pero, sin duda, el objetivo es loable y necesario y espero que no tardemos mucho en ver propuestas concretas.

En España, donde las empresas, especialmente las pymes, han sido tradicionalmente muy dependientes de la financiación bancaria, ya hemos dado un paso adelante. Y, como saben ustedes, con la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial se ha querido, precisamente, poner en marcha un giro estratégico de la normativa para fomentar fuentes de financiación de la economía española alternativas al canal bancario tradicional.

Resumiendo, a la hora de plantearnos el futuro de la institución, tenemos que tener en mente que nos movemos en un entorno internacionalizado, extremadamente dinámico y en el que los mercados de valores tienen un papel cada vez mayor en el crecimiento económico de nuestro país.

Puedo decirles que estamos trabajando, tanto a nivel normativo como organizativo, para asegurar que la CNMV esté bien posicionada para atender adecuadamente a las necesidades de los participantes del mercado y de los inversores en este entorno complejo y dinámico en el que se desenvuelven hoy en día los mercados financieros.

En primer lugar, han sido muy positivas las mejoras introducidas por la Ley de Fomento de Financiación Empresarial, que refuerza nuestras competencias supervisoras.

Se abre la posibilidad de contratación, en caso de necesidad justificada, de expertos en diferentes materias y la utilización de personal externo para llevar a cabo comprobaciones, incluso de forma anónima, de la comercialización de productos financieros (la actividad conocida internacionalmente como *mystery shopping*).

Asimismo, se atribuyen a la CNMV las competencias directas de autorización y revocación de las entidades que operan en los mercados de valores y de imposición de sanciones por infracciones muy graves, que hasta ahora correspondían al ministro de Economía y Competitividad. Y se ha recogido expresamente en la norma la posibilidad de hacer pública la incoación de expedientes sancionadores, con un claro valor ejemplificador y disuasorio.

Son mejoras bienvenidas pero, desafortunadamente, todavía incompletas porque no dotan a la institución del grado de autonomía que reclaman los organismos internacionales para que podamos cumplir adecuada y eficientemente con nuestro papel en el Sistema Europeo de Supervisores Financieros y, sobre todo, para que podamos adaptarnos de forma rápida y eficaz a los intensos cambios que se producen en los mercados.

Por ejemplo, en materia de personal, si bien se ha dado un paso relevante al permitirnos cubrir las vacantes de la plantilla aprobada en nuestro presupuesto sin necesidad de acogernos a la Oferta de Empleo Público, la CNMV sigue sujeta a las restricciones propias de esta oferta: en especial las que se refieren al número de efectivos al servicio de la institución.

Es cierto, por otra parte, que el avance conseguido mitiga la descapitalización en términos de número de empleados, pero no soluciona la descapitalización en términos de formación y experiencia que sufrimos de forma constante con la salida de un personal muy cualificado que, en muchas ocasiones, pasa a trabajar para otros supervisores nacionales que sí disponen de mayor flexibilidad para convocar plazas con retribuciones más ajustadas a las propias del sector financiero.

Por tanto, seguimos, lamentablemente, con una restricción importante para lograr una CNMV tan eficiente y flexible como nos gustaría. Aprovecho mi presencia aquí para amablemente pedirles que analicen la posibilidad de impulsar una nueva reforma normativa que complete lo iniciado con la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial para otorgar a la CNMV la plena autonomía que permita el adecuado cumplimiento de las funciones que tiene atribuidas.

En segundo lugar, hemos decidido acometer un cambio organizativo sustancial para que la CNMV, dicho de forma coloquial, funcione mejor y esté mejor preparada para operar en el entorno cambiante de los mercados financieros.

Precisamente en el Consejo de la CNMV celebrado ayer se aprobó la creación de una nueva Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales que va a agrupar al Departamento de Estudios y Estadísticas, al Departamento de Asuntos Internacionales y a un departamento de nueva creación de Estrategia y Relaciones Institucionales.

No les quiero aburrir con los detalles pero, de forma telegráfica, les destaco los objetivos últimos que se persiguen con la creación de esta Dirección General que va a tener un carácter transversal en la institución y que se ha creado teniendo en cuenta cambios similares que se han realizado recientemente en otros supervisores tanto nacionales como internacionales.

Se trata, fundamentalmente, de asegurarnos de que las líneas estratégicas de la CNMV, definidas en el Plan de Actividades anual, están presentes y se incorporan en la práctica a todas nuestras actuaciones y, a su vez, de marcar las estrategias de futuros planes, de acuerdo con los resultados obtenidos.

Queremos ser capaces de influir de la forma más temprana y eficiente posible en la elaboración de la normativa europea y de los estándares internacionales que cada vez afectan más a nuestros mercados.

Y también queremos asegurar una aplicación adecuada de esta normativa y estándares en el ámbito doméstico, potenciando una relación más intensa y fluida de la CNMV con las instituciones relevantes y con los participantes en los mercados españoles.

Para ello, a través de esta Dirección General, se va a favorecer el análisis crítico y la coordinación de las respuestas a los proyectos normativos institucionalmente significativos y se va a facilitar la implementación práctica de los cambios que se deriven de las novedades legislativas en colaboración con el sector.

Les puedo asegurar que, aunque no son aspectos que se hayan descuidado hasta ahora, su relevancia requiere un refuerzo a nivel organizativo que es lo que pretendemos conseguir con la nueva estructura.

Como ven, nos estamos tomando muy en serio la necesidad de hacer de la CNMV una institución eficiente y capaz de dar un buen servicio.

No quiero extenderme mucho más. Como comentaba al principio de mi intervención, en el Informe Anual tienen ustedes todos los detalles de nuestra actividad.

Estoy a su disposición para responder todas aquellas preguntas que deseen formular.

Muchas gracias, señorías.

II Informe de coyuntura de mercados (*)

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

Índice

1	Panorámica general	27
2	Entorno financiero exterior	29
2.1	Tipos de interés a corto plazo	29
2.2	Tipos de cambio	32
2.3	Tipos de interés a largo plazo	32
2.4	Las bolsas internacionales	38
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	45
3.1	Mercados de renta fija	45
3.2	Mercados de renta variable	51

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico internacional de los últimos meses se ha caracterizado por el repunte de la actividad en las principales economías avanzadas (excepto en Japón), apuntalado por el descenso del precio del petróleo en los países importadores de esta materia prima y por la depreciación del tipo de cambio en la zona euro. En general, la situación macroeconómica en EE. UU. continuó siendo mejor que en Europa y, aunque los indicadores de actividad y empleo no fueron tan sólidos como se esperaba, las perspectivas continuaron siendo favorables, manteniéndose las expectativas de incrementos de tipos oficiales para finales de 2015. En la zona euro, en un contexto caracterizado por una inflación excesivamente baja y una actividad económica todavía débil, la política monetaria adquirió un tono aún más expansivo tras el anuncio realizado por el BCE de su programa de compras de deuda soberana en enero.

Este anuncio fue muy bien recibido por los mercados en los primeros meses del año, sobre todo en Europa, donde las compras masivas de activos financieros dieron lugar a revalorizaciones de las bolsas superiores al 20 % y descensos en las rentabilidades de la deuda pública hasta mínimos históricos en la mayoría de las economías, en muchas de las cuales llegaron incluso a valores negativos. Así, en los meses de marzo y abril observamos rentabilidades de la deuda pública a diez años en niveles tan reducidos como el 0,08 % en Alemania, el 0,36 % en Francia, el 0,56 % en Irlanda o el 1,14 % en España e Italia.

Después pesó más la incertidumbre generada por las continuas renegociaciones de la deuda griega, y los mercados financieros vivieron momentos de mayor inestabilidad, sobre todo los de deuda. En estos mercados se produjeron incrementos de las rentabilidades, que en los plazos más largos superaron los descensos acumulados en el año, al tiempo que se incrementaban los niveles de volatilidad y se perdía liquidez. Las bolsas también retrocedieron en las semanas centrales del año, pero sin llegar a disolverse del todo la ganancia obtenida en el primer trimestre.

Los mercados financieros españoles no fueron ajenos a estas tendencias y mostraron fuertes repuntes en los precios de las acciones, así como caídas en las rentabilidades de la deuda en el primer trimestre y una tendencia más inestable en los meses centrales del año. Tan significativa fue la caída de las rentabilidades en los primeros meses de 2015 que el Tesoro pudo realizar sus primeras emisiones de deuda a tipos de interés negativos, como ya había sucedido en otros países europeos. La prima de riesgo evaluada mediante el diferencial de rentabilidades entre el bono de deuda pública española y alemana a diez años también cayó en marzo hasta mínimos de los últimos años (88 p. b.). Después, en los meses de mayor tensión en los mercados financieros, la bolsa perdió parte de lo ganado, dejando el avance acumulado en el 5,5 % (Ibex 35), y las rentabilidades de la deuda aumentaron de forma notable. En el caso de la deuda pública a diez años, se situó en el 2,2 % a mediados de junio, por encima de los registros de finales de 2014 (1,8 %).

	III 14	IV 14	I 15	II 15 ¹
Tipos de interés a corto plazo (%)²				
Tipo de interés oficial	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,10	0,08	0,03	-0,01
Euríbor 12 meses	0,36	0,33	0,21	0,16
Tipos de cambio³				
Dólar/euro	1,26	1,21	1,08	1,12
Yen/euro	138,1	145,2	129,0	138,5
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo⁴				
Alemania				
3 años	-0,03	-0,04	-0,21	-0,14
5 años	0,15	0,08	-0,12	0,11
10 años	0,97	0,64	0,26	0,84
EE. UU.				
3 años	1,03	1,05	1,01	1,06
5 años	1,76	1,64	1,52	1,69
10 años	2,52	2,21	2,04	2,36
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)⁴				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	430	519	526	461
BBB	113	129	131	126
AAA	4	14	n. d.	n. d.
EE. UU.				
<i>High yield</i>	377	478	453	428
BBB	106	161	156	151
AAA	53	59	57	65
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁵				
Eurostoxx 50	-0,1	-2,5	17,5	-7,0
Dow Jones	1,3	4,6	-0,3	0,1
Nikkei	6,7	7,9	10,1	6,1
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	59,1	-31,6	26,3	3,5
Bovespa (Brasil)	1,8	-7,6	2,3	3,9
Shangai Comp. (China)	15,4	36,8	15,9	35,1
BSE (India)	3,5	4,4	2,8	-5,8
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-0,9	-5,0	12,1	-5,9
PER del Ibex 35 ⁶	15,3	14,9	16,5	15,5
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁷	17,4	22,2	23,4	22,0
Contratación en el SIBE ⁸	2.901	4.153	4.044	3.951

Fuente: CNMV, Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Con datos hasta el 15 de junio.
- 2 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 3 Datos a final de periodo.
- 4 Promedio mensual de datos diarios.
- 5 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 6 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 7 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 8 Promedio diario, en millones de euros.

2 Entorno financiero exterior

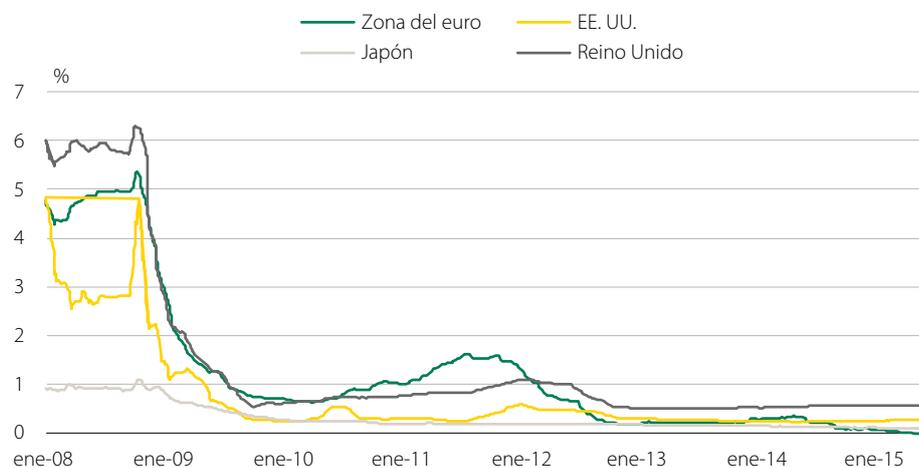
2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los últimos datos de actividad provenientes de ambos lados del Atlántico han puesto de manifiesto la mayor fortaleza de las economías estadounidense y británica y un avance más ligero de las europeas. En el primer trimestre de 2015, la variación anual del PIB en EE. UU. y en el Reino Unido fue del 2,7 % y del 2,4 % respectivamente, mientras que en la zona del euro el crecimiento seguía en tasas cercanas al 1 %, aunque con perspectivas de ir ganando intensidad en los próximos meses como consecuencia del descenso del precio del petróleo y de la depreciación de su moneda¹.

Por su parte, las tasas de inflación de las economías avanzadas se han situado en valores cercanos a cero (excepto en Japón) durante la primavera de este año, en parte como consecuencia del descenso de los precios de algunas materias primas. Las tasas subyacentes se han comportado de forma algo más heterogénea, observándose niveles cercanos al 2 % en EE. UU. e inferiores al 1 % en la mayoría de los países europeos. En Japón el efecto base derivado de la subida del IVA en abril de 2014 hizo caer la inflación subyacente desde tasas superiores al 2 % hasta el 0,4 % en ese mismo mes. En todo caso, la ausencia de presiones inflacionistas continúa cimentando el nivel históricamente reducido de los tipos de interés a corto plazo en este ámbito (véase gráfico 1).

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



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

Como se observa en el cuadro 2, en este entorno de tipos de interés próximos a cero se observaron algunas diferencias entre EE. UU. y la zona del euro durante los primeros meses de 2015. En EE. UU., los tipos de interés a corto plazo empezaron a

1 Según el FMI (*World Economic Outlook* de abril), el PIB de la zona euro crecerá un 1,5 % de media en 2015 y un 1,6 % en 2016, tres y dos décimas más respectivamente que en los últimos pronósticos publicados por la entidad en enero de 2015.

aumentar ligeramente, adelantando el nuevo periodo de subidas de tipos de interés oficiales, que se espera para la segunda mitad de este año. A mediados de junio, los tipos de interés del mercado interbancario a doce meses se situaron en el 0,77 %, dieciséis p. b. más que a finales de 2014. Por el contrario, en la zona euro, los tipos de interés a corto plazo continuaron a la baja durante el primer semestre de 2015, alentados por el tono expansivo de la política monetaria del BCE. En el caso de los tipos a tres meses, estos cayeron en terreno negativo a finales de abril, mientras que en los plazos de seis y doce meses, los tipos se situaron en el 0,05 % y el 0,16 %, trece y diecisiete p. b. menos que en diciembre, por debajo de las referencias japonesas. En Japón y en el Reino Unido, los tipos de interés a corto plazo no mostraron variaciones significativas en el primer semestre.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15 ¹
Zona del euro								
Oficial ²	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
3 meses	1,43	0,19	0,28	0,08	0,10	0,08	0,03	-0,01
6 meses	1,67	0,32	0,37	0,18	0,20	0,18	0,10	0,05
12 meses	2,00	0,55	0,54	0,33	0,36	0,33	0,21	0,16
EE. UU.								
Oficial ³	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	0,56	0,31	0,24	0,25	0,23	0,25	0,27	0,28
6 meses	0,78	0,51	0,35	0,34	0,33	0,34	0,40	0,43
12 meses	1,10	0,85	0,58	0,60	0,58	0,60	0,70	0,77
Reino Unido								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	1,06	0,52	0,52	0,56	0,56	0,56	0,56	0,57
6 meses	1,35	0,67	0,61	0,68	0,71	0,68	0,68	0,71
12 meses	1,85	1,02	0,89	0,98	1,05	0,98	0,97	1,00
Japón								
Oficial ⁴	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,20	0,18	0,15	0,11	0,12	0,11	0,10	0,10
6 meses	0,34	0,29	0,21	0,15	0,17	0,15	0,14	0,14
12 meses	0,55	0,50	0,37	0,27	0,32	0,27	0,26	0,25

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 15 de junio.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

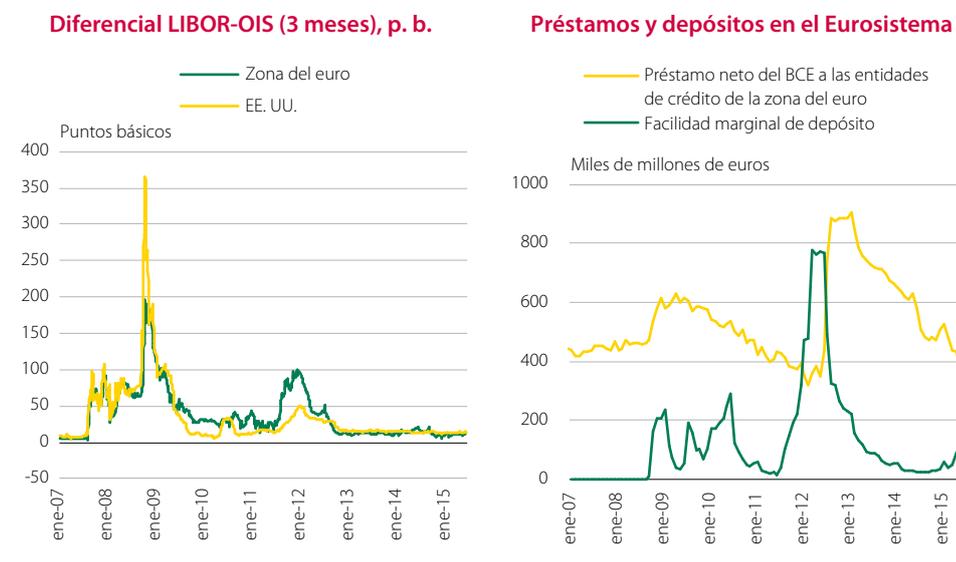
3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

Los diferenciales de tipos de interés LIBOR-OIS, empleados con frecuencia para identificar tensiones en los mercados interbancarios, no mostraron variaciones relevantes durante los primeros meses del año en EE. UU. ni en la zona euro. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2, este diferencial en el plazo de tres meses se mantuvo estable y por debajo de los quince p. b. en ambas áreas económicas. En la zona euro,

además, la mejora progresiva del sector bancario y la disminución de sus necesidades de financiación dieron lugar a un nuevo descenso del préstamo neto del Eurosistema, cuyo saldo se situó por debajo de los 400 mil millones de euros en mayo, 106 mil millones menos que a finales de 2014 (véase panel derecho del gráfico 2).

Diferencial de tipos de interés LIBOR-OIS y financiación del Eurosistema GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) a tres meses no pronostican variación alguna en los tipos a corto plazo de la zona euro durante los próximos meses, mientras que apuntan a un incremento de al menos veinticinco p. b. en EE. UU. durante el último trimestre de este año. Las declaraciones de la Reserva Federal acerca del inicio de un nuevo periodo de subidas de tipos de interés (que se puede prever prolongado y con pequeños incrementos) también apuntarían en esta dirección.

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

CUADRO 3

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Zona del euro								
Contado	1,36	0,19	0,29	0,08	0,08	0,08	0,02	0,00
FRA 3x6	1,06	0,17	0,28	0,07	0,08	0,07	0,01	0,05
FRA 6x9	0,93	0,17	0,29	0,06	0,07	0,06	0,00	0,07
FRA 9x12	0,90	0,20	0,33	0,08	0,08	0,08	0,00	0,07
FRA 12x15	0,91	0,23	0,38	0,12	0,20	0,12	-0,01	0,09
EE. UU.								
Contado	0,58	0,31	0,25	0,26	0,24	0,26	0,27	0,29
FRA 3x6	0,65	0,30	0,28	0,31	0,25	0,31	0,35	0,45
FRA 6x9	0,71	0,33	0,32	0,48	0,36	0,48	0,52	0,64
FRA 9x12	0,75	0,35	0,38	0,70	0,58	0,70	0,69	0,83
FRA 12x15	0,75	0,38	0,45	0,97	0,86	0,97	0,89	1,06

Fuente: Thomson Datastream.

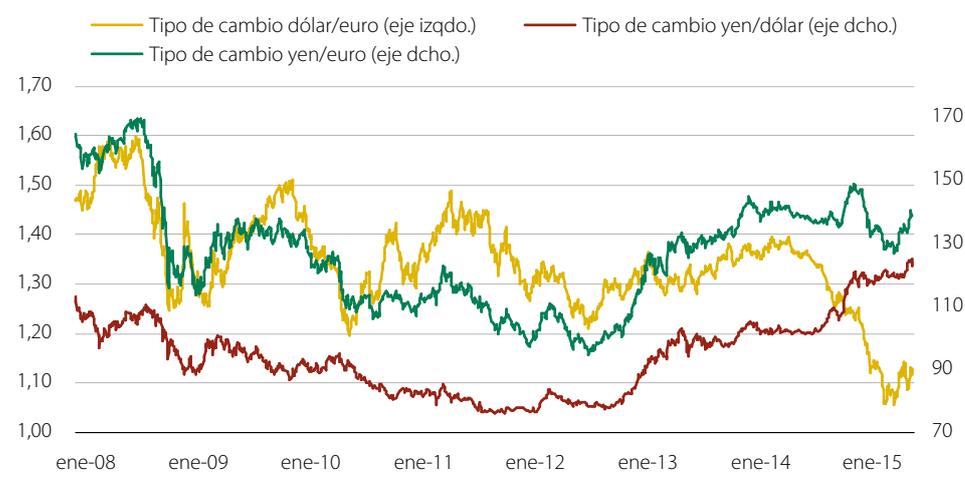
1 Datos a final de periodo. Datos hasta el 15 de junio.

2.2 Tipos de cambio

En los mercados de cambios, el euro siguió depreciándose respecto al dólar prácticamente hasta mediados de abril, cuando su cotización alcanzó niveles de 1,05 dólares por euro (1,21 a finales de 2014). Desde entonces, el valor de la moneda europea se ha revalorizado ligeramente, situándose en la fecha de cierre de este informe en 1,12 dólares. La depreciación de la divisa europea, que tiene su origen fundamentalmente en el tono expansivo de la política monetaria del BCE, también fue notable respecto a otras monedas, como por ejemplo el yen. La cotización pasó desde 145 yenes por euro en diciembre de 2014 hasta el mínimo anual de 126,5 a mediados de abril. Después, el euro se apreció hasta valores cercanos a los 140 yenes (véase gráfico 3).

Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

GRÁFICO 3

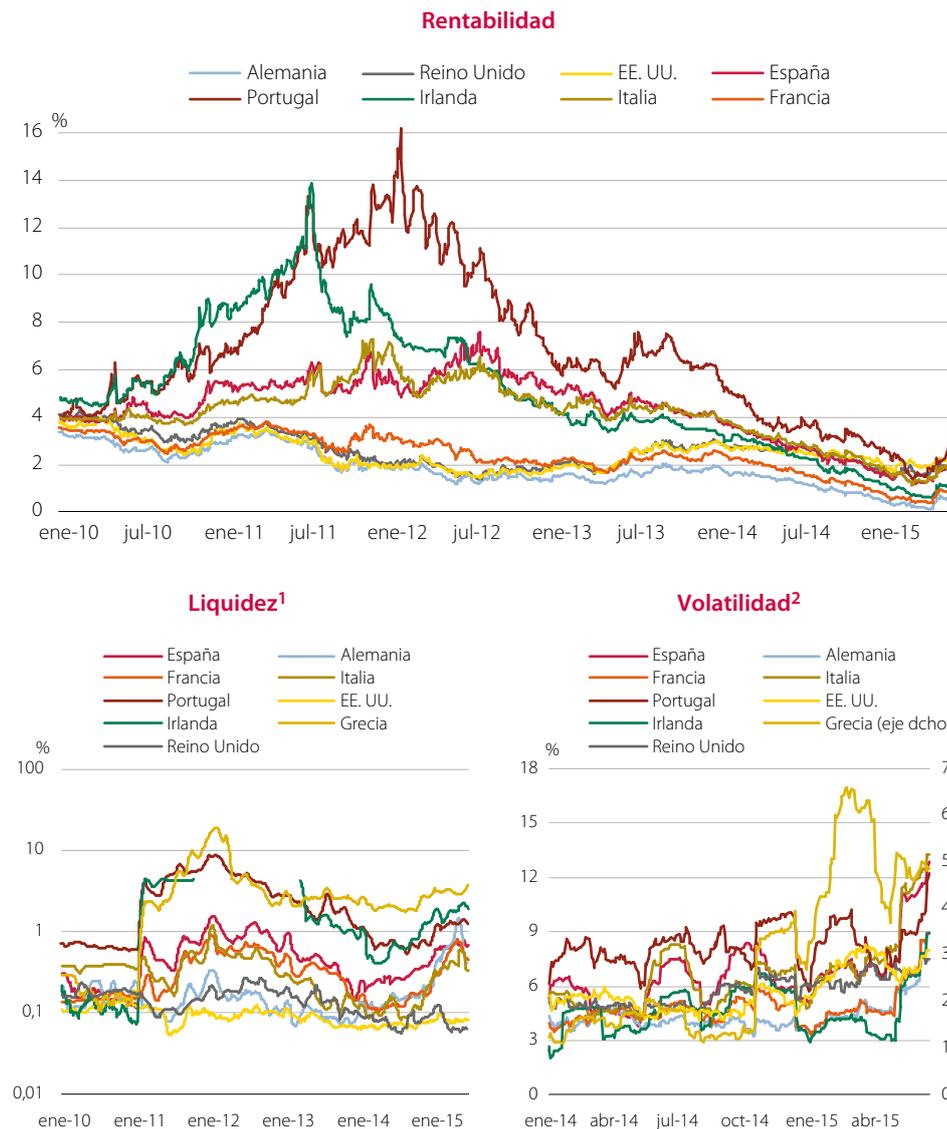


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés a largo plazo de las principales economías avanzadas siguieron descendiendo durante los primeros meses de 2015, alentados por los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE anunciadas en enero, que están incidiendo sobre todo en el tramo largo de la curva de tipos de interés. El BCE se comprometió a comprar títulos de deuda soberana por un volumen mensual de sesenta mil millones de euros al menos hasta septiembre de 2016. Según los datos de la propia institución, a finales de mayo el saldo total de deuda adquirida desde el inicio del programa ascendía a 146.679 millones de euros, con un vencimiento medio de 8,07 años² (véase gráfico 5). Como se observa en el gráfico 4, los tipos de interés de los bonos de deuda soberana registraron nuevos mínimos históricos hasta mediados de abril y sufrieron una compresión de sus niveles, es decir, una disminución notable de la diferencia entre la rentabilidad mínima y máxima de los países de referencia: esta horquilla caía por debajo de los dos p. p. en el plazo de diez años. Además, en los plazos de tres y cinco años las rentabilidades de la deuda pública de varias economías europeas se situaron en terreno negativo.

2 El volumen de deuda soberana española en la cartera del BCE ascendía a 16.823 millones de euros (11,5 % del total), con un vencimiento medio ponderado de 9,71 años.



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

- 1 Promedio de un mes del *bid-ask spread* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años. Eje y en escala logarítmica.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

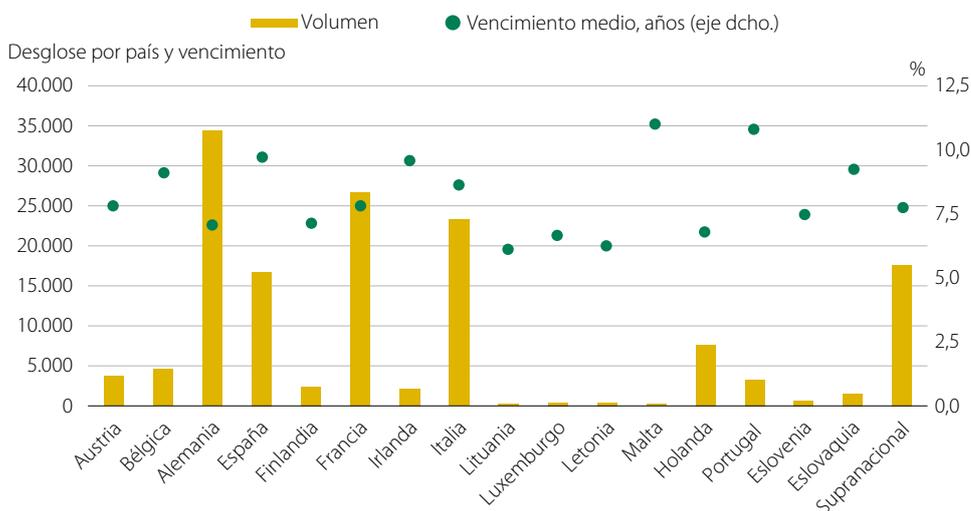
Desde mediados de abril, esta tendencia a la baja de las rentabilidades revirtió con claridad debido a la aparición de informaciones negativas en los mercados y a la elevada sensibilidad del precio de los bonos, que aumenta de forma significativa cuando los tipos de interés están próximos a cero³. Así, en momentos puntuales de inestabilidad, originados por la incertidumbre en torno al posible impago de la deu-

3 La sensibilidad del precio de un bono ante variaciones de los tipos de interés puede evaluarse a través de medidas como la duración modificada y la convexidad. La primera mide la sensibilidad de los precios ante pequeñas variaciones en los tipos de interés. Para variaciones más elevadas, la convexidad resulta más apropiada, ya que tiene en cuenta el hecho de que la relación entre el precio de un bono y los tipos de interés no es lineal.

da de Grecia y a algunos procesos electorales en Europa, se observaron importantes rebrotes en la volatilidad de los mercados de renta fija. Esta inestabilidad era significativa en la fecha de cierre de este informe⁴, coincidente con la falta de acuerdo entre el Gobierno griego y sus principales acreedores. También se observó un deterioro de la liquidez de estos instrumentos, de acuerdo con la evolución del diferencial de precios *bid-ask* (véase panel inferior izquierdo del gráfico 4).

Programa de compras de deuda soberana del BCE

GRÁFICO 5



Fuente: BCE. Saldo hasta el 31 de mayo.

Como se observa en el cuadro 4, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública en Alemania, el Reino Unido y EE. UU. descendieron durante el primer trimestre del año y aumentaron de forma notable durante el segundo, superando en la mayoría de los casos los niveles de cierre de 2014. En Alemania, donde la disminución de los tipos de interés tuvo una magnitud mayor, la rentabilidad de la deuda pública a tres años lleva en terreno negativo desde el tercer trimestre de 2014, al igual que la deuda a cinco años durante la mayor parte de 2015 hasta los primeros días de junio. En esta economía, la rentabilidad de la deuda pública a diez años alcanzó mínimos del 0,08 % a mediados de abril, pero se incrementó hasta el 0,84 % a mediados de junio (diecinueve p. b. más que a finales de 2014). En EE. UU. y el Reino Unido las rentabilidades de la deuda pública a cinco y diez años de mediados de junio también fueron algo superiores a las de diciembre de 2014: a diez años quedaron en el 2,36 % en EE. UU. (quince p. b. más) y en el 2,03 % en el Reino Unido (dieciséis p. b. más). Finalmente, en Japón las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, cuyas variaciones fueron mucho más leves, se situaron a mediados de junio en el 0,01 %, el 0,11 % y el 0,46 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente: uno, cinco y nueve p. b. más que a finales de 2014.

4 15 de junio.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 4

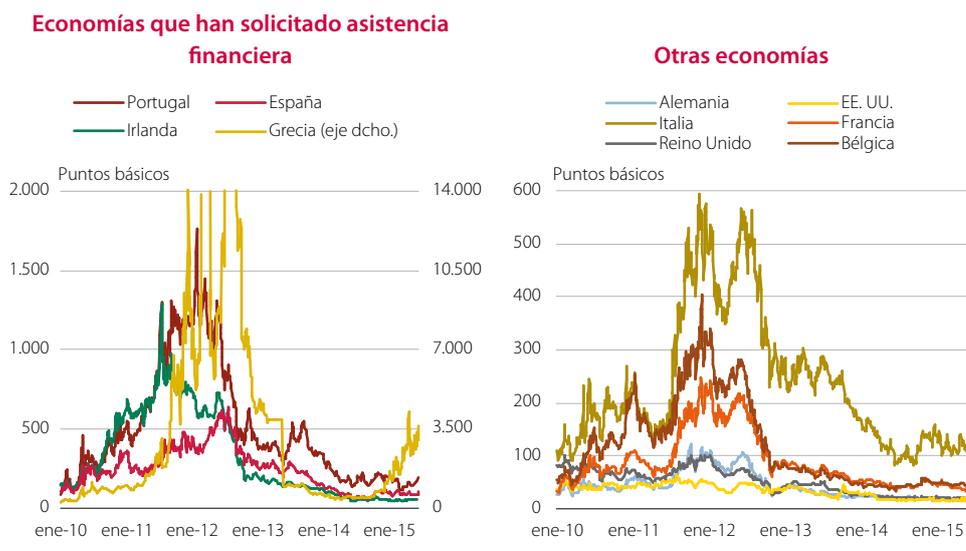
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Alemania								
3 años	0,41	0,02	0,31	-0,04	-0,03	-0,04	-0,21	-0,14
5 años	0,92	0,35	0,84	0,08	0,15	0,08	-0,12	0,11
10 años	1,99	1,36	1,85	0,64	0,97	0,64	0,26	0,84
EE. UU.								
3 años	0,38	0,35	0,67	1,05	1,03	1,05	1,01	1,06
5 años	0,88	0,69	1,56	1,64	1,76	1,64	1,52	1,69
10 años	1,97	1,71	2,90	2,21	2,52	2,21	2,04	2,36
Reino Unido								
3 años	0,55	0,50	0,84	0,79	1,28	0,79	0,66	0,70
5 años	0,82	0,85	1,72	1,24	1,80	1,24	1,10	1,48
10 años	2,12	1,85	2,93	1,87	2,49	1,87	1,71	2,03
Japón								
3 años	0,18	0,12	0,10	0,00	0,09	0,00	0,03	0,01
5 años	0,34	0,17	0,21	0,06	0,17	0,06	0,10	0,11
10 años	1,00	0,73	0,67	0,37	0,53	0,37	0,38	0,46

Fuente: Thomson Datastream.

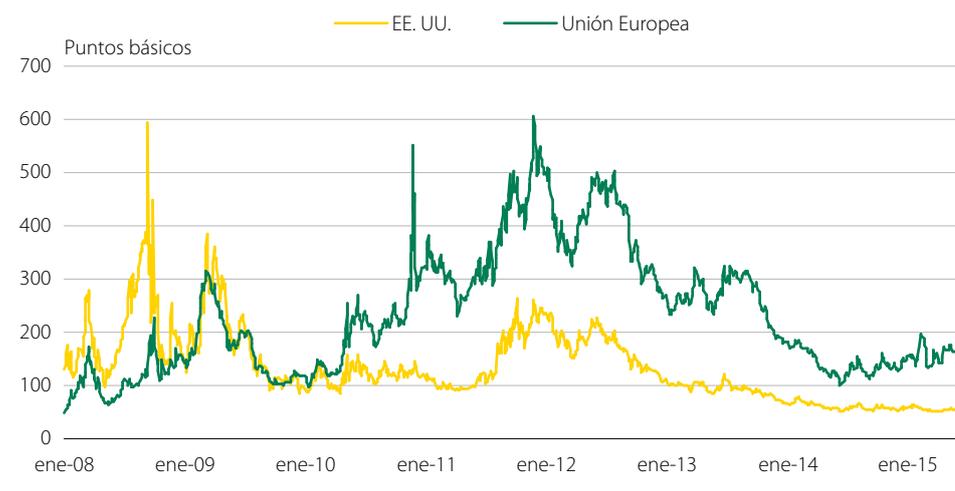
1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de junio.

Las primas de riesgo de crédito soberano evaluadas a través de los contratos de CDS a cinco años mostraron variaciones muy leves durante los primeros meses de 2015, excepto en Grecia, como consecuencia de la incertidumbre sobre su capacidad para afrontar los próximos vencimientos de su deuda (véase panel izquierdo del gráfico 6). En el resto de las economías europeas que recibieron algún tipo de asistencia financiera durante la crisis de los últimos años cabe destacar la estabilidad de la prima de riesgo soberana en Irlanda, en torno a valores de cincuenta p. b., y la leve tendencia alcista de la prima de riesgo soberano en España e Italia, algo más pronunciada en Portugal, durante las semanas centrales del año. En definitiva, las primas de riesgo de los CDS se situaron a mediados de junio en niveles relativamente similares a los de finales de 2014 en la mayoría de las economías de referencia.

En el sector bancario, el riesgo de crédito continúa siendo reducido para el conjunto de las entidades en EE. UU., de acuerdo con la evolución de las primas de riesgo de los CDS, mientras que en Europa, si bien la percepción general es favorable, la tendencia gradualmente ascendente de las primas de los CDS desde mediados del año pasado se situó cerca de los cien p. b. hasta mediados de este ejercicio, con un valor de 178 p. b. (véase gráfico 7). A pesar de que la evolución del sector bancario europeo ha mejorado sensiblemente durante los últimos años y de que las perspectivas son favorables como consecuencia de la mejora prevista del entorno macroeconómico, es posible que el actual entorno de tipos de interés extremadamente reducidos haya suscitado algunas dudas sobre la generación de beneficios por parte de estas entidades.



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



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 15 de junio.

Las primas de riesgo observadas en el sector privado no financiero, que en las empresas de peor calidad crediticia se habían incrementado durante la segunda mitad de 2014, volvieron a reducirse en los primeros meses de 2015. Este comportamiento continúa enmarcado en el contexto de tipos de interés muy reducidos en el que una buena parte de los inversores persigue estrategias basadas en la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*). En particular, la prima de riesgo de las emisiones corporativas consideradas de alto riesgo (*high yield*) se redujo cincuenta p. b. en EE. UU. y cerca de sesenta en Europa, hasta los 428 y los 461 p. b. respectivamente a mediados de junio. Para las emisiones consideradas más seguras, la evolución de las primas de riesgo fue, en general, bastante más estable en el primer semestre del año.

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

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Zona del euro²								
<i>High yield</i>	926	510	366	519	430	519	526	461
BBB	474	198	130	129	113	129	131	126
AAA	165	50	21	14	4	14	n. d. ³	n. d. ³
EE. UU.								
<i>High yield</i>	683	507	346	478	377	478	453	428
BBB	261	165	104	161	106	161	156	151
AAA	98	29	66	59	53	59	57	65

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de junio.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

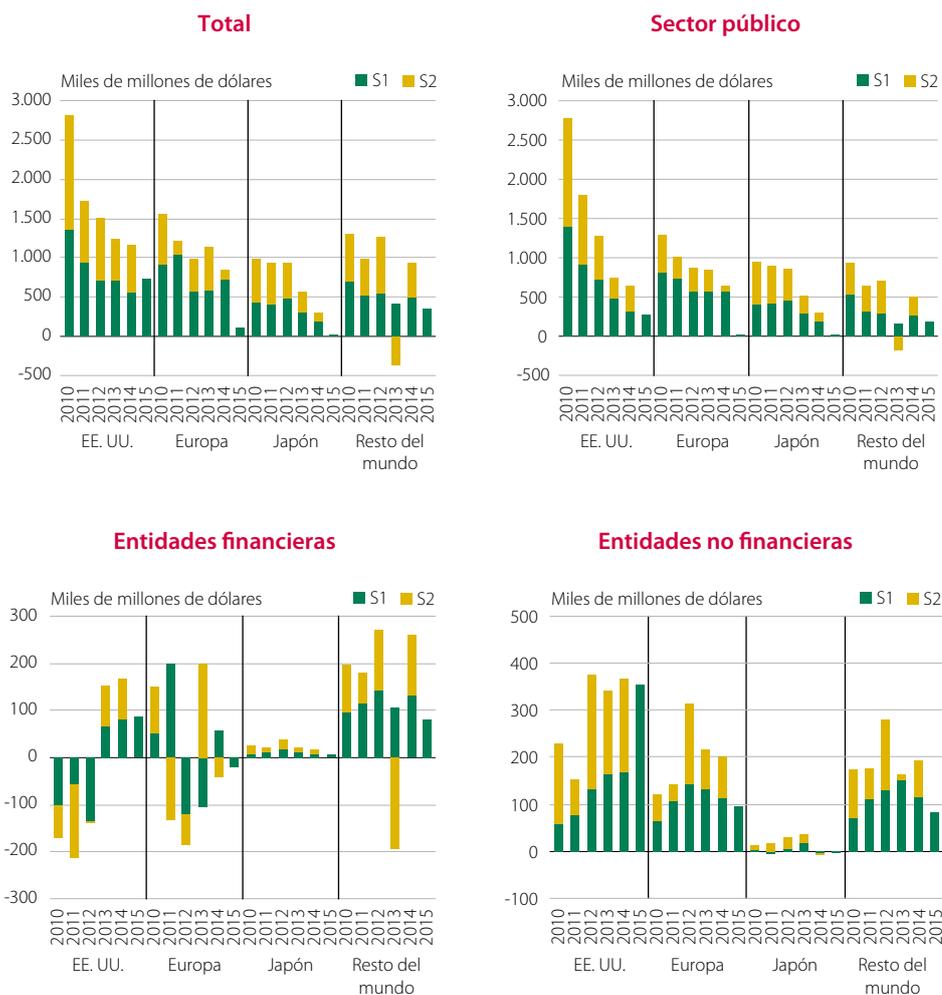
3 [Dato] no disponible: desde diciembre de 2014, el índice de bonos de referencia que se utiliza para calcular la prima de riesgo no tiene bonos elegibles de las características definidas.

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales se situaron en torno a los 1,2 billones de dólares en la primera mitad de 2015⁵, notablemente por debajo de la cifra de 2014 (1,99 billones). Este descenso no fue homogéneo entre áreas económicas ni entre sectores. Por regiones, las emisiones de deuda crecieron en EE. UU., mientras que descendieron en el resto de las zonas contempladas: Europa, Japón y resto del mundo (véase gráfico 8). Por tipo de emisor, destacó el descenso generalizado de las emisiones del sector público, que ascendieron a 503 mil millones de dólares (un 62 % menos que en 2014), concentrando apenas el 42 % del total de las emisiones (63 % en 2014 y 69 % en 2013).

La evolución de las emisiones de deuda del sector privado (financiero y no financiero) presentó algunas diferencias entre regiones. En las emisiones de las entidades financieras, siguió observándose un comportamiento distinto entre las estadounidenses, que crecieron un 6,8 %, hasta los 88 mil millones de dólares, y las de las entidades europeas, que en términos netos se situaron en terreno negativo (véase panel inferior izquierdo del gráfico 8). Estas últimas no presentan unas necesidades de financiación elevadas y su captación de pasivo está más orientada a los instrumentos de capital.

Por su parte, las emisiones de deuda del sector corporativo no financiero superaron los 530 mil millones de dólares en el primer semestre del año, un 37 % más que en el mismo periodo de 2014 y cerca del 70 % de todo lo emitido en 2014. Las entidades estadounidenses fueron las más dinámicas, con unas emisiones de 354 mil millones, ya que aprovecharon la posibilidad de financiarse a unos tipos de interés muy reducidos y se anticiparon al ciclo de subidas de tipos de interés previsto en su ámbito para finales de año.

5 Con datos hasta el 15 de junio.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2015, con información hasta el 15 de junio, se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

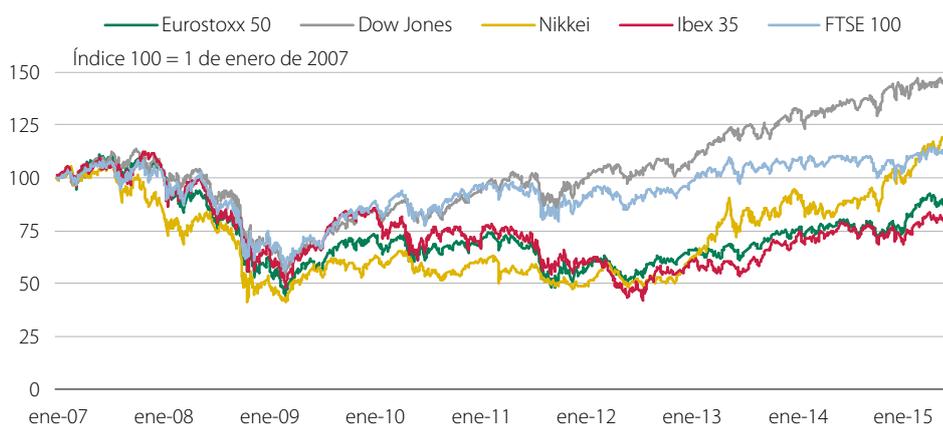
2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices europeos de renta variable, que en general se habían revalorizado de forma notable en el primer trimestre del año, presentaron un comportamiento más desfavorable en el segundo trimestre. En el primer trimestre, varios factores impulsaron las cotizaciones de las bolsas europeas, con avances superiores al 20 % en algunos casos. Entre ellos, destacaron la caída del precio del petróleo y la depreciación del euro, que mejoraron las perspectivas sobre la actividad económica, así como las nuevas medidas expansivas anunciadas por el BCE en enero (programa de compra de activos de deuda soberana). Durante el segundo trimestre pesó más la incertidumbre en torno al posible impago de los compromisos de la deuda griega. Así, los índices europeos perdieron una buena parte de lo ganado en los meses anteriores, mientras que los estadounidenses y los japoneses siguieron revalorizándose. La volatilidad de los mercados de renta variable también mostró un comportamiento algo diferente entre los índices, con una tendencia ligeramente al alza en Europa.

Como se observa en el cuadro 6, el descenso de las cotizaciones europeas en el segundo trimestre osciló entre el 3,4 % del índice italiano Mib 30 y el 8,2 % del alemán Dax 30, mientras que los índices estadounidenses se revalorizaron entre un 0,1 % (Dow Jones) y un 2,6 % (Nasdaq), y los japoneses aún más: entre el 6,1 % del Nikkei 225 y el 7,1 % del Topix. En el conjunto del año, los mayores avances se produjeron en las bolsas japonesas (cerca del 17 % en los dos índices de referencia) y en las europeas (desde el 5,5 % en el caso del Ibex 35 hasta el 18,3 % del italiano Mib 30). En EE. UU. las bolsas mostraron más heterogeneidad, siendo el Nasdaq el índice de mayor revalorización acumulada en el año (6,2 %).

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



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

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 6

	2010	2011	2012	2013	2014	III 14	IV 14	I 15	II 15 ¹	
									% s/ trim. ant.	% s/ 31/12/14
Mundo										
MSCI World	9,6	-7,6	13,2	24,1	2,9	-2,6	0,7	1,8	0,9	2,8
Zona del euro										
Eurostoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	17,9	1,2	-0,1	-2,5	17,5	-7,0	9,3
Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	19,0	3,6	0,4	-0,6	17,3	-4,2	12,4
Dax 30	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,7	-3,6	3,5	22,0	-8,2	12,0
Cac 40	-3,3	-17,0	15,2	18,0	-0,5	-0,1	-3,2	17,8	-4,3	12,7
Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	18,8	-0,4	-3,2	-7,4	22,5	-3,4	18,3
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	12,1	-5,9	5,5
Reino Unido										
FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-1,8	-0,9	3,2	-0,9	2,2
Estados Unidos										
Dow Jones	11,0	5,5	7,3	26,5	7,5	1,3	4,6	-0,3	0,1	-0,2
S&P 500	12,8	0,0	13,4	29,6	11,4	0,6	4,4	0,4	0,8	1,2
Nasdaq-Cpte	16,9	-1,8	15,9	38,3	13,4	1,9	5,4	3,5	2,6	6,2
Japón										
Nikkei 225	-3,0	-17,3	22,9	56,7	7,1	6,7	7,9	10,1	6,1	16,8
Topix	-1,0	-18,9	18,0	51,5	8,1	5,0	6,1	9,6	7,1	17,4

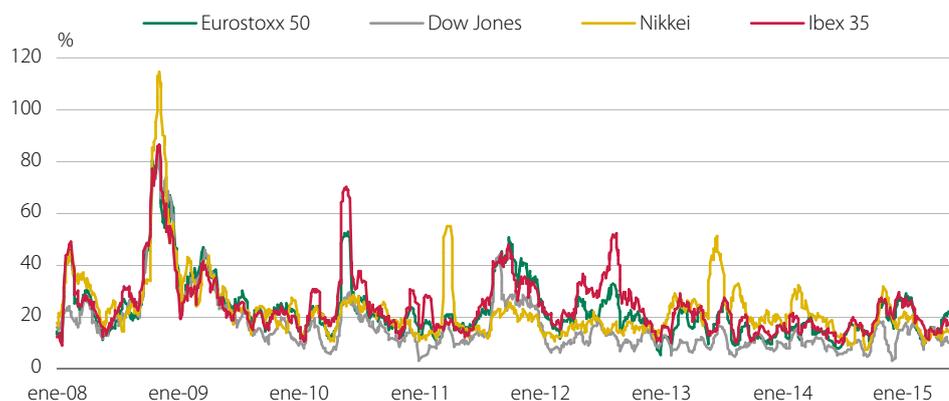
Fuente: Thomson Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 15 de junio.

Las tensiones en las principales bolsas europeas durante el segundo trimestre se reflejaron en un ligero aumento de la volatilidad de dichos índices, que se despegaron de valores notablemente bajos. Con todo, los niveles de volatilidad continuaron siendo reducidos y, en general, se situaron en valores cercanos al 20 % (véase gráfico 10). Por su parte, la volatilidad de los índices estadounidenses y japoneses disminuía hasta niveles en torno al 10 %.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



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

La evolución de las rentabilidades por dividendo, que había sido descendente durante el primer trimestre de 2015, volvió a ser creciente en el segundo trimestre en la mayoría de los índices. En lo que va de año, estas rentabilidades apenas han variado en los de renta variable más relevantes, destacando su avance solo en el caso español. A mediados de año, este índice presentaba la mayor rentabilidad por dividendo de los índices considerados (6,5 %), después de ganar más de dos puntos porcentuales en el acumulado del año, mientras que la más baja correspondía al japonés Topix (1,8 %). El descenso más acusado de este indicador durante el primer semestre del año se producía en el índice francés Cac 40 (-0,2 p. p.)

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

	2010	2011	2012	2013	2014	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15 ¹
S&P 500	2,2	2,6	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4
Topix	1,9	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,8
Eurostoxx 50	4,8	6,3	5,0	4,2	4,2	4,3	4,2	3,9	4,2
Euronext 100	4,3	5,6	4,8	4,2	4,3	4,2	4,3	4,0	4,3
FTSE 100	3,8	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,1	4,3	4,1
Dax 30	2,9	4,2	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,4	2,7
Cac 40	5,2	7,0	5,7	4,9	5,0	4,9	5,0	4,4	4,8
Mib 30	3,8	5,4	4,1	3,3	3,2	3,0	3,2	2,9	3,1
Ibex 35	5,9	6,9	5,4	4,4	4,4	4,5	4,4	6,7	6,8

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) se incrementaron a lo largo de los dos primeros trimestres del año en los índices estadounidenses, los japoneses y el británico, acordes con la revalorización de las cotizaciones durante este periodo. En las bolsas de la zona euro, las ratios PER crecieron con intensidad en el primer trimestre y se redujeron en el segundo, aunque su valoración global en ese primer semestre fue creciente. Las ratios de los índices más relevantes (excepto la del alemán Dax) estaban por encima de catorce veces a mediados de 2015 (véase cuadro 8). Destacó el aumento de la ratio del índice italiano Mib 30 (de 2,5 veces hasta 15,6) y, en menor medida, del índice Euronext 100 y del FTSE 100 (1,4 veces en ambos casos). Como se observa en el gráfico 11, a pesar de los retrocesos de los últimos meses, los niveles de estas ratios continuaban a mediados de año, en la mayoría de los casos, por encima de los promedios desde el año 2000.

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

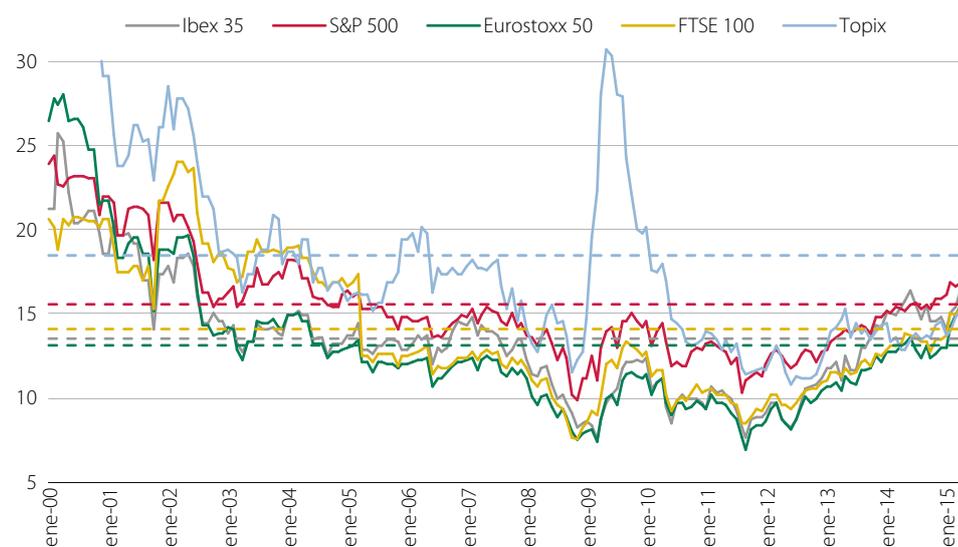
	2010	2011	2012	2013	2014	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15 ²
S&P 500	13,1	11,7	12,7	15,3	16,6	15,6	16,6	16,8	16,8
Topix	13,6	11,6	13,0	14,3	14,3	14,1	14,3	15,4	15,3
Eurostoxx 50	9,5	8,5	10,6	12,7	13,2	13,0	13,2	15,6	14,0
Euronext 100	10,6	9,4	11,2	13,3	14,2	14,0	14,2	17,0	15,6
FTSE 100	10,5	9,3	11,0	12,9	13,8	13,2	13,8	15,7	15,2
Dax 30	10,8	9,0	11,1	12,9	12,7	12,3	12,7	15,0	13,0
Cac 40	10,0	8,7	10,7	12,7	13,3	13,1	13,3	16,0	14,6
Mib 30	10,0	8,4	10,4	13,0	13,1	13,3	13,1	16,7	15,6
Ibex 35	9,7	9,2	11,7	14,9	14,9	15,3	14,9	16,5	15,5

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses.
- 2 Datos hasta el 15 de junio.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 11



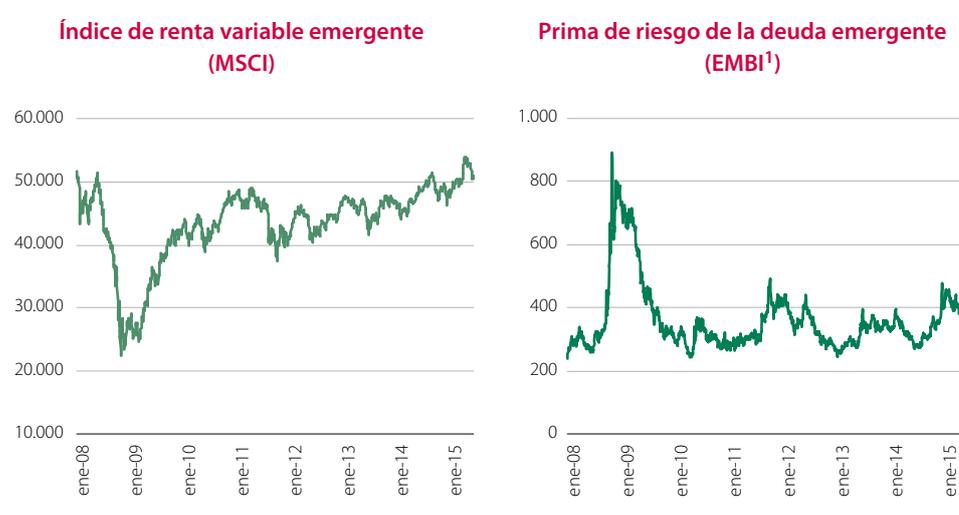
Fuente: Thomson Datastream. Datos para última sesión de cada mes. Datos hasta el 15 de junio.

- 1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

En las economías emergentes los principales índices de renta variable, que habían cerrado 2014 con caídas generalizadas, se incrementaron hasta mediados de abril y luego disminuyeron con cierta intensidad. De acuerdo con la información proporcionada por el índice MSCI de renta variable emergente⁶, la variación de las cotizaciones fue del 4,6 % en el primer trimestre y del -0,3 % en el segundo, dejando el aumento acumulado en el primer semestre en el 4,2 % (véase gráfico 12). Por su parte, la prima de riesgo de la deuda de estas economías (medida por el índice EMBI7), que había aumentado de forma notable en los primeros días de 2015, descendió prácticamente hasta mediados de mayo y solo revirtió esta tendencia en las semanas posteriores. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 12, a mediados de junio esta prima de riesgo se situaba ligeramente por debajo de los 400 p. b., unos niveles similares a los del cierre de 2014.

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



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

1 Se trata de un indicador de riesgo/país (Emerging Markets Bonds Index) calculado como la diferencia entre el tipo de interés de los bonos denominados en dólares emitidos por economías emergentes y el tipo de interés del bono de deuda estadounidense correspondiente.

El comportamiento general de las bolsas emergentes fue alcista durante el primer trimestre del año, tras las pérdidas de los últimos meses de 2014. En el segundo trimestre las revalorizaciones continuaron en Latinoamérica y en la mayoría de las bolsas de Europa del Este, mientras que en Asia se observó una mayor heterogeneidad. En general, las cotizaciones de las bolsas del continente asiático retrocedieron (entre un 0,3 % y un 12,3 %), con la excepción de algunas plazas relacionadas con la economía china: el índice Shanghai Composite se revalorizó un 35,1 % (15,9 % en el primer trimestre) y el Hang Seng de Hong Kong lo hizo un 7,9 % (5,5 % en el primer trimestre). En lo que va de año, las cotizaciones de las bolsas emergentes se han incrementado, en algunos casos de forma significativa: en Latinoamérica destaca la

6 El MSCI Emerging Markets Index refleja la evolución del valor de las compañías que cotizan en los mercados de renta variable emergentes.

7 El Emerging Markets Bonds Index (o Índice de bonos de mercados emergentes) es el principal indicador del riesgo/país en las economías emergentes.

revalorización del índice argentino Merval (30,8 %); en Asia, los mayores aumentos se produjeron en la bolsa china (56,5 %) y la de Hong Kong (13,8 %), y en Europa del Este son el índice húngaro (31,1 %) y el ruso (21,1 %) los de mayores ganancias (véase cuadro 9). En este último caso, la recuperación de la bolsa aún no ha sido suficiente para compensar las pérdidas de la segunda mitad de 2014 (-17,7 % y -29,6 % en el tercer y cuarto trimestre respectivamente).

Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas, la tendencia creciente de los volúmenes de negociación durante el ejercicio pasado en las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) continuó en los primeros meses de 2015. Los mayores crecimientos de la contratación se produjeron en algunas bolsas asiáticas, seguidas de las plazas europeas, con avances interanuales superiores al 20 % en la mayoría de los casos. En Europa, cabe señalar el aumento de la importancia de la plataforma BATS Chi-X Europe como centro de negociación, con unos volúmenes que ya han superado a los del grupo London Exchange en 2015. Desde el 20 de mayo de 2013, esta plataforma es una bolsa de inversión reconocida (RIE, *Recognised Investment Exchange*). En las bolsas de EE. UU., la contratación también se incrementó en los primeros meses de 2015, pero con menos intensidad que en el resto de las plazas de referencia (véase cuadro 10).

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

Índice	2011	2012	2013	2014 ¹	III 14	IV 14	I 15	II 15 ¹	
								% s/ trim. ant.	% s/ 31/12/14
Latinoamérica									
Argentina Merval	-30,1	15,9	88,9	59,1	59,1	-31,6	26,3	3,5	30,8
Brasil Bovespa	-18,1	7,4	-15,5	-2,9	1,8	-7,6	2,3	3,9	6,3
Chile IGPA	-12,4	4,7	-13,5	3,5	1,9	-2,0	1,2	0,2	1,4
México IPC	-3,8	17,9	-2,2	1,0	5,3	-4,1	1,3	1,5	2,9
Perú IGRA	-16,7	5,9	-23,6	-6,1	-2,6	-8,8	-15,8	4,0	-12,4
Venezuela IBC	79,1	302,8	480,5	41,0	37,7	32,6	33,9	166,4	256,6
Asia									
China Shanghai Comp.	-21,7	3,2	-6,7	52,9	15,4	36,8	15,9	35,1	56,5
India BSE	-25,7	30,0	5,9	32,3	3,5	4,4	2,8	-5,8	-3,2
Corea del Sur Korea Cmp. Ex	-11,0	9,4	0,7	-4,8	0,9	-5,2	6,5	0,1	6,6
Filipinas Manila Comp.	4,1	33,0	1,3	22,8	6,4	-0,7	9,8	-6,1	3,1
Hong Kong Hang Seng	-20,0	22,9	2,9	1,3	-1,1	2,9	5,5	7,9	13,8
Indonesia Yakarta Comp.	3,2	12,9	-1,0	22,3	5,3	1,7	5,6	-12,3	-7,4
Malasia Kuala Lumpur Comp.	0,8	10,3	10,5	-5,7	-1,9	-4,6	3,9	-5,9	-2,2
Singapur SES All-S'Pore	-17,0	19,7	0,0	6,2	0,6	2,7	2,4	-3,6	-1,2
Tailandia Bangkok SET	-0,7	35,8	-6,7	15,3	6,7	-5,5	0,6	-0,3	0,3
Taiwán Taiwan Weighted Pr.	-21,2	8,9	11,8	8,1	-4,5	3,8	3,0	-3,4	-0,5
Europa del Este									
Rusia Russian RTS Index	-21,9	10,5	-5,5	-45,2	-17,7	-29,6	11,3	8,7	21,1
Polonia Warsaw G. Index	-20,8	26,2	8,1	0,3	5,7	-6,3	5,2	-0,2	5,0
Rumanía Romania BET	-17,7	18,7	26,1	9,1	3,6	-2,5	-0,1	3,2	3,1
Bulgaria Sofix	-11,1	7,2	42,3	6,2	-2,1	-3,3	-1,5	-5,0	-6,5
Hungría BUX	-20,4	7,1	2,2	-10,4	-3,9	-7,0	18,4	10,7	31,1
Croacia CROBEX	-17,6	0,0	3,1	-3,1	7,1	-9,3	-1,5	2,3	0,8

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

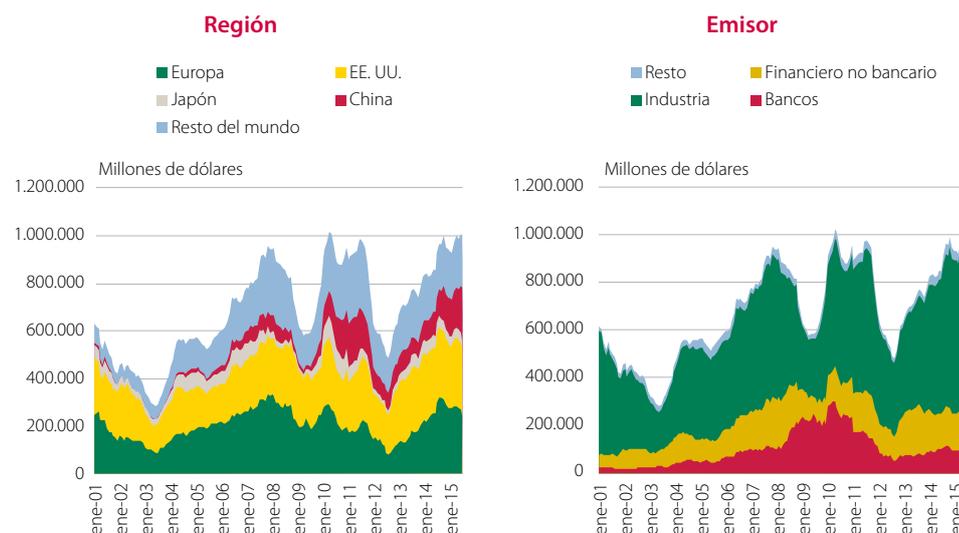
Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2011	2012	2013	2014	III 14	IV 14	I 15	II 15 ¹
EE. UU. ²	31.257	26.501	26.244	31.349	7.128,5	9.562,5	8.989,4	4.088,2
Nasdaq OMX	9.058	7.581	7.187	9.296	2.066,5	2.825,2	2.949,9	1.726,1
NYSE	12.833	10.416	10.273	12.054	2.779,9	3.690,4	3.919,3	2.362,0
BATS Global Markets - US	9.366	8.503	8.785	9.999	2.282,0	3.046,9	2.120,2	n. d.
Japan Exchange Group ³	2.962	2.794	4.886	4.135	968,2	1.157,1	1.224,7	823,0
London Stock Exchange Group ⁴	2.021	1.698	1.680	2.099	472,5	569,4	633,7	217,1
NYSE Euronext	1.519	1.221	1.246	1.483	338,9	411,2	487,6	303,8
Deutsche Börse	1.252	989	1.001	1.116	254,7	302,3	373,4	226,4
BME ⁵	925	699	703	882	196,2	270,4	259,9	205,8
BATS Chi-X Europe ⁶	2.282	1.833	1.771	1.978	458,5	568,6	736,8	465,8
Sistema Multilateral de Negociación (SMN)								
Turquoise	448	372	616	858	204,4	228,3	269,0	160,0

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación Europea de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Datos hasta el 15 de junio para BME y hasta mayo para el resto de los operadores, salvo BATS Global Markets US (hasta febrero) y London Stock Exchange (hasta abril).
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) Euronext y BATS Global Markets US.
- 3 Incluye la información de Japan Exchange Group-Osaka y Japan Exchange Group-Tokyo. La fusión de Tokio Stock Exchange y Osaka Stock Exchange fue aprobada en julio de 2012. En enero de 2013 se constituyó la compañía Japan Exchange Group, que agrupa a estas dos plataformas.
- 4 Desde 2010 integra Borsa Italiana.
- 5 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 6 Desde el 20 de mayo de 2013, BATS Chi-X Europe es una bolsa de inversión reconocida (Recognised Investment Exchange). La fusión entre las plataformas BATS y Chi-X Europe se produjo en diciembre de 2011.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales se situó en 549 mil millones de dólares entre enero y junio de 2015, lo que supone un crecimiento del 10,8 % con respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, el comportamiento de las emisiones ha sido heterogéneo entre regiones: mientras que en Estados Unidos y China las emisiones de activos avanzaban un 14 % y un 105,7 % en términos anuales respectivamente (situando sus volúmenes en 162 mil millones y 118 mil millones de dólares en los seis primeros meses del año), en Europa (con un volumen emitido de 142 mil millones de dólares) y Japón (16,8 mil millones de dólares) retrocedían un 20,4 % y un 27,1 % respectivamente. En relación a la tipología del emisor, el mayor volumen emitido correspondió a empresas de carácter industrial, alcanzando los 372 mil millones de dólares en lo que llevamos de año (un 9,7 % más que en el mismo periodo de 2014). En el sector financiero, cabe destacar el notable incremento del volumen de emisiones efectuado por las entidades no bancarias, de un 19,1 %, hasta los 94,6 mil millones, por encima del avance de las emisiones de las entidades bancarias (un 14 %, hasta los 64,4 mil millones).



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

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

La situación en los mercados de deuda nacionales, como todos los de la zona euro, estuvo notablemente condicionada por la política monetaria implementada por el BCE, que en enero anunció su voluminoso programa de compras de deuda soberana. A finales de mayo, la institución europea había adquirido deuda por un importe de 146.679 mil millones de euros, de los cuales 16.823 mil millones eran títulos españoles. Como se ha indicado, el *quantitative easing* del BCE dio lugar a descensos sustanciales en los tipos de interés de la zona en los primeros meses del año, especialmente en los tramos más largos de la curva, y a una compresión de los diferenciales entre los distintos emisores. Así, por ejemplo, en el plazo de diez años, la mayoría de las rentabilidades de los bonos soberanos se situaron en mínimos históricos a finales del primer trimestre o a principios del segundo: 0,08 % en Alemania, 0,36 % en Francia, 0,56 % en Irlanda, 1,14 % en España e Italia y 1,37 % en Portugal. Después pesó más la incertidumbre relacionada con la renegociación de la deuda en Grecia, y los mercados de deuda se tensionaron de forma notable en los plazos más largos, mostrando repuntes en los tipos de interés y en los niveles de volatilidad, así como un descenso en la liquidez. En cuanto a las emisiones de deuda registradas en la CNMV, cabe señalar su notable avance en el primer semestre del año, cercano al 30 % anual⁸ (57.473 millones de euros).

En este contexto, tanto los tipos de interés de la deuda pública como los de la renta fija privada continuaron la senda descendiente que, con ciertos altibajos, comenzó a

8 Descontando las emisiones efectuadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), el avance de las emisiones se sitúa en el 17,2 %.

mediados de 2012. Cabe destacar que por primera vez en su historia y para los plazos más cortos, el Tesoro español hizo emisiones de deuda con tipos de interés negativos. A mediados de junio, los tipos de interés de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaron prácticamente en cero, lo que supone un descenso de entre once y treinta y tres p. b. en relación con los datos de diciembre (véase cuadro 11). En el caso de la renta fija privada, los tipos de interés de los pagarés a tres, seis y doce meses descendieron a mediados de año hasta el 0,25 %, el 0,44 % y el 0,56 % respectivamente, unos niveles que son entre treinta y cuarenta y siete p. b. inferiores a los de finales de 2014.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 11

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15 ²
Letras del Tesoro								
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,12	0,05	0,12	0,00	0,01
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,25	0,10	0,25	0,05	0,03
12 meses	3,27	2,23	0,91	0,34	0,17	0,34	0,06	0,01
Pagarés de empresa³								
3 meses	2,74	2,83	1,09	0,55	0,83	0,55	0,38	0,25
6 meses	3,52	3,58	1,36	0,91	1,25	0,91	0,44	0,44
12 meses	3,77	3,80	1,59	0,91	0,99	0,91	0,63	0,56

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos hasta el 15 de junio.

3 Tipo de interés de emisión.

Las rentabilidades de la deuda pública y privada a largo plazo también alcanzaron mínimos históricos en varios casos durante el primer trimestre, pero tendieron a tensionarse de forma notable con posterioridad debido a la incertidumbre relacionada con la falta de acuerdo entre el Gobierno griego y sus acreedores. En el caso de la deuda pública a diez años, la rentabilidad del bono retrocedió hasta mínimos del 1,14 % a mediados de marzo, incrementándose hasta niveles del 2,2 % a mediados de junio (cuarenta y tres p. b. más que a finales de 2014). El tensionamiento fue menos intenso en el caso de los bonos de deuda pública a tres y cinco años. Así, a mediados de año, la rentabilidad del bono soberano a tres años quedaba en el 0,46 %, diecinueve p. b. menos que en diciembre pasado, y la del bono a cinco años se situaba en el 1,06 %, diez p. b. más que a final de año.

En cuanto a las rentabilidades de las referencias de la renta fija privada, su tendencia fue similar, con descensos en los primeros meses del año e incrementos en los meses siguientes, si bien la magnitud de las variaciones resultó mucho menor. Así, a mediados de 2015, las rentabilidades medias de la renta fija privada a tres, cinco y diez años se situaban en el 0,76 %, el 1,88 % y el 2,43 % respectivamente, lo que supone entre ocho p. b. menos y once p. b. más, respectivamente, que a finales del año pasado (véase cuadro 12).



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

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

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15 ²
Renta fija pública								
3 años	4,01	3,40	2,00	0,65	0,52	0,65	0,25	0,46
5 años	4,65	4,22	2,68	0,96	0,94	0,96	0,53	1,06
10 años	5,50	5,33	4,14	1,77	2,20	1,77	1,26	2,20
Renta fija privada								
3 años	5,43	4,19	2,63	0,84	0,96	0,84	0,71	0,76
5 años	5,91	4,66	2,84	1,88	1,80	1,88	1,82	1,88
10 años	8,06	6,79	4,46	2,32	2,77	2,32	1,96	2,43

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos hasta el 15 de junio.

Como se ha indicado, las tensiones originadas en Grecia tuvieron un impacto limitado en términos de contagio de riesgo del crédito soberano en Europa. España no fue una excepción. Durante el primer semestre de 2015 la prima de riesgo soberano, aproximada por el CDS del bono a cinco años, siguió una tendencia relativamente estable a pesar de los rebotes puntuales de inestabilidad que afectaron a los mercados financieros, principalmente a finales del segundo trimestre. Esta prima, que había cerrado 2014 en 96 p. b., osciló en torno a valores ligeramente inferiores a los cien durante el primer semestre, situándose a mediados de año en 101 (85 p. b. a finales de marzo). El diferencial de tipos de interés entre el bono español a diez años y el alemán, que finalizó 2014 en 107 p. b., mostró algo más de tensión en el segundo trimestre de 2015. Como se observa en el gráfico 15, este diferencial, que había descendido hasta los 88 p. b. a mediados de marzo, se incrementó hasta los 160 p. b. a mediados de junio, un nivel similar al de hace un año.

La evolución de las primas de riesgo exigidas en el mercado de CDS fue levemente alcista en el caso de las entidades financieras, al pasar de una media de 101 p. b. a finales de 2014 a 120 en junio, mientras que en el caso de las no financieras el

promedio cayó en el primer trimestre para aumentar en el segundo hasta valores similares a los del cierre de 2014 (92 p. b.). En todo caso, la brecha entre ambos tipos de entidades (veintiséis p. b. de media en 2015), y también entre las entidades del sector privado y el público (cinco p. b. de media en 2015), es muy pequeña, claramente inferior a la observada durante los últimos años (véase gráfico 16).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

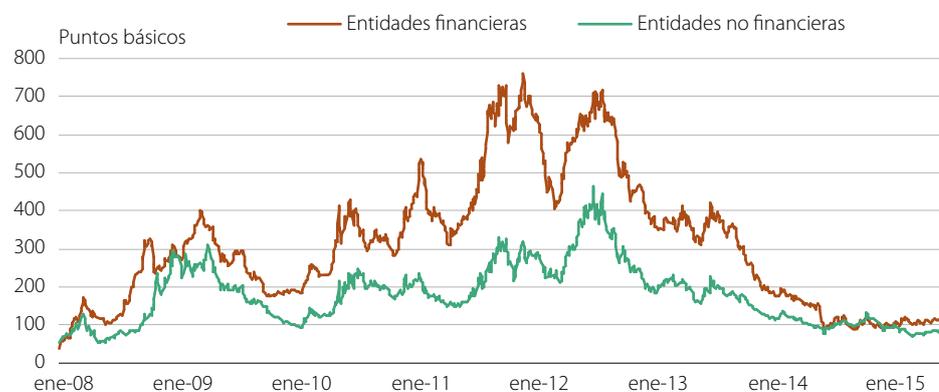
GRÁFICO 15



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

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 16



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

¹ Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

El abaratamiento de las condiciones de financiación de la economía ha permitido un aumento notable de las emisiones de deuda en los primeros meses del año. Hasta mediados de junio, el volumen de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situó en 57.473 millones de euros, casi un treinta por ciento más que en el mismo periodo de 2014. Si se descuentan las emisiones efectuadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), el aumento es del 17,2 %. Se observaron avances en las emisiones de la mayoría de los instrumentos de deuda, con la excepción de los pagarés que, como se explica después, mostraron un dinamismo mayor en el exterior.

Por su volumen, destacaron las emisiones de bonos simples (motivados fundamentalmente por la SAREB), de titulaciones y, en menor medida, de cédulas territoriales e hipotecarias. La emisión de bonos simples en el primer semestre del año se situó en 17.042 millones de euros⁹ (6.954 millones más que en el mismo periodo de 2014) y la de bonos de titulización ascendió a 10.376 millones (6.166 millones más). Las emisiones de cédulas crecieron hasta los 14.825 millones en el caso de las hipotecarias (1.275 millones más) y hasta los 4.000 millones en el caso de las territoriales (2.282 millones más).

El volumen de emisiones de pagarés registrado en la CNMV se situó en 11.230 millones, casi un veinte por ciento menos que en el primer semestre de 2014. Sin embargo, como se observa en el cuadro 13, este descenso fue más que compensado por el fuerte incremento de estas emisiones en el exterior, que hasta abril acumulaban una cifra de 13.338 millones de euros (5.945 millones en 2014). Así, las emisiones de pagarés agregadas (registradas en CNMV y en el exterior) superaron los 24.500 millones de euros, un 23,4 % más que en 2014. El comportamiento de las emisiones de largo plazo en el exterior no fue tan dinámico en 2015, al disminuir desde 17.511 hasta 14.205 millones.

9 Descontando las emisiones efectuadas por la SAREB, el volumen de las emisiones de bonos simples se situó en 6.853 millones, un 14,2 % más que en el primer semestre de 2014.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

Registradas¹ en la CNMV

	2011	2012	2013	2014	2014		2015	
					III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	287.492	357.830	138.839	130.258	19.886	62.345	36.633	20.840
Cédulas hipotecarias	67.227	102.170	24.800	23.838	3.750	5.638	8.300	6.525
Cédulas territoriales	22.334	8.974	8.115	1.853	135	0	3.500	500
Bonos y obligaciones no convertibles	18.692	86.442	32.537	41.155	2.536	28.025	13.901	3.141
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.126	3.563	803	750	0	0	0	0
Bonos de titulización	68.413	23.800	28.593	29.008	7.640	15.663	3.000	7.376
Tramo nacional	63.456	20.627	24.980	26.972	7.550	14.460	3.000	5.993
Tramo internacional	4.957	3.173	3.613	2.036	90	1.203	0	1.383
Pagarés de empresa ³	103.501	132.882	43.991	33.654	5.825	13.019	7.932	3.298
De titulización	2.366	1.821	1.410	620	0	0	940	480
Resto de pagarés	101.135	131.061	42.581	33.034	5.825	13.019	6.992	2.818
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	200	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:				0				
Emisiones subordinadas	29.199	7.633	4.776	7.999	1.545	4.211	660	1.073
Emisiones aseguradas	10	0	193	196	0	0	0	0

En el exterior por emisores españoles

	2011	2012	2013	2014	2014		2015	
					III	IV	I	II ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	120.043	91.882	47.852	56.736	11.941	12.251	22.701	4.842
A largo plazo	51.365	50.312	34.452	35.281	5.918	5.977	12.084	2.121
Participaciones preferentes	0	0	1.653	5.602	1.500	0	2.250	0
Obligaciones subordinadas	242	307	750	3.000	1.500	0	1.500	0
Bonos y obligaciones	51.123	50.005	32.049	26.679	2.918	5.977	8.334	2.121
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	68.677	41.570	13.400	21.455	6.023	6.274	10.617	2.721
Pagarés de empresa	68.677	41.570	13.400	21.455	6.023	6.274	10.617	2.721
de titulización de activos	322	11.590	0	0	0	0	0	0

Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo

	2011	2012	2013	2014	2014		2015	
					III	IV	I	II ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	108.538	49.151	48.271	41.682	9.196	9.412	13.204	7.026
Instituciones financieras	79.342	18.418	8.071	9.990	3.259	1.192	2.369	3.091
Sociedades no financieras	29.197	30.734	40.200	31.691	5.937	8.220	10.835	3.935

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 15 de junio.

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

4 Datos hasta el 30 abril.

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

Los mercados de renta variable nacionales, que habían mostrado elevadas revalorizaciones en los primeros meses del año, presentaron más inestabilidad en el segundo trimestre debido a la incertidumbre generada en torno a la falta de acuerdo en el proceso de renegociación de la deuda griega. Con todo, la mayoría de las sociedades cotizadas experimentaba revalorizaciones en el primer semestre, en un contexto de leves rebotes de la volatilidad. La contratación registrada en las bolsas españolas continuó aumentando en la primera mitad de 2015 (23,9 %), a pesar del incremento de la negociación de los valores españoles en otros mercados, que representa ya en torno al 20 % del total. El volumen de emisiones de acciones también repuntó: entre enero y junio estas emisiones se situaron en 29.247 millones de euros (140 % más), muy cerca del total emitido en todo el año pasado.

El Ibex 35 experimentó un descenso del 5,9 % en el segundo trimestre de 2015, después de haberse revalorizado un 12,1 % durante el primero (véase cuadro 14), lo que supuso un aumento del 5,5 % a lo largo del semestre. Por su parte, los índices representativos de valores de menor capitalización (Ibex Medium Cap e Ibex Small Cap) experimentaron en el semestre una revalorización del 14,1 % y del 23,9 %, respectivamente, gracias al fuerte incremento del primer trimestre (20,9 % y 31,6 %), ya que durante el segundo se contrajeron de forma significativa (-5,6 % y -5,8 %). Los índices compuestos por valores latinoamericanos se comportaron de forma distinta, con una revalorización durante el segundo trimestre del año que no llegó a compensar la contracción que experimentaron durante el primero. De esta forma, en el semestre anotaron un ligero descenso, del 0,2 % para el FTSE Latibex All-Share y del 2,9 % para el FTSE Latibex Top.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 14

	2011	2012	2013	2014	III 14	IV 14	I 15	II 15 ¹
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	12,1	-5,9
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	3,0	-1,0	-5,6	12,1	-5,9
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-1,8	-8,6	-1,7	20,9	-5,6
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-11,6	-13,6	-14,0	31,6	-5,8
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1	5,0	-20,8	-5,0	5,0
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1	3,8	-14,7	-3,4	0,5

Fuente: Thomson Datastream.

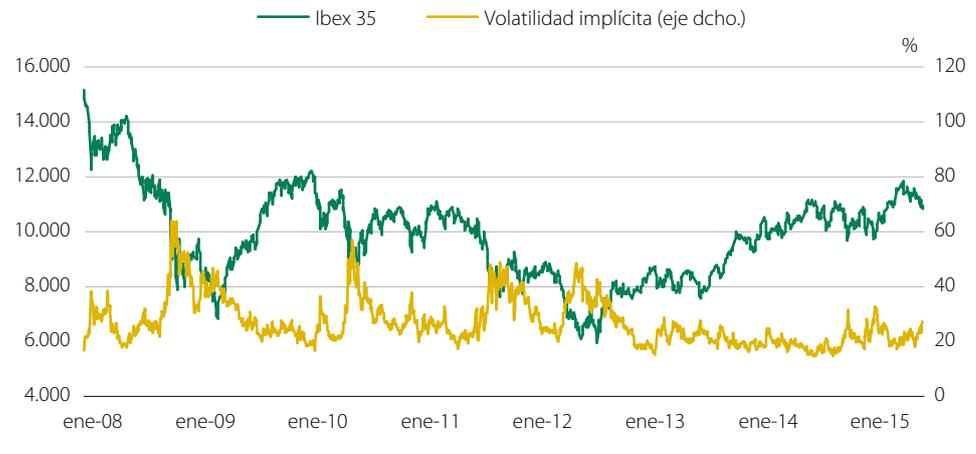
¹ Datos hasta el 15 de junio.

La volatilidad del Ibex 35 se mantuvo en niveles reducidos durante el primer semestre de 2015, similares a los experimentados durante los dos últimos años. Tan solo se registró un repunte durante los dos primeros meses del año y a mediados del mismo debido, sobre todo, a la incertidumbre generada por la situación griega, lo que hizo que la volatilidad repuntara transitoriamente hasta niveles cercanos al 30 % (véase gráfico 17). Estos valores quedan, no obstante, todavía muy lejos de los observados en otros momentos de turbulencias anteriores, en los que este indicador

repuntó por encima del cincuenta por ciento. Como media, la volatilidad se situó en el 23,4 % durante el primer trimestre y en el 22 % en el segundo.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita¹

GRÁFICO 17



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

1 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

Los seis sectores que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) experimentaron un incremento de sus cotizaciones durante el primer semestre de 2015 (véase cuadro 15). Este aumento estuvo causado por las fuertes revalorizaciones del primer trimestre, ya que durante el segundo el comportamiento fue negativo en la mayoría de los casos. Los sectores que mostraron mayores descensos entre abril y junio fueron el de servicios de consumo (-9,8 %) y el de servicios financieros e inmobiliarios (-7,4 %). El primero de ellos, que se había revalorizado un 20,6 % durante el primer trimestre, alcanzó una revalorización semestral del 8,8 %, mientras que el segundo, aunque experimentó un repunte del 8 % en los tres primeros meses del año, apenas pudo registrar unas décimas de revalorización acumulada hasta junio. La cotización del sector de materiales básicos, industria y construcción se contrajo un 7 % en el segundo trimestre después de un incremento del 21,9 % en el primero, lo que supuso una revalorización del 13,4 % a lo largo de todo el semestre. Por su parte, la reducción de los precios del sector de tecnología y comunicaciones fue del 5 % en el periodo abril-junio, mientras que el aumento del primer trimestre fue del 13,7 %, acumulándose una revalorización semestral del 8,1 %. En cuanto a los sectores de petróleo y energía y de bienes de consumo, también experimentaron contracciones en el segundo trimestre del año, del 2,1 % (+4,4 % a lo largo de todo el semestre) y del 4,1 % (+20,2 % semestral), respectivamente.

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

CUADRO 15

	Ponderación ²	2014	III 14	IV 14	I 15	II 15 ³
Servicios financieros e inmobiliarios	43,70	1,4	0,8	-10,8	8,0	-7,4
Inmobiliarias y otros	0,30	36,3	-5,8	-8,2	21,0	-3,6
Banca	41,16	1,6	1,3	-11,4	7,1	-7,4
BBVA	11,58	-8,9	3,5	-16,9	21,5	-5,9
Santander	21,03	17,1	1,8	-6,1	2,6	-7,7
Petróleo y energía	17,73	11,8	1,6	-6,8	6,6	-2,1
Iberdrola	7,69	29,5	3,7	0,9	7,2	0,2
Repsol YPF	3,51	-10,4	-2,4	-14,9	11,5	-4,1
Mat. básicos, industria y construcción	7,07	-1,8	-8,2	-9,7	21,9	-7,0
Construcción	4,25	8,9	-8,4	-3,7	17,2	-10,5
Tecnología y telecomunicaciones	15,26	2,5	-1,5	-0,8	13,7	-5,0
Telefónica	11,94	3,6	-2,1	0,0	12,5	-3,7
Bienes de consumo	10,09	-1,5	-5,5	6,0	25,4	-4,1
Inditex	7,06	-1,1	-2,7	8,4	26,0	-2,7
Servicios de consumo	6,13	10,0	-3,6	12,6	20,6	-9,8

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

- 1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3 % en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.
- 2 Peso relativo (%) en el IGBM a 1 de enero de 2015.
- 3 Datos hasta el 15 de junio.

Durante el segundo trimestre de 2015, tan solo una quinta parte de los valores pertenecientes al IGBM mostró una mejoría en sus cotizaciones respecto al primer trimestre y ninguno de ellos tuvo un impacto en la variación trimestral del índice superior a los 0,15 p. p. Con impacto negativo superior a esta cifra se encuentran, por el contrario, nueve valores (véase cuadro 16). Entre ellos destacan los dos bancos más importantes en términos de capitalización y la mayor compañía del sector de tecnología y telecomunicaciones.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

Valor	Sector	Jun-2015	
		Impacto en la variación del IGBM (p. p.)	
Con impacto positivo		s/trim. anterior	s/dic-14
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,62	1,12
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,68	1,66
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,44	1,00
IAG	Servicios de consumo	-0,33	0,29
Amadeus	Tecnología y telecomunicaciones	-0,29	0,17
ACS	Materiales básicos, industria y construcción	-0,20	-0,03
Inditex	Textil, vestido y calzado	-0,19	1,59
Abertis	Autopistas y aparcamientos	-0,16	-0,12
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,16	-0,10

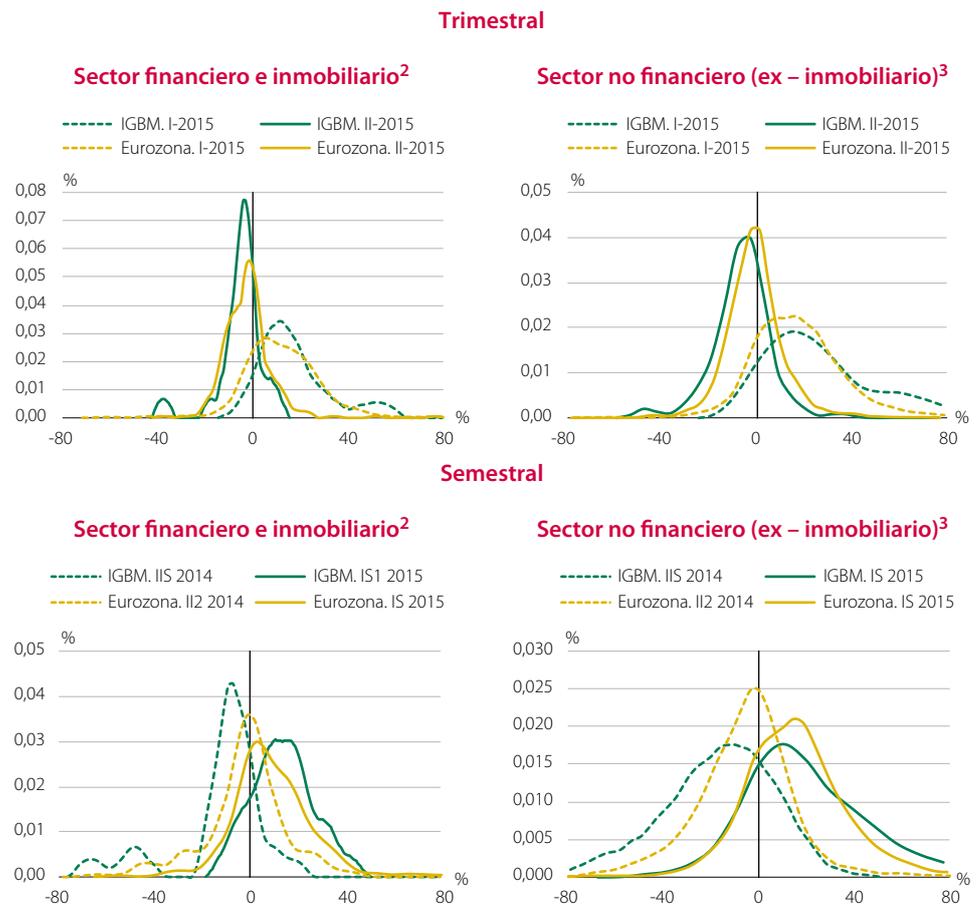
Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de junio.

- 1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p. p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM. Además, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al inicio del último trimestre considerado.

La mejoría de las cotizaciones bursátiles durante la primera mitad de 2015 ha hecho que la cotización bursátil del sector de servicios de consumo supere los niveles anteriores al inicio de la crisis *subprime*, concretamente en un 2,4 %. De esta forma, tan solo las cotizaciones de dos sectores se sitúan por encima de los valores de julio de 2007: la del sector mencionado y la del sector de bienes de consumo, que superó dichos valores en 2010. Del resto de sectores que continúan por debajo, los que presentaban un mayor retroceso respecto al ejercicio indicado seguían siendo los de servicios financieros e inmobiliarios y de materiales básicos, industria y construcción, con reducciones de la cotización alrededor del cincuenta por ciento en ambos casos.

Distribución de la variación de las cotizaciones bursátiles¹

GRÁFICO 18



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 12 de junio de 2015.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 12 de junio de 2015. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 109 compañías admitidas a negociación, y el índice bursátil de la eurozona, 1.371 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 23 compañías (21 % del total de empresas del índice), y en el de la eurozona, de 340 empresas (21 % del total, igual que en España).
- 3 El sector no financiero (exinmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

La distribución de la rentabilidad de las empresas cotizadas en el IGBM se desplazó hacia la izquierda en el segundo trimestre de 2015, tanto en el sector financiero e in-

mobiliario como en el sector no financiero, debido a los retrocesos de las cotizaciones en este trimestre. Además, se observó una mayor concentración de las rentabilidades en torno a valores ligeramente negativos (véanse los paneles superiores del gráfico 18). En el caso del sector financiero e inmobiliario, más del 70 % de las compañías experimentó rentabilidades negativas (el 17 % presentó un descenso superior al diez por ciento). En el sector no financiero, la proporción de empresas con rendimientos negativos en el trimestre fue similar, pero la de empresas con caídas elevadas (superiores al diez por ciento) fue mayor: el treinta por ciento. La evolución de la distribución de las rentabilidades de las empresas europeas fue relativamente similar a la de las españolas.

En cuanto a la distribución de las rentabilidades acumuladas en el primer semestre, el desplazamiento de la curva (hacia la derecha) revela un mejor comportamiento de estas rentabilidades en relación con el segundo semestre de 2014, a pesar de los retrocesos del segundo trimestre de 2015. El desplazamiento fue relativamente parecido en las empresas financieras e inmobiliarias y en las empresas no financieras. A nivel europeo, las rentabilidades del primer semestre de 2015 también fueron notablemente mejores que las del segundo semestre de 2014, sobre todo en las empresas del sector no financiero.

Por último, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2014, tras haber experimentado un incremento sustancial durante el primero, siguiendo los movimientos de las cotizaciones durante el semestre. De esta forma, la ratio aumentó desde 14,9 a finales de 2014 hasta 15,5 a mediados de junio de 2015, después de situarse en 16,5 a finales de marzo. Estas cifras hacen que la PER se sitúe a mediados de año un poco por encima del promedio de este indicador desde el año 2000 (13,5 veces)

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación de renta variable en las bolsas españolas, aunque continúa en valores inferiores a los observados al inicio de la crisis, aumentó de forma considerable durante el primer semestre de 2015, después de un crecimiento también importante en 2014 (véase pro-memoria del cuadro 17). Así, hasta mediados de junio, la contratación total de acciones en BME ascendía a 465.802 millones de euros, un 23,9 % más que en el mismo periodo del año anterior. La contratación media diaria del mercado continuo aumentó desde los 3.385 millones de euros en 2014 a los 4.002 millones en el primer semestre de este año.

Como ya se ha comentado, continúa la tendencia iniciada a principios de 2013 (en otras plazas europeas había empezado con anterioridad) de desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros mercados regulados y SMN europeos. Así, en el primer semestre del año, según los datos de Bloomberg, la contratación de valores españoles en estos mercados ascendía a 110.925 millones de euros (véase cuadro 17), un 20 % de la negociación total (en 2014 había representado un 15,2 %).

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014	I 15	II 15 ²
Total	926.873,7	709.902,0	764.986,6	1.002.188,9	312.452,9	248.313,6
Admitida en SIBE	926.828,6	709.851,7	764.933,4	1.002.095,8	312.435,9	248.100,8
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,5	251.024,0	198.587,6
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	38.608,8	30.901,8
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	11.769,8	6.986,8
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	8.893,0	6.646,4
Otros ³	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	2.140,4	4.978,1
Corros	42,8	49,9	51,4	92,5	16,5	203,1
Madrid	16,1	3	7,3	32,6	6,5	1,0
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	2,8	0,0
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,2	7,2	202,0
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,7	0,5	9,7
Pro memoria:						
Contratación en BME de RV extranjera ¹	5.206,0	4.102,0	5.640,0	14.508,9	3.730,2	2.937,2
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.723,2	1.944,0	1.350,9
Latibex	357,7	313,2	367,3	373,1	85,4	57,3
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	3.159,8	2.695,8
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	882.482,4	259.960,4	205.841,6
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	80,3	80,0

Fuente: Bloomberg y CNMV.

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

Como se puede observar en el cuadro 18, durante los primeros seis meses del año las emisiones de renta variable en los mercados nacionales aumentaron de forma importante y ascendieron a 29.247 millones de euros. Esto supuso un 140 % más que en el mismo periodo del ejercicio anterior; de hecho, en tan solo seis meses se ha alcanzado una cifra muy cercana a todo lo emitido en 2014 (32.762 millones). A este crecimiento contribuyeron tanto las ampliaciones de capital, con 11.424 millones más, como las ofertas públicas de venta. En cuanto al tipo de operación realizada, cabe señalar que las ampliaciones de capital destinadas a sustituir los dividendos al contado por la entrega de acciones liberadas (dividendo elección o *scrip-dividend*) han sido elevadas durante el primer semestre, como ya había sucedido en los últimos tres años. No obstante, su peso relativo ha disminuido desde el 38 % en el conjunto de 2014 hasta el 26 %. Por otro lado, los tipos de operación que más han aumentado han sido las ampliaciones de capital sin negociación de derechos de suscripción y las OPV.

	2012	2013	2014	III 14	IV 14	I 15	II 15
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	30	39	55	25	22	23	20
Ampliaciones de capital	30	39	53	24	21	21	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	2	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	1	1	2	3
NÚMERO DE EMISIONES							
Total	95	145	147	39	33	31	26
Ampliaciones de capital	92	145	140	37	31	29	22
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	2	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	2	2	2	4
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	5.863,5	13.009,8	15.311,4	13.935,7
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	5.345,8	9.876,9	11.001,8	11.348,0
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	401,5	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	3.008,7	4.335,0	2.829,6	4.671,1
De las cuales dividendo elección ²	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.931,7	4.335,0	2.829,6	4.671,1
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.227,5	35,1	412,1	672,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	314,7	2.497,3	242,4	1,3
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	50,5	1.002,1	6,2	5.663,2
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	342,9	2.007,4	7.511,5	340,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	517,7	3.132,9	4.309,5	2.587,7
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	7	10	5	1	5	1
Número de emisiones	11	14	15	5	4	5	1
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	130,1	53,3	23,5	10,4	1,9
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	130,1	53,3	23,5	10,4	1,9
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones	0	0	0	0	0	0	0

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

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

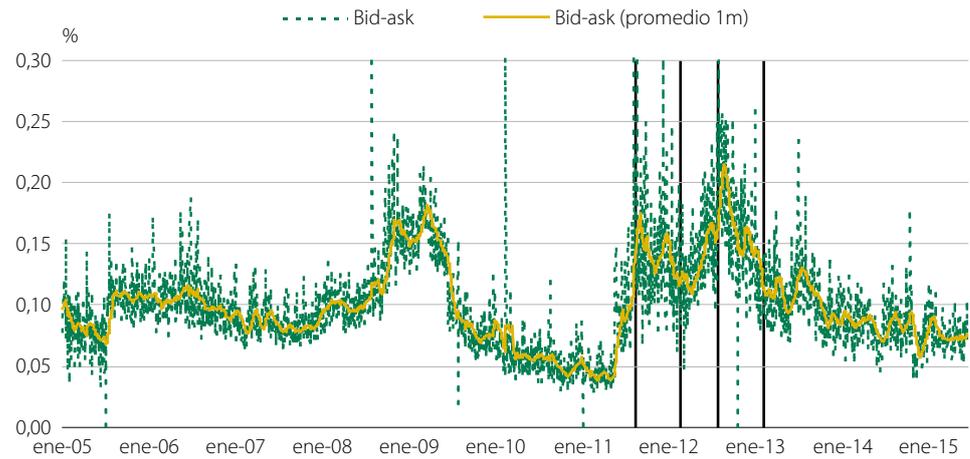
2 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron muy estables durante la primera mitad de 2015, con valores por debajo del 0,10 % en general y promedios mensuales que en ningún caso superaron el 0,09 % (las cifras más altas se dieron durante el mes de enero y principios de febrero). Así, a mediados de junio el promedio mensual de este diferencial se situaba en el 0,08 %, por debajo de la media de los últimos años (0,10 % desde 2005) y muy lejos del máximo histórico registrado en agosto de 2012 (0,22 %).



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

- 1 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.

III Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el ejercicio 2014

Belén de Anta y Laura Romero (*)

(*) Belén de Anta y Laura Romero pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo presenta y analiza las principales magnitudes de la información financiera periódica, correspondiente al segundo semestre de 2014, comunicada por los emisores a la CNMV¹.

La información agregada que se analiza se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las 143 entidades incluidas en el estudio pertenecen a los siguientes sectores: energía (9 entidades); industria (44 entidades); comercio y servicios (41 entidades); construcción e inmobiliario (29 entidades); entidades de crédito (18 entidades), y seguros (2 entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda³ cotizados en un mercado regulado español, cuando España es el Estado miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que dependen de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al segundo semestre de 2014 en las series históricas se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección segunda de este artículo se analiza la evolución, desde 2010, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones tercera y cuarta se presenta el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección quinta se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la sexta se dedica a la morosidad y la solvencia de las entidades de crédito, y las seccio-

1 De conformidad con lo establecido en el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando España sea Estado miembro de origen, los emisores cuyas acciones o valores de deuda estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea harán público y difundirán un informe financiero relativo a los seis primeros meses del año y otro referido a los doce meses del ejercicio.

2 Remitidos con los modelos establecidos en la Circular 1/2008.

3 Excepto las entidades que hayan emitido participaciones preferentes y otras sociedades instrumentales constituidas para la emisión de valores de renta fija.

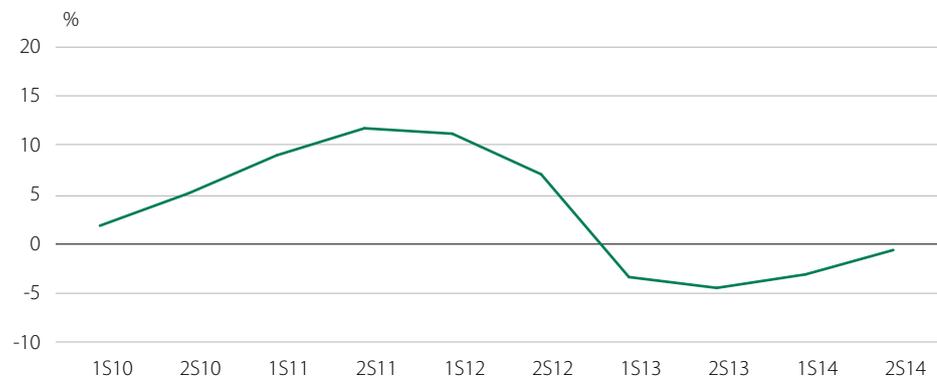
nes séptima, octava y novena abordan la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La última sección resume las principales conclusiones.

2 Importe neto de la cifra de negocios

Como se aprecia en el gráfico 1, tras tres ejercicios con tasas de variación positivas, el importe neto de la cifra de negocios⁴ inició una trayectoria descendente en el primer semestre de 2013 que se mantuvo en el ejercicio de 2014. No obstante, la tasa de reducción se moderó hasta el 0,5 % en el segundo semestre de 2014, frente al 4,5 % del año anterior.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



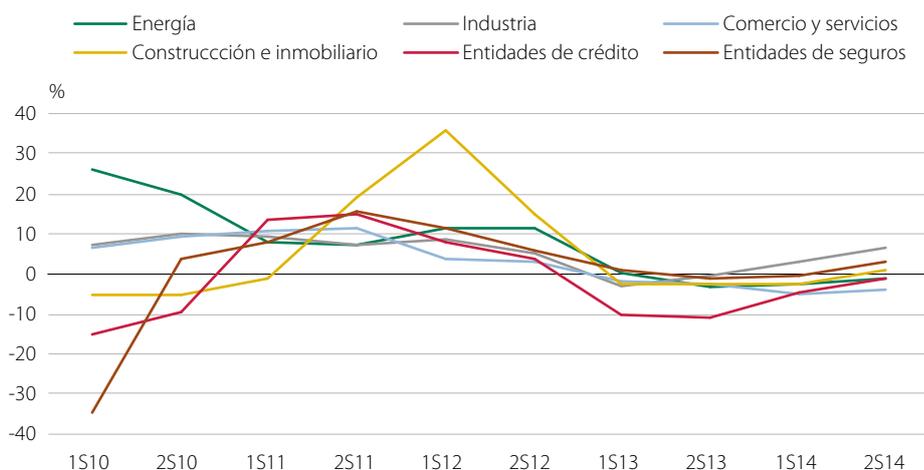
Fuente: CNMV.

El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Mientras que en el primer semestre del ejercicio 2014 únicamente las entidades del sector industrial registraron tasas de variación interanuales positivas, en el segundo, junto a estas entidades, también las obtuvieron los sectores de construcción e inmobiliario y seguros. El resto de sectores presentan unas tasas negativas menores en valor absoluto a las del semestre anterior.

4 Como importe neto de la cifra de negocios se ha considerado, para las entidades de crédito, la cifra de intereses y rendimientos asimilados y, para las entidades aseguradoras, el importe de las primas de vida y no vida imputadas al ejercicio, netas de reaseguro.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios por sectores

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Los rasgos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante el ejercicio 2014 fueron los siguientes:

- **Energía.** La cifra de negocios continuó en 2014 la reducción iniciada en 2013, si bien se moderó desde el -3,5 % a cierre de 2013 al -1,3 % de 2014.

Las empresas eléctricas redujeron sus ingresos principalmente a causa de la aplicación del Real Decreto Ley 9/2013⁵ desde julio de 2013, que supuso recortes en la retribución del negocio de distribución, disminuyó el incentivo a la inversión e impactó de forma significativa en las energías renovables. Por su parte, las petroleras incluidas en el sector se vieron afectadas por el impacto negativo en la cifra de ventas, el descenso de los precios del crudo (-9,1 %), así como por la menor producción en Libia como consecuencia de los conflictos y problemas de seguridad en ese país.

- **Industria.** El importe neto de la cifra de negocios en este sector registró en 2014 un incremento global del 6,9 %, que contrasta con el crecimiento negativo de 2013. Su evolución fue especialmente favorable en el segundo semestre del ejercicio. Sin embargo, el comportamiento de los distintos subsectores fue desigual.

Cabe destacar el incremento del 8,2 % en el subsector de manufactura textil, propiciado por el aumento del 8,3 % en la cifra de negocio de su principal empresa, como resultado de su expansión internacional. Esta entidad representa, por sí sola, el 34,8 % del total de los ingresos del sector industrial.

Otros subsectores que vieron aumentar el importe de sus ventas fueron metálicas básicas y transformación de metales (9,1 %), mercados eólicos emergen-

5 Real Decreto-ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico.

tes (21,9 %), industria química (6,1 %) y alimentación (3,4 %), que representan en torno al 44 % del total de los ingresos industriales.

Estos aumentos se debieron sobre todo a los siguientes factores: (i) la mejora de la demanda global; (ii) el aumento de la cartera de proyectos de ingeniería y construcción de instalaciones industriales en áreas de petróleo y gas natural; (iii) una ligera recuperación del consumo privado en la zona del euro, que permitió un leve aumento de las ventas en el sector de alimentación, y (iv) la contribución a los ingresos de los negocios adquiridos a finales de 2013 e inicios de 2014.

Frente al crecimiento de esos negocios, está el descenso que se produjo en las empresas vinculadas con el papel y artes gráficas (-11,4 %), en las energías renovables en España (-7,9 %), en la actividad constructora (-1,5 %), así como en las que se encuentran en un proceso concursal. El peso agregado sobre el total de ingresos del sector industrial de estas entidades con cifra de negocio decreciente es del 13 %.

- **Comercio y servicios.** Este sector registró una disminución del 4 % en la cifra de ventas. Esta tasa sería positiva en un 3,6 % si se excluyese el subsector de comunicaciones, que representa el 45,4 % de los ingresos del sector.

Las ventas de este subsector descendieron un 11,7 %, debido sobre todo al efecto negativo del tipo de cambio⁶ y a los cambios del perímetro por enajenación de filiales.

En cuanto al resto del sector, el aumento neto de la cifra de ventas se debe, en gran medida, a (i) el incremento de los ingresos por pasaje de transporte aéreo (9,2 %), gracias al aumento de capacidad y a pesar de la disminución del ingreso unitario y del efecto cambiario adverso, y (ii) la evolución positiva de los ingresos en empresas de nuevas tecnologías (10,1 %) y de actividad de autopistas y gestión de infraestructuras (6,8 %).

- **Construcción e inmobiliario.** El importe neto de la cifra de negocios del sector aumentó en el ejercicio 2014 un 1 %, frente a las tasas de crecimiento negativas registradas en semestres anteriores. El aumento tuvo lugar tanto en las empresas inmobiliarias, con una tasa de variación del 14,9 %, como en el subsector de la construcción, que registró un incremento del 0,8 %, siendo su peso sobre el total de ingresos del sector del 98,5 %.

En el caso de la principal empresa de este segmento, que tiene un peso relativo del 54,8 % sobre el total de la cifra de ventas del subsector, se produjo una caída del 0,8 % debido al impacto de la depreciación del dólar australiano y a la venta de activos en 2013. Si se excluye esta entidad, la cifra de ventas del subsector de la construcción aumenta un 2,9 %.

6 Destaca la depreciación del peso argentino y del real brasileño, así como el efecto de la hiperinflación en Venezuela y la devaluación de su moneda en 2014.

Por su parte, la subida experimentada por el sector inmobiliario en la cifra de negocios se debe en gran medida a los importes aportados por las sociedades cotizadas de inversión inmobiliaria (Socimis) que salieron a bolsa en 2014. Si eliminamos este efecto, la subida en la cifra de negocios del sector sería del 5,3 %. Parte de este aumento se debió a la adjudicación de activos a favor de entidades de crédito que componen créditos sindicados.

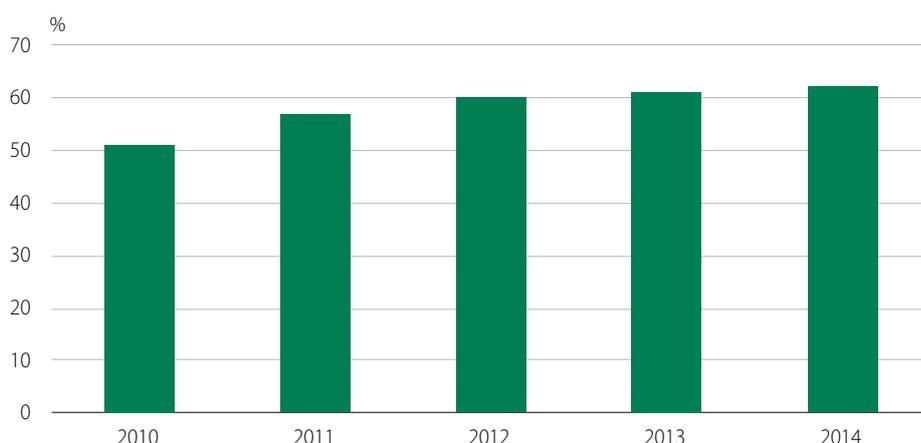
- **Entidades de crédito.** Los ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito presentan una ligera caída del 0,9 %. Esta variación refleja el proceso de desapalancamiento realizado por las entidades como consecuencia de las nuevas exigencias regulatorias y de los procesos de reestructuración del sector financiero.
- **Empresas aseguradoras.** El volumen de las primas netas de seguros experimenta un incremento del 0,2 % y del 11 % en los ramos no vida y vida, respectivamente.

El gráfico 3 muestra la importancia relativa de los ingresos procedentes del exterior en el importe neto de la cifra de negocios de las entidades no financieras desde 2010. En el año 2014 se mantuvo la tendencia de aumento del porcentaje que representan dichos ingresos sobre el registrado durante los últimos ejercicios, hasta alcanzar el 62,2 %, un punto por encima del porcentaje de 2013.

Ese incremento se concentró en el sector industrial y en el de comercio y servicios, como se aprecia en el cuadro 1, que recoge el detalle sectorial. El peso de los ingresos generados exclusivamente en España se ha reducido de forma significativa desde 2003, primer año del que se dispone de este dato, pasando del 67,7 % al 37,8 % actual.

Importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero por las sociedades no financieras

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

El cuadro 1 recoge el detalle sectorial de la proporción del importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero para las entidades no financieras.

Tras tres años consecutivos en los que las cifras de ventas en el extranjero presentaron incrementos cercanos al veinte por ciento, en 2013 se produjo una disminución del 0,7 % en el volumen de ventas respecto a 2012. Esta tendencia se intensificó en el primer semestre de 2014, en el que se registró una reducción del 2,3 %, mientras que al cierre del ejercicio 2014 se recuperó el crecimiento con un 0,8 %. Este comportamiento de los ingresos en el exterior fue mejor que el de las ventas en España, que disminuyeron un 2,8 %.

Importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero por las sociedades no financieras: detalle sectorial

CUADRO 1

	2010	2011	2012	2013	2014
Energía	44,8	47,0	45,2	45,0	41,0
Industria	65,8	69,0	73,1	74,5	79,2
Comercio y servicios	57,1	62,5	67,8	68,8	72,7
Construcción e inmobiliario	44,5	59,1	69,0	72,1	71,2
Subtotal no financiero	51,0	57,0	60,3	61,2	62,2

Fuente: CNMV.

3 Resultados

A pesar del descenso de la cifra neta de ventas, los resultados agregados de las empresas de la muestra se incrementaron en 11.925 millones de euros respecto al ejercicio anterior, alcanzando los 36.559 millones de euros. Así pues, se produjo un aumento anual del 48,4 %, al que contribuyeron todos los sectores con la excepción del de comercio y servicios. Destacaron por su cuantía los resultados en el sector de construcción e inmobiliario, que pasó de tener pérdidas a registrar beneficios, y en las entidades de crédito.

El descenso en el sector de comercio y servicios guarda relación con la disminución de las ventas en el subsector de comunicaciones que se señala en el apartado anterior y con el impacto negativo, muy notable, de una operación de venta no recurrente realizada por una entidad del subsector de medios de comunicación. Excluyendo a las dos entidades afectadas, el resto del sector habría mejorado sus resultados en un 89 % con respecto a 2013.

El porcentaje de entidades con beneficios en 2014 se sitúa en el 74,8 % de la muestra (61,2 % en 2013). Destaca el número de compañías que han incrementado su resultado por encima del veinte por ciento (65 sociedades frente a 43 en 2013).

El importe acumulado de las entidades con pérdidas se ha reducido a 5.278 millones de euros, mucho menor que los 9.206 millones de euros registrados en 2013. Las pérdidas se redujeron en todos los sectores, con la única excepción del sector de comercio y servicios.

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	2013	2014	Var. (%)	2013	2014	Var. (%)	2013	2014	Var. (%)
Energía	17.407	18.731	7,6%	9.327	10.277	10,2%	8.311	10.763	29,5%
Industria	7.307	8.714	19,2%	5.073	6.352	25,2%	2.784	4.091	46,9%
Comercio y servicios	28.991	26.478	-8,7%	15.097	13.436	-11,0%	5.804	4.369	-24,7%
Construcción e inmobiliario	3.210	4.902	52,7%	354	2.589	631,4%	-3.950	773	-
Entidades de crédito	-	-	-	7.907	19.047	140,9%	10.179	14.925	46,6%
Entidades de seguros	-	-	-	1.951	2.440	25,1%	1.434	1.592	11,0%
Total²	56.856	58.708	3,3%	39.734	54.101	36,2%	24.634	36.559	48,4%

Fuente: CNMV.

- 1 EBITDA = Resultado de explotación + amortización del inmovilizado.
- 2 Para los grupos, el total solo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total puede diferir de la suma de los valores reflejados para cada sector, debido a los ajustes realizados.

Como se aprecia en el cuadro 2, las empresas no financieras registraron un incremento en su EBITDA del 3,3 %. Este aumento, que contrasta con la disminución en el importe neto de la cifra de negocios del 0,6 %, se debe al impacto neto de los siguientes factores:

- (i) El efecto positivo de la comparación con el ejercicio 2013, en el que se registraron importantes deterioros de activos no financieros debido a los cambios regulatorios.
- (ii) Los gastos de personal crecen un 3,6 % con motivo del aumento de personas contratadas y del registro de provisiones por los planes de reestructuración aprobados por las entidades, siendo especialmente significativo el incremento experimentado por los sectores de energía e industria, con aumentos del 6,4 % y el 7,1 % respectivamente.

El resultado de explotación registró una sensible mejora tanto en las empresas financieras como en las no financieras, aunque fue más notable en las primeras. Los gastos de amortización disminuyeron un 3,3 %, destacando el sector de comercio y servicios, donde la reducción de esta partida alcanzó el 6,1 %, influido por la depreciación del real brasileño. Este sector supone el cincuenta por ciento del total de gastos de amortización de la muestra de entidades no financieras.

En cuanto al resultado del ejercicio, el de las entidades no financieras mejoró un 53,9 %, alcanzando los 20.042 millones de euros, gracias sobre todo al sector constructor e inmobiliario, que pasó de contraer pérdidas a obtener beneficios. El crecimiento de esta partida fue superior al del resultado de explotación a causa de los resultados por operaciones interrumpidas, que generaron unos beneficios de 2.566 millones de euros, y que contrastan con las pérdidas de 1.839 millones de euros originadas en el ejercicio 2013. En cambio, el tipo impositivo efectivo fue superior al de 2013, cuando se vio afectado por la actualización realizada sobre los activos no

financieros situados en España, al amparo de la Ley 16/2012⁷, a lo que se unió en 2014 el ajuste de activos y pasivos por impuestos diferidos registrados en años anteriores según los nuevos tipos impositivos establecidos por la Ley 27/2014⁸.

Finalmente, el resultado integral del ejercicio 2014, esto es, el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias junto con el total de ingresos y gastos reconocidos directamente en el patrimonio neto, se sitúa para las entidades no financieras en 17.591 millones de euros (3.119 millones de euros en 2013), debido sobre todo al registro de diferencias de conversión negativas (destaca el subsector de telecomunicaciones por la conversión de los estados financieros de las filiales en Venezuela) y de variación negativa de coberturas de flujos de caja (como las coberturas sobre compras futuras de combustible). En el caso de las entidades financieras y de seguros, los ingresos y gastos reconocidos en patrimonio neto en 2014 ascienden a 12.746 millones (-4.048 millones de euros en 2013), lo que deja el resultado integral del ejercicio en 29.263 millones, en línea con la caída de las primas de riesgo, la disminución de la volatilidad de los mercados y la evolución de la exposición al riesgo de tipo de cambio.

Los hechos más destacados en la evolución de los resultados por sectores fueron los siguientes:

- **Energía.** El aumento del resultado de explotación (10,2 %) contrasta con la reducción de la cifra de negocios (1,3 %). La mejora de este margen proviene, en gran medida, del impacto que tuvieron en el ejercicio 2013 los deterioros realizados por una entidad como consecuencia de la revisión de sus planes en Estados Unidos y Canadá. Si excluimos este efecto, el EBIT de 2014 habría caído un 6,4 % respecto al EBIT ajustado de 2013, debido al incremento de los costes de personal asociado a planes de reestructuración y reorganización.

El resultado antes de impuestos experimentó una mejora del 19,1 %, debido a las siguientes causas: (i) el impacto positivo de las plusvalías obtenidas en las desinversiones realizadas en el periodo; (ii) la mejora de los resultados financieros por la reducción de la deuda y del coste medio de financiación, y (iii) el efecto positivo del incremento del valor razonable de los derivados sobre los tipos de cambio en algunas entidades.

El resultado neto aumentó un 29,5 % respecto a 2013. El gasto por impuesto sobre sociedades de 2014 fue siete veces mayor que el de 2013 debido al efecto reductor que produjo la actualización de balances realizada por varias empresas del sector al amparo de la Ley 16/2012. Sin embargo, el aumento de estos gastos se vio más que compensado por el resultado procedente de actividades interrumpidas, que alcanzó los 3.642 millones de euros, el triple del ejercicio

7 Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.

8 La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades, recude el tipo impositivo general para las sociedades al 28 % en 2015 y al 25 % en ejercicios siguientes. Esta reducción afecta a los activos y los pasivos por impuestos diferidos registrados al cierre de 2014.

anterior, debido a las plusvalías obtenidas por la venta que realizó una entidad de sus negocios en Latinoamérica.

- **Industria.** Destaca la fuerte mejora de los resultados en todos los niveles, muy por encima del aumento experimentado por la cifra de negocios. Así, el EBITDA se incrementó un 19,2 % y el resultado de explotación un 25,2 %, frente al aumento en ventas del 6,9 %, si bien el comportamiento fue dispar entre las distintas compañías, como se indica a continuación.

Cabe resaltar la mejora del EBITDA sobre ventas de las empresas relacionadas con el negocio farmacéutico y químico, el acero y otras manufacturas, debido a (i) los mayores niveles de eficiencia productiva alcanzados tras la puesta en marcha de programas de ahorro de costes fijos y optimización de los variables; (ii) los ingresos no recurrentes registrados, entre otros, por la transferencia de derechos y venta de dependientes, y (iii) los menores gastos no recurrentes con respecto al periodo anterior. También influyeron positivamente en el EBITDA las menores pérdidas registradas por entidades en proceso concursal o en liquidación.

En el caso de la principal empresa manufacturera textil, que supuso el 50,3 % del resultado de explotación del sector, este margen registró un aumento del 4,15 %, que se situó por debajo de la media del sector debido al crecimiento de los gastos operativos generado por unas mayores ventas y la apertura de un nuevo espacio comercial.

Otras empresas experimentaron descensos considerables en el resultado de explotación o incluso pérdidas. En particular, el resultado de explotación de las empresas vinculadas al papel y artes gráficas pasó de resultados positivos de 126 millones de euros a pérdidas de aproximadamente un millón de euros, debido a los gastos no recurrentes por deterioro relacionados con el cambio del sistema tarifario aplicable a las fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos, que se sumaron a los ya registrados en el ejercicio anterior.

En cuanto al resultado neto del sector en su conjunto, este aumentó en un 46,9 % como consecuencia de un menor resultado financiero negativo y de unas menores pérdidas por operaciones interrumpidas que en 2013, a pesar de que el tipo impositivo efectivo fue ligeramente superior.

- **Comercio y servicios.** El EBITDA agregado del sector disminuyó un 8,7 %, condicionado por el subsector de comunicaciones, donde este flujo se redujo un 18,7 % como consecuencia, en gran parte, de la caída de las ventas y de los gastos de personal registrados en 2014 por el programa de reestructuración global. Excluido este subsector, el EBITDA habría aumentado un 10,6 % para el resto del sector debido, sobre todo, a la disminución de los costes unitarios de combustible en las compañías aéreas.

También tuvieron un efecto positivo en el EBITDA (i) la continuidad en la implantación de mejoras de eficiencia y optimización de costes en la actividad de concesiones, y (ii) la mejora de los márgenes en las ventas de infraestructuras de tipo concesional y ventas de bioenergía.

El resultado de explotación agregado del sector disminuyó un 11 % por el resultado neto de dos efectos de sentido contrario: (i) la disminución de la dotación a las amortizaciones en el subsector de comunicaciones (-11,2%) debido al impacto positivo de los tipos de cambio, las bajas del perímetro y las ventas de activos no estratégicos, y (ii) el aumento del gasto medio registrado por otras entidades del sector (5,4 %) a consecuencia de sus altas de activos y combinaciones de negocios.

El resultado neto del sector decreció un 24,7 % debido al fuerte empeoramiento del resultado de operaciones interrumpidas, principalmente en el sector de medios de comunicación, antes mencionado.

- **Construcción e inmobiliario.** El EBITDA del sector aumentó un 52,7 %. Su evolución fue positiva tanto en el sector de la construcción, donde pasa de 4.179 millones de euros en 2013 a 5.167 en 2014, como en el inmobiliario, que redujo sus pérdidas de 969 millones a 265.

En el sector constructor, el menor deterioro de activos vinculados a las energías renovables respecto a 2013 destaca entre los factores que favorecieron la mejora. No obstante, cabe señalar la caída del EBITDA en la principal empresa del sector como consecuencia de la evolución del tipo de cambio y del deterioro registrado en la cartera de clientes de filiales de reciente incorporación.

Respecto al sector inmobiliario, si bien el EBITDA continúa siendo negativo, mejora en algunas entidades que experimentaron un menor deterioro de existencias respecto al año anterior, o que registraron un aumento del valor razonable de ciertas inversiones inmobiliarias de acuerdo con valoraciones realizadas por expertos independientes.

El resultado agregado del ejercicio en el sector ascendió a 773 millones de euros, frente a unas pérdidas de 3.950 millones en 2013. Su evolución fue positiva tanto en el sector constructor como en el inmobiliario. La mejora respecto a 2013 se debe a que el resultado de operaciones interrumpidas de 2014 pasa a ser positivo por importe de 1.108 millones de euros, frente a las pérdidas de 1.469 millones en 2013, destacando el impacto favorable que supuso dejar de consolidar subgrupos que aportaban pérdidas, tras la pérdida de su control o a cambio de compensar préstamos con entidades de crédito.

- **Entidades de crédito.** El margen de intereses se incrementó un 9,3 %, frente a la variación negativa del 9,6 % en el ejercicio 2013. Esta mejora refleja el efecto neto de la reducción del 11,1 % de los gastos por intereses y cargas asimiladas y del ligero descenso (-0,9 %) de los ingresos por intereses y rendimientos asimilados.

Cabe recordar que en el ejercicio 2013 el volumen de ingresos por intereses sufrió una caída relevante como consecuencia de los siguientes factores: (a) el impacto de la estructura temporal de tipos de interés en la reprecación de la cartera hipotecaria; (b) la eliminación de las denominadas «cláusulas suelo» de determinados préstamos hipotecarios; (c) el aumento de la tasa de impago y de los activos improductivos, y (d) el proceso de desapalancamiento del sector

propiciado por las dificultades del entorno económico, las nuevas exigencias regulatorias y los procesos de reestructuración del sector financiero.

El primer semestre de 2014 todavía recoge el impacto en el sector del escenario señalado en el párrafo anterior. Sin embargo, al cierre del ejercicio se apreciaba una mejora de la situación y el volumen de ingresos por intereses tendía a recuperarse, alcanzando un volumen solo ligeramente inferior al registrado en el ejercicio anterior, como se ha señalado. Asimismo, en un entorno de ausencia de fuertes tensiones de liquidez, gracias a las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo, la notable reducción de los gastos por intereses durante el ejercicio se debe a la optimización del coste de financiación, y en especial a la fuerte caída del coste de los depósitos a plazo.

El margen bruto presenta un incremento del 6,3 % respecto a 2013. Las claves de la evolución de esta partida son fundamentalmente las siguientes: (a) un volumen de ingresos netos por comisiones similar al del ejercicio anterior; (b) la materialización de plusvalías de la cartera de renta fija y otras operaciones financieras, aprovechando las oportunidades ofrecidas por el mercado de deuda gracias a la evolución favorable de la prima de riesgo, y con el objetivo de cumplir las nuevas exigencias regulatorias; (c) el incremento de las cargas de explotación que se produjo en 2013 por aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos y a otros fondos de naturaleza similar de otros países como consecuencia de la aplicación retroactiva de la CINIIF 21 «Tasas», y (d) en sentido negativo, la depreciación sufrida por el bolívar venezolano, el real brasileño y el peso argentino.

En términos agregados, en 2014 se registró un resultado de la actividad de explotación de 19.047 millones de euros, frente a los 7.907 millones del ejercicio anterior. Este importante incremento (140,9 %) es consecuencia, además de lo mencionado antes respecto al buen comportamiento del margen de intereses y del margen bruto, de los siguientes factores: (a) la mejora de la eficiencia, cuya ratio⁹ se situó en el 43,7 %, desde el 47,1 % al cierre del ejercicio 2013, debida a la reducción de gastos de explotación, especialmente los de personal, que disminuyeron un 3,5 % debido a los ajustes de plantilla, y (b) el descenso del 15,5 % de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros originadas por los importantes saneamientos registrados en años anteriores y por la caída de las entradas en mora desde el inicio del ejercicio.

Por último, en cuanto al resultado antes de impuestos, el conjunto de entidades de crédito de la muestra ha obtenido, en 2014, un beneficio neto agregado antes de impuestos de 19.208 millones de euros, frente a los 6.337 millones del ejercicio anterior. El aumento se debe, además de a la mejora del resultado de explotación, (a) a las menores necesidades de saneamiento de los inmuebles adjudicados, como consecuencia de los importantes saneamientos registrados en periodos anteriores y en línea con la mejora observada en el mercado

9 Es un indicador del grado de eficiencia de una entidad y se determina como el porcentaje del margen bruto que es absorbido por los gastos generales (gastos de personal y otros gastos generales de administración).

inmobiliario, y (b) a los resultados registrados como consecuencia de la desinversión en activos y negocios no estratégicos.

Cabe señalar que determinadas entidades de crédito, con la finalidad de mejorar sus niveles de recursos propios, vendieron durante el ejercicio su actividad de gestión inmobiliaria y de recobro, materializando en su cuenta de resultados importantes plusvalías como consecuencia de la pérdida de control sobre dichos negocios.

- **Entidades de seguros.** En relación con el ramo no vida de las entidades aseguradoras, el resultado agregado de la cuenta técnica aumentó en 2014 un 12,4 %, hasta los 1.654 millones de euros. Esta variación refleja el efecto neto, entre otros factores, de los siguientes: (a) un ligero crecimiento (0,2 %) de los ingresos por primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, basado en el crecimiento del seguro de salud y la incipiente recuperación del seguro de automóviles en un contexto marcado por la contracción del mercado asegurador y por una gran presión competitiva; (b) un incremento del 1 % de los costes de siniestralidad del ejercicio, neta de reaseguro; (c) la notable disminución de un 4 % de los gastos de explotación, a pesar del incremento de la plantilla en un 2,3 %, y (d) un destacado aumento del 10,4 % de los ingresos netos por inmovilizado material e inversiones. Este último aumento se produjo gracias a los mayores beneficios netos por realización de inversiones y al crecimiento del volumen de negocio que ha ayudado a compensar el efecto de la caída de los tipos de interés en la zona del euro, así como al aumento de los tipos de interés y la ausencia de ajustes negativos por cambios del valor de mercado de las inversiones en otros mercados.

En relación con el ramo vida, en el ejercicio 2014 se produce un incremento del resultado agregado de la cuenta técnica del 63,8 %, hasta alcanzar un importe de 786 millones de euros. Este sustancial aumento se debe a un mayor volumen de negocio, que se refleja en un crecimiento del 11 % de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro. Asimismo, al igual que para el ramo no vida, se registra un relevante incremento del 47,6 % de los ingresos netos de los gastos del inmovilizado material y de las inversiones.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 4 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)¹⁰ desde 2010. En el ejercicio 2014, el ROE

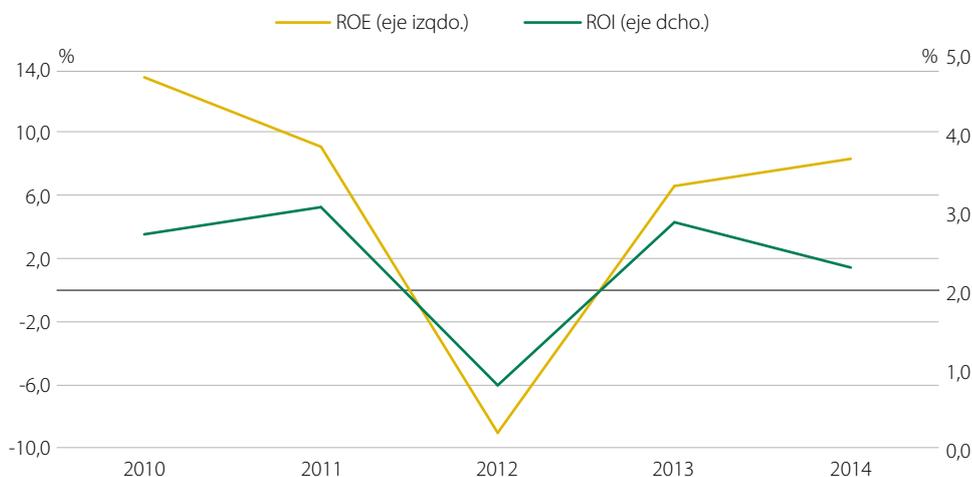
10 Para facilitar la interpretación, se incluyen las siguientes definiciones adoptadas para calcular ROE y ROI:

- Para el ROE se utiliza el resultado después de impuestos (el resultado antes de la imputación a minoritarios en el caso de grupos consolidados), incluyendo operaciones interrumpidas.
- Dicho resultado se ajusta por los intereses netos del efecto fiscal efectivo de la sociedad para el cálculo del ROI. Por lo que hace a las entidades financieras, los intereses netos considerados en el ROI son los intereses y cargas asimiladas que forman parte del margen de intermediación.
- Las magnitudes de balance (patrimonio neto e inversiones) se calculan por la semisuma de los saldos al inicio y al final de cada periodo. Las inversiones, para las entidades no financieras, equivalen al total de

y el ROI se situaron en el 8,4 % y el 2,3 % respectivamente. Así pues, en el primer caso se consolida la recuperación experimentada el año anterior, mientras que en el caso del ROI se produce un cierto retroceso.

ROE y ROI

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI, respectivamente, para los distintos sectores. En el 2014, todos los sectores registraron rentabilidades sobre recursos propios y activos positivas, destacando el sector de construcción e inmobiliario, que pasó de un ROE negativo a uno positivo. El sector de comercio y servicios fue el único cuyas ratios empeoraron con respecto al ejercicio 2013.

ROE (%)

CUADRO 3

	2010	2011	2012	2013	2014
Energía	16,2	10,7	9,9	7,7	10,5
Industria	13,8	10,4	8,4	10,9	14,9
Comercio y servicios	21,9	16,4	7,9	10,5	7,9
Construcción e inmobiliario	6,6	-0,7	-20,9	-22,9	4,7
Total entidades no financieras	16,9	10,9	5,8	6,4	9,9
Entidades de crédito y seguros	10,3	7,1	-24,4	6,8	7,1
Total	13,6	9,2	-9,1	6,6	8,4

Fuente: CNMV.

los activos menos los pasivos corrientes que no tienen interés explícito y al total activo para las entidades financieras.

ROI (%)

CUADRO 4

	2010	2011	2012	2013	2014
Energía	8,2	6,0	5,8	5,1	6,1
Industria	9,0	7,4	6,2	7,7	9,9
Comercio y servicios	8,5	7,8	4,8	5,5	5,1
Construcción e inmobiliario	4,8	2,9	-0,7	2,2	-0,9
Total entidades no financieras	7,7	5,9	3,9	4,4	5,6
Entidades de crédito y seguros	2,0	2,4	0,2	2,6	1,7
Total	2,9	3,1	0,8	2,9	2,3

Fuente: CNMV.

Como se observa en el cuadro 5, el coste financiero medio de los recursos ajenos neto de impuestos disminuyó en más de diez puntos básicos con respecto a 2013, destacando la disminución en el sector energético. En el resto de sectores continúan entre el 3% y el 4%.

Coste financiero de los recursos ajenos neto de impuestos de entidades no financieras¹ (%)

CUADRO 5

	2010	2011	2012	2013	2014
Energía	2,9	2,8	2,8	3,0	2,3
Industria	3,4	3,8	3,6	3,9	3,6
Comercio y servicios	2,8	4,1	3,5	3,5	4,0
Construcción e inmobiliario ²	4,4	3,8	4,3	3,5	3,5
Total entidades no financieras³	3,1	3,4	3,0	3,4	3,3

Fuente: CNMV.

¹ Porcentaje que representa el gasto financiero por intereses y cargas asimiladas sobre la deuda media del ejercicio.

² En el caso del sector de construcción e inmobiliario, se ha calculado esta ratio tomando la tasa impositiva legal y no la tasa impositiva efectiva porque, a nivel agregado, el sector presenta un gasto por impuesto de sociedad muy elevado dadas las pérdidas o resultados muy ajustados.

³ La ratio correspondiente al total de entidades no financieras se ha ajustado de forma apropiada.

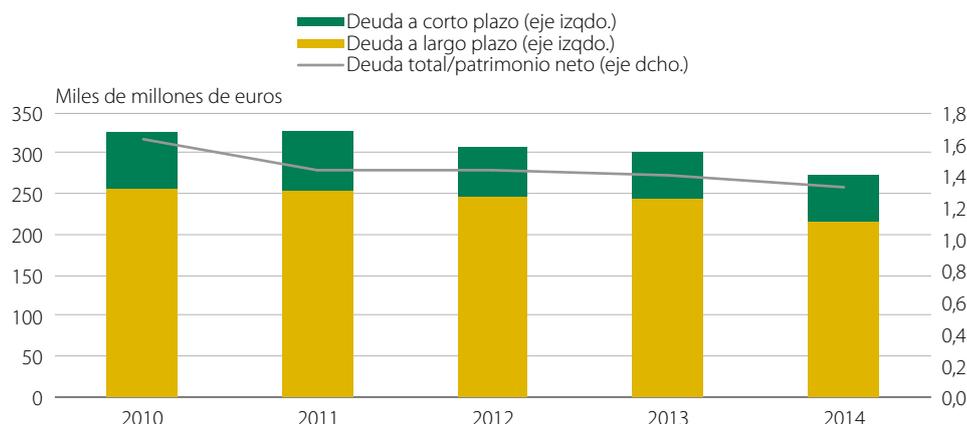
5 Endeudamiento

El gráfico 5 muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto de las entidades no financieras de la muestra¹¹.

11 El endeudamiento financiero bruto se define como la suma de las deudas con las entidades de crédito y las emisiones de obligaciones y otros valores negociables de deuda.

Estructura de la deuda y ratio de apalancamiento de las entidades cotizadas no financieras

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

En el ejercicio 2014 descendió de manera relevante el nivel de endeudamiento financiero agregado de las empresas de la muestra, acentuándose la tendencia iniciada en 2010. A 31 de diciembre de 2014 la deuda de estas entidades se situaba en 256.319 millones de euros, lo que supone un descenso del 6,5 % respecto al cierre de 2013.

La tendencia a la reducción del endeudamiento se observa en todos los sectores, a excepción del de industria, donde se produjo un aumento (1,9 %) debido a la financiación de los activos adquiridos durante el ejercicio.

Destaca la reducción experimentada por el sector energético (14,2 %), principalmente debida a la aplicación desde el 1 de enero de 2014 de la NIIF 11 «Acuerdos conjuntos», que supuso dejar de aplicar el método de consolidación proporcional a los negocios conjuntos, que pasan a valorarse utilizando el método de la participación. Si eliminamos este efecto de la muestra, la deuda experimentaría una reducción del 7 %.

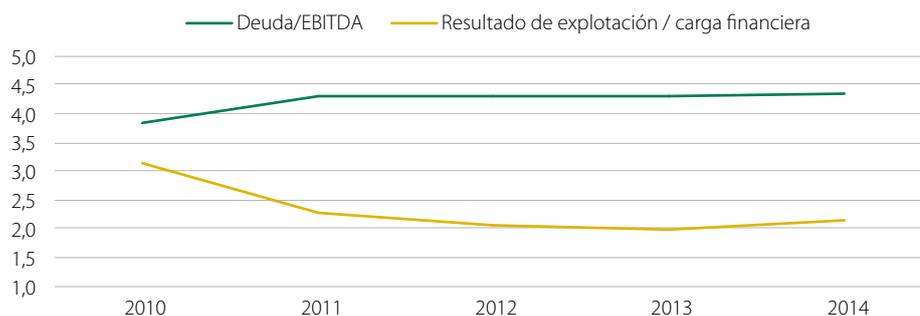
El porcentaje de deuda a largo plazo se incrementó ligeramente hasta situarse en el 79,3 %, frente al 78,5 % registrado en 2013. La ratio de apalancamiento sitúa la deuda agregada en 1,29 veces el patrimonio neto, frente a 1,33 veces al cierre del ejercicio anterior.

El gráfico 6 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera a través del EBITDA y del resultado de explotación, respectivamente. La primera (deuda total / EBITDA)¹² empeoró ligeramente, situándose a cierre del ejercicio 2014 en 4,37 años, frente a los 4,29 de 2013. Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT / gastos financieros) presenta un ligero aumento hasta alcanzar una magnitud de 2,17 veces (1,99 veces en 2013).

12 Esta ratio muestra el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si el EBITDA se mantuviera constante.

Ratios de cobertura

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

El cuadro 6 muestra el desglose por sectores de la evolución del nivel de endeudamiento y de algunas ratios relevantes. Todos los sectores redujeron en 2014 su nivel de endeudamiento, excepto industria.

Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 6

Millones de euros		2010	2011	2012	2013	2014
Energía	Deuda	98.283	95.853	91.233	82.146	70.488
	Deuda/patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,73
	Deuda/EBITDA	2,81	3,27	3,26	3,41	3,76
	Rtdo. explotación / carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	2,97
Industria	Deuda	14.948	17.586	17.232	16.609	16.928
	Deuda/patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	0,58
	Deuda/EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	1,94
	Rtdo. explotación / carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	6,03
Comercio y servicios	Deuda	115.413	113.142	117.359	111.795	107.402
	Deuda/patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,92
	Deuda/EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	4,06
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,05
Construcción e inmobiliario	Deuda	99.917	83.716	76.236	65.066	62.882
	Deuda/patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,44
	Deuda/EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	12,83
	Rtdo. explotación / carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,64
Ajustes*		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.381
Total	Deuda	326.769	308.893	300.633	274.221	256.319
	Deuda/patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,29
	Deuda/EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,37
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	2,17

Fuente: Elaboración propia.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de una sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

El endeudamiento en el sector energético se redujo en 2014 un 14,2 %, acentuándose la tendencia iniciada en 2009 debido a la aplicación de la NIIF 11, con un impacto relevante en varias entidades.

En el sector industrial, el nivel de endeudamiento crece un 1,9 % debido al destacado aumento de la deuda financiera en un grupo como consecuencia de la adquisición de activos durante el primer semestre de 2014. El resto de entidades mantuvieron o redujeron su nivel de endeudamiento.

La deuda agregada del sector de comercio y servicios se reduce un 3,9 %. Destaca, en particular, el subsector de comunicaciones, cuyo endeudamiento bruto se redujo gracias, sobre todo, a la venta de activos.

Finalmente, el sector de construcción e inmobiliario redujo su nivel de endeudamiento bruto en un 3,4 % respecto al cierre de 2013, en gran parte debido a la aplicación en 2014 de la NIIF 11. Sin tener en cuenta este efecto, todavía se observa una ligera reducción del endeudamiento, en concreto del 0,4 %. Cabe señalar que los ratios de este sector continúan presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas del resto de sectores y de los niveles existentes en el año 2005.

6 Morosidad y recursos propios de las entidades de crédito

Al igual que en informes anteriores, se incluye en este artículo un apartado específico sobre la evolución de las entidades de crédito y, en particular, sobre los ratios de crecimiento de la inversión crediticia, la morosidad y la solvencia de las entidades.

Durante el ejercicio 2014, el incremento de la solvencia de las entidades y la mejora de su estructura de financiación, favorecidos ambos por la ausencia de tensiones de liquidez y la normalización del acceso a los mercados de financiación, se trasladó muy lentamente a la inversión crediticia, que aumentó un 2,3 % y un 3,6 % en el primer y segundo semestre de 2014 respecto a los mismos periodos del año anterior, tras tres semestres de caídas.

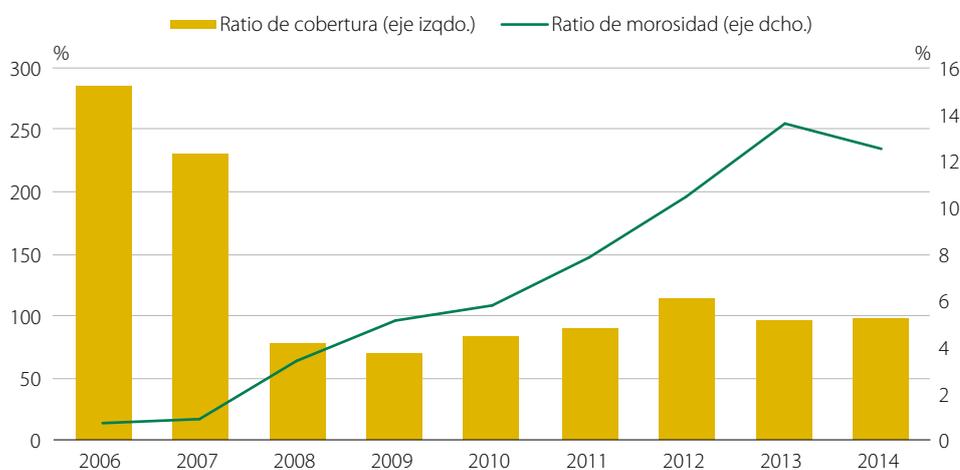
Este incremento de la inversión crediticia refleja, sobre todo, la expansión de la actividad crediticia en EE. UU. y en los mercados emergentes de Latinoamérica de los principales bancos.

Una parte muy significativa de la liquidez facilitada por el BCE a las entidades de crédito españolas continuó destinándose a la inversión en activos financieros emitidos por el sector público. Como consecuencia, el peso relativo de estos activos en el balance de las entidades de crédito continuó aumentando, pasando del 10,9 % en 2013 al 13,1 % de 2014 (4,2 % en 2007). De acuerdo con la estadística de deuda pública en circulación del Tesoro Público, al cierre del ejercicio 2014 las entidades de crédito españolas poseían el 25 % del total de la deuda pública en circulación (23,65 % en diciembre de 2013).

El gráfico 7 muestra la evolución de la tasa de morosidad de las entidades de crédito en las operaciones crediticias con otros sectores residentes desde 2006, así como la tasa de cobertura de los activos dudosos¹³.

Evolución de los ratios de morosidad y cobertura

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España.

En 2014, por primera vez desde el inicio de la crisis en 2008, la tasa de morosidad decreció, situándose en el 12,5 %, mejora que se asocia a la positiva evolución de las principales magnitudes macroeconómicas.

En cuanto a la tasa de cobertura, se advierte un leve incremento respecto a 2013, en consonancia con la reducción de la morosidad. Cabe recordar que la tasa de cobertura disminuyó con fuerza en el inicio de la crisis financiera reflejando el rápido incremento de la tasa de morosidad. Sin embargo, a partir de 2010 la tasa de cobertura tendió a aumentar como consecuencia de los procesos de integración y saneamiento contra reservas de los activos de las cajas de ahorro. En 2012 el incremento fue aún más importante, por el impacto de las exigencias del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, y de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, de saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

El aumento sostenido de la morosidad desde el año 2007 ha incrementado el volumen de refinanciaciones y de adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de los grupos financieros, por lo general, como «activos no corrientes en venta», si bien las promociones en curso y los activos arrendados se clasifican como «existencias» e «inversiones inmobiliarias», respectivamente.

Por esta razón, desde 2008, las variaciones anuales del importe en libros de los «activos no corrientes en venta» han sido positivas. El mayor incremento se produjo en el ejercicio 2012, ya que a las adjudicaciones realizadas en el periodo se añadió el

13 Definida como el importe de las correcciones acumuladas de valor por deterioro de activos dividido entre el total de los activos dudosos.

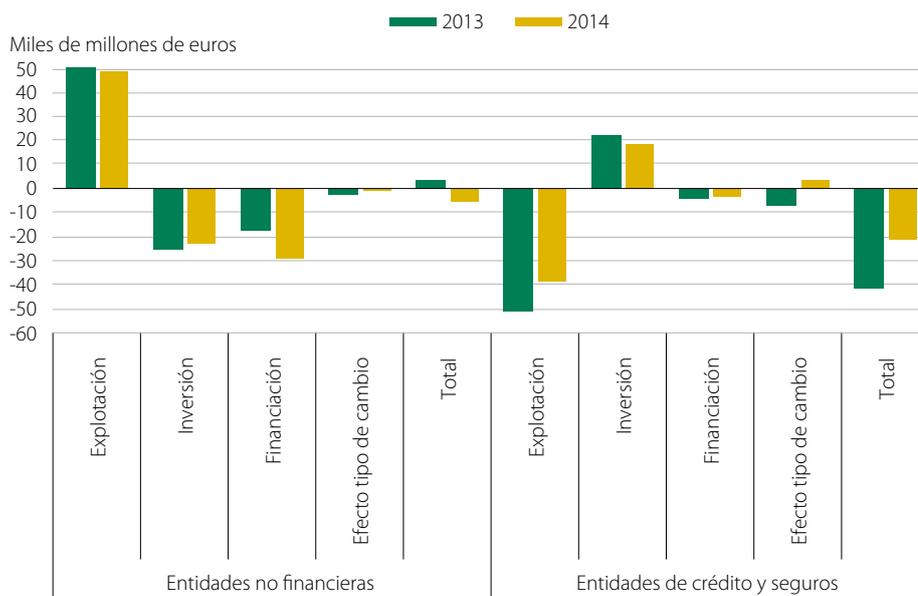
hecho de que las entidades en reestructuración reclasificaran sus activos no estratégicos y sus activos improductivos transferibles a la SAREB como activos no corrientes en venta. Sin embargo, en 2013, como consecuencia de la materialización de los procesos de desinversión y del traspaso de activos a la SAREB, el valor en libros de este epígrafe descendió hasta situarse en el 1,4 % del activo total de las entidades de la muestra. En 2014 volvió a incrementarse su valor en libros, en esta ocasión en un 10,8 %, aunque no se modificó su peso relativo en el activo total (1,4 %), debido a la reclasificación de la cartera de préstamos realizada por una entidad y a determinados procesos de integración de entidades.

Por último, la evolución de los distintos componentes del patrimonio neto durante el ejercicio 2014 fue la siguiente: (i) el valor en libros de los fondos propios se incrementó un 7,5 %, como consecuencia de las medidas adoptadas por las entidades para reforzar su solvencia y cumplir con las nuevas exigencias regulatorias; (ii) los intereses minoritarios aumentaron un 2,4 %, y (iii) las minusvalías netas registradas en el epígrafe de ajustes por valoración de los activos financieros disponibles para la venta disminuyeron un 65,9 %.

En el ejercicio 2014 se invirtió la tendencia alcista que desde 2010 y hasta el cierre de 2013 se venía produciendo en el importe acumulado de las minusvalías netas, que resultan de (a) la valoración de los activos financieros clasificados como disponibles para la venta, en línea con la caída de las primas de riesgo de los países periféricos europeos así como con la disminución de la volatilidad en los mercados, y (b) el impacto positivo que sobre el valor de las participaciones en filiales extranjeras tuvo, con carácter general, la evolución de los tipos de cambio, parcialmente cubiertos.

7 Flujos de efectivo

El gráfico 8 muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los ejercicios 2013 y 2014 por las entidades de la muestra, distinguiéndose entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación. Los totales corresponden a la variación del efectivo y a los equivalentes en dichos periodos. En el gráfico se diferencia entre entidades no financieras y entidades de crédito y seguros.



Fuente: CNMV.

A continuación se analiza la evolución de los flujos de efectivo:

- **Entidades no financieras.** En los sectores no financieros, los flujos de caja generados por las actividades de explotación durante 2014 (47.666 millones de euros) se redujeron un 4,2 % respecto al mismo periodo de 2013, con disminuciones en todos los sectores, siendo la más relevante la del sector de comercio y servicios (9,8 %, por importe de 2.095 millones de euros) y construcción e inmobiliario (9,7 %, por importe de 448 millones).

Esta disminución en el sector de comercio y servicios se debió a la menor cifra de ventas, así como al descenso del margen bruto.

Los flujos generados por las actividades de explotación se destinaron a inversiones netas por un valor de 23.102 millones de euros y a pagos netos por actividades de financiación de 29.091 millones. El saldo de efectivo y equivalentes al final del ejercicio se redujo en 5.326 millones, incluyendo un efecto por tipo de cambio negativo de 800 millones de euros.

En el ámbito de las actividades de inversión, los pagos netos agregados se redujeron un 10 % a causa de una minoración en los flujos destinados a inversiones (-1,2 %), sobre todo en los sectores de energía y comercio y servicios, y de un aumento en los cobros recibidos por desinversiones (+11,2 %), la mayor parte de ellas llevadas a cabo en esos mismos sectores.

Por su parte, en las actividades de financiación se registró un incremento en los flujos de salida (60,8 %), debido a la continuación en los pagos de deuda para reducir el apalancamiento financiero, así como al incremento en los pagos de dividendos (172,9 %). Estas salidas de fondos se vieron compensadas por los ingresos recibidos en operaciones de financiación realizadas en el ejercicio por

diversas entidades mediante la emisión de instrumentos financieros (obligaciones y bonos).

- **Entidades de crédito y seguros.** El estado de flujos de efectivo del conjunto de las entidades de la muestra presenta una disminución neta de efectivo y equivalentes de 20.948 millones euros en 2014.

Esta salida neta de efectivo se sustentó, fundamentalmente, en los pagos netos realizados por las actividades de explotación durante el ejercicio, que ascendieron a 38.640 millones de euros. Este escenario de ausencia de fuertes tensiones de liquidez y ligero incremento de la inversión crediticia, financiada con un aumento de los depósitos de la clientela, permitió a las entidades amortizar parte de la financiación obtenida del Banco Central Europeo y reducir la apelación a la financiación mayorista.

Las actividades de financiación presentan salidas netas de efectivo de 3.812 millones euros en 2014 como resultado, en parte, de las operaciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada.

Como consecuencia de las actividades de inversión el conjunto de entidades de la muestra presentó, en el ejercicio 2014, unos cobros netos de efectivo de 18.429 millones de euros, originados por las ventas de la cartera de inversión a vencimiento con el objetivo de reforzar los recursos propios y por las desinversiones realizadas en activos no estratégicos.

Por último, el efecto favorable de la evolución de los tipos de cambio implicó para el conjunto de entidades de la muestra unas entradas netas de efectivo de 3.075 millones de euros en 2014, debido en gran medida a las apreciaciones de la libra esterlina y el real brasileño.

El estado agregado de flujos de efectivo refleja la política seguida por la mayoría de las entidades de crédito españolas, basada en la desinversión en activos no rentables o no estratégicos y en la optimización de la cartera de inversión crediticia, así como en la normalización del acceso a los mercados de financiación mayorista.

8 Número de empleados

El cuadro 7 muestra la plantilla media para cada uno de los seis sectores considerados en la muestra en los ejercicios 2013 y 2014. Como puede apreciarse, en 2014 se produjo un incremento interanual de la plantilla media de las compañías del 2,1 %.

Plantilla media por sectores

CUADRO 7

Número de personas	2013	2014	Variación (%)
Energía	93.272	91.347	-2,1%
Industria	246.889	258.432	4,7%
Comercio y servicios	587.337	576.814	-1,8%
Construcción e inmobiliario	385.327	433.699	12,6%
Entidades de crédito	434.574	423.955	-2,4%
Entidades de seguros	41.416	42.359	2,3%
Ajustes*	-2.709	-2.339	-13,7%
Total	1.786.106	1.824.267	2,1%

Fuente: CNMV.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de una sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

La plantilla media de las compañías no financieras incluidas en la muestra aumentó un 3,7 % al cierre de 2014 respecto a la misma fecha del año anterior, aun cuando en el primer semestre había experimentado una reducción del 1,6 %. El número de entidades que redujeron puestos de trabajo (63 entidades) es similar al de aquellas que los aumentaron (62 entidades).

Por sectores, el mayor aumento se produjo en el de construcción e inmobiliario (12,6 % o 48.372 personas), si bien se concentró en la mayor entidad del subsector de construcción y afloró como consecuencia de un cambio en el método de consolidación en el segundo semestre del ejercicio de ciertas participadas, al pasar del método de participación al de integración global tras la toma de control.

Por su parte, la plantilla del sector industrial se incrementó en un 4,7 %, destacando como causa del aumento algunas operaciones corporativas recientes de adquisiciones de negocios.

En cambio, los sectores de comercio y servicios y el energético registraron un descenso de su plantilla media de un 1,8 % y un 2,1 %, respectivamente, debido a operaciones de enajenación de negocios en el extranjero.

Respecto a las entidades de crédito, durante el ejercicio la plantilla media agregada se redujo un 2,4 %, como consecuencia de distintos procesos de concentración y de las políticas de reducción de capacidad. El impulso de la banca electrónica favoreció la reducción de plantillas.

9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 8, los dividendos distribuidos en 2014 aumentaron un 177,1 % con respecto al ejercicio anterior, situándose en 27.858 millones de euros. Este incremento se vio condicionado por el dividendo extraordinario aprobado por una entidad del sector eléctrico, por valor de 16.194 millones de euros, que en el ejercicio anterior no había distribuido dividendos. Sin considerar este importe, el incremento de los dividendos hubiera sido del 16 %.

Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 8

Millones de euros	2013	2014	Variación (%)
Energía	1.745	19.263	1.003,8%
Industria	1.977	2.140	8,2%
Comercio y servicios	3.060	3.694	20,7%
Construcción e inmobiliario	695	345	-50,4%
Entidades de crédito	2.135	1.910	-10,5%
Entidades de seguros	440	506	14,9%
Ajustes*	-	-	-
Total	10.052	27.858	177,1%

Fuente: CNMV.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de una sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

En 2014, un 45,5 % de las entidades repartieron dividendos, frente al 42,9 % de 2013. De las 65 entidades que lo hicieron, el 72,3 % incrementó la remuneración al accionista, un 21,5 % la redujo y el 6,2 % restante la mantuvo.

Cabe destacar que el 65,7 % de los dividendos distribuidos durante 2014 se realizó con cargo a los resultados, en un porcentaje inferior al del ejercicio anterior (73,4 %). El descenso tiene su origen en el dividendo distribuido por la compañía del sector eléctrico a la que se ha aludido antes, que se hizo con cargo a reservas en un 56,5 %.

Las entidades continuaron utilizando la fórmula de los *scrip dividends*, que consiste en la entrega de acciones liberadas, con la particularidad de que la entidad ofrece comprar los derechos de asignación gratuita a un precio establecido. De esta forma, el accionista puede elegir entre recibir las acciones, vender el derecho en el mercado o vendérselas a la propia entidad. La principal ventaja para los emisores es que reducen la salida de efectivo y, a la vez, retribuyen a sus accionistas.

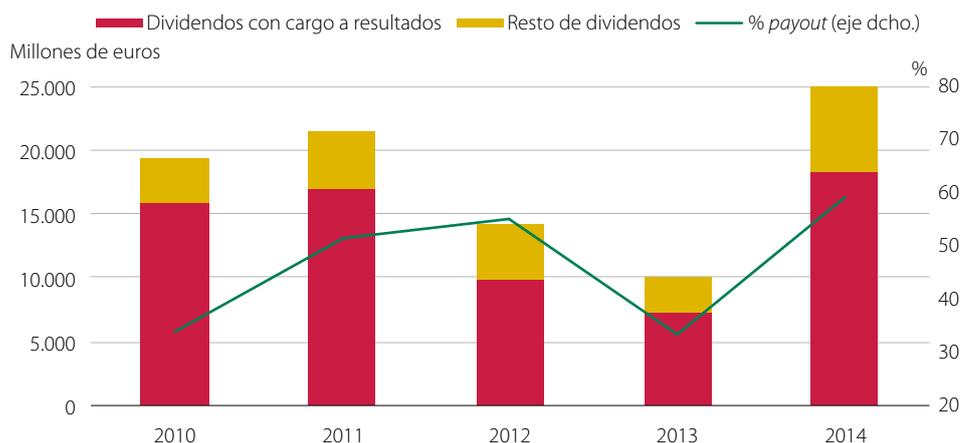
Durante el ejercicio 2014, doce entidades optaron por emplear *scrip dividends* (once entidades en 2013). Un 19,8 % de sus accionistas escogieron vender los derechos de asignación gratuita cedidos por el emisor para percibir la retribución en efectivo (3.261 millones de euros); el resto de los accionistas suscribieron las ampliaciones de capital liberadas. Este mecanismo ha permitido a las entidades ahorrarse unos 12.400 millones de euros de pago en efectivo, de los 15.661 millones que habrían tenido que desembolsar si la totalidad de los accionistas hubieran escogido la opción de venderles sus derechos de asignación gratuita.

El *payout* agregado de las sociedades —corrigiendo los dividendos no repartidos con cargo a los resultados del ejercicio— se situó en 2014 en un 59,3 %, porcentaje significativamente más elevado que en ejercicios anteriores¹⁴.

En el gráfico 9 se muestra la evolución de los dividendos repartidos en el último lustro, distinguiéndose los registrados con cargo a resultados, así como la evolución del *payout*.

Dividendos distribuidos y *payout*

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

En este periodo, la evolución del *payout* se ve condicionada por el dividendo repartido con cargo a resultados por parte de una entidad del sector eléctrico (7.941 millones de euros). Si se excluyera esta sociedad del cálculo, el *payout* habría ascendido al 33,6 %, cuatro puntos porcentuales más que el ejercicio anterior.

10 Conclusiones

En el ejercicio 2014, los resultados agregados de las empresas de la muestra alcanzaron los 36.559 millones de euros, lo que representa un incremento del 48,4 % respecto a 2013.

Una parte importante de este aumento se explica por los mayores beneficios obtenidos por las entidades financieras, que pasan de 11.613 millones de euros a 16.517, lo que supone un 42,2 % más que el año anterior. Por su parte, los resultados agregados de las entidades no financieras aumentaron un 53,9 %, alcanzando un importe de 7.021 millones de euros. Cabe destacar la contribución positiva del sector constructor e inmobiliario, con unos beneficios de 773 millones de euros, que contrastan con unas pérdidas de 3.950 millones en 2013.

14 El *payout* es el porcentaje que supone el dividendo efectivamente desembolsado en el periodo sobre el resultado consolidado atribuido a la sociedad dominante. Solo se han considerado aquellas entidades que repartieron dividendos en el periodo.

Si bien la cifra de ventas de las entidades no financieras se redujo un 0,6 %, estas registraron una evolución positiva tanto en el EBITDA (3,2 %) como en el resultado de explotación (9,2 %). Los factores principales que propiciaron la mejora de estos márgenes fueron los siguientes: (i) los deterioros de activos no financieros registrados en 2013; (ii) la disminución de gastos de explotación en 2014, resultado de los planes de eficiencia y optimización de costes llevados a cabo desde 2013, y (iii) la reducción de los gastos de amortización, por las ventas de activos no estratégicos, el efecto de los tipos de cambio y las variaciones en el perímetro de consolidación. El mayor incremento del resultado neto frente al resultado de explotación se debió al impacto de los resultados por actividades interrumpidas, con beneficios de 2.566 millones de euros frente a las pérdidas de 1.839 millones registradas en 2013, sobre todo en el sector constructor e inmobiliario.

Las entidades no financieras siguieron mostrando una notable capacidad para obtener ingresos en mercados internacionales, aumentando las ventas exteriores un 0,8 % en 2014. Estas ventas supusieron el 62,2 % del importe total de la cifra neta de negocio, frente al 61,2 % en 2013. Por el contrario, las ventas en España disminuyeron un 2,8 %.

El endeudamiento en las entidades no financieras continuó descendiendo durante el pasado ejercicio, si bien parte del descenso se debió a la aplicación desde el 1 de enero de 2014 de la NIIF 11 «Acuerdos conjuntos», que supuso una modificación del método de consolidación, pasando a utilizarse el método de la participación en vez del de consolidación proporcional.

Respecto a las entidades de crédito, la cuenta de pérdidas y ganancias agregada de las entidades incluidas en la muestra presenta variaciones positivas en todos sus márgenes, arrojando un resultado del ejercicio de 14.925 millones de euros, un 46,6 % más que en el anterior.

Los buenos resultados de 2014 en el sector bancario se debieron, en su mayor parte, a la caída de los gastos por intereses, al ajuste de los costes de plantilla y a las menores necesidades de saneamientos de la cartera de créditos y de inmuebles adjudicados, así como a la mejora de los resultados gracias a la materialización de plusvalías asociadas a las carteras de deuda pública, a las operaciones de gestión de deuda subordinada y a las desinversiones en activos y negocios no estratégicos.

Asimismo, durante el ejercicio las entidades de crédito continuaron sus políticas de desapalancamiento, optimización del balance y reforzamiento de su solvencia.

En cuanto a los dividendos distribuidos por las empresas cotizadas, estos aumentaron un 177,1 % respecto a 2013, aunque el aumento provino, en gran medida, de la retribución extraordinaria acordada por una entidad del sector energético. Las entidades continuaron empleando fórmulas alternativas de retribución a los accionistas que suponen una salida de efectivo menor, como los denominados *scrip dividends*.

Finalmente, cabe destacar que la plantilla media de las empresas incluidas en la muestra aumentó en 38.161 personas, un 2,1 % más que el año anterior. Este incremento refleja el efecto tanto de ajustes de la metodología contable, en particular el paso a la consolidación por integración global de ciertas filiales incorporadas hasta entonces por el método de la participación, como de recientes operaciones corporativas de adquisiciones de negocios.

Medidas de redes como indicadores adelantados de inestabilidad financiera: el caso del mercado bursátil español

Gustavo Peralta (*)

(*) Gustavo Peralta pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

Los sucesos ocurridos durante la última crisis financiera, que comenzaron con la quiebra del banco de inversión americano Lehman Brothers en septiembre de 2008, pusieron en evidencia tanto la gran interconectividad del sistema financiero internacional como la incapacidad de los modelos económicos tradicionales para lidiar con tal complejidad. Esto ha llevado a prominentes académicos (Allen y Babus, 2009, y Jackson, 2014) y a altos responsables de los organismos competentes en el ámbito de la estabilidad financiera (Haldane, 2009; Yellen, 2013) a sugerir la necesidad de adoptar enfoques innovadores para reforzar el entendimiento del problema de riesgo sistémico. En este contexto, la teoría de redes (*network theory*) se presenta como una alternativa muy prometedora.

Gran parte de nuestras interacciones están inmersas en sistemas formados por un elevado número de participantes relacionados entre sí cuyos comportamientos agregados son difíciles de predecir. Bajo cierta perspectiva, dichos sistemas pueden ser entendidos como redes (Newman, 2010) que, en su definición más básica, se refieren a un conjunto de elementos denominados «nodos» y a sus respectivas conexiones (*links*). Uno de los principales atractivos del enfoque de redes reside en las economías de escalas que surgen de aplicar conceptos y algoritmos similares en contextos tan heterogéneos como el estudio de la propagación de un virus (Pastor-Satorras y Vespignani, 2002), las búsquedas en Internet (Brin y Page, 1998) o el proceso de formación de opiniones (DeGroot, 1974). Ejemplos típicos de *networks* son las redes sociales, tanto reales como virtuales, la World Wide Web, la red internacional de aeropuertos o las redes interbancarias, entre otras.

Basado en Peralta (2015), el presente artículo presenta una aplicación del enfoque de la teoría de redes al caso del mercado bursátil español. El trabajo referenciado contribuye a esta rama de la literatura de redes aplicadas en finanzas en tres direcciones. Primero, propone una metodología para la correcta identificación de la denominada «Red bursátil basada en correlaciones parciales», donde activos de renta variable toman el lugar de nodos y sus correlaciones parciales el de *links*. Segundo, dado que la corriente principal de investigación en esta área se centra en el mercado estadounidense, este trabajo contribuye a la literatura de redes financieras mediante el estudio de las principales características de la red bursátil española, comparándola con su equivalente para otros mercados europeos. Finalmente, se presenta evidencia empírica que pone de manifiesto el potencial que poseen ciertas medidas basadas en la red bursátil española como indicadores adelantados de inestabilidad financiera.

La estructura del trabajo es la siguiente. La sección 2 introduce los conceptos fundamentales de la teoría de redes junto con aquellas medidas que serán de utilidad para el resto del artículo. Asimismo, esta sección establece la definición específica de red bursátil. La sección 3 presenta los aspectos sobresalientes del algoritmo de estimación,

mientras que la sección 4 describe los datos utilizados en el análisis empírico. La sección 5 expone los resultados más importantes de la estimación. Finalmente, la sección 6 ofrece las conclusiones del artículo.

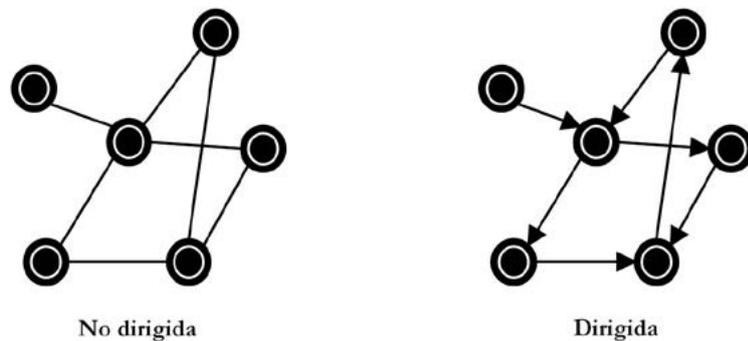
2 Red bursátil basada en correlaciones parciales

2.1 Teoría de redes: una breve introducción

En su definición más simple, una red se conforma por un conjunto de elementos que denominaremos «nodos» y un conjunto de conexiones entre pares de nodos o *links*. Dependiendo de la naturaleza de la interacción entre dichos nodos, las redes pueden ser consideradas como *no dirigidas* cuando las conexiones indican relaciones bidireccionales o *dirigidas* cuando sus *links* implican una dirección desde un nodo de origen hacia un nodo de destino pero no a la inversa (véase el gráfico 1). Además, los *links* en una red también pueden tener asociada una ponderación que indique la fortaleza relativa de dicha conexión, dando lugar a redes *ponderadas* o *no ponderadas* dependiendo de la existencia o no de tal atributo. Un tratamiento exhaustivo de la teoría de redes puede encontrarse en Newman (2010) y Jackson (2010).

Ejemplo de red dirigida y no dirigida de seis nodos y siete links

GRÁFICO 1



La evidencia empírica acumulada vinculada al estudio de redes reales, tan heterogéneas como las tecnológicas, biológicas o financieras, pone de manifiesto su asombrosa similitud. Estas semejanzas surgen de la comparación de ciertas medidas tendientes a mediar y caracterizar tales estructuras. A continuación se describen brevemente aquellas medidas de redes que serán de utilidad para exponer los resultados más importantes del presente trabajo.

El nivel de densidad de una red cuantifica la proporción de *links* que existe en relación al total de los posibles pares de nodos y puede ser interpretada como la probabilidad incondicional de la existencia de un *link*. El grado de un nodo se define como el número de *links* asociados al nodo, y el grado medio de la red cuantifica la cantidad promedio de conexiones de un nodo en dicha estructura. Un concepto fundamental para la caracterización de una red es la distribución de grado, que representa la distribución empírica del grado de los nodos que la componen. La evidencia empírica muestra que el grado medio de una red es poco informativo de su estructura

ya que es común observar distribuciones de grados con alta masa de probabilidad en sus colas (*fat-tailed degree distributions*). En términos prácticos, esto significa que ciertos sistemas están constituidos por un conjunto reducido de elementos altamente interconectados, los denominados concentradores (*hubs*) de la red, que conviven con la gran mayoría del resto de los elementos escasamente conectados (Barabási y Albert, 1999).

Una senda entre los nodos i y j se define como la secuencia de *links* que los conectan, y la distancia de tal senda, como el número de *links* que incluye. La distancia media de la red surge del promedio de las distancias mínimas entre cada par de nodos y el diámetro de la red se define como el máximo de estas distancias. Existe una regularidad empírica comúnmente observada en la mayoría de las redes analizadas, la conocida como propiedad de mundo pequeño (*small-world property*). Dicha regularidad se refiere a la tendencia a encontrar *networks* con distancia media sorprendentemente reducida comparada con el número total de nodos. El popular concepto de seis grados de separación, comúnmente asociado al estudio de Milgram (1967), que establece una distancia media entre dos personas cualesquiera en la tierra aproximadamente igual a seis, es un claro ejemplo de dicha propiedad¹.

Una red se denomina «conectada» cuando existe una senda que une cada par de nodos; en caso contrario, se la considera «desconectada». Cuando la estructura es desconectada, cada sub-red formada por nodos conectados se denomina «componente». La topología típica de una red real se caracteriza por un elevado número de componentes aunque solo uno de ellos ocupa una proporción considerable en términos de nodos. Este último componente se denomina «componente gigante». Según Ugander et ál. (2011), el componente gigante para el caso de Facebook incluye al 99,91 % de las personas que forman dicha red social, por lo que es altamente probable la existencia de una senda entre una pareja cualquiera de personas que conformen dicha red social.

Otra medida que vale la pena definir es el grado de asortatividad de una red (*assortativity*), que se aplica al estudio del patrón de conectividad entre nodos vinculados. Una red muestra asortatividad positiva cuando la correlación entre el grado de nodos vinculados es positiva. Es decir, cuando los nodos de alta conectividad tienden a estar relacionados a su vez entre sí, igual que los de baja conectividad. En este caso, la red tendería a estar organizada mediante una estructura de «núcleo-periferia». Sin embargo, con asortatividad negativa, los nodos de alta conectividad tienden a relacionarse con nodos de baja conectividad. Como resultado de esta configuración, se podrían observar *networks* organizadas localmente en subestructuras de tipo estrella. Como se expone en Newman (2010), por razones que aún no se comprenden del todo las redes sociales tienden a mostrar asortatividad positiva mientras que otras, por ejemplo, las tecnológicas o las biológicas, muestran asortatividad negativa.

Otro aspecto que ha atraído la atención de los investigadores de esta disciplina es el llamado «nivel de transitividad» de una red, que determina la probabilidad condi-

1 Ugander et ál. (2011) estudiaron el caso de Facebook desde la perspectiva de la teoría de redes obteniendo resultados muy similares.

cionada de existencia de un *link* entre un par de nodos, condicionado al hecho de que estos a su vez compartan otro nodo entre sus conexiones. En otras palabras, utilizando como ejemplo una red social, la transitividad cuantificaría la probabilidad con la que «los amigos de mis amigos son también mis amigos». Como es de esperar, diversos estudios sobre las redes sociales han mostrado la existencia de un alto grado de transitividad que algunos investigadores han asociado a una red organizada en estructuras de comunidades (Newman y Park, 2003).

Las medidas mencionadas son de naturaleza macroscópica y hacen hincapié en la topología de la red a nivel agregado. Sin embargo, aquellas medidas microscópicas que tratan de determinar la importancia/influencia de un nodo como parte de una red de interconexiones conforman también una pieza fundamental del enfoque. Este tipo de medidas, comúnmente denominadas «de centralidad», están muy influenciadas por la literatura sociológica. Siguiendo a Freeman (1978), su cuantificación depende crucialmente de la definición específica que el investigador utilice del concepto de importancia/influencia. Entre las medidas de centralidad más conocidas vale la pena mencionar dos de ellas que se han convertido en el estándar en la disciplina: i) la centralidad de grado, que asigna niveles de centralidad de los nodos de acuerdo a la cantidad de conexiones que posean, y ii) la centralidad en vector propio (*eigenvector centrality*)², que asume que la centralidad de un nodo se fundamenta no solo en la cantidad de sus conexiones sino también en la importancia (centralidad) de aquellos nodos con los que se conecta.

2.2 Definición de una red bursátil basada en correlaciones parciales

Antes de discutir la construcción de la red bursátil basada en correlaciones parciales (RBCP), resulta conveniente refrescar el concepto de correlación parcial entre dos variables aleatorias. Consideremos el vector aleatorio $r = (r_1, \dots, r_n)^T$, proveniente de una distribución normal multivariante con vector de medias μ y matriz de covarianzas Σ . La *correlación parcial* entre r_i y r_j , denotada por ρ_{ij} cuantifica la correlación entre dichas variables controlada por el efecto del resto de las variables del sistema. En este entorno gaussiano, es conocido el hecho de que $\rho_{ij} = 0$ implica independencia condicional entre i y j . La inversa de la matriz de covarianzas, comúnmente denominada «matriz de precisión» y denotada por $\Omega = \Sigma^{-1} = [\omega_{i,j}]$, contiene información fundamental para el cálculo de la matriz de correlaciones parciales ρ , como sigue:

$$\rho = [\rho_{ij}] = -\Delta\Omega\Delta \quad (1)$$

donde $[\Delta]_{ij} = 1/\sqrt{\omega_{ii}}$ para $i=j$ y $[\Delta]_{ij} = 0$ para $i \neq j$. Cálculos simples permiten mostrar que los elementos de la diagonal principal de ρ son iguales a -1, con lo cual serán descartados del análisis ya que carecen de importancia para el resto del análisis³.

Se definen dos RBCP no dirigidas cuya diferencia reside en la existencia o no de ponderaciones asociadas a los *links*. La RBCP ponderada denominada ϕ^w consiste

2 Su nombre se deriva de que su cuantificación está basada en el cálculo del primer vector principal de la matriz de adyacencia. Véase Bonacich (1972).

3 La conexión entre la matriz ρ y el análisis de regresiones se trata en Peralta (2015).

en un conjunto de activos financieros donde el *link* entre los activos i y j existe en la medida en que la correlación parcial entre sus rendimientos sea no nula, esto es, $\rho_{ij} \neq 0$, y la ponderación de dicho *link* viene dada por el valor de ρ_{ij} . La versión no ponderada de RBCP, denotada por ϕ^U , se construye siguiendo la misma lógica pero obviando la información vinculada a la ponderación de los *links*. En otras palabras, la ponderación de cada *link* entre i y j será 1 si $\rho_{ij} \neq 0$, y nula en cualquier otro caso.

Debe quedar claro que para que una RBCP sea informativa se requiere que la matriz ρ sea estimada de manera dispersa (*sparse*). Una matriz ρ cuyos elementos sean todos no nulos llevaría a la construcción de redes densas donde cada nodo se conectaría con el resto oscureciendo así la estructura básica de la red. Luego resulta fundamental que el algoritmo de estimación sea capaz de incluir ceros en los elementos de fuera de la diagonal principal de ρ , pudiéndose así descartar *links* en la red que sean poco significativos. La siguiente sección delinea un procedimiento para la estimación de RBCP que, cumpliendo con dicho requerimiento, presenta ciertas ventajas cuando se compara con otras metodologías utilizadas en la literatura de referencia.

3 Metodología

Como ya se ha comentado, con el objetivo de identificar el esqueleto de interconexiones de un mercado bursátil, se requiere una estimación dispersa de ρ . Una matriz de correlaciones parciales que presente todos sus elementos no nulos implicaría una RBCP totalmente conectada, haciendo difícil la identificación de sus principales características. Los dos procedimientos más populares en la literatura de redes bursátiles se denominan Red de mínima expansión o MST, *Minimum spanning tree*, y Método de umbral o TM, *Threshold method* (véase Onnela et ál., 2003). A pesar de su popularidad, dichos procedimientos suponen severos inconvenientes dadas las restricciones topológicas que imponen sin justificación teórica o empírica y que podrían distorsionar de forma considerable la topología de la red resultante⁴.

Con el fin de contrarrestar los inconvenientes mencionados, en Peralta (2015) se propone un algoritmo basado en dos etapas para la estimación de una matriz de correlaciones parciales dispersas que a su vez permita al investigador contar con su validación estadística. El objetivo principal del proceso es la correcta identificación de una RBCP que no asuma ninguna restricción topológica y que surja pura y exclusivamente de la información provista al algoritmo. La primera etapa del proceso consiste en aplicar la metodología conocida como Graphical Lasso (G-Lasso), desarrollada en Friedman, Hastie y Tibshirani (2008). Sin entrar en demasiados tecnicismos, G-Lasso permite estimar la matriz de precisión Ω mediante la maximización penalizada de la función de verosimilitud de una distribución normal multivariante, donde la penalización consiste en restringir el valor absoluto de la suma de los elementos que la componen. Dada la forma de dicha penalización, el investigador puede controlar el grado de dispersión (cantidad de ceros) en Ω a

4 Para una discusión extendida sobre este punto, véase Peralta (2015).

través del valor del llamado «parámetro de regularización», que es denotado por γ en el presente artículo.

La determinación de γ es fundamental y está sujeta a un claro *trade-off*. Para valores bajos de γ , la verosimilitud se incrementa (el modelo se ajusta mejor a los datos observados) aunque Ω se torna más densa, y por lo tanto, con mayor cantidad de valores no nulos fuera de la diagonal principal. Para valores altos de γ , se imponen más ceros en Ω , con el coste de reducir la probabilidad de que dicho modelo sea el verdadero generador de los datos. Siguiendo a Friedman, Hastie y Tibshirani (2008), γ es determinado en este estudio de manera óptima mediante el método de validación cruzada de diez iteraciones⁵.

La no linealidad de G-Lasso impide la obtención de fórmulas analíticas cerradas para determinar la significancia estadística de la estimación. Por este motivo, la segunda etapa del algoritmo propuesto implementa simulaciones de Monte Carlo para establecerla. En términos prácticos, este segundo paso del proceso determina la medida en que la correlación parcial entre los rendimientos de dos activos financieros es suficientemente distinta de cero (esto solo se aplica en aquellas correlaciones parciales que hayan sido identificadas como no nulas en el paso anterior). Luego aquellos elementos de ρ que sean estadísticamente significativos serán considerados como *links* en RBCP. De lo contrario, serán descartados de dicha red.

Este algoritmo de estimación de dos etapas supone ciertas ventajas cuando se compara con los métodos de filtrado tradicionales. Entre ellas, cabe mencionar que se trata de un procedimiento totalmente basado en datos que evita la imposición de restricciones topológicas o umbrales preestablecidos, como en el caso de MST o TM. Otra diferencia sustancial entre metodologías es que tanto MST como TM toman como base de cálculo la matriz de correlaciones directas en lugar de correlaciones parciales. Luego un *link* entre los nodos i y j podría encubrir una relación entre estos y un tercero, distorsionando así el patrón de interconexión entre los activos financieros considerados. Basándose en un análisis exhaustivo, Peralta (2015) pone de manifiesto la conveniencia del algoritmo de dos etapas presentado en esta sección a la hora de identificar el verdadero patrón de interconexiones entre activos financieros, es decir, la verdadera RBCP.

4 Datos

El periodo bajo estudio comprende casi diez años de información financiera con periodicidad diaria, desde noviembre de 2004 hasta septiembre de 2014. La información para el análisis empírico incluye datos de precios y rendimientos de activos de renta variable provenientes de Thomson Datastream. El conjunto de firmas incluidas en el análisis se corresponde con los integrantes del Ibex 35 en septiembre de 2014. El cuadro 1 recoge el listado de dichas firmas junto al identificador de mercado (*ticker*), su capitalización bursátil para el último día de la base de datos, la fecha de su incorporación en el índice e indicadores fundamentales de la distribución de sus rendimientos.

5 La optimización se lleva a cabo con el algoritmo Coordinate Descent.

Sector / Nombre	Ticker	Incorporación en el índice	Capitalización *		Rendimientos **			
			€	%	Media	Mediana	Des Std	Media/Des Std
Industrial								
ABENGOA B SHARES	ABS	25/10/12	3.159	1%	33,2%	0,0%	46,3%	71,7%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	ACE		14.049	2%	8,4%	0,0%	24,8%	33,9%
ACCIONA	ANA		3.393	1%	7,5%	0,0%	37,0%	20,3%
ACS ACTIV. CONSTR. Y SERV.	ACS		9.690	2%	12,4%	18,7%	28,7%	43,1%
AMADEUS IT. HOLDING	AMS	29/04/10	13.257	2%	22,5%	18,5%	23,5%	96,1%
ARCELORMITTAL (MAD)	MITT	28/07/06	18.153	3%	1,4%	0,0%	46,8%	3,0%
DIST. INTNAC. DE ALIM.	DIA	05/07/11	3.701	1%	21,1%	0,0%	28,8%	73,2%
FERROVIAL	FERC		11.354	2%	11,8%	0,0%	35,0%	33,7%
FOMENTO CONSTR. Y CNTR.	FCC		1.940	0%	-0,1%	0,0%	36,0%	-0,2%
GAMESA CORPN. TEGC.	GAM		2.437	0%	8,6%	0,0%	45,1%	19,1%
GRIFOLS ORD CL. A	PROB	17/05/06	6.912	1%	27,1%	0,0%	30,7%	88,4%
INDITEX	IND		68.177	12%	20,2%	0,0%	27,5%	73,5%
INDRA SISTEMAS	IDR		1.822	0%	3,2%	0,0%	26,9%	11,8%
JAZZTEL	JAZ		3.287	1%	22,1%	0,0%	49,4%	44,7%
MEDIASET	TL5		4.009	1%	3,8%	0,0%	37,2%	10,3%
OBRASCON HUARTE LAIN	OHL		2.642	0%	21,8%	0,0%	36,9%	59,1%
REPSOL YPF	REP		25.385	4%	6,9%	0,0%	29,7%	23,1%
SACYR	SCYR		2.141	0%	4,6%	0,0%	49,1%	9,4%
TÉCNICAS REUNIDAS	TECN	21/06/06	2.347	0%	16,8%	5,2%	36,1%	46,6%
VISCOFAN	VIS		2.023	0%	20,2%	0,0%	25,4%	79,7%
Utilities								
ENAGAS	ENAG		6.095	1%	12,1%	5,5%	24,3%	49,9%
GAS NATURAL SDG	CTG		23.326	4%	7,1%	0,0%	27,9%	25,5%
IBERDROLA	IBE		35.762	6%	9,8%	0,0%	29,7%	33,1%
RED ELÉCTRICA CORPN.	REE		9.274	2%	17,9%	11,6%	24,5%	73,2%
TELFÓNICA	TEF		55.773	10%	2,9%	0,0%	23,4%	12,2%
Transporte								
INTL. CONS. AIRL. GP.	IAG	24/01/11	9.611	2%	15,3%	0,0%	35,0%	43,8%
Banca								
BANCO DE SABADELL	BSAB		9.407	2%	1,4%	0,0%	29,3%	4,9%
BANCO POPULAR ESPAÑOL	POP		10.186	2%	-7,7%	0,0%	36,6%	-20,9%
BANCO SANTANDER	SCH		91.241	16%	8,5%	0,0%	34,2%	24,9%
BANKIA	BKIA	20/07/11	17.023	3%	-28,5%	-6,9%	141,1%	-20,2%
BANKINTER 'R'	BKT		6.037	1%	11,2%	0,0%	36,7%	30,7%
BBV. ARGENTARIA	BBVA		56.697	10%	5,1%	0,0%	34,0%	14,9%
CAIXABANK	CABK	10/10/07	27.243	5%	6,9%	0,0%	32,8%	20,9%
Aseguradoras								
MAPFRE	MAP		8.635	2%	9,4%	0,0%	34,5%	27,3%
Otros financieros								
BOLSAS Y MERCADOS ESP.	BOLS	14/07/06	2.524	0%	4,9%	0,0%	30,7%	15,9%

Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

* Millones de euros.

** Rendimiento y volatilidad analizados.

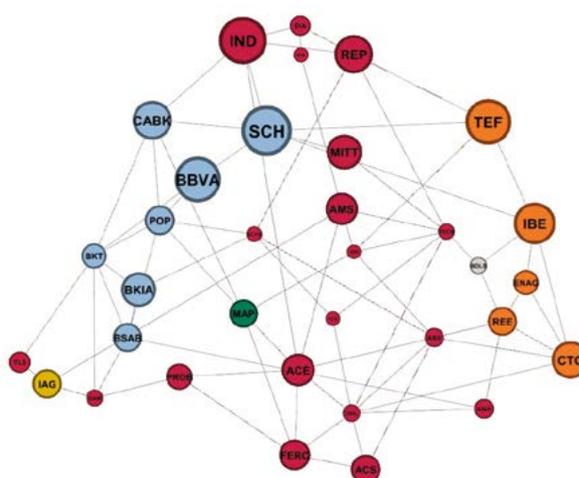
5 Resultados

5.1 Caracterización de la RBCP española

La RBCP española se presenta en el gráfico 2. Se calculó utilizando los últimos 250 días de cotización de la base de datos con el fin de analizar su estructura más reciente. En dicho gráfico, el tamaño de los nodos/acciones se corresponde con el nivel de su capitalización bursátil para el último día de la muestra, mientras que sus colores representan el sector económico al que pertenece (para una descripción detallada, véase la nota explicativa del gráfico). Lo primero que se aprecia en el gráfico 2 es cómo los *stocks* pertenecientes al mismo sector industrial tienden a estar conectados fuertemente entre sí, formando «comunidades industriales». Además, en resultados tabulados en Peralta (2015), se evidencia la fortaleza de los vínculos entre firmas pertenecientes al sector bancario, aspecto que comienza a evidenciar la importancia sistémica de ese sector y que será tratado con mayor profundidad a lo largo del análisis. En particular, cabe destacar que las correlaciones parciales más extremas que se han encontrado se corresponden con los pares BBVA-SCH (0,6) y BSAB-POP (0,3).

RBCP española

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

Nota: El color de los nodos corresponde a los distintos sectores: industrial (rojo), banca (azul), *utilities* (naranja), aseguradoras (verde), otros financieros (gris) y transporte (amarillo). El tamaño de cada nodo corresponde a su capitalización bursátil (en escala logarítmica) para el día 30/09/2014.

Las medidas de redes comentadas en la sección 2.1 son calculadas para el caso de la RBCP española y presentadas en el cuadro 2. La última columna muestra los valores medios de dichas medidas calculados sobre la realización de mil repeticiones de redes construidas de manera totalmente aleatoria (Erdős-Rényi *networks*) pero coincidentes con el mismo nivel de densidad de la red española. De este modo, dicha columna puede ser utilizada como hipótesis nula en la comparación.

Del análisis del cuadro 2 se observa que, a pesar de que el componente gigante es solo ligeramente más reducido para la RBCP española que su contraparte aleatoria (97 % vs. 99 %), la diferencia es estadísticamente significativa a niveles convencionales. En consecuencia, la cantidad de elementos desconectados es significativamente mayor

en comparación con su contraparte (3 % vs. 1 %). Esto confiere a la estructura bursátil cierto nivel de protección, ya que el grupo (*cluster*) de nodos interconectados es menor, atenuando así una mayor propagación de cualquier *shock* inicial. Cabe destacar también el elevado y significativo valor del nivel de transitividad de la RBCP española relativo a una red totalmente aleatoria (21 % vs. 13 %), lo que constituye otra fuente de fortaleza para el mercado. Esto se explica gracias a que, condicionado por el nivel de densidad, la existencia de un alto nivel de triángulos permite contener los *shocks* iniciales a nivel local, atenuándose de esta forma sus consecuencias globales. Finalmente, hay que mencionar el nivel de asortatividad negativa de la RBCP española (-0,17), que muestra la tendencia de las acciones de alta interconectividad a estar conectadas con acciones de baja interconectividad. A diferencia de las características ya mencionadas, este atributo podría ser considerado una debilidad del mercado, ya que cualquier *shock* negativo en aquellas acciones de bajo grado podría tener repercusiones sistémicas debido a su conectividad con los *hubs* de la red. A pesar de ello, este efecto no se muestra como estadísticamente significativo.

Medidas de la RBCP española: comparación con su réplica aleatoria*

CUADRO 2

	RBCP España	Red aleatoria
Básico		
Nodos	35	35
Links	77	76,9
Densidad	0,13	0,13
Grado medio	4,40	4,40
Distancia		
Diámetro	5 (0,21)	4,989
Distancia media	2,50 (0,43)	2,49
Componentes		
Gigante	0,97 (0,06)	0,99
Aislados	0,03 (0,05)	0,01
Patrón de conectividad		
Transitividad	0,21 (0,00)	0,13
Asortatividad	-0,17 (0,15)	-0,06

* Basado en la versión ponderada de RBCP.

Entre paréntesis se presentan los p-valor de las diferencias entre la RBCP y su contraparte aleatoria.

5.2 Firmas sistémicas del mercado español

La importancia sistémica de una firma en el mercado es una función directa de su capacidad para afectar de forma relevante a su funcionamiento. En el contexto de la RBCP, se asocia la importancia sistémica de una firma a la posición que ocupa en dicha red. De aquí que las firmas de alta centralidad se consideren más sistémicas. De acuerdo con la sección 2.2, se cuantifica la importancia sistémica de un activo

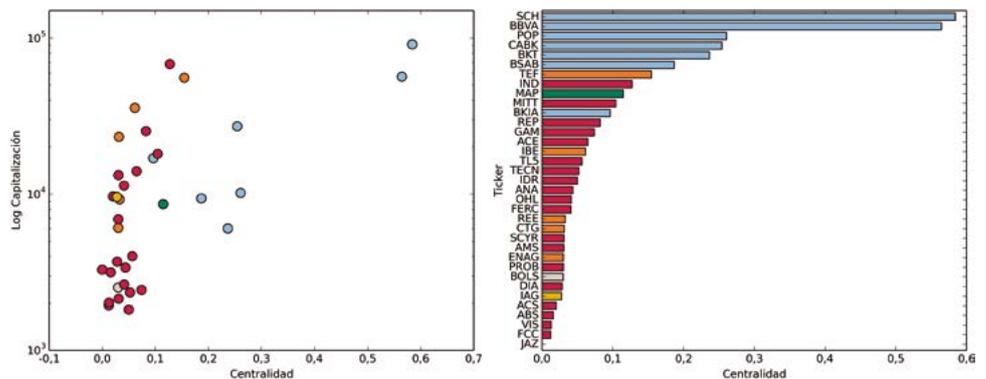
financiero en el mercado español a través de su centralidad en el vector propio dentro de la RBCP española. Así pues, aquellas firmas que ocupen los niveles más elevados en este *ranking* presentarán un mayor potencial para generar por sí mismas fuertes movimientos en el mercado.

El panel izquierdo del gráfico 3 presenta la dispersión entre la centralidad de las firmas del Ibex 35 y su nivel de capitalización. Al igual que en los gráficos previos, el color de cada punto se corresponde con el sector industrial al que pertenece cada compañía. El panel derecho representa la centralidad de cada *stock* junto a su identificador de mercado (véase cuadro 1).

El análisis de este gráfico permite observar una clara asociación positiva entre el nivel de capitalización y el nivel de centralidad: las firmas más centrales tienden a ser las de mayor capitalización bursátil. Sin embargo, este resultado solo se mantiene como tendencia, ya que existen casos de compañías de alta capitalización con nivel de centralidad medio (como Inditex). Además, el lector debería advertir la importancia relativa del sector bancario en el mercado español, donde las primeras cinco posiciones del *ranking* de centralidad las ocupan entidades pertenecientes al mismo. Resulta particularmente interesante destacar los casos de Banco Santander y BBVA, ya que sus niveles de centralidad muestran un nivel desproporcionadamente elevado en relación al resto de los integrantes del índice.

Centralidad en la RBCP española

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

Nota: El color de los nodos corresponde a los distintos sectores: industrial (rojo), banca (azul), *utilities* (naranja), aseguradoras (verde), otros financieros (gris) y transporte (amarillo).

5.3 Comparación internacional

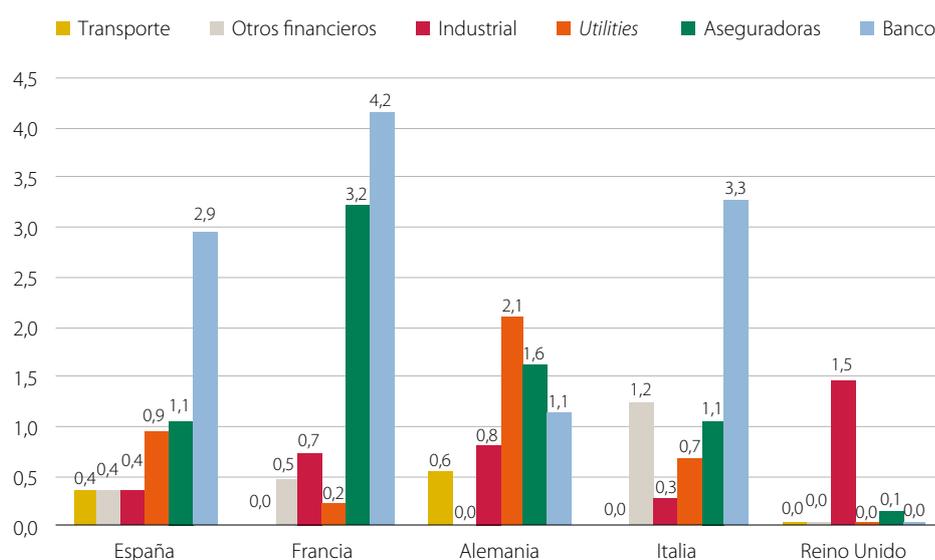
Una característica fundamental del enfoque de redes aplicado en mercados bursátiles es que permite una comparación entre ellos desde una dimensión uniforme e innovadora. Con el fin de comparar la RBPC española con otras estructuras similares, a continuación se aplica la misma metodología comentada en la sección 3 a los índices bursátiles FTSE-100, CAC-40, DAX-30 y FTSE-MIB para representar la RBPC de los mercados del Reino Unido, Francia, Alemania e Italia, respectivamente. La fuente de información para el análisis es Thomson Datastream y el periodo analizado es el mismo que en el caso anterior.

En Peralta (2015) se expone un análisis detallado de las diferencias y similitudes de estas cinco estructuras. Aquí solo se presenta, en el gráfico 4, uno de sus aspectos más sobresalientes, que se refiere a la centralidad media de cada uno de los sectores económicos en cada uno de los mercados bursátiles seleccionados. El lector debe advertir el rol determinante del sector bancario para los mercados bursátiles de España, Francia e Italia. Sin embargo, esto no es necesariamente generalizable, ya que para el mercado alemán el sector *utilities* es el de mayor centralidad. Un comportamiento completamente distinto se observa en el mercado británico, donde la centralidad se registra entre las firmas del sector industrial. Este aspecto podría explicarse en parte por su elevado nivel de internacionalización y por la consiguiente mayor asociación entre los rendimientos de sus componentes con activos cotizantes en otros mercados. Sin embargo, se precisaría un análisis de mayor profundidad al respecto.

Se podría decir que el gráfico 4 muestra con claridad que la comparación directa de mercados bursátiles no es tarea fácil. Su organización interna, determinada por la estructura de interacciones, podría ser muy heterogénea a pesar de presentar niveles de capitalización comparables. Esta nueva perspectiva del mercado podría arrojar luz sobre los mecanismos por los cuales un mismo *shock* externo tiene consecuencias tan dispares dependiendo del mercado particular que se esté analizando.

Centralidad media por sectores: evidencia internacional

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

5.4 Capacidad predictiva de la RBCP española

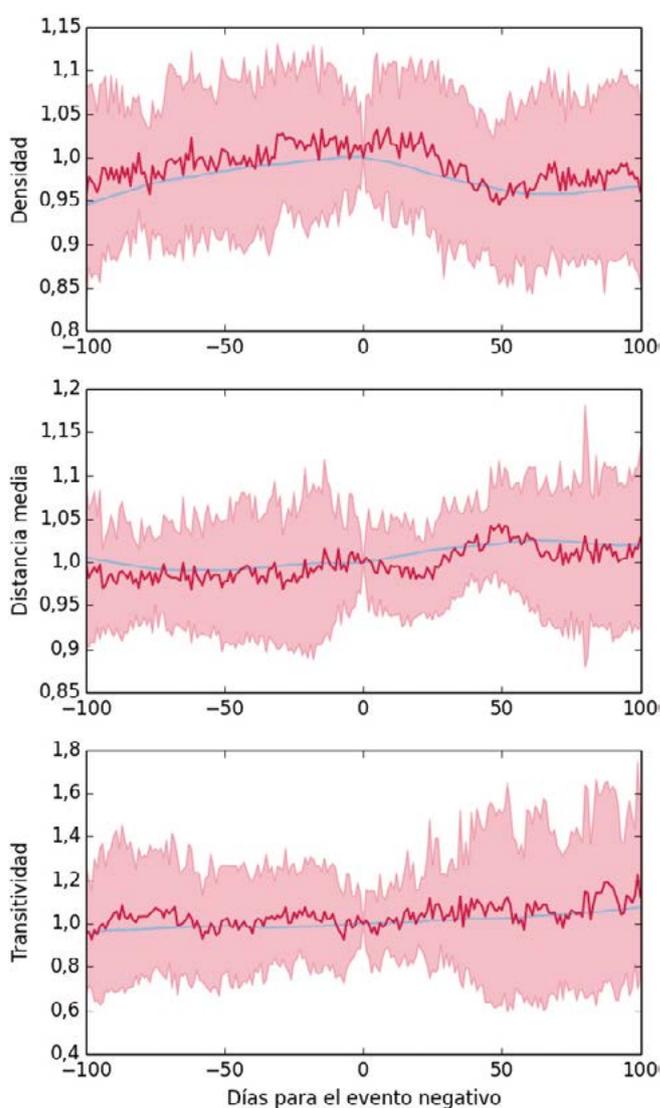
En esta sección se estudia hasta qué punto ciertas medidas basadas en la RBCP española pueden ser consideradas como indicadores adelantados de inestabilidad financiera. Para ello se analizan las propiedades dinámicas de la red bursátil, que se estima según el algoritmo de dos etapas comentado en la sección 3, en combinación con un enfoque de ventanas móvil. Cada ventana comprende 250 días de cotización y se consideran desplazamientos de un día. Como resultado, se obtienen 2.336 ventanas móviles junto a sus correspondientes RBCP y sus medidas asociadas. También se

define un evento de mercado (negativo) como aquel suceso en el cual el índice de mercado (Ibex 35) cae más de tres desviaciones estándares⁶.

El comportamiento medio de la densidad, la distancia media y la transitividad alrededor de un evento de mercado se presentan en el gráfico 5. Los eventos de mercados son alineados en el día cero (eje de abscisas) y se toman en consideración los cien días de cotización previos y posteriores a tal evento. El eje de ordenadas muestra la media de cada medida en rojo oscuro, su correspondiente media móvil (60 días) en azul y la región comprendida entre +/- una desviación típica en rojo claro. Para tomar en cuenta los diferentes niveles de las medidas de redes en el momento en que tiene lugar el evento de mercado, se normaliza cada una de ellas a 1 en dichas fechas.

Evolución de la densidad, distancia media y transitividad de la RBCP española*

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

* Antes y después de un evento de mercado.

6 La desviación estándar considerada se calcula considerando toda la información de la base de datos.

El análisis del gráfico 5 sugiere que no existe ningún patrón relevante vinculado a la transitividad de la red con anticipación a un evento de mercado. Sin embargo, este no es el caso para la densidad o la distancia media. Así, cabe destacar que la primera tiende a mostrarse por encima de su valor medio en los periodos previos a un evento de mercado. En el caso de la distancia media, prevalece lo contrario, mostrándose por debajo de su valor medio antes de que se produzca un fuerte *shock* negativo en el Ibex 35. Así pues, la RBCP española parece mostrar rasgos que permitirían anticipar episodios de inestabilidad. Para contrastar formalmente esta hipótesis, a continuación se presentan dos enfoques econométricos complementarios. El primero está basado en la estimación de modelos Probit, mientras que el segundo utiliza modelos ARCH.

5.4.1 Estimación de modelos Probit

La estimación de modelos Probit se emplea para cuantificar hasta qué punto ciertas medidas rezagadas de la RBCP española pueden predecir movimientos bruscos del mercado. En estos modelos, la variable dependiente es dicotómica, asumiendo valor 1 en las fechas asociadas a eventos de mercado y 0 en el resto de los casos. Como variables independientes se consideran la densidad de la red, su transitividad y el nivel medio de la centralidad del sector bancario. Rezagos de diez y treinta días de cotización son considerados para cada una de estas variables explicativas⁷.

Los resultados de la estimación de tres especificaciones distintas de modelos Probit son tabulados en el cuadro 3. El modelo 1 presenta coeficientes positivos y significativos de la medida de densidad retrasada, que demuestran que una RBCP más densa es consistente con un aumento de la probabilidad de que se produzca un evento de mercado, aspecto que resulta acorde con la evidencia presentada en el gráfico 5. La inclusión de la centralidad del sector bancario como una variable independiente adicional en el modelo 2 muestra un coeficiente positivo y significativo para esta variable cuando el rezago es de treinta días, al tiempo que el efecto de la densidad se mantiene significativo. Finalmente, el modelo 3 incluye la transitividad como tercera variable explicativa, aunque sus resultados no son estadísticamente significativos.

En resumen, se podría decir que existe cierta evidencia para considerar las medidas basadas en la RBCP española como indicadores adelantados de inestabilidad. En particular, los resultados estadísticos muestran que la probabilidad de un movimiento fuerte y negativo del mercado bursátil aumenta cuando la RBCP se vuelve más densa y el sector bancario más central.

7 Dado el nivel significativo de autocorrelación mostrado por las variables explicativas, los errores estándares fueron corregidos siguiendo la metodología propuesta por Berg and Coke (2004).

Variable dependiente: Ibox Ret <-3 Std			
Densidad	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Lag 10	21,23 (2,2)**	18,32 (1,77)*	18,81 (1,83)*
Lag 30	21,94 (2,37)**	25,14 (2,27)**	24,93 (2,28)**
Centralidad bancaria			
Lag 10		-6,52 (-1,22)	-6,17 (-1,12)
Lag 30		10,27 (2,02)**	10,00 (1,85)*
Transitividad			
Lag 10			-1,22 (-0,53)
Lag 30			0,57 (0,22)
Índice de Verosimilitud	0,099	0,127	0,129
LLR p-valor	0,000	0,000	0,000

Nota: t valor entre paréntesis calculado a partir de errores típicos estimados por *bootstrapping*.

* $p < 0,10$.

** $p < 0,05$.

5.4.2 Estimación de modelos ARCH

El supuesto de que ciertos estados de la RBCP española vayan asociados a un aumento de la probabilidad de una caída del Ibox 35 en más de tres desviaciones típicas podría ser consecuencia de que dichos estados promuevan una mayor volatilidad del mercado. Esta hipótesis se investiga en esta sección.

Siguiendo la tradición en la literatura econométrica (véase Bollerslev, 1987, y Hamilton, 1994), se asumirá que el proceso generador del rendimiento del índice de mercado sigue un proceso ARCH(p) especificado en las ecuaciones (2) a (4), donde el término η_t proviene de una distribución t-student con ν grados de libertad. En la ecuación de la varianza condicionada del Ibox 35 (ecuación 4) se añaden a la especificación tradicional de un ARCH un conjunto de medidas rezagadas basadas en la RBCP como variables explicativas. Al igual que en la estimación de los modelos Probit, el conjunto de medidas de red rezagadas que se consideran para el experimento es $Q = \{Densidad, Transitividad, Centralidad\}$.

$$r_t = c_r + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t \eta_t \quad (3)$$

$$\sigma_t^2 = c_\sigma + \sum_i^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{q \in Q} \sum_{j \in \{10,30\}} \alpha_j^q q_{t-j} \quad (4)$$

El modelo especificado por las ecuaciones (2), (3) y (4) se ha estimado mediante el método de maximización de la función de verosimilitud considerando a ν como un

parámetro adicional. El orden del modelo p se preestableció igual a 5 dado que valores α más allá de dicho periodo son estadísticamente insignificantes (resultados no tabulados). Los resultados de la estimación se presentan en el cuadro 4.

Modelos ARCH

CUADRO 4

Densidad	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Lag 10	14,67 (4,12)***	9,64 (2,76)***	12,83 (3,21)***
Lag 30	2,91 (0,71)	-1,21 (-0,29)	-0,85 (-0,22)
Centralidad bancaria			
Lag 10		0,40 (0,33)	1,24 (0,89)
Lag 30		3,73 (3,12)***	3,82 (2,92)***
Transitividad			
Lag 10			0,23 (0,23)
Lag 30			-2,33 (-2,51)**
Residuos al cuadrado			
Lag 1	0,08 (2,77)***	0,07 (2,51)**	0,07 (2,45)**
Lag 2	0,14 (4,17)***	0,13 (3,94)***	0,12 (3,91)***
Lag 3	0,16 (4,82)***	0,15 (4,63)***	0,14 (4,55)***
Lag 4	0,21 (5,77)***	0,19 (5,6)***	0,18 (5,38)***
Lag 5	0,16 (4,51)***	0,16 (4,51)***	0,15 (4,51)***
Otros parámetros			
T-Student gl	6,33 (6,51)***	6,64 (6,39)***	6,69 (6,28)***
Akaike	3,427	3,422	3,421
Schwarz	3,452	3,452	3,456
Log de Verosimilitud	-3.893,71	-3.885,48	-3.882,70

Nota: t valor entre paréntesis.

** $p < 0,05$.

*** $p < 0,01$.

El modelo 1 considera los rezagos de la densidad como su única variable independiente. En ese modelo, el rezago de diez días muestra un coeficiente positivo y estadísticamente significativo, lo que implica que redes más densas son consistentes con una volatilidad de mercado incrementada. En el modelo 2, la centralidad media del sector bancario es considerada como una variable independiente adicional. Se observa un coeficiente positivo y estadísticamente significativo de tal variable considerando el rezago de treinta días, al tiempo que se mantiene la significatividad de la densidad

en un rezago de diez días. La comparación entre los modelos 1 y 2 en el cuadro 3 con sus equivalentes en el cuadro 4 confiere cierta robustez a los resultados. Luego se infiere que las redes más densas en donde la centralidad bancaria es alta no solo aumentan la probabilidad de un evento de mercado, sino que también son coherentes con un incremento en la volatilidad del Ibex 35.

El modelo 3 en el cuadro 4 presenta la principal diferencia con su equivalente del cuadro 3. En el cuadro 4, la transitividad de la red con treinta días de rezago muestra un coeficiente negativo y estadísticamente significativo. Esta evidencia cobra sentido cuando se considera el vínculo existente entre un alto nivel de transitividad y la formación de comunidades, como se pone de manifiesto en Newman y Park (2003). En concreto, una cantidad elevada de triángulos en la RBCP, controlada por su nivel de densidad, daría origen a una estructura interna caracterizada por grupos de *stocks* muy interconectados entre sí. Luego el potencial para que los *shocks* locales presenten consecuencias globales sería reducido, con efectos tendentes a estar contenidos dentro de los límites de dichas comunidades, restringiendo así sus impactos sobre la volatilidad condicionada del mercado.

6 Conclusiones

Diversas ramas de la ciencia han considerado la teoría de redes como una herramienta útil en sus campos de investigación. Recientemente, la investigación financiera ha empezado a adoptarla con el objetivo de fortalecer el conocimiento sobre la estructura interna de los mercados bursátiles y sus posibles consecuencias. El presente artículo, basado en Peralta (2015), delinea un algoritmo de dos etapas tendente a identificar a la red bursátil basada en correlaciones parciales (RBCP) y lo aplica al caso español. En dicha estimación cada nodo de la red se corresponde con un valor integrado en el Ibex 35 y cada correlación parcial estadísticamente significativa se corresponde con un enlace o *link* en dicha red.

Tres resultados relevantes surgen del estudio. Primero, el sector bancario asume una posición sumamente central (sistémica) en el mercado bursátil español y, por lo tanto, podría afectar de manera decisiva a sus resultados. Son de particular interés los casos de Banco Santander y BBVA, ya que muestran niveles de centralidad desproporcionadamente elevados en relación a los demás componentes del índice. En segundo lugar, la evidencia muestra que la RBCP presenta características no aleatorias, algunas de ellas interpretadas como fortalezas del sistema (transitividad) y otras como debilidades (asortatividad negativa). Además, en la comparación de la RBCP española con sus equivalentes en otros mercados europeos, se aprecia que el caso español se aproxima al francés o al italiano, debido a la importancia de la banca en la estructura de centralidad de sus redes. Finalmente, la evidencia empírica presentada sugiere que el estado actual de la RBCP española, analizada mediante los niveles de ciertas medidas basadas en la red, podría poseer contenidos informativos relevantes tanto sobre movimientos futuros negativos (y bruscos) del mercado como sobre futuras realizaciones de su volatilidad. Así pues, incluir medidas basadas en la RBCP entre el conjunto de indicadores adelantados de inestabilidad bursátil puede ser una elección conveniente para monitorizar el riesgo sistémico del mercado bursátil español.

Referencias

- ALLEN, F. y A. BABUS (2009). «Networks in Finance», en Kleindorfer, P. y Wind, J. (eds.), *The network challenge: Strategy, profit, and risk in an interlinked world*, Wharton School Publishing, 367-382.
- BARABÁSI, A. L. y R. ALBERT (1999). «Emergency of scaling in random networks», *Science* 286, 509-512.
- BERG, A. y R. N. COKE (2004). «Autocorrelation-corrected standard errors in panel Probits: An application to currency crisis prediction», *IMF Working Papers* 4, 1-18.
- BOLLERSLEV, T. (1987). «A conditionally heteroskedastic time series model for speculative prices and rates of return», *The Review of Economics and Statistics* 3, 542-547.
- BONACICH, P. (1972). «Factoring and weighting approaches to status scores and clique identification», *The Journal of Mathematical Sociology* 2, 113-120.
- BRIN, S. y L. PAGE (1998). «The anatomy of a large-scale hypertextual web search engine», *Computer Networks* 30, 107-117.
- DEGROOT, H. H. (1974). «Reaching a consensus», *Journal of the American Statistical Association* 69, 118-121.
- FREEMAN, L. (1978). «Centrality in social networks conceptual clarification», *Social Networks* 1, 215-239.
- FRIEDMAN, J., T. HASTIE y R. TIBSHIRANI (2008). «Sparse inverse covariance estimation with the graphical lasso», *Biostatistics* 9, 432-41.
- HALDANE, A. (2009). «Rethinking the financial network», discurso pronunciado en la Financial Student Association, Ámsterdam, abril.
- HAMILTON, J. D. (1994). «Autoregressive conditional heteroskedasticity and changes in regime», *Journal of Econometrics* 64, 307-333.
- JACKSON, M. O. (2010). *Social and Economic Networks*, Princeton University Press.
- (2014). «Networks in the understanding of economic behaviors», *Journal of Economic Perspectives*, 1-23.
- MILGRAM, S. (1967). «The small-world problem», *Psychology Today*, 60-67.
- NEWMAN, M. E. J. (2010). *Networks: An introduction*, Oxford University Press.
- y J. PARK (2003). «Why social networks are different from other types of networks», *Physical Review E*, 68.

ONNELA, J. P., A. CHAKRABORTI, K. KASKI, J. KERTÉSZ y A. KANTO (2003). «Asset trees and asset graphs in financial markets», *Physica Scripta*, 48-54.

PASTOR-SATORRAS, R. y A. VESPIGNANI (2002). «Immunization of complex networks», *Physical Review E*, 1-9.

PERALTA, G. (2015). «Network-based measures as leading indicators of market instability: The case of the Spanish Stock Market», *CNMV Working Papers*.

UGANDER, J., B. KARRER, L. BACKSTROM y C. MARLOW (2011). *The Anatomy of the Facebook Social Graph*.

YELLEN, J. L. (2013). «Interconnectedness and systemic risk-lessons from the financial crisis and policy implications», en la Junta de gobernadores del Sistema de la Reserva Federal en la American Economic Association/American Finance Association Joint, Washington D. C.

IV Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2015 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- Acuerdo de 11 de marzo de 2015, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

En virtud de este Acuerdo y de conformidad con lo previsto en el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el artículo 13 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, en relación con la delegación de competencias, el Consejo de la CNMV acuerda determinadas delegaciones de competencias a favor del presidente, del vicepresidente y del Comité Ejecutivo.

Así, estas delegaciones de competencias se dan en el ámbito de la Dirección General de Mercados, en el ámbito de la Dirección Adjunta a Presidencia, en el ámbito de la Dirección General de Entidades y en el ámbito de la Dirección General del Servicio Jurídico y Secretaría del Consejo. Asimismo, se prevén otras delegaciones de competencias de carácter general.

- Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Esta Ley Orgánica realiza una completa revisión y actualización del Código Penal con objeto de adaptarlo a las nuevas demandas sociales. Con este objetivo se revisa el régimen de las penas y su aplicación, se adoptan mejoras técnicas para ofrecer un sistema penal más ágil y coherente, y se introducen nuevas figuras delictivas o se adaptan los tipos penales ya existentes, con el fin de ofrecer una respuesta más apropiada a las nuevas formas de delincuencia.

Entre las numerosas reformas, debemos destacar:

- Se lleva a cabo una mejora técnica en la regulación de la responsabilidad penal de las personas jurídicas, con la finalidad de delimitar adecuadamente el contenido del «debido control», cuyo quebrantamiento permite fundamentar su responsabilidad penal, poniendo fin a las dudas interpretativas.

Además, se extiende el régimen de responsabilidad penal a las sociedades mercantiles estatales que ejecuten políticas públicas o presten servicios de interés económico general.

- Se introduce una regulación moderna de la administración desleal, desplazando su tipificación desde los delitos societarios a los delitos patrimoniales.

También se delimitan con mayor claridad los tipos penales de administración desleal y apropiación indebida, y se contempla una nueva tipificación de la malversación como un supuesto de administración desleal de fondos públicos.

- Se realiza una revisión técnica de los delitos de insolvencia punible para establecer una clara separación entre la obstaculización o frustración de la ejecución y los delitos de insolvencia o bancarrota.

Por un lado, se incluyen entre los delitos de frustración de la ejecución, junto con el alzamiento de bienes, la ocultación de bienes en un procedimiento judicial o administrativo de ejecución y la utilización no autorizada por el depositario de bienes embargados por la autoridad.

Por otro lado, el nuevo delito de concurso punible o bancarrota se configura como un delito de peligro, vinculado a la situación de crisis, perseguible solo cuando se declara efectivamente el concurso o se produce un sobreseimiento de pagos. Se mantiene la tipificación expresa de la causación de la insolvencia por el deudor. La regulación se completa con la previsión de un tipo agravado aplicable en los supuestos en los que se causan perjuicios económicos de especial gravedad o en los que la mayor parte del crédito defraudado corresponde a deudas frente a la Hacienda Pública y la Seguridad Social.

- Se crea una nueva sección referida a los «Delitos de corrupción en los negocios», entre los que se incluyen los delitos de pago de sobornos para obtener ventajas competitivas.

Asimismo, se introducen determinadas modificaciones para reforzar la punición de los llamados delitos contra la corrupción en el ámbito de la Administración Pública.

Esta Ley Orgánica entra en vigor el día 1 de julio de 2015.

- **Ley 2/2015, de 30 de marzo**, de desindexación de la economía española.

El objetivo principal de esta Ley es establecer una nueva disciplina no indexadora en el ámbito de la contratación pública, que supone aproximadamente un 20 % del PIB en los precios regulados y, en general, en todas las partidas de ingresos y gastos de los presupuestos públicos.

La Ley consta de 3 capítulos:

- El capítulo I establece el objeto de la Ley, esto es, el establecimiento de un régimen basado en que los valores monetarios no sean modificados en virtud de índices de precios o fórmulas que lo contengan.
- El capítulo II establece el régimen aplicable, por una parte, a las revisiones periódicas y predeterminadas y, por otra parte, a las revisiones periódicas

dicas no predeterminadas y a las revisiones no periódicas de los valores monetarios del sector público y de los precios regulados.

- El capítulo III recoge el régimen aplicable a los contratos entre partes privadas fundado en el respeto a la libre voluntad de las partes intervinientes en el contrato, de modo que solo procederá la revisión periódica en caso de pacto expreso.
- **Ley 3/2015, de 30 de marzo**, reguladora del ejercicio del alto cargo de la Administración General del Estado.

Esta Ley incluye, en una única norma, las disposiciones relativas al nombramiento de los altos cargos, que introducen mecanismos para garantizar la idoneidad del candidato, evitar posibles conflictos de intereses y asegurar su control. Asimismo, se aclara el régimen retributivo, el de protección social, el de uso de recursos humanos y materiales, así como el de incompatibilidades, a los que deberán someterse los altos cargos que se encuentren en su ámbito de aplicación.

En este sentido, en sus 4 títulos se regulan las condiciones de nombramiento y ejercicio del alto cargo, el régimen de conflictos de interés y de incompatibilidades, los órganos de vigilancia y control de los altos cargos de la Administración General del Estado, y el régimen sancionador.

Cabe destacar que conforme a lo previsto en el artículo 1 de esta Ley, se consideran altos cargos el Presidente, Vicepresidente y los Vocales del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Ley 5/2015, de 27 de abril**, de fomento de la financiación empresarial.

La Ley 5/2015 establece un conjunto de medidas con una doble finalidad: por un lado, debido a la necesidad de potenciar la recuperación del crédito bancario, esta ley pretende hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes; por otro lado, pretende avanzar en el desarrollo de medios alternativos que fortalezcan las fuentes de financiación corporativa directa o no bancaria en España.

Con este objetivo, la Ley se divide en 6 títulos:

- El Título I está dedicado a mejorar la financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas a través de la incorporación de dos novedades.

La primera obliga a las entidades de crédito a notificar a las pymes, por escrito y con la suficiente antelación, su decisión de cancelar o reducir significativamente el flujo de financiación.

La segunda novedad conlleva la reforma del régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca, modificando el funcionamiento del reaval que la Compañía Española de Reafianzamiento presta a estas sociedades.

En este sentido, explicita que dicho reaval se activará ante el primer incumplimiento de la sociedad de garantía recíproca.

- El Título II recoge el nuevo régimen de los establecimientos financieros de crédito para modernizarlo y adaptarlo a las actuales exigencias de los mercados financieros.

Estos establecimientos financieros de crédito pierden su condición de entidades de crédito, pero mantienen su inclusión dentro del perímetro de supervisión y estricta regulación financieras.

- El Título III contiene la reforma del régimen de las titulizaciones.

En primer lugar, la Ley 5/2015 refunde la normativa referida a esta materia, anteriormente dispersa, para garantizar la coherencia y ordenación de los preceptos aplicables.

En segundo lugar, para aproximar nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas, flexibiliza la operativa de estos instrumentos y suprime los obstáculos para implementar las innovaciones de los países de nuestro entorno.

Por último, fortalece las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor y especifica las funciones que deben cumplir las sociedades gestoras.

- El Título IV recoge las mejoras en el acceso de las empresas a los mercados de capitales.

Por un lado, introduce reformas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para facilitar el tránsito de las sociedades desde un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) a un mercado secundario oficial, reduciendo algunos de los requisitos por un período transitorio de dos años. Además, establece la obligación de que aquellas empresas que alcancen un volumen de capitalización elevado (500 millones de euros) soliciten su admisión a negociación en un mercado regulado, quedando vinculadas por las exigencias propias de estos mercados.

Por otro lado, reforma el régimen relativo a la emisión de obligaciones, mediante la corrección de ciertas disfunciones. Entre estas modificaciones, deben destacarse la eliminación del límite aplicable a las sociedades anónimas y a las sociedades comanditarias por acciones por el que no se les permitía emitir obligaciones más allá de sus recursos propios, así como la eliminación de la prohibición a las sociedades de responsabilidad limitada para emitir obligaciones. También racionaliza la constitución del sindicato de obligacionistas, estableciendo que será preceptiva en aquellas situaciones en las que sea necesario para asegurar una adecuada protección del inversor español.

- El Título V introduce, por primera vez, un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas «crowdfunding». Cabe resaltar que únicamente se esta ley solo pretende regular las figuras en las que prima el componente financiero de la actividad, esto es, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación. Así, queda fuera de la norma el *crowdfunding* instrumentado mediante compraventas o donaciones.

En primer lugar, en relación con el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa, este título establece unos requisitos de autorización y registro ante la CNMV.

En segundo lugar, regula y reserva la actividad de estas entidades a aquellas que hayan recibido la preceptiva autorización, con el objeto de asegurar la neutralidad de las plataformas en su relación entre inversores y promotores. Asimismo, establece la prohibición de que ofrezcan servicios de asesoramiento financiero.

Por último, clarifica las normas aplicables a los agentes que utilicen este nuevo canal de financiación, con el objetivo de aclarar la regulación aplicable y, al mismo tiempo, garantizar el adecuado nivel de protección al inversor.

- El Título VI recoge una modificación de las facultades de la CNMV para profundizar en su independencia funcional y reforzar sus competencias supervisoras para un mejor desempeño de sus funciones.

Para ello, otorga a la CNMV nuevas facultades, como la capacidad de emplear novedosos instrumentos de supervisión y de dictar guías técnicas, o la atribución de competencias que hasta ahora correspondían al Ministro de Economía y Competitividad, como la que le faculta para otorgar y revocar la autorización a entidades que operan en los mercados de valores, así como para imponer sanciones graves.

Además, esta Ley tiene 6 disposiciones adicionales, 11 disposiciones transitorias, 1 disposición derogatoria y 13 disposiciones finales. Entre ellas, debemos destacar:

- En virtud de la disposición adicional quinta, se regula el régimen aplicable a las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades distintas de las sociedades de capital, asociaciones u otras personas jurídicas.
- En virtud de la disposición derogatoria única de esta Ley 5/2015 quedan derogadas:
 - La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindica-

to de obligacionistas, sin perjuicio de lo previsto en la disposición transitoria décima.

- Los artículos 5, 6 y 7 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, salvo para los fondos de titulización hipotecaria que se hubiesen constituido con anterioridad a la aprobación de esta ley.
- El artículo 16 del Real Decreto-ley 3/1993, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.
- La disposición adicional primera y los apartados 2 a 5 de la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.
- El artículo 97 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.
- El artículo 27 del Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo.
- Los artículos 402, 408 y 410 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.
- Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación.
- En virtud de las disposiciones finales se modifican, entre otras, la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal; la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión colectiva; la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva; la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia, y por la que se establece determinada norma tributaria; la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.
- **Real Decreto 358/2015, de 13 de mayo**, por el que se modifica el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servi-

cios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Este Real Decreto tiene por objeto, en primer lugar, culminar la transposición de la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Y en segundo lugar, convertir en la principal norma con rango reglamentario en materia de ordenación, supervisión y solvencia de empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI) al Real Decreto 218/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

Con estos objetivos, se introducen las siguientes modificaciones en el Real Decreto 217/2008:

- Se determinan los requisitos de idoneidad (honorabilidad comercial y profesional, conocimientos y experiencia, y capacidad para ejercer un buen gobierno) que deben cumplir los miembros del consejo de administración, directores generales y otros puestos clave de las ESI. Estos requisitos habrán de ser evaluados de forma continua tanto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como por las propias ESI.
- Se detallan las funciones de los tres comités con los que deben contar las ESI (comité de nombramientos, comité de remuneraciones y comité de riesgos).
- Se especifican las obligaciones de publicidad en materia de gobierno corporativo y política de remuneraciones.
- Se añaden dos nuevos títulos, el Título VI y el Título VII, relativos a la solvencia de las ESI y la supervisión, respectivamente.

El primero contiene las disposiciones sobre solvencia de las ESI adicionales a las del Reglamento (UE) n.º 575/2013. En él se recogen las obligaciones de las ESI de contar con estrategias y procedimientos que les permitan evaluar la adecuación del capital mantenido a la naturaleza, escala y complejidad de su actividad; asimismo se establecen una serie de pautas que deben seguir las ESI para gestionar los distintos riesgos a los que se enfrentan. Este título también incluye el régimen de colchones de capital de nivel 1 ordinario adicionales.

El Título VII se dedica al ámbito subjetivo de la función supervisora, para el que fija una serie de normas para determinar la autoridad competente y se recoge el marco de colaboración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con otras autoridades competentes, destacándose las referidas a los colegios de supervisores, a la adopción de decisiones conjuntas en materia de supervisión prudencial o al procedimiento de declaración

de sucursales significativas. Igualmente, este título establece las obligaciones de publicidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de las ESI.

- Se modifica la disposición final segunda del Real Decreto 217/2008 por la que se habilita al Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para dictar las disposiciones precisas para la ejecución de este Real Decreto.
- **Ley 9/2015, de 25 de mayo**, de medidas urgentes en materia concursal.

Esta Ley consta de un único artículo, dividido en cuatro apartados, en virtud de los cuales se modifican varios preceptos de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, relativos al convenio concursal, la fase de liquidación, la calificación del concurso, el acuerdo extrajudicial de pagos y los acuerdos de refinanciación.

En relación con el convenio concursal, incorpora previsiones relativas a la valoración de las garantías sobre las que recae el privilegio especial, amplía el quórum de la junta de acreedores y atribuye derecho de voto a determinados acreedores que carecían de él, incluye determinadas previsiones adicionales respecto a los efectos del convenio, actualiza el régimen de modificación de los convenios y, finalmente, introduce la posibilidad de arrastre de determinados créditos con privilegio general o especial.

En materia de liquidación, modifica determinados preceptos al objeto de facilitar el desarrollo de esta fase del procedimiento concursal, tratando de garantizar la continuación de la actividad empresarial. Con este fin, introduce la subrogación *ipso iure* del adquirente en los contratos y licencias administrativas de que fuera titular el cedente y arbitra mecanismos de exención de responsabilidad por deudas previas, así como previsiones adicionales respecto a la cesión en pago o para pago.

En relación con la calificación del concurso, clarifica dudas interpretativas respecto al término «clase», de modo que mejora técnicamente aquellos artículos afectados por esta clarificación.

En cuanto a los acuerdos de refinanciación, incluye modificaciones para aclarar diversas dudas como, por ejemplo, si el juez del concurso ostenta la competencia para determinar si un bien es o no necesario para la continuidad de la actividad económica del concursado, y otras relacionadas con el régimen de votación en el seno de los acuerdos sindicados.

La Ley consta de 4 disposiciones adicionales, 4 disposiciones transitorias, 1 disposición derogatoria y 10 disposiciones finales, entre las que cabe destacar, en primer lugar, la aclaración de que las actuaciones derivadas del artículo 5 bis y la disposición adicional cuarta de la Ley 22/2003 tendrán la consideración de medidas de saneamiento a los efectos del Real Decreto-ley 5/2005; en segundo lugar, la aclaración sobre que la negociación de los valores emitidos por un fondo de titulización de activos dirigidos exclusivamente a inversores institucionales solo podrán ser objeto de negociación en un sistema multilateral de

negociación en el que la suscripción y negociación de los valores esté restringida a esta modalidad de inversores; en tercer lugar, ha de destacarse la ampliación de la *vacatio legis* del artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital, relativo al derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos.

- **Resolución de 26 de mayo de 2015, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

Esta Resolución modifica el Reglamento de Régimen interior de la CNMV a fin de incorporar la nueva Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, que agrupa el Departamento de Asuntos Internacionales, el Departamento de Estudios y Estadísticas y un departamento de nueva creación de Estrategia y Relaciones Institucionales.

La necesidad de esta nueva Dirección General viene determinada, en primer lugar, por el objetivo de definir y aplicar una estrategia que sitúe a la CNMV entre los agentes más influyentes de la política regulatoria internacional, y de ese modo, se asegure una aplicación adecuada de la normativa y estándares internacionales a nivel estatal. Su creación también es una respuesta al papel creciente de los mercados y la necesidad de coordinación entre los distintos supervisores de valores, así como por las nuevas competencias atribuidas a este organismo.

La Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales tiene un carácter transversal que la dotará de la capacidad necesaria para analizar y coordinar la respuesta a los proyectos normativos que sean significativos desde el punto de vista institucional, tanto europeos como nacionales, así como su necesaria implementación.

Esta nueva Dirección General asumirá la interlocución estratégica con todos los actores institucionales relevantes y se encargará de la supervisión de los aspectos organizativos societarios y económico-financieros de las infraestructuras de mercados. Asimismo, tendrá encomendada la función de asesorar a los órganos superiores de la CNMV y de asegurar la coherencia de los mensajes públicos con la estrategia definida en el Plan de Actividades anual. También realizará la evaluación de las políticas y sistemas de gestión de la CNMV en un entorno de riesgos, y propondrá estrategias y planes para la adaptación organizativa y operativa de la institución.

Por otra parte, se encomienda a una unidad dependiente directamente del director general el ejercicio de las funciones de resolución preventiva de ESI, para llevar a cabo las funciones que se asignen normativamente a la CNMV como autoridad de resolución preventiva de estas empresas.

Asimismo, se otorga a esta Dirección General la competencia de registro, autorización, supervisión e inspección de las plataformas de financiación participativa, y a la Dirección General de Mercados la competencia de supervisar las comunicaciones de operaciones que deben realizar los participantes en los

mercados y la información que remiten a los almacenes de operaciones (repositorios).

De acuerdo con las funciones de esta nueva Dirección General, se elimina el carácter de departamento del Gabinete de Presidencia y desaparece la posibilidad de crear una Dirección Adjunta a Presidencia con funciones de apoyo o asesoramiento a los órganos rectores.

Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/514 de la Comisión, de 18 de diciembre de 2014**, sobre la información que deben proporcionar las autoridades competentes a la Autoridad Europea de Valores y Mercados de conformidad con el artículo 67, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Este Reglamento Delegado (UE) 2015/514 de la Comisión trata de garantizar que la información que faciliten las autoridades competentes, en virtud de lo dispuesto en el artículo 67 apartado 3 de la Directiva 2011/61/UE, sea pertinente y capaz de sustentar una evaluación fundamentada.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2014**, por el que se completa la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas normas técnicas de regulación sobre participaciones importantes.

Este Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la Comisión tiene por objeto establecer disposiciones de aplicación de los artículos 9 y 13 de la Directiva 2004/109/CE, principalmente en relación con la agregación de participaciones, la agregación de participaciones en el caso de un grupo, los instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o un índice, los instrumentos financieros que prevean exclusivamente la liquidación en efectivo y las operaciones solicitadas por clientes.

- **Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015**, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos.

Este Reglamento establece normas uniformes sobre la autorización, las políticas de inversión y las condiciones de funcionamiento de los fondos de inversión alternativos de la UE (FIA de la UE), o compartimentos de FIA de la UE, que se comercialicen en la Unión Europea como fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE). De esta manera, el Reglamento (UE) 2015/760 tiene por objetivo movilizar y canalizar capital hacia inversiones europeas a largo plazo en la economía real, en consonancia con los objetivos de la Unión de un crecimiento inteligente, sostenible e integrador.

El presente Reglamento consta de 38 artículos que regulan aspectos relativos al régimen de autorización de los FILPE; las obligaciones relativas a su política de

inversión; el reembolso, la negociación y la emisión de participaciones o acciones de un fondo de este tipo y la distribución de rendimientos y patrimonio; los requisitos de transparencia; la comercialización de participaciones o acciones de los FILPE y su régimen de supervisión.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/850 de la Comisión, de 30 de enero de 2015**, que modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 241/2014, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades.

El presente Reglamento Delegado se basa en los proyectos de normas técnicas de regulación presentados por la Autoridad Bancaria Europea a la Comisión. En este sentido, la Autoridad Bancaria Europea ha llevado a cabo consultas públicas abiertas sobre estos proyectos de normas técnicas de regulación, ha analizado los costes y beneficios potenciales conexos y ha recabado el correspondiente dictamen del Grupo de partes interesadas del sector bancario. Conforme a ello, procede modificar el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 241/2014 de la Comisión en los términos contenidos en este Reglamento Delegado.

En primer lugar, se trata de evitar toda carga desproporcionada para los fondos propios, tanto las referidas a las distribuciones por cualquier instrumento de capital de nivel 1 ordinario como a las distribuciones por el total de fondos propios de la entidad. A fin de concretar este propósito, este Reglamento Delegado define el concepto de carga desproporcionada para los fondos propios y establece normas que abarcan ambos conceptos.

Asimismo, se regulan las distribuciones preferentes por lo que respecta a los derechos preferentes en el pago de distribuciones, así como al orden de ese pago.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	30	39	49	27	25	22	23	18
Ampliaciones de capital	30	39	47	27	24	21	21	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	4	2	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	16	19	6	12	10	7	4
De las cuales dividendo elección	12	9	12	3	9	7	6	3
Ampliaciones de capital por conversión ³	11	14	11	10	4	6	6	6
De contrapartida no monetaria ⁴	6	4	4	2	3	2	3	1
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	2	1	2	1	3
Sin negociación de derechos de suscripción	2	15	16	10	7	4	6	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	2	1	1	2	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	95	145	147	43	39	33	31	24
Ampliaciones de capital	92	145	140	40	37	31	29	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	4	2	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	24	38	37	7	12	11	7	4
De las cuales dividendo elección	18	20	28	4	9	8	6	3
Ampliaciones de capital por conversión ³	39	50	43	14	8	11	9	9
De contrapartida no monetaria ⁴	16	17	9	2	4	2	3	1
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	2	1	2	1	3
Sin negociación de derechos de suscripción	4	29	38	11	10	5	9	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	3	2	2	2	4
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	9.069,9	5.863,5	13.009,8	15.311,4	13.434,7
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	7.833,7	5.345,8	9.876,9	11.001,8	10.847,0
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	1.650,0	401,5	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	2.439,6	3.008,7	4.335,0	2.829,6	4.564,6
De las cuales dividendo elección	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.439,5	2.931,7	4.335,0	2.829,6	4.564,6
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.470,0	1.227,5	35,1	412,1	672,0
De contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	0,5	314,7	2.497,3	242,4	1,3
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	1.738,2	50,5	1.002,1	6,2	5.268,7
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	535,4	342,9	2.007,4	7.511,5	340,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	1.236,2	517,7	3.132,9	4.309,5	2.587,7
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.704,2	20.135,9	4.768,5	2.002,9	994,4	1.159,7	1.675,2	745,0
Ampliaciones de capital	4.593,6	20.135,9	4.472,6	1.993,4	986,4	881,2	965,4	691,0
Ofertas públicas de suscripción de valores	613,0	988,2	626,7	132,6	364,2	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.076,5	1.458,6	1.258,2	288,3	243,9	430,5	241,2	171,2
De las cuales dividendo elección	929,2	1.208,3	1.110,0	159,0	234,0	421,5	240,4	170,7
Ampliaciones de capital por conversión ³	678,0	3.721,0	819,7	439,8	204,5	4,6	12,7	10,6
De contrapartida no monetaria ⁴	452,1	60,3	311,0	0,0	125,5	185,5	94,4	0,0
Con derecho de suscripción preferente	1.770,4	8.021,7	1.185,7	1.028,2	21,6	135,9	6,2	481,5
Sin negociación de derechos de suscripción	3,6	5.886,0	271,3	104,6	26,8	124,8	610,9	27,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	110,6	0,0	295,9	9,5	8,0	278,5	709,8	54,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵								
Número de emisores	9	7	9	3	5	1	5	1
Número de emisiones	11	14	12	3	5	1	5	1
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	107,3	43,4	53,3	0,7	10,4	1,9
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	107,3	43,4	53,3	0,7	10,4	1,9
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	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: mayo de 2015.

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

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	127	123	129	128	129	129	129	132
Sin Nuevo mercado	127	123	129	128	129	129	129	132
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	8	8	8	8	8	8
Segundo mercado	8	7	6	7	7	6	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	6	5	4	5	5	4	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	23	23	20	22	20	20	20	19
Madrid	11	11	9	10	9	9	9	9
Barcelona	13	13	12	13	12	12	12	11
Bilbao	7	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	4	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.015	3.066	3.269	3.140	3.220	3.270	3.295	3.326
Latibex	27	26	26	26	26	26	24	24

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2015.

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

CUADRO 1.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	532.039,7	705.162,3	735.317,8	770.655,0	777.202,8	735.317,8	873.326,5	867.041,7
Sin Nuevo mercado	532.039,7	705.162,3	735.317,8	770.655,0	777.202,8	735.317,8	873.326,5	867.041,7
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	99.072,0	141.142,4	132.861,1	137.141,6	142.761,6	132.861,1	165.865,1	162.931,0
Ibex 35	324.442,0	430.932,9	479.378,5	491.230,1	489.544,0	479.378,5	552.490,4	539.345,2
Segundo mercado	20,6	67,5	30,2	31,6	32,9	30,2	18,8	20,2
Madrid	20,3	18,3	15,8	17,2	18,5	15,8	18,8	20,2
Barcelona	0,3	49,3	14,4	14,4	14,4	14,4	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	3.233,0	2.906,2	2.466,6	2.211,3	2.102,4	2.466,6	2.647,5	1.095,1
Madrid	667,1	519,4	376,5	436,7	396,8	376,5	364,1	361,7
Barcelona	2.945,9	2.749,5	2.356,5	2.921,1	2.006,5	2.356,5	2.492,0	1.588,5
Bilbao	77,8	183,6	162,5	169,2	171,0	162,5	243,3	152,9
Valencia	350,9	342,5	326,4	323,5	329,9	326,4	219,7	218,6
Corros SICAV ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.606,7	32.171,2	34.306,0	33.746,7	33.782,2	34.306,0	36.936,9	37.743,6
Latibex	350.635,5	270.926,9	286.229,2	343.369,1	300.549,1	286.229,2	217.888,1	234.141,1

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2015.

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	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	691.558,3	693.168,0	864.443,5	221.131,3	191.971,3	265.769,1	254.754,3	166.676,2
Sin Nuevo mercado	691.558,3	693.168,0	864.443,5	221.131,3	191.971,3	265.769,1	254.754,3	166.676,2
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.102,1	5.640,5	14.508,9	3.127,2	3.681,8	5.123,2	3.730,2	2.184,6
Segundo mercado	0,4	1,7	0,7	0,2	0,2	0,1	0,5	0,0
Madrid	0,4	1,4	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,0
Barcelona	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	49,9	51,4	92,5	6,8	39,1	25,6	16,5	202,8
Madrid	3,0	7,3	32,6	3,7	27,1	0,8	6,5	0,8
Barcelona	37,7	44,1	45,2	2,9	12,0	24,6	7,2	202,0
Bilbao	8,5	0,1	14,3	0,0	0,0	0,1	2,8	0,0
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,3	2.098,2	1.704,3	1.828,7	1.944,0	1.144,8
Latibex	313,2	367,3	373,1	76,7	76,6	82,5	85,4	48,4

1 Datos disponibles: mayp de 2015.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	658.891,4	668.553,2	831.962,6	209.766,0	187.072,7	255.192,6	235.615,5	164.219,1
Órdenes	299.022,0	346.049,6	453.294,9	106.745,8	102.588,5	129.043,8	138.080,4	80.378,8
Aplicaciones	80.617,0	56.565,3	73.056,9	18.815,3	16.303,0	20.383,4	23.217,1	16.755,3
Bloques	279.252,4	265.938,3	305.610,8	84.205,0	68.181,2	105.765,4	74.318,1	67.085,0
Fuera de hora	9.630,0	7.654,7	7.568,8	5.803,9	534,0	271,4	1.750,5	383,8
Autorizadas	7.936,9	4.839,9	7.808,9	856,7	1.574,6	4.157,9	11.316,1	1.065,1
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	9,6	326,5	175,3	92,8	0,0	82,5	13,8	3,9
OPV	0,0	396,1	6.143,4	1.642,7	517,7	3.132,9	4.266,8	0,0
Toma de razón	545,0	379,7	410,9	9,9	0,0	1,1	0,0	190,0
Ejercicio de opciones	9.603,4	7.083,5	6.954,1	1.945,8	1.489,5	2.025,4	1.254,5	485,5
Operaciones de cobertura	4.942,0	3.934,4	3.419,5	1.013,5	782,7	905,2	537,0	328,8

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo de 2015.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	395.859,3	464.521,5	599.051,5	173.562,6	140.620,0	168.469,0	161.106,1	142.370,6
Crédito de valores para su venta ³	199,2	326,8	357,9	100,8	103,6	81,0	108,0	42,7
Crédito para compra de valores ³	44,4	34,1	16,2	2,1	1,2	4,8	2,4	3,5
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	34.915,1	43.398,9	61.076,1	54.428,2	53.174,3	61.076,1	74.304,7	76.734,0
Crédito de valores para su venta ³	1,2	7,3	6,4	17,2	12,1	6,4	17,4	4,9
Crédito para compra de valores ³	2,5	0,6	0,4	0,2	0,1	0,4	0,5	0,8

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.7

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	71	49	46	20	18	21	17	15
Cédulas hipotecarias	26	12	13	6	6	3	8	4
Cédulas territoriales	11	5	3	1	1	0	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	24	11	16	12	10	10	9	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	16	18	13	3	3	7	1	3
Pagarés de empresa	35	20	18	4	4	4	6	1
De titulización	1	0	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	34	20	17	4	4	4	5	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	349	297	662	178	182	217	92	69
Cédulas hipotecarias	94	40	27	8	6	7	9	5
Cédulas territoriales	18	6	3	1	1	0	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	134	170	578	156	165	188	74	57
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7	8	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	50	53	35	8	6	18	2	5
Pagarés de empresa ²	46	20	18	4	4	4	6	1
De titulización	1	0	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	45	20	17	4	4	4	5	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	357.830,2	138.838,6	130.258,4	27.434,1	19.886,5	62.345,3	36.632,8	18.117,0
Cédulas hipotecarias	102.170,0	24.799,7	23.838,0	11.000,0	3.750,0	5.638,0	8.300,0	4.950,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	218,3	135,0	0,0	3.500,0	500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	86.441,5	32.536,9	41.154,7	4.605,0	2.536,3	28.025,2	13.900,7	3.098,2
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563,1	803,3	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	23.799,6	28.592,9	29.008,0	3.855,0	7.640,0	15.663,0	3.000,0	7.375,8
Tramo nacional	20.627,1	24.980,1	26.972,1	3.573,3	7.550,0	14.460,0	3.000,0	6.875,8
Tramo internacional	3.172,5	3.612,8	2.035,9	281,7	90,0	1.203,0	0,0	500,0
Pagarés de empresa ³	132.882,0	43.990,8	33.654,4	7.005,8	5.825,2	13.019,1	7.932,2	2.192,9
De titulización	1.821,0	1.410,0	620,0	420,0	0,0	0,0	940,0	0,0
Resto de pagarés	131.061,0	42.580,8	33.034,4	6.585,8	5.825,2	13.019,1	6.992,2	2.192,9
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	7.633,5	4.776,0	7.999,3	2.243,8	1.545,0	4.210,5	660,0	1.072,5
Emisiones aseguradas	0,0	193,0	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.8

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Total	363.944,5	130.467,7	114.956,4	28.532,2	20.870,7	36.402,0	56.356,7	22.495,8
Pagarés	134.346,9	45.228,6	33.493,1	7.334,6	5.734,9	12.970,2	7.533,0	3.132,1
Bonos y obligaciones	92.725,5	22.414,4	25.712,5	5.119,3	2.365,8	1.880,8	39.023,8	6.633,7
Cédulas hipotecarias	103.470,0	25.399,7	24.438,0	12.000,0	3.500,0	5.888,0	6.300,0	5.950,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	1.718,3	135,0	0,0	3.500,0	500,0
Bonos de titulización	24.428,1	29.309,9	29.459,5	2.360,0	9.135,0	15.663,0	0,0	6.280,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	568	493	465	480	482	465	443	429
Renta fija privada	568	492	464	479	481	464	442	428
Pagarés	42	30	19	22	20	19	17	16
Bonos y obligaciones	95	91	79	89	86	79	76	77
Cédulas hipotecarias	49	48	49	48	49	49	47	46
Cédulas territoriales	18	12	9	10	10	9	9	10
Bonos de titulación	385	341	329	331	333	329	316	303
Participaciones preferentes	60	34	23	31	31	23	16	14
Bonos matador	11	9	9	9	9	9	9	9
Deuda Pública	-	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	1	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.907	3.345	2.857	2.922	2.877	2.857	2.771	2.735
Renta fija privada	4.907	3.192	2.694	2.771	2.712	2.694	2.609	2.542
Pagarés	2.529	1.130	456	707	545	456	399	381
Bonos y obligaciones	558	495	786	570	682	786	822	812
Cédulas hipotecarias	328	283	256	265	262	256	244	244
Cédulas territoriales	52	39	34	36	36	34	35	33
Bonos de titulación	1.334	1.188	1.120	1.139	1.133	1.120	1.084	1.052
Participaciones preferentes	94	47	33	44	44	33	22	17
Bonos matador	12	10	9	10	10	9	9	9
Deuda Pública	-	153	163	151	165	163	162	193
Letras del Tesoro	-	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	141	151	139	153	151	150	181
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	879.627,5	1.442.270,2	1.374.947,5	1.415.557,2	1.405.130,1	1.374.947,5	1.381.434,3	1.388.841,1
Renta fija privada	879.627,5	708.601,8	581.825,3	639.440,5	619.043,1	581.825,3	575.524,0	576.510,8
Pagarés	64.927,5	28.816,3	20.361,6	20.663,1	15.647,3	20.361,6	15.993,3	16.280,1
Bonos y obligaciones	161.225,4	132.076,6	74.076,50	122.652,2	110.385,6	74.076,50	96.235,0	96.506,2
Cédulas hipotecarias	293.142,8	246.967,9	208.314,2	220.443,2	216.445,2	208.314,2	195.042,2	198.750,2
Cédulas territoriales	33.314,3	29.793,5	24.671,3	25.625,3	25.268,3	24.671,3	28.171,3	26.471,3
Bonos de titulación	315.373,5	269.176,8	253.045,1	248.398,0	249.638,1	253.045,1	238.823,6	237.273,9
Participaciones preferentes	10.813,4	1.076,2	782,1	964,2	964,1	782,1	684,2	654,8
Bonos matador	830,7	694,6	574,4	694,6	694,6	574,4	574,4	574,4
Deuda Pública	-	733.668,3	793.122,3	776.116,8	786.087,0	793.122,3	805.910,3	812.330,3
Letras del Tesoro	-	89.174,4	77.926,1	74.639,7	77.128,8	77.926,1	77.345,3	78.769,9
Bonos y Obligaciones del Estado	-	644.493,9	715.196,2	701.477,1	708.958,3	715.196,2	728.565,0	733.560,3

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	3.119.755,1	1.400.757,7	1.118.963,7	350.277,6	204.278,0	159.334,8	157.221,6	126.932,0
Renta fija privada	3.119.755,1	1.400.601,6	1.118.719,6	350.215,9	204.205,1	159.285,8	157.106,4	126.909,0
Pagarés	199.794,9	112.559,8	48.817,3	11.997,0	10.327,5	6.946,5	8.732,7	5.040,9
Bonos y obligaciones	164.098,6	295.191,7	269.659,8	122.206,2	52.855,8	18.237,2	33.521,9	17.914,1
Cédulas hipotecarias	994.071,3	341.674,0	376.273,3	101.392,2	76.429,9	87.420,6	64.085,0	40.560,6
Cédulas territoriales	595.599,6	86.758,6	82.023,2	23.688,5	9.958,1	6.497,2	6.355,8	12.298,3
Bonos de titulación	1.136.966,1	538.064,8	341.827,8	90.902,0	54.601,2	40.160,2	44.392,1	51.086,8
Participaciones preferentes	28.781,3	26.256,0	97,7	29,6	18,5	22,8	16,6	6,2
Bonos matador	443,2	96,7	20,5	0,5	14,2	1,2	2,4	2,1
Deuda Pública	-	156,1	244,1	61,8	72,9	49,1	115,2	23,0
Letras del Tesoro	-	11,6	30,7	5,5	7,5	13,5	13,4	0,5
Bonos y Obligaciones del Estado	-	144,4	213,4	56,2	65,4	35,6	101,8	22,5
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	3.119.755,1	1.400.757,6	1.118.963,7	350.277,6	204.278,0	159.334,8	157.221,6	126.932,0
Simple	428.838,0	290.633,0	396.341,0	111.059,5	99.239,3	109.693,9	78.416,1	39.894,6
Repo	108.771,9	69.063,3	29.800,4	7.613,5	6.114,3	7.144,5	4.671,4	2.095,5
Simultánea	2.582.145,2	1.041.061,3	692.822,2	231.604,6	98.924,4	42.496,4	74.134,2	84.941,8

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	454.385,7	275.939,0	262.527,8	65.260,9	55.628,8	72.571,7	49.901,5	31.324,8
Sociedades no financieras	77.452,1	45.351,7	30.843,4	8.986,7	6.253,9	6.572,7	8.496,7	4.827,2
Instituciones financieras	282.733,9	163.671,3	132.114,5	30.051,6	29.701,8	37.509,2	25.238,1	18.968,7
Entidades de crédito	207.555,6	97.674,3	87.475,6	19.778,9	22.000,3	22.436,1	20.653,8	14.105,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	69.568,7	59.371,8	34.205,9	8.252,4	6.802,1	9.174,5	2.066,5	1.650,9
Otras entidades financieras	5.609,6	6.625,2	10.433,1	2.020,4	899,3	5.898,6	2.517,8	3.212,6
Administraciones públicas	5.448,2	2.438,8	5.067,3	1.333,6	586,3	2.164,9	2.313,0	1.437,5
Hogares e ISFLSH ²	11.517,9	8.598,4	2.861,8	747,4	415,1	652,9	441,3	190,6
Resto del mundo	77.233,7	55.878,8	91.640,7	24.141,5	18.671,7	25.672,0	13.412,4	5.900,8

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.12

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Total	7.522,0	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.522,0	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	7	2	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7	2	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.13

NÚMERO DE EMISORES	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	52	40	28	36	34	28	27	25
Emisores privados	39	27	17	23	21	17	16	14
Sociedades no financieras	3	2	0	1	1	0	0	0
Instituciones financieras privadas	36	25	17	22	20	17	16	14
Administraciones públicas ²	13	13	11	13	13	11	11	11
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	220	197	165	189	183	165	148	139
Emisores privados	122	89	65	79	76	65	58	54
Sociedades no financieras	3	2	0	1	1	0	0	0
Instituciones financieras privadas	119	87	65	78	75	65	58	54
Administraciones públicas ²	98	108	100	110	107	100	90	85
Comunidades autónomas	67	64	56	62	60	56	45	41
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	37.636,4	25.284,5	16.800,4	21.160,2	17.533,6	16.800,4	18.984,0	18.590,7
Emisores privados	13.625,4	8.317,5	3.401,2	5.603,1	3.760,5	3.401,2	5.959,1	5.882,2
Sociedades no financieras	194,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	13.430,6	8.315,5	3.401,2	5.603,0	3.760,4	3.401,2	5.959,1	5.882,2
Administraciones públicas ²	24.010,9	16.967,0	13.399,2	15.557,1	13.773,2	13.399,2	13.024,9	12.708,5
Comunidades autónomas	22.145,0	15.716,3	12.227,2	14.285,0	12.496,3	12.227,2	11.826,8	11.631,6

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.14

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado electrónico	1.198,3	1.592,6	861,2	78,6	5,0	16,3	7,9	4,6
Corros	3.746,6	3.388,3	5.534,0	142,2	25,1	4.854,5	371,9	78,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.407,8	3.197,4	5.527,0	140,0	24,5	4.854,5	371,9	78,4
Bilbao	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	338,7	190,9	7,0	2,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	1.189,0	137,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	54.015,1	41.062,2	42.677,2	8.685,9	18.212,5	8.144,7	8.695,0	5.203,9

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

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

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	40.034,0	64.011,0	103.044,0	28.346,0	25.998,0	22.448,0	25.001,0	12.168,0
Simple	40.034,0	64.011,0	103.044,0	28.346,0	25.998,0	22.448,0	25.001,0	12.168,0
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: mayo de 2015.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.16

Número de contratos	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Sobre deuda	45.240	13.667	4.690	409	1.356	1.643	3.161	862
Futuro sobre bono nocional ²	45.240	13.667	4.690	409	1.356	1.643	3.161	862
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.410.311	6.416.073	7.728.494	1.792.870	1.807.250	2.222.335	2.049.373	1.261.960
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.745.067	5.578.607	6.924.068	1.564.905	1.638.231	2.022.888	1.862.228	1.181.040
Futuro mini sobre Ibex 35	242.477	198.736	304.891	64.491	70.135	102.907	85.381	44.552
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	2.162	3.520	23.939	1.920	11.817	4.564	12.672	752
Opción call mini	225.704	308.084	302.255	98.102	59.376	55.979	59.843	19.198
Opción put mini	194.902	327.126	173.342	63.453	27.692	35.997	29.249	16.418
Sobre acciones ⁵	55.753.236	35.884.393	27.697.961	5.847.529	5.106.522	6.224.051	6.240.356	2.407.312
Futuros	21.220.876	14.927.659	12.740.105	3.547.198	2.302.945	2.353.599	3.659.690	928.574
Futuros sobre dividendos de acciones	25.000	66.650	236.151	41.485	46.001	124.960	57.328	42.645
Opción call	14.994.283	10.534.741	5.773.662	1.208.118	1.224.941	1.440.185	1.180.078	675.456
Opción put	19.513.077	10.355.343	8.948.043	1.050.728	1.532.635	2.305.308	1.343.260	760.638
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	161.376	167.827	172.883	45.558	28.097	50.083	40.474	35.111
Sobre índices ⁷	266.422	111.924	56.356	12.441	12.740	14.797	15.169	8.581

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.17

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	3.834,3	3.621,2	3.644,2	1.431,7	583,2	747,9	1.115,3	422,1
Sobre acciones	2.231,7	2.211,8	1.770,9	579,3	364,8	351,0	606,1	223,7
Sobre índices	1.273,5	1.122,6	1.697,3	826,3	183,6	352,4	428,5	182,5
Otros ³	329,1	286,8	176,0	26,1	34,9	44,5	80,7	15,8
Número de emisiones	7.073	8.347	8.574	2.820	1.919	1.914	2.834	1.180
Número de emisores	7	7	6	6	5	5	6	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.18

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	762,9	752,7	817,7	215,5	186,0	208,1	335,2	198,4
Sobre acciones nacionales	349,0	379,4	379,8	110,3	72,4	79,0	96,9	59,4
Sobre acciones extranjeras	87,6	86,3	51,2	14,9	9,5	9,9	22,6	12,9
Sobre índices	268,6	255,4	364,3	84,6	100,2	112,6	202,6	118,7
Otros ²	57,7	31,6	22,4	5,7	3,9	6,8	13,2	7,5
Número de emisiones ³	7.419	7.299	7.612	3.141	2.854	3.256	3.463	2.633
Número de emisores ³	10	8	8	8	7	7	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	1,0	1,7	0,8	0,1	0,2	0,1	0,0
Número de emisiones ³	4	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ³	2	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.935,7	2.736,0	9.849,5	1.894,9	2.476,1	2.781,9	3.159,8	2.199,6
Número de fondos	74	72	70	70	70	70	70	69
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	274,7	382,0	436,1	435,4	446,0	436	520	-

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

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.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.19

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	78.566	88.605	38.964	10.832	15.030	3.103	0	0

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo de 2015.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	46	41	40	40	41	40	38	38
Sucursales	16	20	22	20	22	22	19	19
Representantes	6.264	6.269	6.096	6.292	6.298	6.096	6.235	6.292
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	41	41	38	40	40	38	37	37
Sucursales	12	11	21	16	16	21	21	21
Representantes	590	520	462	481	483	462	470	475
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	5	5	5	5	5	5	4
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	101	126	143	134	138	143	143	147
Sucursales	5	9	11	10	10	11	12	12
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	147	141	137	141	139	137	135	135

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	2.981	3.104	3.102	3.157	3.107	3.102	3.104	3.122
Empresas de servicios de inversión	2.526	2.650	2.641	2.700	2.645	2.641	2.645	2.662
Comunitarias	2.523	2.647	2.639	2.697	2.642	2.639	2.643	2.660
Con sucursal	37	38	39	38	36	39	40	40
En libre prestación de servicios	2.486	2.609	2.600	2.659	2.606	2.600	2.603	2.620
Extracomunitarias	3	3	2	3	3	2	2	2
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	2	3	3	2	2	2
Entidades de crédito ²	455	454	461	457	462	461	459	460
Comunitarias	445	444	452	448	453	452	450	451
Con sucursal	55	52	54	53	54	54	54	55
En libre prestación de servicios	390	392	398	395	399	398	396	396
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	6	7	7	6	6	6
En libre prestación de servicios	2	2	3	2	2	3	3	3

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
RENTA FIJA								
Total	10.508.139,1	10.492.026,8	9.264.859,8	2.842.302,0	2.462.930,4	2.239.416,0	1.720.211,4	1.711.077,5
Sociedades de valores	2.900.770,8	5.217.059,4	4.989.059,9	1.500.575,6	1.227.460,1	1.161.159,9	1.099.864,3	1.189.914,6
Mercados organizados nacionales	556.756,0	2.597.608,6	2.372.515,0	715.449,1	573.262,8	526.040,3	557.762,8	625.586,4
Otros mercados nacionales	1.943.730,6	2.310.403,7	2.388.868,8	710.743,9	584.995,5	592.597,9	500.531,5	504.753,7
Mercados extranjeros	400.284,2	309.047,1	227.676,1	74.382,6	69.201,8	42.521,7	41.570,0	59.574,5
Agencias de valores	7.607.368,3	5.274.967,4	4.275.799,9	1.341.726,4	1.235.470,3	1.078.256,1	620.347,1	521.162,9
Mercados organizados nacionales	2.521.310,9	69.066,6	89.472,6	30.851,4	23.638,3	21.585,0	13.397,9	4.233,9
Otros mercados nacionales	4.883.226,6	5.007.723,4	3.955.091,6	1.237.155,8	1.150.873,0	1.007.119,1	559.943,7	454.161,1
Mercados extranjeros	202.830,8	198.177,4	231.235,7	73.719,2	60.959,0	49.552,0	47.005,5	62.767,9
RENTA VARIABLE								
Total	736.602,3	692.872,0	940.623,2	211.344,9	225.722,2	215.751,6	287.804,5	280.029,2
Sociedades de valores	692.058,6	650.094,9	875.037,7	202.296,1	211.503,8	199.931,9	261.305,9	269.822,4
Mercados organizados nacionales	639.498,2	590.027,1	814.349,4	188.015,6	194.806,0	185.890,3	245.637,5	254.159,7
Otros mercados nacionales	1.806,3	2.585,4	2.828,5	642,6	755,8	627,9	802,2	1.022,7
Mercados extranjeros	50.754,1	57.482,4	57.859,8	13.637,9	15.942,0	13.413,7	14.866,2	14.640,0
Agencias de valores	44.543,7	42.777,1	65.585,5	9.048,8	14.218,4	15.819,7	26.498,6	10.206,8
Mercados organizados nacionales	14.532,5	14.677,2	16.726,7	4.227,9	4.125,2	3.942,7	4.430,9	4.028,0
Otros mercados nacionales	6.695,5	9.140,4	14.009,1	1.359,7	2.730,7	3.720,0	6.198,7	1.512,5
Mercados extranjeros	23.315,7	18.959,5	34.849,7	3.461,2	7.362,5	8.157,0	15.869,0	4.666,3

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
Total	6.536.223,6	6.316.221,8	10.095.572,3	1.926.896,5	1.922.535,5	2.326.464,6	3.919.675,7	2.779.120,5
Sociedades de valores	5.777.847,8	6.110.753,4	9.918.555,0	1.879.980,7	1.872.909,0	2.288.382,5	3.877.282,8	2.757.477,2
Mercados organizados nacionales	1.819.388,6	2.410.367,9	4.625.999,8	790.796,4	758.339,0	1.330.314,4	1.746.550,0	1.485.199,0
Mercados organizados extranjeros	3.718.052,1	3.423.638,5	4.913.770,3	969.114,4	1.024.667,0	876.714,9	2.043.274,0	1.213.448,6
Mercados no organizados	240.407,1	276.747,0	378.784,9	120.069,9	89.903,0	81.353,2	87.458,8	58.829,6
Agencias de valores	758.375,8	205.468,4	177.017,3	46.915,8	49.626,5	38.082,1	42.392,9	21.643,3
Mercados organizados nacionales	5.371,0	4.668,8	6.881,8	1.071,4	2.234,6	2.494,2	1.081,6	1.268,2
Mercados organizados extranjeros	566.337,3	29.584,9	37.016,8	3.514,2	8.605,3	10.869,1	14.028,2	4.247,1
Mercados no organizados	186.667,5	171.214,7	133.118,7	42.330,2	38.786,6	24.718,8	27.283,1	16.128,0

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	10.985	11.380	13.483	12.584	13.286	13.893	13.483	14.074
Sociedades de valores. Total	4.122	4.001	4.741	4.248	4.496	4.739	4.741	4.847
IIC ²	68	59	63	58	60	62	63	62
Otras ³	4.054	3.942	4.678	4.190	4.436	4.677	4.678	4.785
Agencias de valores. Total	3.680	3.699	4.484	4.447	4.697	4.935	4.484	4.950
IIC ²	51	57	63	57	62	64	63	63
Otras ³	3.629	3.642	4.421	4.390	4.635	4.871	4.421	4.887
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.183	3.680	4.258	3.889	4.093	4.219	4.258	4.277
IIC ²	5	12	5	12	12	13	5	5
Otras ³	3.178	3.668	4.253	3.877	4.081	4.206	4.253	4.272
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	9.350.841	10.692.140	11.661.203	11.480.629	12.243.199	12.736.538	11.661.203	12.419.967
Sociedades de valores. Total	3.578.436	4.171.331	4.905.630	4.476.143	4.788.421	4.951.046	4.905.630	5.168.610
IIC ²	965.479	1.160.986	1.371.924	1.241.865	1.413.549	1.466.770	1.371.924	1.503.201
Otras ³	2.612.957	3.010.345	3.533.706	3.234.278	3.374.871	3.484.276	3.533.706	3.665.409
Agencias de valores. Total	1.927.219	2.284.773	1.935.646	2.463.693	2.632.958	2.743.601	1.935.646	2.196.350
IIC ²	417.981	610.839	846.244	656.435	778.850	820.023	846.244	1.060.456
Otras ³	1.509.238	1.673.934	1.089.403	1.807.259	1.854.107	1.923.579	1.089.403	1.135.894
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.845.186	4.236.036	4.819.927	4.540.793	4.821.820	5.041.891	4.819.927	5.055.007
IIC ²	107.691	195.735	118.847	201.528	206.687	211.117	118.847	125.495
Otras ³	3.737.495	4.040.301	4.701.080	4.339.265	4.615.133	4.830.774	4.701.080	4.929.512

1 Datos a final de periodo.

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

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

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

CUADRO 2.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	9.396	11.730	12.761	11.218	11.681	13.087	12.761	12.641
Sociedades de valores. Total ³	1.193	3.074	3.437	3.087	2.829	4.090	3.437	1.210
Clientes minoristas	1.184	3.041	3.409	3.068	2.796	4.039	3.409	1.178
Clientes profesionales	2	10	11	10	12	12	11	15
Agencias de valores. Total ³	6.484	6.919	7.511	6.442	7.138	7.266	7.511	9.634
Clientes minoristas	6.019	6.617	7.322	6.142	6.849	7.002	7.322	9.425
Clientes profesionales	445	279	169	277	266	242	169	179
Sociedades gestoras de cartera. Total ³	1.719	1.737	1.813	1.689	1.714	1.731	1.813	1.797
Clientes minoristas	1.712	1.732	1.805	1.684	1.706	1.723	1.805	1.793
Clientes profesionales	7	5	8	4	8	8	8	4

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 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	56.161	67.333	74.177	25.055	59.668	74.177	7.985	10.825
II. Comisiones netas	410.740	387.216	445.317	229.051	340.718	445.317	118.547	155.723
Comisiones percibidas	589.027	565.787	633.263	323.269	481.400	633.263	170.459	222.622
Tramitación y ejecución de órdenes	348.403	347.522	342.462	191.070	266.627	342.462	95.029	122.502
Colocación y aseguramiento de emisiones	6.869	4.824	21.414	7.390	18.953	21.414	239	1.021
Depósito y anotación de valores	19.775	17.987	22.347	10.442	15.896	22.347	5.934	7.845
Gestión de carteras	14.883	15.581	21.046	10.094	15.203	21.046	6.276	8.444
Diseño y asesoramiento	12.067	18.597	19.502	8.728	15.101	19.502	3.772	5.052
Búsqueda y colocación de paquetes	50	8.659	4.367	3.956	4.347	4.367	55	84
Operaciones de crédito al mercado	8	22	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	45.050	51.766	62.948	30.549	46.442	62.948	17.379	23.637
Otras	141.924	100.829	139.177	61.039	98.833	139.177	41.775	54.037
Comisiones satisfechas	178.287	178.571	187.946	94.218	140.682	187.946	51.912	66.899
III. Resultado de inversiones financieras	9.403	256.110	222.077	36.828	135.612	222.077	55.799	90.990
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-28.522	-138.467	-96.425	49.887	-29.544	-96.425	-23.775	-51.080
V. Margen bruto	447.782	572.192	645.146	340.821	506.454	645.146	158.556	206.458
VI. Resultado de explotación	35.304	185.040	265.509	150.453	220.265	265.509	61.578	73.136
VII. Resultado de actividades continuadas	-12.057	140.805	192.467	121.661	175.824	192.467	50.560	63.321
VIII. Resultado neto del ejercicio	-12.057	140.805	192.467	121.661	175.824	192.467	50.560	63.321

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: abril de 2015.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
TOTAL								
Total	21.318	192.753	200.010	63.697	112.779	165.322	200.010	37.798
Activos monetarios y deuda pública	18.936	17.163	12.342	4.410	6.993	9.618	12.342	3.325
Otros valores de renta fija	16	55.096	31.631	11.962	17.253	24.840	31.631	9.454
Cartera interior	-14.813	42.328	23.038	7.588	9.786	16.820	23.038	3.936
Cartera exterior	14.829	12.768	8.593	4.374	7.467	8.020	8.593	5.518
Renta variable	356.595	17.869	800.035	137.295	534.591	635.288	800.035	160.100
Cartera interior	8.003	44.517	112.635	30.193	68.998	106.074	112.635	7.922
Cartera exterior	348.592	-26.648	687.400	107.102	465.593	529.214	687.400	152.178
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	-145.356	-502.994	-486.606	-565.800	-111.864
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	168	298	336	345	-32
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	1	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	475	-47	279	1.205	388
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	49.363	43.447	-39.367	-110.807	-27.423
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	2.735	6.441	9.822	14.384	3.648
Otras operaciones	-18.386	28.964	16.675	2.645	6.797	11.111	16.675	202
MARGEN DE INTERESES								
Total	56.160	67.333	74.177	7.821	25.055	59.670	74.177	7.986
Activos monetarios y deuda pública	4.055	4.356	2.123	731	1.265	1.811	2.123	399
Otros valores de renta fija	17.089	4.572	3.371	1.268	2.275	3.017	3.371	802
Cartera interior	15.180	3.149	2.147	971	1.593	2.024	2.147	518
Cartera exterior	1.909	1.423	1.224	297	682	993	1.224	284
Renta variable	35.220	40.163	63.460	4.954	18.630	50.485	63.460	6.458
Cartera interior	19.064	14.672	28.679	16	6.737	17.377	28.679	33
Cartera exterior	16.156	25.491	34.781	4.938	11.893	33.108	34.781	6.425
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	168	298	336	345	-32
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	1	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	475	-47	279	1.205	388
Otras operaciones	-1.716	13.459	3.673	225	2.634	3.741	3.673	-29
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	9.404	256.109	222.077	2.765	36.828	135.611	222.077	55.797
Activos monetarios y deuda pública	14.881	12.807	10.219	3.679	5.728	7.807	10.219	2.926
Otros valores de renta fija	-17.073	50.524	28.260	10.694	14.978	21.823	28.260	8.652
Cartera interior	-29.993	39.179	20.891	6.617	8.193	14.796	20.891	3.418
Cartera exterior	12.920	11.345	7.369	4.077	6.785	7.027	7.369	5.234
Renta variable	321.375	-22.294	736.575	132.341	515.961	584.803	736.575	153.642
Cartera interior	-11.061	29.845	83.956	30.177	62.261	88.697	83.956	7.889
Cartera exterior	332.436	-52.139	652.619	102.164	453.700	496.106	652.619	145.753
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	-145.356	-502.994	-486.606	-565.800	-111.864
Otras operaciones	-946	7.725	12.823	1.407	3.155	7.784	12.823	2.441
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-44.246	-130.689	-96.244	53.111	50.896	-29.959	-96.244	-25.985
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	49.363	43.447	-39.367	-110.807	-27.423
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	2.735	6.441	9.822	14.384	3.648
Otras operaciones	-15.724	7.780	179	1.013	1.008	-414	179	-2.210

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	1.912	1.799	1.119	615	844	1.119	175	241
II. Comisiones netas	93.246	110.422	120.634	63.355	90.974	120.634	31.049	38.809
Comisiones percibidas	108.198	130.738	147.137	75.553	109.352	147.137	35.222	45.513
Tramitación y ejecución de órdenes	38.112	40.196	41.745	25.577	33.728	41.745	9.993	12.571
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.128	4.715	8.129	3.851	6.366	8.129	1.183	1.840
Depósito y anotación de valores	576	505	567	311	474	567	113	158
Gestión de carteras	14.476	16.267	15.062	6.995	9.650	15.062	2.246	2.939
Diseño y asesoramiento	3.123	5.894	7.576	2.803	4.183	7.576	2.507	3.185
Búsqueda y colocación de paquetes	88	55	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	30	11	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	25.949	35.823	46.565	21.667	33.200	46.565	12.883	16.379
Otras	22.715	27.272	27.493	14.350	21.751	27.493	6.297	8.442
Comisiones satisfechas	14.952	20.316	26.503	12.198	18.378	26.503	4.173	6.704
III. Resultado de inversiones financieras	1.255	5	775	565	674	775	885	825
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.459	-1.633	1.102	-664	-691	1.102	445	400
V. Margen bruto	94.954	110.593	123.626	63.871	91.801	123.626	32.554	40.275
VI. Resultado de explotación	4.598	18.422	24.366	14.609	19.689	24.366	9.096	10.330
VII. Resultado de actividades continuadas	3.583	14.321	19.922	13.799	18.281	19.922	8.381	9.720
VIII. Resultado neto del ejercicio	3.583	14.321	19.922	13.799	18.281	19.922	8.381	9.720

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: abril de 2015.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	733	667	574	125	443	574	134	162
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	4.635	7.182	11.104	2.519	3.370
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	5.861	9.553	15.411	3.766	5.188
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	5.035	8.239	13.572	3.248	4.426
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	514	683	849	105	134
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	990	312	630	990	413	628
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	1.226	2.371	4.307	1.247	1.818
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	46	38	-6	31	31
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	57	-238	-237	35	-53
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	4.863	7.425	11.435	2.719	3.510
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	1.930	3.328	5.860	1.223	1.534
VII. Resultado de actividades continuadas	953	2.472	4.135	1.380	2.367	4.135	890	1.102
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	1.380	2.367	4.135	890	1.102

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: abril de 2015.

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
TOTAL								
Ratio de capital total ³	-	-	40,33	38,52	40,80	40,87	40,33	39,75
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.085.783	1.033.669	1.061.974	1.042.993	1.097.539	1.096.551	1.061.974	1.088.868
% exceso ⁴	300,76	322,58	404,13	381,50	409,97	410,88	404,13	396,92
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	37	34	16	11	12	13	16	15
>100- ≤300%	24	22	24	30	28	27	24	22
>300- ≤500%	17	17	12	12	14	14	12	12
>500%	15	14	21	22	22	23	21	23
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	40,89	38,97	41,55	41,53	40,89	40,15
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.017.597	960.624	987.211	959.876	1.016.882	1.016.378	987.211	1.008.633
% exceso ⁴	329,03	367,43	411,10	387,08	419,42	419,16	411,10	401,89
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	7	9	5	4	4	3	5	5
>100- ≤300%	17	11	14	15	14	15	14	12
>300- ≤500%	12	13	6	5	6	7	6	7
>500%	10	8	14	16	16	16	14	14
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	24,34	25,51	24,45	24,61	24,34	24,58
Exceso de recursos propios (miles de euros)	53.531	62.199	42.132	51.816	48.343	46.951	42.132	44.473
% exceso ⁴	161,23	164,46	204,19	218,82	205,58	207,62	204,19	207,29
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	27	22	11	7	8	10	11	10
>100- ≤300%	6	10	8	13	12	10	8	8
>300- ≤500%	4	3	6	7	8	7	6	5
>500%	4	6	4	3	3	4	4	6
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Ratio de capital total ³	-	-	137,98	152,19	156,03	156,51	137,98	158,32
Exceso de recursos propios (miles de euros)	14.655	10.846	32.631	31.301	32.314	33.222	32.631	35.762
% exceso ⁴	79,01	51,21	1.624,71	1.802,32	1.850,39	1.856,33	1.624,71	1.879,04
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	3	3	0	0	0	0	0	0
>100- ≤300%	1	1	2	2	2	2	2	2
>300- ≤500%	1	1	0	0	0	0	0	0
>500%	1	0	3	3	3	3	3	3

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) N.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 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.
- 4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
TOTAL								
Media (%) ²	3,19	16,49	22,83	25,56	23,82	23,54	22,83	18,99
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	31	13	11	15	13	13	11	12
0-≤15%	33	37	30	32	29	31	30	22
>15-≤45%	24	22	23	23	26	27	23	28
>45-≤75%	3	9	11	8	9	7	11	7
>75%	2	6	8	8	8	8	8	11
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	2,97	16,39	23,04	25,96	23,73	23,87	23,04	17,84
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	14	5	4	5	2	3	4	6
0-≤15%	18	15	18	17	16	18	18	14
>15-≤45%	11	16	11	11	16	13	11	12
>45-≤75%	2	4	5	5	4	4	5	3
>75%	1	1	2	3	2	3	2	3
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	6,25	19,34	22,18	24,77	29,45	23,06	22,18	37,62
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	15	8	7	10	11	10	7	6
0-≤15%	11	18	11	12	10	11	11	7
>15-≤45%	13	5	8	10	8	11	8	13
>45-≤75%	1	5	6	3	5	3	6	3
>75%	1	5	6	5	6	5	6	8
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	6,59	11,41	16,95	12,55	11,16	12,83	16,95	12,59
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	2	0	0	0	0	0	0	0
0-≤15%	4	4	1	3	3	2	1	1
>15-≤45%	0	1	4	2	2	3	4	3
>45-≤75%	0	0	0	0	0	0	0	1
>75%	0	0	0	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 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2012	2013	2014	2013		2014	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	14.776.498	17.630.081	21.391.510	15.442.297	17.630.081	14.456.415	21.391.510
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.292	3.975.400	4.991.653	5.488.399	5.719.292
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.476.305	3.947.782	4.465.564	4.828.459
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	7.990.593	8.690.646	4.502.452	10.843.759
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	26.177	33.272	47.767	14.701	33.272	21.513	47.767
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.188	14.676	33.066	21.071	47.188
Otros ingresos	112	206	579	25	206	442	579
PATRIMONIO NETO							
Total	13.402	21.498	26.538	15.119	21.498	22.915	26.538
Capital social	4.365	5.156	5.576	4.820	5.156	5.230	5.576
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.251	9.453	9.899	8.993
Resultado del ejercicio ²	4.239	6.890	11.969	3.048	6.890	7.787	11.969

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada semestre.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	5.246	5.129	5.232	5.176	5.208	5.232	5.244	5.230
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	2.012	1.973	1.949	1.923	1.882
Sociedades de inversión	2.981	3.035	3.228	3.114	3.182	3.228	3.266	3.293
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	20	20	18	18	18
IIC de inversión libre	36	29	37	30	33	37	37	37
Total IIC inmobiliarias	14	16	11	15	15	11	10	9
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	6	4	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	9	9	7	7	6
Total IIC extranjeras comercializadas en España	754	782	805	802	810	805	836	848
Fondos extranjeros comercializados en España	421	409	405	416	415	405	414	416
Sociedades extranjeras comercializadas en España	333	373	400	386	395	400	422	432
SGIIC	105	96	96	97	96	96	97	97
Depositarias IIC	84	77	70	74	75	70	68	67

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	4.815.628	5.463.820	6.859.555	6.241.005	6.572.696	6.859.555	7.495.987	7.716.098
Fondos de inversión	4.410.763	5.050.556	6.409.344	5.813.853	6.134.324	6.409.345	7.039.404	7.257.498
Sociedades de inversión	404.865	413.264	450.211	427.152	438.372	450.211	456.583	458.600
Total IIC inmobiliarias	26.155	6.773	4.866	5.142	5.139	4.866	4.739	4.739
Fondos de inversión inmobiliaria	25.218	5.750	4.021	4.090	4.093	4.021	3.897	3.897
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	1.023	845	1.052	1.046	845	842	842
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	819.485	1.067.708	1.317.674	1.263.915	1.233.232	1.317.674	1.328.282	-
Fondos extranjeros comercializados en España	163.805	204.067	230.104	228.201	219.098	230.104	260.013	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	655.680	863.641	1.087.570	1.035.714	1.014.134	1.087.570	1.068.269	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2015. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	147.722,2	184.300,9	230.205,7	212.946,1	223.212,3	230.205,7	253.792,1	257.428,9
Fondos de inversión ³	124.040,4	156.680,1	198.718,8	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.702,9
Sociedades de inversión	23.681,8	27.620,8	31.486,9	30.210,3	31.012,7	31.486,9	34.681,6	34.726,0
Total IIC inmobiliarias	4.485,5	4.536,2	1.226,3	4.354,7	4.317,5	1.226,3	1.227,3	1.228,6
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.525,8	3.495,1	419,8	417,9	418,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	828,9	822,4	806,5	809,4	810,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	38.075,3	54.727,2	78.904,3	68.004,5	72.631,0	78.904,3	95.322,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.271,5	8.523,2	11.166,0	9.613,9	10.344,7	11.166,0	13.187,9	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	31.803,8	46.204,0	67.738,3	51.707,6	58.390,6	62.286,3	67.738,3	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2015. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2015, del orden de 6.069 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I ²
Patrimonio	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5
Cartera de inversiones financieras	118.446,5	149.343,3	187.693,9	161.847,5	174.368,0	181.660,6	187.693,9	203.840,3
Cartera interior	82.929,6	108.312,7	114.644,5	113.479,1	118.229,2	118.676,1	114.644,5	112.393,7
Valores representativos de deuda	65.999,1	79.480,4	79.694,4	82.222,1	84.391,7	83.033,8	79.694,4	75.800,1
Instrumentos de patrimonio	3.140,8	5.367,4	8.448,0	6.479,8	7.685,0	8.287,4	8.448,0	9.716,7
Instituciones de inversión colectiva	3.170,7	4.498,1	6.065,3	4.973,1	5.432,6	5.580,8	6.065,3	6.512,8
Depósitos en EECC	10.333,3	18.443,7	19.927,4	19.264,4	20.102,2	21.150,6	19.927,4	19.578,8
Derivados	285,7	523,0	495,4	523,3	602,4	609,3	495,4	773,5
Otros	0,0	0,0	14,0	16,3	15,2	14,1	14,0	11,7
Cartera exterior	35.512,7	41.029,5	73.048,3	48.367,5	56.138,0	62.983,2	73.048,3	91.445,0
Valores representativos de deuda	20.493,9	20.312,8	38.582,2	24.821,9	28.967,5	33.079,9	38.582,2	45.230,0
Instrumentos de patrimonio	7.668,6	11.034,2	13.042,9	12.343,9	13.379,4	13.201,6	13.042,9	16.424,7
Instituciones de inversión colectiva	7.112,3	9.286,0	20.863,9	10.747,8	13.266,4	16.032,9	20.863,9	28.679,6
Depósitos en EECC	45,8	45,6	243,3	37,6	37,9	238,8	243,3	177,1
Derivados	191,6	350,9	310,6	410,9	481,3	424,4	310,6	927,8
Otros	0,6	0,0	5,4	5,5	5,5	5,6	5,4	5,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,2	1,2	1,2	0,9	0,8	1,3	1,2	1,6
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	5.374,7	7.062,3	10.895,0	7.651,2	8.485,2	10.342,1	10.895,0	15.628,2
Neto deudores/acreedores	219,2	274,4	129,9	14,9	-117,3	196,8	129,9	-358,0

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I ¹
Patrimonio	23.681,8	27.620,8	31.486,9	28.838,2	30.210,3	31.012,7	31.486,9	34.681,6
Cartera de inversiones financieras	22.512,4	26.105,6	29.080,6	27.223,3	28.425,9	28.549,7	29.080,6	31.634,5
Cartera interior	11.568,0	12.118,9	11.063,7	12.081,9	12.086,1	11.564,0	11.063,7	11.262,7
Valores representativos de deuda	6.021,4	6.304,3	5.115,9	6.253,8	5.964,2	5.286,4	5.115,9	4.793,3
Instrumentos de patrimonio	2.271,7	3.005,5	3.324,4	3.184,6	3.372,5	3.457,5	3.324,4	3.606,8
Instituciones de inversión colectiva	701,0	1.134,9	1.433,0	1.317,5	1.462,4	1.486,0	1.433,0	1.645,1
Depósitos en EECC	2.531,9	1.645,4	1.169,3	1.298,4	1.256,8	1.306,6	1.169,3	1.189,9
Derivados	7,7	1,4	-10,8	-1,8	-1,5	-3,3	-10,8	-7,2
Otros	34,3	27,4	31,9	29,3	31,8	30,9	31,9	34,7
Cartera exterior	10.940,2	13.985,1	18.015,2	15.137,9	16.337,0	16.982,7	18.015,2	20.370,2
Valores representativos de deuda	2.489,2	2.613,7	3.897,1	2.963,3	3.352,8	3.568,2	3.897,1	4.481,9
Instrumentos de patrimonio	3.587,8	5.085,5	6.227,7	5.476,2	5.822,3	6.004,4	6.227,7	6.830,3
Instituciones de inversión colectiva	4.700,2	6.119,8	7.784,2	6.559,8	7.026,6	7.285,8	7.784,2	8.979,4
Depósitos en EECC	14,0	5,5	2,3	6,3	4,7	0,8	2,3	3,5
Derivados	147,1	152,5	94,4	124,2	122,4	115,7	94,4	67,0
Otros	1,8	8,1	9,5	8,1	8,2	7,8	9,5	8,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,3	1,5	1,7	3,5	2,7	2,9	1,7	1,5
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	959,7	1.302,0	2.197,7	1.408,3	1.605,4	2.153,9	2.197,7	2.836,5
Neto deudores/acreedores	209,6	213,1	208,5	206,5	178,9	309,0	208,5	210,5

1 Datos provisionales.

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	2.023	1.959	1.951	1.936	1.897
Renta fija ³	454	384	359	375	367	359	358	357
Renta fija mixta ⁴	125	122	123	119	117	123	122	123
Renta variable mixta ⁵	117	128	131	126	125	131	132	131
Renta variable euro	127	108	103	104	103	103	110	110
Renta variable internacional	211	193	191	190	186	191	193	193
Garantizado renta fija	398	374	280	336	303	280	261	240
Garantizado renta variable ⁶	361	308	273	297	275	273	263	250
Fondos globales	192	162	162	163	165	162	168	169
De gestión pasiva	85	169	227	217	222	227	233	229
Retorno absoluto	115	97	102	96	96	102	96	95
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	5.814.175	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.258.056
Renta fija ³	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.712.748	1.818.308	1.941.567	2.092.925	2.131.346
Renta fija mixta ⁴	188.574	240.676	603.099	425.424	506.220	603.099	813.223	920.629
Renta variable mixta ⁵	138.096	182.223	377.265	252.255	313.796	377.265	465.249	502.798
Renta variable euro	220.450	293.193	381.822	347.335	384.252	381.822	410.761	440.231
Renta variable internacional	398.664	457.606	705.055	601.531	651.495	705.055	843.867	889.197
Garantizado renta fija	1.075.852	1.002.458	669.448	796.983	744.545	669.448	610.911	563.139
Garantizado renta variable ⁶	727.880	608.051	557.030	602.530	577.616	557.030	508.952	484.596
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	168.796	195.290	223.670	305.397	334.403
De gestión pasiva	125.003	441.705	686.526	673.166	692.827	686.526	667.088	621.502
Retorno absoluto	173.297	188.057	264.324	233.407	250.362	264.324	332.455	370.215
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.702,9
Renta fija ³	40.664,6	55.058,9	70.330,9	62.740,7	66.841,2	70.330,9	72.059,6	71.413,5
Renta fija mixta ⁴	5.500,9	8.138,0	24.314,3	15.666,0	19.917,0	24.314,3	34.217,4	38.288,1
Renta variable mixta ⁵	3.179,9	6.312,4	13.570,4	9.242,9	11.668,9	13.570,4	17.038,9	18.262,1
Renta variable euro	5.270,2	8.632,8	8.401,5	8.601,7	8.693,6	8.401,5	9.621,1	9.598,6
Renta variable internacional	6.615,0	8.849,0	12.266,4	12.426,8	12.151,9	12.266,4	15.479,0	15.849,0
Garantizado renta fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	24.920,1	23.122,1	20.417,0	18.271,9	16.791,7
Garantizado renta variable ⁶	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.940,7	12.497,2	12.196,4	11.751,0	11.209,0
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	5.650,3	6.255,6	6.886,3	9.685,5	10.507,7
De gestión pasiva	2.991,2	16.515,9	23.837,5	24.898,6	24.971,5	23.837,5	22.688,0	21.531,2
Retorno absoluto	4.601,9	4.659,9	6.498,1	5.648,0	6.080,4	6.498,1	8.298,0	9.252,0

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

2 Datos disponibles: abril de 2015.

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

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

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

6 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

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	5.814.175	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.258.056
Personas físicas	4.293.071	4.906.380	6.235.148	5.649.064	5.964.341	6.235.148	6.865.393	7.069.546
Residentes	4.237.534	4.848.184	6.170.201	5.587.276	5.900.929	6.170.201	6.797.383	7.000.673
No residentes	55.537	58.196	64.947	61.788	63.412	64.947	68.010	68.873
Personas jurídicas	117.700	144.339	174.658	165.111	170.370	174.658	185.435	188.510
Entidades de crédito	473	521	493	590	608	493	525	610
Otros agentes residentes	116.589	143.083	173.351	163.695	168.950	173.351	184.104	187.086
Entidades no residentes	638	735	814	826	812	814	806	814
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.702,9
Personas físicas	101.963,8	125.957,2	159.423,5	145.852,7	153.655,2	159.423,5	176.300,1	179.429,4
Residentes	100.515,7	124.175,3	157.135,2	143.752,0	151.456,3	157.135,2	173.789,0	176.862,9
No residentes	1.448,0	1.781,9	2.288,3	2.100,7	2.198,9	2.288,3	2.511,1	2.566,5
Personas jurídicas	22.076,6	30.722,9	39.295,4	36.883,2	38.544,3	39.295,4	42.810,4	43.273,6
Entidades de crédito	1.075,4	547,6	459,8	524,5	528,3	459,8	528,7	683,5
Otros agentes residentes	20.657,1	29.743,3	38.245,2	35.871,5	37.486,3	38.245,2	41.577,4	41.957,6
Entidades no residentes	344,1	431,9	590,4	487,1	529,8	590,4	704,3	632,5

¹ Datos disponibles: abril de 2015.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	51.006,7	91.115,7	136.161,2	34.856,3	32.927,4	31.564,2	36.813,3	48.382,7
Renta fija	32.924,2	50.154,7	65.698,5	16.218,9	15.222,9	15.127,6	19.129,1	19.411,7
Renta fija mixta	1.440,2	4.569,8	21.675,7	3.126,7	5.853,9	5.919,4	6.775,7	12.631,5
Renta variable mixta	590,0	3.021,8	8.991,2	1.615,8	1.973,9	2.856,4	2.545,1	4.174,2
Renta variable euro	1.257,5	4.082,8	6.702,0	1.921,3	1.665,8	1.536,4	1.578,5	1.653,5
Renta variable internacional	1.693,8	3.697,4	5.843,2	1.425,9	1.323,2	1.325,8	1.768,3	3.177,2
Garantizado renta fija	7.976,3	5.964,0	847,8	287,2	125,2	141,2	294,2	207,8
Garantizado renta variable	1.420,7	1.937,5	3.684,6	1.141,2	966,6	697,3	879,5	174,8
Fondos globales	1.270,9	2.175,2	3.752,9	766,5	836,4	939,5	1.210,5	3.355,6
De gestión pasiva	1.402,2	13.627,5	15.081,3	7.394,1	4.087,3	2.083,0	1.516,9	1.118,2
Retorno absoluto	1.031,0	1.885,0	3.884,4	958,7	872,3	937,7	1.115,7	2.478,2
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	63.744,4	66.982,7	100.188,5	24.786,4	22.161,4	22.735,9	30.504,8	34.975,3
Renta fija	38.767,8	36.371,6	52.205,8	12.585,6	12.265,9	11.449,0	15.905,3	18.334,6
Renta fija mixta	2.215,4	2.510,5	5.963,7	803,2	952,2	1.815,7	2.392,6	3.630,1
Renta variable mixta	973,1	1.139,9	2.423,5	407,0	534,8	506,7	975,0	1.507,4
Renta variable euro	1.421,2	2.352,5	4.517,1	966,3	882,9	1.075,8	1.592,1	1.750,8
Renta variable internacional	2.114,4	2.797,2	5.311,4	1.003,1	946,7	1.471,4	1.890,2	1.736,9
Garantizado renta fija	8.829,3	10.433,2	11.301,4	4.050,6	2.787,9	1.848,7	2.614,2	2.035,2
Garantizado renta variable	4.944,2	4.007,7	4.594,1	1.164,9	1.010,0	1.263,3	1.155,9	1.096,4
Fondos globales	1.278,4	1.327,8	1.570,6	352,8	301,9	362,9	553,0	1.002,8
De gestión pasiva	830,1	4.089,3	10.110,4	3.036,8	2.002,4	2.426,8	2.644,4	3.040,3
Retorno absoluto	2.370,4	1.952,8	2.190,5	416,0	476,7	515,5	782,3	840,8

¹ Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-14.597,3	24.086,2	35.794,5	10.082,0	10.766,6	8.666,6	6.279,3	12.863,8
Renta fija	-7.739,7	13.405,0	13.821,0	3.831,2	2.955,3	3.746,7	3.287,8	1.021,4
Renta fija mixta	-18,8	2.369,7	15.689,2	2.319,5	4.897,1	4.123,4	4.349,2	9.002,9
Renta variable mixta	35,8	2.673,3	6.842,3	1.216,3	1.441,5	2.350,5	1.834,0	2.666,8
Renta variable euro	-115,4	1.733,5	-338,3	-1.220,2	607,3	288,8	-14,2	-96,1
Renta variable internacional	-425,3	865,9	2.715,6	2.605,7	389,7	-148,1	-131,7	1.440,3
Garantizado renta fija	-338,8	-6.717,5	-11.761,5	-4.399,8	-2.796,8	-1.889,9	-2.675,0	-2.243,4
Garantizado renta variable	-4.225,9	-2.689,1	-651,7	149,1	-72,9	-491,0	-236,9	-936,0
Fondos globales	-1.021,0	-176,7	2.110,3	400,7	554,9	563,3	591,4	2.308,8
De gestión pasiva	823,8	12.675,2	5.632,0	4.636,7	2.423,8	-299,1	-1.129,4	-1.932,5
Retorno absoluto	-1.571,9	-53,2	1.735,6	542,8	366,7	422,0	404,1	1.631,6
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.289,3	8.566,5	6.260,3	2.757,7	2.456,0	806,6	240,0	7.535,3
Renta fija	1.459,6	990,0	1.451,7	492,0	403,8	354,0	201,9	707,5
Renta fija mixta	266,1	267,6	487,2	142,6	168,9	127,6	48,1	900,2
Renta variable mixta	238,2	459,3	415,5	119,8	152,8	75,4	67,5	801,8
Renta variable euro	558,8	1.629,1	107,0	340,4	241,4	-196,9	-277,9	1.315,7
Renta variable internacional	759,1	1.368,1	701,7	239,0	343,4	-126,8	246,1	1.772,2
Garantizado renta fija	1.727,4	1.754,3	697,3	448,1	187,4	92,0	-30,2	98,3
Garantizado renta variable	624,5	779,8	344,5	157,5	203,3	47,6	-63,9	490,6
Fondos globales	274,9	346,2	248,0	79,1	87,5	42,0	39,4	490,5
De gestión pasiva	196,8	861,0	1.704,8	700,3	627,8	381,3	-4,6	790,1
Retorno absoluto	184,1	111,1	102,7	38,9	39,8	10,4	13,6	168,3

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,03	7,37	4,84	1,97	1,68	0,71	0,39	3,94
Renta fija	4,33	2,96	3,20	1,06	0,86	0,76	0,49	1,19
Renta fija mixta	6,05	5,20	5,16	1,86	1,63	1,06	0,53	3,49
Renta variable mixta	9,20	11,84	6,46	2,09	2,24	1,09	0,90	5,78
Renta variable euro	12,84	28,36	4,00	5,32	3,54	-1,82	-2,86	15,38
Renta variable internacional	13,51	21,47	8,38	2,64	3,46	-0,52	2,59	13,47
Garantizado renta fija	5,30	5,80	3,52	1,81	0,95	0,63	0,09	0,75
Garantizado renta variable	5,26	7,34	4,08	1,60	1,94	0,71	-0,22	4,47
Fondos globales	7,80	9,86	6,07	2,01	1,99	1,01	0,93	6,57
De gestión pasiva	7,99	9,84	8,80	3,79	2,87	1,73	0,16	3,61
Retorno absoluto	4,93	3,61	3,11	1,07	1,02	0,49	0,50	2,66
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,94	0,98	0,98	0,24	0,24	0,25	0,25	0,26
Renta fija	0,66	0,68	0,70	0,17	0,17	0,18	0,18	0,17
Renta fija mixta	1,10	1,13	1,19	0,29	0,30	0,30	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,51	1,51	1,42	0,36	0,36	0,35	0,35	0,41
Renta variable euro	1,77	1,85	1,80	0,47	0,44	0,44	0,43	0,51
Renta variable internacional	1,74	1,83	1,78	0,43	0,44	0,45	0,45	0,50
Garantizado renta fija	0,79	0,86	0,88	0,22	0,22	0,22	0,22	0,21
Garantizado renta variable	1,23	1,25	1,20	0,30	0,30	0,30	0,29	0,27
Fondos globales	1,01	1,32	1,20	0,32	0,30	0,29	0,29	0,39
De gestión pasiva	0,81	0,72	0,64	0,16	0,16	0,16	0,16	0,17
Retorno absoluto	1,03	1,13	1,07	0,28	0,27	0,26	0,27	0,29
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,09	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	5,50	6,50	3,67	1,71	1,41	0,43	0,08	3,85
Renta fija	3,54	2,28	2,41	0,89	0,67	0,55	0,28	0,99
Renta fija mixta	4,95	4,16	3,67	1,57	1,34	0,71	0,01	3,27
Renta variable mixta	7,83	10,85	4,70	1,69	1,89	0,77	0,28	5,56
Renta variable euro	12,31	28,06	2,09	5,01	3,04	-2,35	-3,38	15,94
Renta variable internacional	13,05	20,30	6,61	2,22	2,92	-0,91	2,27	14,27
Garantizado renta fija	4,85	4,96	2,54	1,56	0,71	0,39	-0,14	0,51
Garantizado renta variable	5,07	6,15	2,64	1,26	1,59	0,38	-0,60	4,27
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	1,65	1,69	0,68	0,54	6,64
De gestión pasiva	7,10	8,88	7,74	3,45	2,64	1,49	-0,02	3,53
Retorno absoluto	3,84	2,46	1,98	0,82	0,75	0,18	0,22	2,50

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	2.427	2.415	2.819	2.513	2.631	2.627	2.819	2.917
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.369,5	1.172,4	1.261,5	1.353,0	1.369,5	1.505,7
Suscripciones (millones de euros)	347,6	401,7	574,6	134,5	125,1	196,4	118,6	75,3
Reembolsos (millones de euros)	212,7	414,3	293,8	44,1	58,5	89,6	101,6	30,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	134,8	-12,6	280,8	90,4	66,6	106,8	17,0	44,7
Rendimientos netos (millones euros)	55,7	130,0	52,0	45,3	22,5	-15,3	-0,5	91,5
Rentabilidad (en %)	7,17	16,48	5,30	4,21	1,97	-0,98	0,07	6,76
Rendimientos de gestión (%) ²	8,00	17,22	7,39	5,02	2,53	-0,83	0,57	7,17
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,38	2,87	2,21	0,94	0,50	0,35	0,40	0,99
Gastos de financiación (%) ²	0,04	0,04	0,32	0,01	0,01	0,13	0,17	0,12
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.338	3.022	2.734	2.994	2.972	2.737	2.734	2.746
Patrimonio (millones de euros)	540,0	350,3	345,4	352,1	354,0	367,5	345,4	367,4
Suscripciones (millones de euros)	23,6	4,9	7,1	1,5	1,5	4,0	0,1	-
Reembolsos (millones de euros)	74,3	215,2	40,8	2,0	4,5	5,9	28,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-50,8	-210,3	-33,7	-0,5	-3,0	-1,9	-28,3	-
Rendimientos netos (millones euros)	17,6	20,6	28,9	2,3	4,9	15,5	6,2	-
Rentabilidad (en %)	0,88	4,39	8,48	0,66	1,42	4,42	1,76	6,42
Rendimientos de gestión (%) ³	4,56	5,78	9,72	1,00	1,73	4,66	2,03	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,28	1,28	1,07	0,27	0,28	0,27	0,25	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2015. Rentabilidad calculada para el periodo diciembre-febrero.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	2.012	1.973	1.949	1.923	1.911
Sociedades de inversión	2.922	2.975	3.164	3.053	3.119	3.164	3.268	3.275
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	20	20	18	18	18
IIC de inversión libre	35	29	35	28	31	35	35	35
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	6	4	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	9	9	7	7	7
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.702,9
Sociedades de inversión	23.011,0	26.830,1	30.613,8	29.395,0	30.149,9	30.613,8	33.702,3	33.740,4
IIC de IIC de inversión libre ⁴	539,9	350,3	345,4	354,0	367,6	345,4	367,4	-
IIC de inversión libre ⁴	881,4	1.036,6	1.328,0	1.221,1	1.312,0	1.328,0	1.459,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.525,8	3.495,1	419,8	417,9	418,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	828,9	822,4	806,5	809,4	810,2

1 Se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: abril de 2015.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el primer trimestre de 2015: febrero de 2015.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	38.075,3	54.727,2	78.904,3	60.859,6	68.004,5	72.631,0	78.904,3	95.322,6
Fondos	6.271,5	8.523,2	11.166,0	9.151,9	9.613,9	10.344,7	11.166,0	13.187,9
Sociedades	31.803,8	46.204,0	67.738,3	51.707,6	58.390,6	62.286,3	67.738,3	82.134,7
N.º DE INVERSORES								
Total	819.485	1.067.708	1.317.674	1.037.958	1.263.915	1.233.232	1.317.674	1.328.282
Fondos	163.805	204.067	230.104	194.846	228.201	219.098	230.104	260.013
Sociedades	655.680	863.641	1.087.570	843.112	1.035.714	1.014.134	1.087.570	1.068.269
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	754	782	805	796	802	810	805	836
Fondos	421	409	405	414	416	415	405	414
Sociedades	333	373	400	382	386	395	400	422
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	310	321	333	325	326	332	333	338
Francia	272	272	264	274	276	274	264	278
Irlanda	90	103	117	109	109	113	117	127
Alemania	31	32	33	32	33	33	33	32
Reino Unido	22	22	26	24	26	26	26	29
Holanda	1	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	24	25	24	24	24	25	25
Bélgica	3	4	4	4	4	4	4	4
Malta	1	1	0	1	1	1	0	0
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
FONDOS								
Número	6	6	3	6	6	3	3	3
Participes	25.218	5.750	4.021	4.090	4.093	4.021	3.897	3.897
Patrimonio (millones de euros)	4.201,5	3.682,6	419,8	3.525,8	3.495,1	419,8	417,9	418,4
Rentabilidad (%)	-5,53	-11,28	-5,87	-2,31	-0,87	-1,23	-0,26	0,11
SOCIEDADES								
Número	8	10	7	9	9	7	7	7
Accionistas	937	1.023	845	1.052	1.046	845	842	842
Patrimonio (millones de euros)	284,1	853,7	806,5	828,9	822,4	806,5	809,4	810,2

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

2 Datos disponibles: abril de 2015. En este caso, la rentabilidad es mensual.

