



# INFORME ANUAL DE MERCADOS 2013

14 de enero de 2014

## ÍNDICE

COMENTARIOS GENERALES	3
RENTA VARIABLE	11
DERIVADOS	18
RENTA FIJA	21
TIPOS DE CAMBIO	26
MATERIAS PRIMAS	27
ANEXO	28

## COMENTARIOS GENERALES

El año 2013 estuvo marcado por una mejoría de la confianza sobre la recuperación de la economía europea, del proyecto de la Unión Europea (UE) y el propio euro, así como por un aumento paulatino de la credibilidad de las economías de la periferia, a pesar del rescate de Chipre, que permitió la relajación de sus primas de riesgo y de crédito.

El encauzamiento de la crisis de la deuda soberana sufrida durante 2012 y el incremento del grado de confianza de los mercados sobre el futuro del proyecto europeo permitieron al Banco Central Europeo (BCE) y la UE centrar sus esfuerzos en la adopción de diferentes medidas encaminadas a ayudar a la economía a recuperarse y volver al crecimiento, para que el sistema financiero europeo volviera a funcionar con normalidad y el crédito al sector privado volviese a fluir, así como al establecimiento de un nuevo marco institucional para la gestión de problemas similares en el futuro.

En el seno de la UE se puso en marcha el diseño de una nueva arquitectura de resolución de crisis bancarias, que entrará en vigor en 2018 y que incluye la posibilidad de que los depositantes participen en los rescates. El segundo pilar de la unión bancaria será el Mecanismo Único de Resolución, que se dotará durante 10 años y en 2026 actuará como fondo único de resolución.

Los países de la periferia europea, principalmente España e Italia, han vuelto a recuperar parte de su credibilidad e Irlanda ha finalizado con éxito su rescate. Los problemas continúan en Grecia, pero los mercados consideran que su impacto es limitado y están en vía de resolverse.

En España, este año destacó la relajación de la presión sobre la prima de riesgo y su descenso hasta niveles asumibles por su economía, la apertura del mercado a los emisores de deuda corporativa española, la vuelta del capital extranjero, la salida de la recesión y la perspectiva de que el país saldrá definitivamente de la crisis en 2014.

En el ámbito internacional las claves fueron la consolidación del crecimiento de la economía americana y el posible comienzo de la retirada de las medidas de expansión monetaria por parte de la Reserva Federal de los EE.UU. (FED), que centró gran parte de la atención de los mercados durante el segundo semestre del año, saldándose con el anuncio del comienzo de la reducción de estímulos a partir de 2014. Otras cuestiones de interés fueron el cierre parcial de la Administración Federal de los EE.UU. ante la falta de acuerdo entre demócratas y republicanos para el recorte de gastos, el establecimiento de un programa de estímulos por parte del Banco de Japón, el mantenimiento del peso específico de Alemania en la toma de decisiones en Europa y la reelección en las elecciones de ese país de la canciller Merkel, además de la consolidación de China como líder económico mundial y su intención de reorientar su modelo a largo plazo desde una economía muy dependiente de la inversión y la industria a otra más centrada en el consumo interno.

La cronología del período y sus principales eventos estuvieron marcados por los siguientes acontecimientos en los países de la zona euro y en los EE.UU.:

### **Banco Central Europeo**

El BCE ha continuado jugando un papel clave en la resolución de la crisis de la zona euro, facilitando la reducción de la presión sobre los países periféricos y su deuda soberana. El anuncio en septiembre de 2012 de su programa de compras en el mercado secundario (OMT, *Outright Market Transactions*) de bonos emitidos por países con problemas, ha conseguido reducir de modo significativo la presión sobre la deuda periférica, sin necesidad de llegar a realizar ninguna compra de bonos a su amparo.

La posibilidad de que el BCE pueda actuar en el mercado a través de la OMT ha facilitado la capacidad de acceso a los mercados de los países periféricos a costes más bajos, así como la reinstauración de la confianza sobre ellos, permitiendo el retorno de los depósitos bancarios a las entidades financieras de estos países, que durante 2012 se habían dirigido a las economías más fuertes de la zona euro ante la posibilidad de una hipotética ruptura del euro. No obstante, la ausencia de una unión bancaria completa ha obstaculizado la ruptura del vínculo soberano/bancario, impidiendo que las pymes de los países periféricos puedan financiarse en mejores condiciones.

Las débiles cifras económicas de la eurozona en la primera parte del año, unidas a los temores de los inversores a una ralentización del crecimiento mundial, confirmados por las revisiones a la baja de las diferentes previsiones económicas, llevaron al BCE el 2 de mayo a rebajar los tipos de interés por primera vez en el año hasta un primer mínimo histórico del 0,5%. La segunda rebaja, hasta un nuevo mínimo histórico del 0,25%, tuvo lugar el 7 de noviembre y estuvo motivada, según el propio Draghi, por el descenso de la inflación, que se situaba en el 0,7% interanual hasta ese momento. Esta rebaja fue consecuencia del temor del BCE a que la economía europea entrase en deflación y estuvo acompañada del anuncio del compromiso de mantenimiento de liquidez sin límites hasta mediados de 2015, la renovación de las subastas a plazo de 3 meses y la rebaja del tipo de la facilidad marginal de crédito hasta el 0,75%.

A pesar de que los mercados y el propio presidente del BCE especularon con la posibilidad de que el instituto emisor adoptase nuevas medidas no convencionales de política monetaria, la actuación del BCE se ha limitado a las 2 rebajas de tipos. Draghi ha mostrado su compromiso de mantener los tipos de interés bajos durante un periodo extenso de tiempo, no descartando una nueva ronda de préstamos a largo plazo a las entidades financieras (LTRO) o incluso tipos de interés de depósito negativos, con el objetivo de favorecer la expansión del crédito y atenuar el efecto de la fragmentación de los mercados financieros en Europa.

Uno de los principales problemas de la economía europea es la fuerte dependencia de sus entidades financieras de la financiación del BCE y, a su vez, el estrecho vínculo entre esta financiación y la deuda soberana a través de la operativa de *carry trade* de los bancos europeos, que utilizan los fondos recibidos a bajo coste para comprar deuda. Con el objetivo de evitar este círculo, Draghi ha señalado que el BCE se plantea una nueva ronda de financiación condicionada a que los fondos se destinen a conceder crédito al sector privado. A cierre del año, las entidades europeas habían devuelto anticipadamente al BCE 410.725 mill. €, el 40,3% de los fondos adjudicados en las 2 subastas de liquidez a 3 años celebradas en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

Además, el Ecofin aprobó el Mecanismo de Supervisión Bancaria Única, que será realizada por el BCE. Está previsto que inicie su labor a partir de noviembre de 2014, una vez concluidos los test de estrés de la Autoridad Bancaria Europea (EBA). El BCE supervisará a los 150 bancos más grandes de Europa, aquellos cuyos activos superen 30.000 mill. € o el 20% del PIB de su país de residencia y a los que hayan recibido ayudas del fondo europeo de rescate (MEDE). En el caso de España, el Gobierno ha estimado que el 96% de los activos de los bancos quedarán bajo el control del BCE. Está previsto que todos los países de la UE se adhieran al Supervisor Único Bancario, salvo el Reino Unido y la República Checa.

El BCE indicó que en 2014 exigirá un *core capital* mínimo del 7% (donde el 4,5% representará capital básico – CET 1- y el 2,5% las provisiones anticíclicas), más un 1% adicional a los bancos con riesgo sistémico. La lista provisional de las 128 entidades europeas, pertenecientes a 18 países de la UE, que se someterán a este ejercicio de revisión de la calidad de sus activos (AQR, por sus siglas en inglés) incluye a 24 entidades en Alemania, 13 en Francia, 15 en Italia, 7 en los Países Bajos, 5 en Irlanda, y 4 en Grecia, Chipre y Portugal. En el caso de España, se analizarán todas las entidades de crédito (17 entidades), sean sistémicas o no. La evaluación consistirá en: i) la revisión cualitativa y cuantitativa de los riesgos, incluyendo liquidez, endeudamiento y financiación, ii) la revisión de la calidad de los activos, lo que incluirá la valoración adecuada no sólo del activo en sí, sino también del colateral y las provisiones relativas (aquí se incluyen los préstamos morosos, los refinanciados y la exposición a la deuda soberana) y iii) test de estrés para examinar la resistencia de los balances bancarios en distintos escenarios.

Aunque todavía se desconocen todos los detalles de este ejercicio, en el mercado existen dudas acerca del tratamiento de las exposiciones de las entidades financieras a la deuda pública, puesto que en el caso de algunas entidades financieras, como las españolas, podría tener un importante impacto por su elevada exposición a deuda soberana.

Draghi siempre se ha mostrado partidario de la creación de un mecanismo común de resolución para tratar entidades con problemas como un factor clave para el éxito de la unión bancaria en la zona euro, aunque el acuerdo del Ecofin de finales de diciembre retrasa la puesta en marcha de la totalidad del fondo del Mecanismo Único de Resolución de crisis bancarias hasta 2026.

Por otro lado, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea relajó las exigencias sobre la ratio de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*), ampliando el calendario para su cumplimiento hasta 2019 y el rango de activos incluidos, lo que dará más tiempo a las entidades para reforzar su base de capital.

## Europa

Una vez encauzada la crisis de la deuda en 2012, el papel de la UE en 2013 se centró en el diseño de una arquitectura de unión bancaria para hacer frente a la resolución de futuras crisis bancarias y su efecto sobre depositantes y bonistas. El objetivo de la UE es llegar a una situación en la que los contribuyentes dejen de pagar por los errores de los bancos (pasar del *"bail out"* a *"bail in"*), para lo cual aprobó una propuesta de Directiva de mecanismo de rescate de entidades financieras en apuros, que entrará en vigor en enero de 2018. En caso de crisis de una entidad, se obligará a asumir pérdidas a los accionistas y a los tenedores de deuda subordinada, como ya ocurre, pero también a la deuda senior y a los depositantes de más de 100.000 €. También jugarán un papel activo los futuros fondos de resolución nacionales, que se nutrirán de los depósitos de la banca y, en última instancia los Tesoros nacionales, que podrían entrar en el capital de los bancos.

El primer pilar de esta unión bancaria, el Mecanismo de Supervisión Bancaria Única, fue aprobado por el Ecofin y será puesto en marcha por el BCE a partir de noviembre de 2014. El segundo pilar, el Mecanismo Único de Resolución estará formado por un fondo de resolución único, que será dotado por los bancos de cada país durante 10 años, hasta totalizar 56.000 mill. € en 2026, cuando se fusionará por completo. Durante este periodo de transición, en caso de crisis bancarias, cada país deberá agotar su propio fondo, recurriendo en segundo lugar a los recursos del resto de manera progresiva (10% anual) y, en última instancia, acudir al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

El presidente del BCE, Draghi, era partidario de un mecanismo único de resolución para liquidar bancos en el ámbito europeo, con una autoridad común, que tomase las decisiones y un fondo común de resolución que financiase las operaciones, pero este planteamiento chocó con la posición alemana de que sean las autoridades nacionales quienes aborden el problema, estableciendo que la utilización de los recursos de este fondo se aprueben por una mayoría de dos tercios de sus miembros.

La Comisión Europea flexibilizó las condiciones del ajuste fiscal para algunas economías europeas, ampliando el plazo para que España, Francia, Países Bajos, Eslovenia y Portugal puedan cumplir con los objetivos de déficit, quedando fijados para España en el 6,5%, 5,8%, 4,2% y 2,8% entre 2013 y 2016. Esta decisión permitió moderar la intensidad del ajuste y que los gobiernos europeos adoptasen algunas medidas de política económica y fiscal orientadas a favor del crecimiento y el empleo.

Las cifras macro de la eurozona fueron negativas durante el primer semestre del año, tras un débil 2012 en el que la zona euro no creció en ningún trimestre y la recesión afectó tanto a la periferia como, en menor medida, a Alemania y a las grandes economías europeas. En el segundo trimestre, la intensidad de la contracción empezó a moderarse, presentando el PIB un crecimiento positivo del 0,3%, la primera tasa positiva después de 6 trimestres de contracción, apoyado en el empuje de Alemania y la moderación de las caídas en la periferia. Este cambio de tendencia vino acompañado de un ascenso de la producción industrial y de la confianza de empresarios y consumidores, que mejoraron sus perspectivas para el segundo semestre del año.

Los datos del segundo semestre del año mostraron una tímida recuperación de la economía europea, que creció un 0,1% en el tercer trimestre, apoyada en la producción industrial y el sector manufacturero, liderada de nuevo por Alemania y con una pequeña aportación positiva de la mayoría de las economías periféricas. Los temores se centraron en el comportamiento más débil del sector servicios y la fragilidad de Francia, que presentó caídas del PIB y débiles perspectivas de crecimiento en la última parte del año.

Las perspectivas para la zona euro, tanto de la Comisión Europea como del FMI y la OCDE, señalan que, a pesar del todavía débil crecimiento, cada vez hay más indicadores de que la economía europea ha alcanzado un punto de inflexión y que la consolidación fiscal y las reformas estructurales adoptadas han creado una base para la recuperación. Las previsiones son que la economía de la zona euro crecerá en torno al 1% en 2014, para superar el 1,5 % en 2015, con Alemania a la cabeza de esta recuperación.

Por otro lado, las cifras de déficit (3,7% en 2012 vs. 4,2% anterior) y deuda pública (90,6% del PIB en 2010 vs. 87,3% anterior) de la eurozona mostraron el efecto del ajuste fiscal realizado por las economías europeas para hacer frente a la crisis económica, pero la extensión en el tiempo y su intensidad les ha obligado a aumentar su endeudamiento de modo significativo. En el caso de España, el déficit alcanzó en 2012 el 10,6%, considerando las ayudas al sector bancario y el 6,9% sin ellas, habiendo aumentado la deuda pública desde el 70,5% del PIB en 2011 hasta el 86% en 2012 y algo más del 93% a finales de este año. Además, la UE aprobó su presupuesto para el periodo 2014-2020, que asciende a 960.000 mill. € anuales, un 3,5% menos que el presupuesto actual.

## **España**

El año comenzaba con un incremento de la contracción de la economía española, hasta el -1,9% interanual (tras el descenso del 1,4% en 2012), debido a la caída de la demanda interna y el fuerte descenso del consumo, situándose el paro al cierre del primer trimestre en la cifra récord de 6,2 millones de personas (datos EPA), por encima del 27% de la población activa. Así, el Gobierno revisó a la baja las previsiones macroeconómicas de su Programa de Estabilidad 2013-2016 para situar la estimación de la caída del PIB en el año en el 1,3%, frente al descenso del 0,5% anterior.

Como en el año anterior, las medidas del gobierno se centraron en hacer frente a la crisis económica y al deterioro del empleo, con el límite impuesto por el objetivo de déficit público fijado por la Comisión Europea, que en 2012 fue del 6,3% (el déficit real alcanzó el 6,98%), lo que obligó a recortes adicionales del gasto público y a implantar una batería de reformas destinadas a fomentar el crecimiento y el empleo.

Las principales medidas adoptadas fueron el mantenimiento del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), un régimen especial de IVA para autónomos y pymes, la ampliación del plan de pago a proveedores y líneas de crédito a pymes para paliar la ausencia de crédito del sector bancario. Entre estas medidas destacó la reforma del sector eléctrico, que supone un ajuste de los costes del sistema de 4.500 mill.€, con el objetivo de eliminar el déficit estructural de tarifa y que implica una subida del recibo de la luz y un ajuste importante a la baja de los ingresos de las energías renovables, hasta situar su rentabilidad con base en el bono del Tesoro a 10 años más 300 p.b. Asimismo, el Gobierno anunció la reforma de la Administración Pública, que afectará a 57 organismos y suprimirá hasta 90 entidades auxiliares.

A partir del segundo trimestre del año se moderó la tónica contractiva, reduciéndose la caída del PIB hasta el -0,1%, a la vez que el número de parados comenzó a disminuir lentamente a partir del mes de marzo.

En septiembre se presentaron los Presupuestos Generales del Estado para 2014, con un doble objetivo: reducir el déficit para cumplir con el objetivo del 5,8% impuesto por Bruselas y lograr un crecimiento económico del 0,7% en 2014. Las principales medidas incluyeron un nuevo marco para las pensiones, la desvinculación de los precios y gastos públicos de la inflación, y cambios fiscales destinados a aumentar los ingresos mediante el incremento de la recaudación entre grandes corporaciones, acompañada de rebajas selectivas para pymes y autónomos. Entre los gastos destaca el descenso del 5,4% de la partida de pagos de intereses de la deuda, hasta 36.590 mill. €, gracias a la mejora de las condiciones de financiación del Estado. Está previsto que en 2014 el Tesoro emita 243.888 mill. € en deuda para hacer frente a sus vencimientos y cubrir sus necesidades de liquidez y que la ratio deuda/PIB alcance el 98,9%. Asimismo, el Gobierno presentó un plan de ajuste presupuestario para las CC.AA. y las corporaciones locales por importe de 16.700 mill. €, hasta el próximo 2015. En relación al recorte del déficit, el del Estado alcanzó hasta noviembre 40.606 mil. €, el 3,96% del PIB, situándose por encima del objetivo comprometido para todo el año (el 3,8% del PIB), debido al incremento del gasto en intereses de la deuda y a las mayores transferencias a la Seguridad Social.

En el tercer trimestre del año, el PIB detuvo sus caídas y presentó un crecimiento del 0,1%, tras 9 trimestres de contracción, que vino acompañado de un pequeño avance del consumo (+0,4%), así como de un incremento del gasto público y la inversión. El sector exterior junto al turismo fueron los motores de este comportamiento positivo, que ha permitido a la tasa de desempleo caer por debajo del 26%. Por otro lado, los precios descendieron en octubre hasta el -0,1% interanual, recuperándose hasta el 0,2% interanual en noviembre y, aunque la perspectiva es que se mantengan bajos durante un periodo extenso de tiempo, no se espera que la economía española entre en deflación.

Las estimaciones del Banco de España indican que la tendencia de mejora de la economía se ha extendido al cuarto trimestre, manteniendo el consumo muestras de dinamismo. En cuanto al mercado laboral, las perspectivas son positivas, como muestra el descenso del número de parados en más de 107.000 personas en diciembre, el mayor descenso de la serie histórica en este mes, hasta situarse el número de desempleados a cierre del año en 4,7 mill. de personas, 147.385 menos que en 2012 y el primer descenso del paro en un año desde 2006.

Las principales perspectivas para la recuperación de la economía española han venido del sector exterior, el buen comportamiento del turismo, las exportaciones y las ganancias en competitividad. Las exportaciones han crecido un 6,2% hasta alcanzar un récord histórico de 196.608 mill. € hasta octubre, mientras que las importaciones han caído un 2% en el mismo periodo, hasta 208.974 mill. €, reduciéndose el déficit comercial hasta 12.366 mill. €, lo que ha situado la tasa de cobertura en un histórico 94,1%. La balanza comercial española alcanzó en marzo su primer superávit de la serie histórica desde 1971 (635 mill. €).

La reducción de la prima de riesgo, así como la mejora de las perspectivas macroeconómicas y de la percepción del mercado español han favorecido el retorno de flujos de capital a la economía del país por parte de inversores internacionales.

Uno de los principales problemas de nuestra economía continúa siendo la escasez de crédito a familias y empresas, lo que dificulta las posibilidades de recuperación. De todos modos, ambos colectivos han seguido durante 2013 su proceso de desapalancamiento.

Las agencias de calificación confirmaron el rating de España en grado *investment* y las 3 principales mejoraron su perspectiva desde negativa hasta estable, la primera revisión al alza desde que empezó la crisis. Todas las agencias destacaron las reformas (económicas y fiscales) para corregir los desequilibrios estructurales, la mejora de la competitividad, las reformas del sistema financiero, las pensiones y el mercado laboral, así como la fortaleza de las exportaciones, pero advirtieron de la ralentización de éstas, de la elevada tasa de paro y del endeudamiento exterior.

En esta línea, la mayoría de las instituciones, bancos y agencias de rating han mejorado sus previsiones de crecimiento para la economía española en 2014, esperando la creación de empleo sostenido en el segundo semestre. Las estimaciones de crecimiento para este año son todavía débiles (entre 0,5%-0,9%) debido al pobre crecimiento del consumo privado, que se ve lastrado por el racionamiento del crédito a empresas y familias.

### Reestructuración del Sector Financiero

El proceso de reestructuración y recapitalización del sistema financiero español ha avanzado de modo significativo, dando el Eurogrupo por concluido el programa de asistencia. Todas las entidades han recibido del FROB los fondos previstos, quedando en sus manos el seguimiento de la evolución del cumplimiento de los compromisos adoptados en el programa de asistencia.

El FROB concluyó el proceso de recapitalización de las entidades del Grupo 1, en el que participaron los instrumentos híbridos emitidos por ellas (PPRs y deuda subordinada) mediante la asunción de quitas (entre el 11% y 61% según el tipo de deuda y vencimiento). Asimismo, estableció un mecanismo de liquidez para las acciones de entidades financieras no cotizadas por parte del Fondo de Garantía de Depósitos, así como un proceso de arbitrajes para los instrumentos híbridos de las entidades nacionalizadas. Las entidades financieras amortizaron a lo largo del año en torno a 6.000 mill. € en PPRs, lo que representa el 92% del saldo existente al inicio del año, y cerca de 8.800 mill. € en deuda subordinada.

Las dificultades del FROB para colocar Catalunya Banc y Novagalicia Banco hicieron que su proceso de adjudicación se retrasase, pero la mejoría de las perspectivas sobre la economía y el sector permitieron adjudicar esta última por 1.003 mil. € en el mes de diciembre al banco venezolano Banesco. En el caso de Catalunya Banc, está prevista su adjudicación a lo largo de 2014, mientras que la mayoría del capital de Bankia permanecerá en manos del Estado.

La *troika* también dio por finalizado el programa de asistencia al sistema financiero español. El informe de la *troika* dio por ejecutados y cumplidos todos los puntos del Memorando de Entendimiento (MOU), reflejando que las entidades se encuentran en una cómoda posición de solvencia y capital. El Gobierno ha utilizado

41.300 mill. € de los 100.000 mill. € concedidos por el Eurogrupo en julio de 2012 para reestructurar a las entidades con problemas.

El Banco de España cuantificó las ayudas financieras públicas recibidas por el sector bancario desde el ejercicio 2009 en 61.400 mill. €, en forma de: participaciones preferentes convertibles (FROB 1, 2009), acciones ordinarias (FROB 2, 2011) y ayudas (acciones ordinarias o CoCos) con cargo al programa de asistencia europea suscrito por España en julio de 2012. Esta cifra incluye las ayudas del Fondo de Garantía de Depósitos, pero excluye los esquemas de protección de activos (EPAs), para las que el Banco de España cifraba el valor presente de la pérdida esperada a finales de 2012 en 6.500 mill. €.

En relación con la evolución del rescate bancario de las entidades españolas, el FMI ha señalado la buena evolución de la reestructuración, destacando que la gran mayoría de las medidas del programa ya han sido implementadas, aunque considera que los riesgos para la economía del país y, por tanto, para el sector financiero siguen siendo elevados.

Dentro del proceso de reforma del sistema financiero, el Gobierno aprobó en noviembre un Real Decreto que permitirá a los bancos computar como fondos propios 30.000 mill. € de los denominados activos fiscales diferidos (DTA), de los que la banca acumula en sus balances más de 50.000 mill. €. Esta medida mejorará las ratios de solvencia de la entidades y el cumplimiento de las ratios de capital en el marco de Basilea.

Por otro lado, el Banco de España cambió sus criterios de provisiones, cuantificando en mayo en 208.200 mill. €, el 13,6% del total, los créditos que podrían provisionarse según los nuevos criterios. De este importe, el 37% (77.000 mill. €) fueron clasificados como dudosos, el 20,6% (42.900 mill. €) eran préstamos subestándar (en riesgo de entrar en mora) y el 42,4% (88.300 mill. €) se encontraba al corriente de pago y sin riesgo de entrar en mora. Las tasas de cobertura de los dudosos y subestándar eran del 40,6% y 20,6%, respectivamente. En este sentido, el Ministerio de Economía ha anunciado que el sistema financiero español tendrá que destinar 10.000 mill. € adicionales a las provisiones en los próximos 2 años debido a las refinanciaciones, lo que supondrá unas necesidades de capital adicionales de 2.000 mill. €.

Asimismo, la autoridad monetaria recomendó a los bancos la limitación del *payout* de los dividendos al 25% de los beneficios en 2013 para poder aumentar su nivel de capital y que considerasen los pagos mediante entrega de acciones, siguiendo las directrices del FMI en este sentido. Además, solicitó a las entidades la adaptación de las cláusulas suelos de su cartera hipotecaria a los criterios de transparencia de la sentencia del Tribunal Supremo a este respecto.

## **Italia**

El gobierno de tecnócratas presidido por Mario Monti dio paso en abril, tras las elecciones, al socialdemócrata Enrico Letta, con el apoyo del partido de Berlusconi, aunque el país ha estado sometido a una importante inestabilidad política durante gran parte del año.

Esta situación provocó que en marzo Fitch rebajase su rating desde A- hasta BBB+, mientras que en julio lo hizo Standard & Poor's hasta BBB. A pesar de ello, la situación parece haberse estabilizado en el segundo semestre del año, lo que ha permitido la mejora de las perspectivas del país y el descenso de su prima de riesgo.

La economía italiana acumula 11 trimestres consecutivos de retrocesos, hasta el -0,1% del tercer trimestre, pero se espera que en 2014 salga de la recesión.

## **Grecia y Chipre**

Grecia ha continuado sujeta a un exigente programa de reformas y ajustes como consecuencia del último rescate al país, lo que ha provocado tensiones con la troika a la hora de evaluar el cumplimiento del programa y permitir la liberación de los diferentes tramos de asistencia financiera al país. A pesar de ello, el problema griego parece encauzado y ha dejado de ser una fuente de inestabilidad a escala global.

Hasta el momento, la Autoridad Griega de Gestión de la Deuda Pública sólo consigue colocar deuda en los plazos más cortos, por lo que parece difícil que este país pueda volver a financiarse con normalidad en los mercados una vez concluido su rescate.

Las perspectivas de la economía griega para 2014 apuntan a que el país estará cerca de volver al crecimiento, después de una crisis de 6 años que ha golpeado duramente los niveles de bienestar social.

En marzo, la UE rescató a Chipre y a sus bancos, por importe de 10.000 mill. €, alcanzando un acuerdo con el Gobierno del país según el cual los depósitos hasta 100.000 € permanecieron intactos, pero a partir de ese saldo, los depositantes asumieron parte de las pérdidas y participaron en la recapitalización de las entidades financieras del país. Las condiciones del rescate establecieron un plazo de 22 años y un interés del 2,5%, comprometiéndose el país a completar hasta el año 2018 su programa de ajuste fiscal y el proceso de privatizaciones de empresas públicas y semipúblicas.

## **Irlanda y Portugal**

Estas dos economías rescatadas por la UE junto con Grecia han tenido una evolución desigual, concentrándose la recuperación en Irlanda, aunque Portugal empieza a ver también las primeras señales positivas tras su rescate, presentando un crecimiento débil pero positivo. Con el objetivo de hacer más fácil el proceso, a comienzos de año el Eurogrupo acordó extender en 7 años los plazos de devolución de los préstamos concedidos a Portugal (78.000 mill. €) e Irlanda (85.000 mill. €) para su rescate.

Irlanda consiguió completar con éxito su rescate y el Eurogrupo acordó su conclusión definitiva en diciembre, renunciando a cualquier línea de crédito preventiva, por lo que el país se financiará mediante las emisiones de su Agencia Nacional del Tesoro (NMTA) en los mercados internacionales de deuda.

La economía del país crece a tasas superiores al 1% desde el segundo trimestre del año y parece que se encuentra de nuevo en la senda del crecimiento económico, como muestra la mejora de la perspectiva de su rating (BBB+) por Standard & Poor's desde negativa a estable.

La economía de Portugal ha seguido sometida a nuevos ajustes para cumplir sus compromisos con la troika en materia de déficit y reformas, lo que ha provocado nuevos episodios de contestación social. Así, el Gobierno del país tuvo problemas políticos y de inestabilidad derivados de la impopularidad de las medidas de ajuste, pero finalmente la coalición de Gobierno mostró su compromiso de finalizar su mandato. Aunque el Tesoro luso ha mantenido una actividad notable en los mercados de deuda, sus tipos a largo plazo se mantienen relativamente elevados y todavía habrá de pasar cierto tiempo hasta que el país pueda financiarse en su totalidad en los mercados de deuda a un coste razonable. Portugal ha acometido ya la mayor parte de los ajustes y desde el segundo trimestre presenta un crecimiento positivo (+0,2% en el tercer trimestre), que se espera se consolide en 2014 y permita a la UE dar por finalizado su rescate a mediados de 2014, tal como estaba previsto.

## **Francia y Alemania**

En Francia, el gobierno de Hollande se ha visto obligado a realizar importantes ajustes de gasto social y subir los impuestos con el objetivo de mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, que han sido cuestionadas durante todo el año por las agencias de rating, incluyendo la retirada de la triple-A por parte de Standard & Poor's y Fitch.

A pesar del crecimiento del segundo trimestre, la economía francesa se ha deteriorado de modo notable en la segunda mitad del año, presentando un crecimiento negativo del 0,1% en el tercer trimestre, así como indicadores de perspectivas de actividad en contracción, debido al deterioro del consumo y a la caída de las exportaciones.

La canciller Merkel ganó de nuevo en septiembre las elecciones en Alemania y gobernará una tercera legislatura en coalición con los socialdemócratas. Alemania sigue liderando la economía europea y la política europeas, imponiendo en gran medida sus criterios acerca de la construcción del modelo económico y futuro político de la UE. A pesar de la fragilidad de su crecimiento, la economía alemana lidera la recuperación en

Europa con un avance del 0,3% en el tercer trimestre impulsado por el sector manufacturero y el crecimiento de la producción industrial.

## **Estados Unidos**

Las decisiones políticas y económicas del segundo Gobierno del Presidente Obama vinieron condicionadas por la necesidad de consolidar la recuperación de la economía americana, de evitar los efectos de los ajustes automáticos de los gastos derivados del *fiscal cliff* y los efectos de un posible contagio de los problemas de la zona euro, que pudieran poner en peligro su recuperación. Para alcanzar este objetivo contó con la ayuda inestimable de la FED, que mantuvo durante todo el año su compromiso con el crecimiento y el empleo a través de su política de expansión monetaria (Q3), instrumentada a través de compras de activos de deuda del Tesoro a largo plazo y bonos de titulización por importe de 85.000 mill. \$ mensuales, al considerar que sus beneficios compensaban sobradamente los riesgos incurridos.

La economía americana comenzó mostrando síntomas de debilidad, pero conforme avanzaba el año fue consolidando la intensidad de su crecimiento, hasta alcanzar el 4,1% en el tercer trimestre del año, apoyándose en la recuperación del mercado inmobiliario y en el comportamiento positivo del mercado laboral. El crecimiento y la mayor parte de los indicadores macroeconómicos mostraron progresivamente su fortaleza, siendo la tasa de desempleo relativamente elevada (7% en noviembre frente el 7,8% a cierre de 2012), el único indicador que mostró un comportamiento poco satisfactorio.

El 18 de julio, el presidente de la FED adelantó ante los Comités de Servicios Financieros del Congreso y Senado, que esperaba comenzar a reducir los estímulos monetarios a partir de finales del año, pero condicionó esta decisión a la evolución de la economía y de la tasa de desempleo.

En octubre, la falta de acuerdo entre demócratas y republicanos sobre el recorte de gastos derivado del *fiscal cliff* provocó el cierre parcial de la Administración Federal, aunque finalmente alcanzaron un acuerdo sobre el techo de la deuda a punto de expirar el plazo. En diciembre volvieron a alcanzar un nuevo acuerdo presupuestario hasta 2015, que reduce la probabilidad de un nuevo cierre temporal de la Administración y el riesgo que ello supone para la economía.

En la última reunión de la FED del año de mediados de diciembre, tal y como esperaban los mercados, su presidente anunció el comienzo de la retirada gradual de estímulos monetarios a la economía. A partir de enero de 2014 la FED comenzará a comprar deuda en los mercados por importe de 75.000 mill. \$ mensuales (35.000 mill. \$ en cédulas hipotecarias y 40.000 mill. \$ en bonos), frente a los 85.000 mill. \$ mensuales utilizados hasta ahora.

El actual presidente de la FED, Ben Bernanke, finaliza su mandato el 31 de enero de 2014 y su sustituta será Janet Yellen, quien se ha mostrado partidaria de la política de Bernanke de mantener los estímulos monetarios sobre la economía americana mientras el desempleo se mantenga en las tasas actuales.

## **China y Japón**

La economía China mostró signos de desaceleración durante la mayor parte del año, si bien su ritmo de expansión se mantiene por encima del 7,5%.

El Banco de Japón anunció en abril el comienzo de una fase de expansión monetaria, tanto en términos cualitativos como cuantitativos, que mantiene hasta el día de hoy y que supone aumentar la base monetaria a un ritmo anual de entre 60 y 70 bill. ¥, lo que ha favorecido a la economía nipona, recuperándose de modo moderado durante todo el año.

## **Calificaciones Crediticias – Ratings**

El año comenzó con nuevas rebajas de rating para el Reino Unido (Moody's le rebajó desde Aaa hasta Aa1 y Fitch lo hizo desde AAA hasta AA+, manteniéndole únicamente Standard & Poor's con la máxima calificación) e Italia (Fitch le rebajó desde A- hasta BBB+), pero también con las primeras mejoras de las calificaciones o de

la perspectiva de éstas en los últimos años, destacando las mejoras sobre las calificaciones de los países periféricos de la zona euro, entre ellos Irlanda, España e incluso Italia.

Las mejoras en las perspectivas de los ratings se han extendido a los avances en las calificaciones de las principales empresas de estos países y sus bancos, siendo el fundamento para ellas la perspectiva de la recuperación de estas economías y su vuelta al crecimiento.

#### Variación de los Ratings de emisores soberanos en 2013

Zona Euro	Moody's		Standard & Poor's		Fitch	
	Enero	Diciembre	Enero	Diciembre	Enero	Diciembre
Alemania	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
Francia	Aaa	Aaa	AA+	AA	AAA	AA+
Austria	Aaa	Aaa	AA+	AA+	AAA	AAA
Bélgica	Aaa	Aaa	AA	AA	AA	AA
Países Bajos	Aaa	Aaa	AAA	AA+	AAA	AAA
España	A3	A3	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Italia	A2	A2	BBB+	BBB	A-	BBB+
Grecia	Caa2	B3	B-	B-	CCC	B-
Portugal	B32	Ba3	BB	BB	BB+	BB+
Irlanda	A3	A3	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>UE</b>						
Reino Unido	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AA+
<b>Resto del Mundo</b>						
Estados Unidos	Aaa	Aaa	AA+	AA+	AAA	AAA
Japón	Aaa	Aaa	AA-	AA-	A+	A+

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## RENTA VARIABLE

### Evolución de los índices y volúmenes de contratación

El Ibex35 cerró el año en 9.916,7 puntos (+21,4% respecto de 2012, -34,7% desde el cierre de 2007). El máximo anual, de 10.037,8 puntos, se alcanzó el 21/10 y el mínimo anual, de 7.553,2 puntos, el 24/06. El selectivo español experimentó una importante revalorización en el año al igual que los principales índices internacionales:

Índice	Var. % 2013	Var. % acum. desde 2007
Ibex 35	21,4	-34,7
Fráncfort (DAX 30)	25,5	18,4
París (CAC 40)	18,0	-23,5
Milán (FTSE MIB)	16,6	-50,8
Eurostoxx50	17,9	-29,3
Londres (FTSE 100)	14,4	4,5
Dow Jones Industrials	26,5	25,0
Nasdaq 100	35,0	72,3

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La capitalización del Ibex35 se situó a finales de 2013 en 430.933 mill. €, frente a 324.460 mill. € a finales de 2012, lo que representa un incremento del 32,81%. Este incremento habría estado motivado por el mejor comportamiento de las cotizaciones de los valores integrantes del índice y las ampliaciones de capital realizadas por distintas entidades financieras con el objeto de reforzar su base de capital. En los tres últimos años el valor de mercado del conjunto de las empresas pertenecientes al selectivo se ha incrementado en aproximadamente 73.167 mill. €.

Dentro del selectivo español los valores que han experimentado mayores ganancias han sido: Gamesa (+356,63%), Sacyr (+128,03%), IAG (+117%), FCC (+72,63%), Mediaset (+64,81%) y Amadeus IT (+63,28%). Solamente cuatro valores han experimentado pérdidas en el año, destacando las de Bankia (-74,06%) y Acciona (-25,7%).

La Bolsa española ha negociado en renta variable durante 2013 un volumen efectivo de 703.658 mill. €, un 0,67% superior al de 2012. El número de negociaciones ascendió a 48,6 millones, un 19,7% superior al registrado en 2012.

El Comité Asesor Técnico del Ibex 35 no realizó cambios en su reunión de seguimiento trimestral del día 7/03, con lo que el selectivo continuó estando compuesto por 34 valores después de la exclusión de Bankia. Posteriormente, en su reunión extraordinaria del día 9/04, acordó incluir a Jazztel en el índice. Seguidamente, en su primera reunión ordinaria del año, se decidió dar entrada a Ebro Foods en sustitución de Abengoa, con efectos desde el 01/07. Finalmente, con efectos del día 23/12, se acordó la incorporación al selectivo de Bankia y Gamesa en sustitución de Endesa y Acerinox.

### **Evolución de los resultados empresariales**

El análisis agregado de los resultados empresariales correspondientes a las compañías del Ibex35 refleja un descenso interanual del beneficio por acción del 56,1% en 2013, tras la caída del 64,6% experimentada en 2012. El dividendo por acción se ha reducido un 19,5% (+9,93% en 2012). La ratio PER se sitúa a finales de 2013 en 14,6, equivalente a una subida interanual del 34%. La rentabilidad sobre el capital (ROE) se sitúa a finales de 2013 en niveles del 3,1%.

En el caso del Eurostoxx50, el análisis agregado de los resultados empresariales revela un incremento interanual del beneficio por acción del 24,4% en 2013, frente al descenso del 36,5% en 2012. El dividendo por acción retrocedió un 9,4%. La ratio PER se sitúa a finales de 2013 en 12,7, con un aumento interanual del 20,8%. El ROE a finales de 2013 alcanzaba el 8,6%.

En 2013, el beneficio por acción creció un 7,8% interanual en el S&P 500 (frente a un crecimiento del 3,5% en 2012), mientras que el dividendo por acción se incrementó un 9,2%. Por su parte, la ratio PER del índice norteamericano se sitúa en 15,2, equivalente a una subida interanual del 21,4% y la rentabilidad del capital se sitúa en el 14,5%, gracias a una mejora del margen de beneficios que se ha visto favorecido por la reducción de costes.

<b>Evolución de los resultados empresariales</b>				
<b>Índice</b>	<b>Var. BPA (%)</b>	<b>Var. DPA (%)</b>	<b>PER</b>	<b>ROE (%)</b>
Ibex 35	-56,1	-19,5	14,6	3,1
Eurostoxx 50	24,4	-9,4	12,7	8,6
S&P 500	7,8	9,2	15,2	14,5

**Fuente: Bloomberg**

A pesar del descenso frente a 2012 motivado por los menores dividendos pagados por las empresas que componen el índice, el Ibex35 continúa siendo el selectivo con mayor atractivo en relación a la rentabilidad por dividendo, aproximadamente un 4,2% a finales de 2013 (frente al 6,4% del 2012), superior a la de los otros dos índices (Eurostoxx50, 3,5%, y S&P500, 1,9%).

### **Actuaciones relativas a la restricción sobre las ventas en corto y entrada en vigor del nuevo marco jurídico.**

El 31/01/13, la CNMV acordó no prorrogar la prohibición sobre ventas en corto que vencía en esa fecha al haber remitido los hechos y circunstancias que habían motivado su adopción.

La prohibición se había acordado inicialmente el 23/07/12, por la situación de extrema volatilidad que atravesaban los mercados de valores y ante la posibilidad de que éstos viesan perturbado su ordenado funcionamiento. La prohibición se adoptó por un período de 3 meses, hasta el 23/10/12. No obstante, y

teniendo en cuenta el proceso de reestructuración en el que se encontraba inmerso el sector financiero español para cubrir las necesidades de capital del conjunto de la banca, la CNMV acordó prorrogar la prohibición del 23/07/12 hasta el 31/10/2012. Posteriormente, el 1/11/12, una vez resultó de aplicación el Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (el Reglamento (UE) 236/2012), la CNMV adoptó una nueva prohibición temporal por tres meses, hasta el 31/01/13.

Además de la investigación de la operativa de Bankia en el mes de mayo, en 2013 se ha realizado un importante esfuerzo de supervisión del cumplimiento de las obligaciones establecidas por el Reglamento (UE) 236/2012, en particular: (i) del régimen de transparencia, que incluye la notificación y publicación de las posiciones cortas netas; (ii) del cumplimiento de las condiciones para realizar las ventas en corto; (iii) del régimen de exenciones para los creadores de mercado y operadores del mercado primario de deuda; y (iv) durante el tiempo que estuvo en vigor la prohibición sobre ventas en corto, del cumplimiento de las restricciones derivadas de dicha prohibición.

### **Evolución de las posiciones cortas**

Desde el 1/11/2012 resulta de aplicación el Reglamento (UE) 236/2012, de forma que las comunicaciones realizadas a lo largo de 2013 se han hecho conforme al régimen de transparencia previsto en el mismo. En el análisis de las comunicaciones recibidas hay que tener en cuenta que entre el 1 y el 31/01/13 estuvo en vigor la prohibición adoptada por la CNMV para las ventas en corto, mientras que durante 2012 esta prohibición estuvo en vigor desde el 23/07/12 hasta el final del ejercicio.

En 2013, se ha recibido un total de 1.971 comunicaciones de posiciones cortas netas, equivalentes a una media diaria de 7,7 comunicaciones. Las posiciones cortas netas comunicadas afectaban a 47 emisores a 31/12/13. Las principales posiciones cortas netas agregadas a finales de 2013, expresadas como porcentaje de la posición equivalente en acciones sobre el capital social del emisor, correspondían a: Melia (10,47%), Indra (6,22%), Acerinox (4,96%), Acciona (3,80%) y Técnicas Reunidas (3,81%).

La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2013 en el 0,365% del capital, frente al 0,475% en la fecha de entrada en vigor del nuevo régimen, el 01/11/12, y al 0,376% en que se encontraba a finales de 2012.

### **Ampliaciones de capital**

Al igual que en 2012, en 2013 hay que destacar las ampliaciones realizadas por diversas entidades financieras de tamaño medio para reforzar su base de recursos propios.

En este sentido, el FROB acordó en marzo una ampliación de capital por importe de 15.540 mill. € en Bankia como parte de su proceso de recapitalización. El Bco. de Sabadell realizó en septiembre una ampliación de capital por importe de 1.383 mill. €. Finalmente en diciembre, el Bco. Popular acordó una ampliación de capital por 450 mill. € para dar entrada a inversores mexicanos.

Además, en octubre, Abengoa emitió acciones de clase B por importe de 450 mill. € que fueron admitidas a negociación en los EE.UU. y en España.

### **Ventas y colocaciones de autocartera**

Durante 2013 diversas compañías se desprendieron de su autocartera con el objetivo de reducir su endeudamiento.

En enero, ACS vendió el 6,4% de su capital por 360 mill. € y suscribió un contrato de derivados sobre el mismo porcentaje de capital, a dos años y con liquidación en efectivo. En marzo, dos importantes empresas nacionales vendieron su autocartera. Por una parte, Telefónica realizó una colocación acelerada del 2% de su capital por 975 mill. €, mientras que Repsol vendió al fondo Temasek el 5% de su capital por 1.036 mill. €.

En junio, Ence vendió el 5% de su capital a 2 sociedades por 27,4 mill. €. Por su parte, FCC, que tenía una autocartera cercana al 10%, realizó dos operaciones relevantes sobre sus acciones propias. En julio, colocó el 3% de su capital por 31 mill. € y en octubre comunicó la venta de un 6% adicional por 133,5 mill. €.

## **Compras y ventas de paquetes accionariales por empresas industriales o de servicios**

Durante 2013 ha habido diversas operaciones de venta de participaciones significativas en sociedades cotizadas. Estas ventas se instrumentaron, en la mayor parte de los casos, a través de colocaciones aceleradas, que se acentuaron durante la segunda mitad del año aprovechando el mejor comportamiento de la bolsa.

En marzo, la sociedad de cartera de Juan Abelló, Torreal, vendió por 70 mill. € el 9,6% del capital de Sacyr. En julio, el mayor accionista de Ferrovial, la familia Del Pino, vendió el 1,4% de la sociedad en una colocación acelerada por 127 mill. €, mientras que en septiembre llevó a cabo una colocación acelerada del 1,9% del capital de Acerinox por 40 mill. €.

Por su parte, la SEPI redujo su participación en EADS hasta el 4,1% del capital, tras realizar una colocación del 0,4% por 125,7 mill. €.

En octubre, Alken Asset Management colocó el 2,7% del capital con derecho a voto de Grifols (acciones clase A) por 168 mill. €. En noviembre, Pontegadea Inversiones, propiedad de Amancio Ortega, acordó la venta del 4,05% del capital de NH Hoteles al grupo chino HNA. Por su parte, C.F. Alba vendió en octubre el 1% del capital de ACS por 77 mill. € y en noviembre el 3% del capital de Prosegur por 80,5 mill. €. En diciembre, el accionista de control de FCC vendió un 3,8% del capital por 72,5 mill. €, reduciendo su participación hasta el 50,16%.

## **Ventas de participaciones en sociedades cotizadas realizadas por entidades financieras**

La venta de participaciones industriales y de servicios por parte de entidades financieras obedece al objetivo de reducir la cartera de participadas y reforzar la base de capital.

En enero, varias cajas de ahorros, a través del vehículo Atalaya de Inversiones, vendieron el 5% de Tubacex por 13,5 mill. €. Otro vehículo inversor de las cajas, Liquidambar Inv. Financieras, vendió en febrero el 6,2% del capital de Duro Felguera por 49,4 mill. €.

En marzo, la Caixa vendió por 342 mill. € el 3% de Abertis a OHL que, tras la operación, elevó su participación en Abertis hasta el 18,9% del capital, mientras que en noviembre colocó el 5,2% de Caixabank por aproximadamente 900 mill. €. En mayo, NCG vendió el 5,2% del capital de Sacyr por 49 mill. €, mientras que Bco. de Sabadell vendió un 6% de Meliá por 61 mill. €. Por su parte, Liberbank colocó en junio un 5% de Indra por 90 mill. €.

BFA realizó importantes ventas en el año: en junio colocó el 12,1% del capital de IAG por 675 mill. €, en agosto vendió a la SEPI el 20,2% de Indra por 337 mill. €, y en septiembre comunicó la venta de un 12% del capital de Mapfre por 979 mill. €, con unas plusvalías de 165 mill. €. BFA mantiene el 5,1% de Iberdrola y el 12,6% de NH Hoteles.

NH Hoteles se ha visto especialmente afectada por este proceso desinversor de las antiguas cajas de ahorros, así en septiembre, BMN Banco y NCG vendieron conjuntamente un 4,3% de su capital por 46 mill. €. Posteriormente, Kutxabank vendió un 5% adicional de NH Hoteles por 59 mill. € y en octubre, Ibercaja vendió un 3,1% por 37 mill. €.

Además, siguiendo la tendencia de otros accionistas significativos de BME que han vendido su participación en la entidad, el Bco. de España colocó el 5,3% del capital de BME por 122 mill. €. Por último, en diciembre Liberbank vendió un 3% de Hidroeléctrica del Cantábrico por 106 mill. €.

## **Adquisiciones y ventas de compañías extranjeras por empresas españolas**

BBVA anunció a lo largo de 2013 importantes desinversiones en activos extranjeros. En febrero, vendió su negocio de pensiones en Chile por 1.120 mill. €, obteniendo una plusvalía de 500 mill. €, en abril vendió su gestora en Perú por 544 mill. \$, en julio vendió su filial en Panamá por 646 mill. \$ y en octubre vendió por 944 mill. € el 5,1% del banco chino Citic Bank Corp., reduciendo su participación hasta el 9,9% del capital. También destacaron las operaciones realizadas por el Bco. Santander, que en marzo colocó el 5,2% de su filial polaca,

WBK, por importe de 285 mill. €, reduciendo su participación hasta el 70% del capital, mientras que en diciembre adquirió un 8% del Bank of Shanghai en una operación valorada en 470 mill. €.

Telefónica, dentro de su objetivo de reducir su endeudamiento financiero, vendió diversos activos en 2013, entre ellos, activos en América Central por importe de 500 mill. \$, la filial O2 Irlanda por 850 mill. € y el 65,9% de su filial checa por 2.467 mill. €, reduciendo su participación hasta el 4,9%. Por el lado de las compras, destacó el acuerdo para la compra de la filial alemana de KPN, E-Plus, valorada en 8.550 mill. €.

Bankia, en el marco de su plan de venta de participadas, anunció en mayo la venta del City National Bank of Florida por 882 mill. \$, mientras que Caixabank vendió en junio un 10,1% del mexicano Grupo Financiero Inbursa por 1.041 mill. €.

Abertis, dentro de su estrategia de desinversión en activos aeroportuarios, anunció en julio la venta de los aeropuertos de Belfast y de Skavsta junto con varias sociedades en los EE.UU por 284 mil. €, y posteriormente, la venta del aeropuerto de Luton por 502 mill. €. Por su parte, Ferrovial vendió en octubre el 8,6% de FGP Topco, cabecera de Heathrow Airport Holdings, por 463 mill. €, reduciendo su participación en la sociedad hasta el 25%.

Grifols compró en noviembre la unidad de diagnóstico sanguíneo de Novartis por 1.240 mill. €.

## **Opas**

Durante 2013 se presentaron seis opas en las bolsas de valores españolas, de las que dos tuvieron por objeto la toma de control de la sociedad afectada, una se dirigió a la adquisición de acciones propias y las tres restantes fueron de exclusión.

En enero, Agbar presentó una opa sobre el 86,38% del capital de Aigües de Sabadell a un precio de 60 € por acción. La opa, condicionada a su aceptación por el 37,38% del capital, tuvo resultado positivo.

En mayo, Duro Felguera formuló una opa voluntaria parcial dirigida al 9,6% de su capital a un precio de 5,53 €.

Por su parte, la china Shuanghui International alcanzó en mayo el control sobrevenido del 37% del capital de Campofrío, tras haber comprado Smithfield Foods, accionista de control de Campofrío. Shuanghui International anunció, en aplicación de la normativa de opas, su intención de reducir su participación en Campofrío por debajo del 30%. Posteriormente, el grupo mexicano Sigma presentó en noviembre una opa sobre el 100% de Campofrío a un precio de 6,80 € por acción. Por último, a finales de diciembre, Shuanghui y Sigma anunciaron un acuerdo mediante el cual la compañía china conservaría su participación en Campofrío y se elevaba el precio de la oferta hasta 6,90 € por acción. A cierre de 2013 esta opa no ha sido autorizada.

## **Salidas a bolsa**

En este apartado, únicamente cabe mencionar la admisión a negociación de Liberbank, resultado de la fusión de Cajastur, CCM, Caja Cantabria y Caja Extremadura, a través de un procedimiento de listing a un precio de 0,4 € por acción.

Además, a lo largo del año se han sucedido las noticias sobre la posible privatización de Aena, que se instrumentaría mediante la venta del 60% de su capital a través de un proceso que incluiría una OPV y la creación de un núcleo estable de accionistas de entre 3 y 5 inversores que adquirirían una participación de entre el 20% y el 30% de su capital.

## **Exclusiones**

Durante 2013, tres sociedades, Metrovacesa, Vueling y Corporación Dermoestética, fueron excluidas de negociación tras las opas de exclusión de las que fueron objeto.

Asimismo, fueron excluidas de negociación las acciones de Banesto, tras su fusión con el Bco. Santander, y las acciones de Bco. de Valencia tras su fusión con Caixabank.

## Valores que permanecen suspendidos de negociación

A finales de 2013 permanecían suspendidos de negociación los siguientes valores: Dogi (desde 27/05/09), Nyesa Valores (desde 29/09/11), Martinsa-Fadesa (desde 14/07/08), Indo (desde 18/06/10), Cleop (desde 12/06/12), Fergo Aisa (desde 20/04/12), CAM (cuotas participativas, desde 9/12/11), Sniace (desde 9/09/13), La Seda de Barcelona (desde 17/06/13), Renta Corporación (desde 19/03/13), Pescanova (desde 12/03/13) y Reyal Urbis (desde 19/02/13).

## Reorganizaciones y acuerdos societarios

Repsol anunció en febrero la venta de sus activos de gas natural licuado a la angloholandesa Shell, en una operación valorada en 6.653 mill. \$, mientras que en noviembre aprobó un principio de acuerdo con el gobierno argentino sobre la compensación por la expropiación de su participación del 51% en YPF, que se instrumentará mediante la entrega de bonos argentinos a 10 años.

Por su parte, NH Hoteles alcanzó en febrero un acuerdo con la china HNA, para la suscripción de una ampliación de capital dineraria por 234 mill. € (equivalente al 20% del capital) y un acuerdo con el fondo HPT para la venta de hoteles en Latinoamérica.

Durante el año, el FROB anunció la adjudicación de dos entidades. El Bco. Gallego fue adjudicado al Bco. de Sabadell y NCG al venezolano Banesco por 1.003 mill. €.

En abril, Abengoa anunció la venta de Befesa Medio Ambiente a un grupo de fondos de inversión por 1.075 mill. €.

El Bco. Santander comunicó en mayo un acuerdo para dar entrada en el capital de su sociedad de gestión de activos a dos inversores, en una operación que valoraba la gestora en 2.047 mill. € y suponía una plusvalía neta de 700 mill. €.

En junio, CIE Automotive anunció una alianza con el grupo indio Mahindra, que pasará a ser su segundo accionista con un 13,5% del capital.

Telefónica alcanzó en septiembre un acuerdo con el resto de accionistas de Telco, sociedad titular del 22,4% del capital de Telecom Italia, para incrementar su participación hasta el 66% (con opción de elevarla al 70%), mediante la aportación de capital y acciones propias por importe de 860 mill. €.

En noviembre, Bco. Santander y Bco. Popular anunciaron acuerdos para la venta de sus plataformas de gestión de activos inmobiliarios. Bco. Popular comunicó que el importe de la venta había sido de 715 mill. € más un importe variable de hasta 100 mill. € según la evolución del negocio (plusvalía de 710 mill. €), mientras que Bco. Santander comunicó que el importe de la venta había sido de 664 mill. € (plusvalía de 385 mill. €).

## Operaciones de financiación

Parte de las operaciones de financiación más destacadas de 2013 correspondieron a sociedades vinculadas al sector de la construcción.

En abril, Uralita anunció la formalización de un crédito con el fondo de inversión KKR por importe de 320 mill. € y un período de vencimiento de 7 años.

Por su parte, Realia comunicó en julio un acuerdo para ampliar en 3 años el plazo de amortización de su deuda hasta junio de 2016. Posteriormente, en noviembre anunció la búsqueda de inversores para aportar fondos a la sociedad y dar salida a sus dos máximos accionistas, Bankia y FCC, y en diciembre comunicó la capitalización de un crédito otorgado por FCC, tras lo que la participación de FCC en Realia se elevó hasta el 36,8%.

En la parte final del año Quabit comunicó un acuerdo con el 99% de su banca acreedora para la reestructuración de su deuda financiera, de 820 mill. €. Por su parte, Prisa alcanzó un acuerdo con la banca acreedora para refinanciar su deuda, de 3.400 mill. €, que incluye una ampliación de capital instrumentada

mediante la emisión de warrants destinada a 16 inversores institucionales para el otorgamiento a Prisa de una línea de crédito por 354 mill. €.

Destacan las operaciones de financiación a base de la emisión de deuda convertible en acciones ya emitidas de sociedades cotizadas participadas por el emisor. En octubre, ACS acordó una emisión de bonos convertibles en acciones de Iberdrola de su titularidad por 700 mill. €, mientras que CaixaBank anunció una colocación acelerada de un bono canjeable en acciones de Repsol de su propiedad, representativas del 2,5% del capital, por importe de 593 mill. €. Por su parte, la Caixa emitió en noviembre bonos canjeables en acciones de CaixaBank, por hasta un máximo del 3,4% de su capital y un importe de 750 mill. €.

### **Situaciones concursales**

A lo largo de 2013 son varias las sociedades cotizadas que han solicitado acogerse a la Ley Concursal.

En este sentido, Service Point, Vértice 360 e Inmofiban solicitaron el precurso de acreedores, mientras que Pescanova, Reyat Urbis, Renta Corporación, Sniace, La Seda y Fergo Aisa se encuentran ya inmersas en el concurso de acreedores.

### **Operaciones corporativas en el ámbito internacional**

Entre las mayores operaciones del año destacaron las relacionadas con el sector tecnológico y de las telecomunicaciones.

En febrero, M. Dell anunció un acuerdo para comprar y excluir de negociación a la compañía Dell en una operación valorada en 24.400 mill. \$. Por su parte, Berkshire Hathaway, vehículo inversor de W. Buffet, junto con el fondo brasileño 3G Capital anunció la compra de la empresa alimentaria Heinz por 28.000 mill. \$.

En julio, el grupo Omnicom y la francesa Publicis anunciaron su fusión, creando el mayor grupo mundial dentro del sector de agencias de publicidad, con una capitalización superior a los 35.000 mill. \$. Por su parte, la japonesa SoftBank Corp. adquirió Sprint Nextel, operador de telefonía móvil de los EE.UU., tras ofrecer 21.600 mill. \$.

Las plataformas electrónicas BATS Global Markets y Direct Edge anunciaron su fusión en agosto, en una operación que dará lugar al segundo mayor mercado por volumen de contratación en los EE.UU., tan sólo por detrás de la NYSE. Además, la SEC aprobó la adquisición de NYSE Euronext por parte de Intercontinental Exchange, que dará lugar al tercer mayor gestor bursátil a escala global.

En septiembre, Vodafone cerró la compra de Kabel Deutschland, la empresa de cable más grande de Alemania, por 7.700 mill. €, y alcanzó un acuerdo con Verizon para la venta del 45% de Verizon Wireless por 130.000 mill. \$, en lo que supuso la tercera operación corporativa más importante de la historia. Además, Microsoft anunció la compra de la división de telefonía móvil de Nokia por 5.440 mill. € en efectivo y Blackberry aceptó la oferta de compra de 3.500 mill. € presentada por Fairfax Holdings.

En noviembre, se autorizó la fusión entre American Airlines y US Airways que dio lugar a la mayor aerolínea del mundo, y Twitter debutó en bolsa a un precio de 26 \$ por acción, lo que implicaba una valoración de 14.200 mill. \$.

A lo largo del año se han sucedido las multas a entidades bancarias extranjeras por prácticas ilícitas, destacando el acuerdo alcanzado por JP Morgan con el gobierno de los EE.UU. para el pago de 13.000 mill. \$, al objeto de concluir con las investigaciones por fraude de las hipotecas subprime, la multa más alta pagada en la historia del país.

### **Proceso de reforma del sistema financiero. Progresos en el proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores**

Durante 2013 el trabajo sobre el proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores ha seguido su curso. El inicio del Proyecto de Reforma del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores se remonta a febrero de 2010 con la publicación de un documento sometido a consulta pública. La

respuesta generalizada, de lo que puede considerarse una muestra muy significativa de la industria financiera europea, fue de amplio respaldo y apoyo a la iniciativa de la CNMV y del Banco de España, resaltando el objetivo de converger lo antes posible a las prácticas seguidas en nuestro entorno.

Dos son los hitos más importantes en este proceso para la CNMV a lo largo de 2013. El primero de ellos, fue la publicación del documento "Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación" que informaba de los principales avances en el desarrollo del nuevo Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores en el mercado español. El documento contiene los principales elementos de consenso alcanzados en el proceso de reforma que han permitido cerrar la fase de diseño del nuevo sistema, para comenzar la subsiguiente fase de desarrollo.

El documento se estructuró en tres apartados: el primero resume los principales cambios que traerá la reforma y enumera algunas de las modificaciones operativas que inducirán dichos cambios; el segundo apartado, denominado "Entidad de Contrapartida Central (ECC) de instrumentos de Renta Variable", describe los rasgos funcionales y las principales características de los servicios que ofrecerá la futura ECC y su encaje operativo en las funcionalidades de la poscontratación del mercado español; y el tercer apartado, denominado "Nuevo Sistema de Registro y Liquidación", describe el ámbito, contenido y funcionamiento del nuevo del sistema de liquidación y registro, los procedimientos de comunicación y case de operaciones y el funcionamiento del nuevo sistema de liquidación basado en saldos.

La elaboración del documento fue dirigida y orientada por el Comité de Coordinación, órgano creado al objeto de dirigir las tareas a realizar, proporcionar criterios orientadores y asegurar el cumplimiento de los trabajos dentro de los plazos establecidos. Este Comité está presidido por la Vicepresidenta de la CNMV y cuenta con representantes del Banco de España, de Bolsas y Mercados Españoles, de la Asociación Española de Banca, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, del Fondo General de Garantía de Inversiones y de los principales participantes en las actividades de liquidación.

El segundo de los hitos de 2013 fue la celebración por la CNMV de la "1 Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores" con el objeto de dar a conocer el estado de los trabajos en curso así como discutir el futuro panorama de los sistemas de poscontratación del mercado español.

Las discusiones se organizaron en mesas temáticas que abordaron, entre otros asuntos, los aspectos prácticos relacionados con las oportunidades que traerá la reforma, las funcionalidades de la ECC, el nuevo sistema de liquidación de valores por saldos en el contexto de TARGET2-Securities (T2S) y los aspectos relevantes de la llevanza del nuevo sistema de registro de valores.

Por último, es importante destacar que, aunque los trabajos desarrollados en 2013 han permitido avanzar notablemente y cubrir etapas importantes, es mucho el trabajo que queda por hacer, y el plazo disponible para ello es muy ajustado. La primera fase, la migración de la plataforma de liquidación de la renta variable al nuevo sistema, tendrá lugar entre el 7 y el 9 octubre de 2015. La segunda, la reducción del plazo de liquidación de los tres días actuales, a los dos días que establece el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, tendrá lugar en noviembre de 2015 y la última fase, la migración de la plataforma CADE al nuevo sistema y la incorporación de Iberclear a T2S será en febrero de 2017.

Un área significativa del trabajo en la que se deberá avanzar en 2014 será la modificación de los reglamentos de las infraestructuras de mercado y poscontratación españolas. En este sentido, la CNMV prevé colaborar con los organismos rectores de los mercados y con el Ministerio de Economía y Competitividad para impulsar la aprobación de un nuevo Reglamento de la Sociedad de Sistemas y un nuevo Reglamento de Bolsas (el actual está vigente desde 1967).

## **DERIVADOS**

### **MEFF**

El precio del futuro de primer vencimiento ha cerrado 2013 con una revalorización del 22,3%, tras tres años de caídas consecutivas que le llevaron a acumular una pérdida del 32%. A lo largo del año ha marcado un

mínimo de 7.402 puntos en junio y un máximo de 10.028 en septiembre, lo que implica una amplitud de 2.626 puntos (35,5%).

La volatilidad implícita del Ibex se movió en 2013 en un rango de 13 p.p. (muy inferior a los 32 de 2012 y los más de 50 p.p. de 2011) y cerró el año en el 18,8% (+0,5 p.p. respecto al cierre de 2012).

El comportamiento de la volatilidad implícita de los principales valores financieros fue similar a la del Ibex: variabilidad inferior a la de años anteriores y mínimos anuales que no se registraban desde mediados de 2008. La volatilidad a cierre de año se situó en 25,25% para el BBVA (-3,3 p.p.) y en 25,30% para B. Santander (-3,7 p.p.).

La negociación diaria en futuros Ibex se incrementó un 16,4% en 2013, con una negociación bastante estable a lo largo de los meses. Sin embargo, el aumento de actividad se debe exclusivamente al incremento en la negociación de los futuros IBEX (+18,1%), ya que los contratos Mini registran una disminución del 17,7%.

Las opciones sobre Ibex (más de 18.000 contratos, la cifra más alta desde 2008) registraron una tasa de incremento del 24,6%, en coherencia con la evolución de los precios y las expectativas del índice, mientras las opciones de compra (*call*) aumentaron un 48% y las opciones de venta (*put*) cayeron un 2%.

A diferencia de los contratos sobre IBEX, en los contratos sobre acciones se produjo una reducción de la actividad, tanto en futuros, que continuaron su caída de los últimos años (-18,2%), como en opciones (-17,5%), que se situaron incluso por debajo del promedio de 2011.

En futuros continuó reduciéndose la concentración del volumen en los 6 subyacentes más líquidos (BBVA, Santander, Telefónica, Iberdrola, Repsol y Banco Popular), que alcanzó el 83%, frente al 87% del 2012 y el 95% en 2011. En diciembre MEFF decidió deslistar los futuros con subyacente acciones no españolas.

La negociación en opciones, que también se concentró en los mismos subyacentes mencionados (94,5%), fue muy volátil a lo largo del año, sin que se pueda identificar una tendencia ni en *calls* ni en *puts*.

La posición abierta en los futuros sobre IBEX presentó una tendencia al alza, lo que ha favorecido el incremento de las cifras de negociación dada la importancia de las operaciones de rollover en las semanas de vencimiento. La posición abierta tras el vencimiento de diciembre/2013 (69.317 contratos) era un 44% superior a la del vencimiento correspondiente de 2012. Sin embargo, la posición abierta en opciones sobre IBEX, a pesar del incremento de negociación en estos contratos, se mantuvo similar a la de 2012, incluso con un ligero recorte en las cifras de final de año. Por su parte, la posición abierta en contratos sobre acciones también se redujo respecto de 2012.

La actividad en los futuros sobre el Bono a 10 años, cuya negociación se inició el 29/05/12, ha ido reduciéndose progresivamente a medida que desaparecía la presión sobre la deuda española. En media diaria se han negociado 54 contratos, pasando de los más de 100 contratos diarios de los primeros meses del año a los 7 del mes de noviembre, con múltiples sesiones sin ninguna operación. La posición abierta cerró el año por debajo de los 300 contratos (-58 respecto al cierre de 2012, pero muy lejos de los cerca de 1.500 contratos que llegó a haber a mediados de enero).

La novedad legal más importante fue la separación de las funciones de mercado y cámara, que autorizó el Ministerio de Economía y Competitividad el 19 de julio, como paso previo para la autorización de la ECC de acuerdo con EMIR. Como parte de este proceso, los contratos flexibles (con vencimiento y, en su caso, precio de ejercicio distinto de los estándares), que hasta ese momento únicamente estaban admitidos a registro para su compensación en la cámara, pasaron a estar admitidos también a negociación en el mercado.

## **Warrants, Certificados y Otros Productos**

La negociación en el segmento de warrants se contrajo en 2013 en términos del efectivo negociado (-3,5%) y en número de operaciones (-11,5%). El efectivo total, inferior a 754 mill. €, ha sido el menor desde el año 2000. La tendencia decreciente se ha mantenido casi constante durante 2013, aunque a finales de año se ha moderado ligeramente. El principal motivo de la caída de volumen es la menor actividad por parte de los inversores institucionales, que cayó un tercio con respecto a 2012, mientras que la inversión de minoristas se incrementó ligeramente.

La negociación en el subsegmento de Warrants experimentó una subida del 4%, lo que le llevó a ganar peso sobre el efectivo total del segmento, hasta concentrar el 89% del mismo. El segmento registró un incremento de la inversión en warrants tipo *call* y con subyacente acciones españolas, en coherencia con el comportamiento alcista de la bolsa española. En el lado negativo, volvió a disminuir la negociación sobre materias primas (-70%), que representó únicamente el 2% del efectivo total (20% en 2011 y 7% en 2012).

El número de instrumentos cotizados en el segmento apenas ha variado en el ejercicio, observándose una paulatina desaparición de las emisiones de Banco Santander compensada con una mayor emisión de BNP Paribas.

## **Mfao**

El volumen negociado en MFAO se ha reducido un 1,92% respecto a 2011. No obstante, la negociación ha sido bastante heterogénea a lo largo de los meses. Durante la primera parte del año se prolongó la tendencia iniciada en agosto de 2012 y se negociaron volúmenes por encima del promedio del año anterior (el volumen mensual enero junio se situó por encima de los 9.000 contratos, frente a los 7.400 de 2012), pero a partir julio los volúmenes se redujeron progresivamente, con un total en diciembre inferior a los 2.500 contratos. Esta tendencia en la negociación es la consecuencia directa de la baja de un miembro muy activo en los últimos años.

A pesar de que en la prensa especializada se incluyeron referencias recurrentes a expectativas de precios alcistas, teniendo en cuenta las previsiones de cosecha y las existencias con las que se debía hacer frente al enlace entre las campañas, a partir de febrero los precios evolucionaron a la baja, lo que influyó en la menor contratación registrada en la segunda parte del año, tanto en futuros como en contado. En el conjunto del año el precio correspondiente al primer vencimiento se ha reducido un 29,8%, hasta situarse en 1.790 €/Tm, precio similar al de julio de 2012.

La mayor actividad al inicio del año propició que la posición abierta alcanzara un máximo histórico de 26.965 contratos el 16 de enero. A partir de ese momento se redujo progresivamente, cerrando el año por debajo de los 8.900 contratos, lo que supone una caída del 63% respecto a la existente a final de 2012, aunque en alguna de las sesiones de noviembre llegó a situarse por debajo de los 6.900 contratos.

Un último factor a tener en cuenta en el análisis de la actividad de MFAO, especialmente en el segundo semestre del año, es la decisión de la Rectora de no adaptarse a EMIR. Este acuerdo, adoptado por el Consejo de la Rectora el 31/07/13, implica la desaparición de MFAO como mercado secundario oficial y la creación de un SMN que será gestionado por una agencia de valores de nueva creación. MFAO decidió que el vencimiento de septiembre de 2014 fuera el último contrato abierto a negociación, lo que implica que cada vez haya un número menor de contratos negociables y a los que traspasar la posición abierta una vez que los futuros van llegando a su vencimiento.

## **Meffpower**

El volumen total registrado en MeffPower se ha multiplicado por cuatro respecto al de 2012, situándose por encima de los 33,7 TWh (8,5 TWh en 2012). Aunque no se ha observado una tendencia clara, todos los meses el volumen ha sido superior al del mismo mes del año previo, destacando especialmente septiembre y octubre, en los que se registró un tercio del total del año. En términos de efectivo, los contratos registrados en este segmento suponen 1,7 bill. €, frente a los 0,4 bill. € del año anterior.

El plazo en el que se ha registrado mayor volumen de energía ha sido el trimestral, con el 36,8% del total, aunque los contratos de menor plazo de entrega (diario y semanales) siguen siendo los más destacados en cuanto a número de operaciones y contratos (58% y 81%, respectivamente).

El grado de concentración de la actividad no ha variado significativamente respecto a 2012, ya que los cinco mayores participantes concentraron el 66,7% del total frente al 63,4% del año anterior. Sin embargo, la actividad de estas cinco entidades se ha incrementado significativamente, puesto que apenas representó el 25% en 2012.

La posición abierta se ha incrementado un 35,7% y ha cerrado el año por encima de 2,3 TWh (aunque en alguna sesión de octubre se situó próxima a los 4 TWh), con el 92% del volumen concentrado en contratos mensuales y trimestrales. Durante 2013 más del 40% de la posición abierta estuvo concentrada en swaps anuales, pero al cierre de año la composición ha variado y los contratos anuales apenas representaron el 7,6%, debido a la transformación de estos contratos en otros de menor vencimiento (procedimiento de cascada que se aplica al llegar el inicio del período de entrega).

El incremento de la posición abierta ha hecho que la garantía media diaria se incrementara hasta 23,8 mill. €, frente a los 12 mill. € de 2012.

En 2013 se han incorporado cuatro nuevos miembros negociadores por cuenta propia y un miembro liquidador.

## **Meffrepo**

El nominal total registrado en MeffClear en 2013 se ha reducido un 7,7% (1,26 bill. € frente a 1,36 bill. € en 2012) y el número de operaciones un 17,7% (12.094 vs 14.697). Los promedios diarios se han situado en 4.932 mill. € y 47 operaciones, con un promedio por operación de 102 mill. €. El porcentaje promedio respecto al total del mercado de simultáneas registrado en la Cámara fue de un 21,5% (vs 25% en 2012).

El plazo medio de las simultáneas se incrementó hasta 8,58 días, superando en algunos meses los 10 días, frente a los 6,74 días de promedio en 2012.

El riesgo medio registrado en la cámara ha estado todo el año por debajo del dato de cierre de 2012, cerrando diciembre en 32.645 mill. € (-8,5%). Como es habitual, la mayor parte del riesgo (84%) corresponde a operaciones con plazo de vencimiento inferior al mes. Desde el final de septiembre de 2012 no se han registrado operaciones con vida residual superior al semestre (182 días), lo que ha hecho que el plazo medio del riesgo registrado se haya reducido hasta 23,3 días (26,3 días en 2012). Al cierre de diciembre de 2013 no había operaciones de vida residual superior al trimestre (92 días), reduciéndose el plazo medio del riesgo registrado hasta 18,6 días.

## **RENTA FIJA**

### **Actividad de los mercados de renta fija**

La negociación en AIAF (1,29 bill. €) se ha reducido (-49,6%) por segundo año consecutivo de modo significativo, siendo una de las principales causas el descenso de nuevas emisiones canalizadas a los mercados españoles de renta fija que, hasta noviembre, ha representado una caída del 63% respecto al mismo periodo de 2012. Atendiendo a la tipología de las operaciones, el volumen de las simultáneas se redujo un 53,3% respecto del año anterior y el de las de vencimiento un 31,1%. En la plataforma SEND de este mercado, la negociación ha alcanzado este año los 2.723 mill. € (+121,4%). Desde abril se ha incorporado a ella la contratación de deuda pública, que ha representado el 5,4% de su negociación. Asimismo, en el Mercado Electrónico de Renta Fija (563 mill. €), la actividad ha crecido un 42%, debido al incremento de la contratación de emisiones de deuda convertible procedentes de los diferentes canjes.

### **Tipos de interés**

El año se inició con los tipos oficiales en el 0,75% y el mercado interbancario seguía sin funcionar con normalidad, pero disponiendo las entidades de las subastas de liquidez del BCE a plazos de una semana, un mes y 3 meses para financiarse a corto plazo. Tanto el EONIA como los tipos a plazos más largos, especialmente el Euribor a 1 año, comenzaron el año cotizando por debajo de los tipos oficiales ante las expectativas de que el BCE relajase su política monetaria para ayudar a la economía europea a recuperarse, tal y como finalmente hizo en mayo, cuando rebajó los tipos 25 p.b. hasta situarlos en el mínimo histórico del 0,50%. A partir de este momento, los interbancarios a corto se colocaron por debajo del 0,25%, anticipando la segunda rebaja de tipos de noviembre hasta el nuevo mínimo histórico del 0,25%, mientras que el Euribor a 1 año cerraba el año en el 0,56%.

La ausencia de liquidez de los mercados interbancarios ha continuado sin solucionarse, concentrándose las escasas operaciones en los plazos más cortos, manteniéndose la fragmentación de los mercados y la restricción del crédito. A pesar de los avances en materia de transparencia sobre la situación de los balances de las entidades financieras europeas, los mercados esperan que la supervisión bancaria única ayude a recobrar la confianza entre las entidades y facilite la recuperación de este mercado. Con el objetivo de paliar el mal funcionamiento de éste, el presidente del BCE se ha comprometido a facilitar liquidez sin límites, al menos hasta mediados de 2015 e incluso a celebrar una nueva subasta de liquidez a largo plazo, condicionada a que las entidades destinen los fondos a conceder créditos.

Entre los factores adicionales que han limitado el crédito pueden citarse la elevada morosidad del sistema financiero español y la preferencia de las entidades a destinar la financiación obtenida en el BCE a comprar deuda soberana y obtener los beneficios sin riesgo del *carry trade*. Así, la morosidad del sistema financiero español alcanzó en octubre de 2013 el 13%, su récord histórico, a pesar del descenso que se produjo en diciembre de 2012 y febrero de 2013 por el traspaso de activos a la Sareb. Los créditos morosos sumaron 190.971 mill. € respecto a una cartera crediticia de 1,469 bill. €, la cifra más baja desde 2006, que se ha ido reduciendo por la falta de crédito, el proceso de desapalancamiento de la economía y el traspaso de créditos dudosos a la Sareb. Las provisiones alcanzaron 120.068 mill. €, lo que representa una tasa de cobertura del 62,87% de los créditos dudosos.

A pesar de la fuerte dependencia de la financiación del BCE, las entidades españolas han ido reduciendo paulatinamente sus apelación a esta fuente de financiación, al restringir el crédito y obtener financiación por otras vías, hasta alcanzar 220.512 mill. € en noviembre, un 35,3% menos respecto al mismo periodo de 2012, acumulando 15 meses consecutivos de descensos y situándose en el nivel más bajo desde febrero de 2012. Las peticiones de la banca española al BCE representaban en noviembre el 32,6% de la financiación del sistema (675.260 mill. €).

Asimismo, los depósitos bancarios del sistema financiero español, incluidos los de no residentes, alcanzaron 1,485 bill. € hasta octubre, recogiendo el efecto del retorno de capitales por la mejora de la confianza sobre la economía española. Según datos del Banco de España, los inversores extranjeros inyectaron en la economía española 45.003,6 mill. € hasta octubre, frente a una salida de capitales de 208.219 mill. € en el mismo periodo de 2012.

Las entidades de contrapartida central LCH.Clearnet y MeffClear han jugado un papel importante en la financiación de las entidades españolas, pero no han sido claves como en los años precedentes, cuando fueron básicas para solventar la ausencia de funcionamiento del mercado interbancario. Además, la mejora de la deuda española y la caída de la prima de riesgo permitieron un descenso significativo de las garantías exigidas por las cámaras para operar con deudas española e italiana.

El BCE ha mantenido su programa OMT (*Outright Market Transactions*) de compras de deuda pública en el mercado secundario de países con problemas, pero no ha llegado a ponerlo en marcha al estar condicionado a la solicitud de ayuda por parte de los gobiernos afectados. El Banco de Inglaterra (BoE) y el de Japón (BoJ) mantuvieron sus programas de estímulos monetarios y únicamente la FED anunció la reducción del suyo a partir de enero de 2014. Asimismo, el BCE y el Banco de China anunciaron una línea bilateral de intercambio (swap) de € y yuanes por importe de 45.000 mill. € y 350.000 mill. yuanes, respectivamente.

A comienzos de año la prensa recogió que el Banco de España habría indicado a las entidades la necesidad de limitar las remuneraciones de sus depósitos, estableciendo unos topes del tipo oficial más 100 p.b. y 200 p.b. para los plazos de 1 y 2 años, respectivamente, que únicamente pueden ser superados como medida de retención de clientes específicos y hasta un 15% del saldo captado.

La deuda española comenzó el año con los tipos a largo plazo en el 5,29% y con el reto de recuperar la confianza de los mercados, reducir su coste y la prima de riesgo hasta niveles sostenibles para su economía. Tras un breve paréntesis debido al efecto de los problemas derivados del *fiscal cliff* en los EE.UU., los tipos españoles cayeron de modo significativo durante la mayor parte del año, hasta acercarse al 4%, su nivel más bajo desde octubre de 2010, favorecidos por la mejora de la percepción sobre la economía del país, los buenos resultados de las subastas de deuda, la mejora de la situación de su sistema financiero, la relajación de

las medidas de consolidación fiscal y la reducción de la inestabilidad en Italia debido a la formación del nuevo gobierno.

El escenario se complicó en los meses de mayo y junio tras el anuncio por el presidente de la FED del posible inicio de la retirada parcial de los estímulos monetarios, la ausencia de nuevas medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE, los problemas de inestabilidad política de Portugal y las tensiones en las negociaciones entre la *troika* y Grecia. No obstante, a partir del verano, la presión sobre las deudas periféricas fue disminuyendo por la mejora de las perspectivas económicas, los primeros cambios de la perspectiva de los ratings soberanos en sentido positivo desde que comenzó la crisis, los buenos resultados de las subastas de deuda y el retorno de la confianza de los inversores extranjeros. El año finalizó con los tipos españoles a corto y medio plazo en el nivel más bajo desde marzo de 2010 (en el 1,16% y 2,72% a 2 y 5 años, respectivamente), así como con los de largo plazo (4,15% a 10 años) algo más de 100 p.b. por debajo del nivel de inicio del año. La rebaja de tipos ha sido más significativa en los tramos más cortos de las curvas debido a que el retorno de la inversión extranjera en deuda se ha centrado en mayor medida en estos plazos, siendo en ellos donde el programa del BCE centraría sus compras en el caso de su hipotética puesta en marcha.

En el caso de las economías más ricas de Europa (Alemania, Francia, Austria, Holanda y Suiza), que en 2012 se habían visto beneficiadas por el efecto *de huida hacia la calidad* como consecuencia de la crisis de la deuda soberana en Europa, durante 2013 presentaron alzas de tipos para todos los plazos, conforme los inversores retornaban a la deuda periférica en busca de mayores rendimientos. En el caso de la deuda alemana, los tipos a corto han vuelto a situarse en positivo, mientras a largo cierran el año muy cerca del 2,03% alcanzado en septiembre, su nivel más alto desde marzo de 2012.

Los tipos italianos, al igual que los españoles, se han beneficiado de la mejora de la percepción sobre las economías periféricas y del apoyo indirecto del BCE, pero sus descensos han sido más moderados debido a la importante inestabilidad política a la que han estado sometidos durante la mayor parte del año ese país. Su deuda, que a cierre de 2012 cotizaba entre 75-90 p.b. por debajo de la española, termina el año en niveles similares a los de esta última para todos los plazos.

Todos los tipos de las economías rescatadas han tenido por segundo año consecutivo un comportamiento positivo. Irlanda ha conseguido finalizar el rescate con éxito y en 2014 se financiará directamente en los mercados a unos tipos inferiores a los españoles e italianos. La deuda de Portugal ha mantenido un comportamiento irregular a lo largo del año debido a las incertidumbres políticas a las que ha estado sometido el país. Pero éste ha conseguido colocar deuda en el primario con cierta regularidad y cumplir sus compromisos con la *troika*, de modo que los tipos a largo han caído hasta el entorno del 6%. En el caso de Grecia, los tipos han descendido de modo significativo, hasta aproximarse a largo plazo al 8%, su nivel más bajo desde el primer semestre de 2010, favorecidos porque las señales de incipiente estabilidad en la economía del país. La deuda griega a largo se ha situado entre los activos más rentables en 2013 a escala mundial.

En los EE.UU. los tipos a largo plazo oscilaron en torno al 2% en el primer semestre del año, pero tras el anuncio en junio por la FED de la posibilidad de comenzar a retirar parcialmente sus estímulos monetarios, han estado creciendo durante el segundo semestre, cerrando el año en torno al 3%, una vez se ha conocido que la retirada comenzará a partir de enero de 2014.

#### Evolución de las curvas de tipos de interés:

País	Curva de tipos de interés							
	2yr	Var. P.b.	5yr	Var. P.b.	10yr	Var. P.b.	Máx. 2 yr	Fecha max.
Alemania	0,21	20,70	0,93	92,70	1,94	194,10	2,03	10/09/13
España	1,16	-178,30	2,72	-134,00	4,15	-116,70	6,92	24/07/12
Francia	0,29	22,80	1,23	56,30	2,43	43,80	2,63	10/09/13
Grecia	n/d	-	n/d	-	8,57	-334,77	377,66	07/03/12
Italia	1,23	-88,20	2,72	-63,20	4,10	-43,20	7,73	25/11/11
Irlanda	0,93	-107,30	2,10	-131,50	3,47	-106,70	23,59	15/07/11
Portugal	3,02	-51,50	4,90	-27,30	6,04	-96,40	21,45	30/01/12
Reino Unido	0,57	23,90	1,87	99,60	3,03	119,00	3,01	10/09/13

Fecha: 31/12/2013

Fuente: Reuters

## Riesgo de crédito

Por segundo año consecutivo los índices ITRAXX de riesgo de crédito han presentado un comportamiento positivo, situándose en niveles de comienzos de 2010, aunque estuvieron sometidos a volatilidad en el primer semestre del año. Como en 2012, el sector financiero ha sido el que ha experimentado en mayor medida la recuperación (-52 p.b. hasta 85 p.b.) y ha presentado las mejores cifras, debido al efecto positivo de la conclusión de la mayor parte de los procesos de recapitalización y reestructuración de los bancos, así como por su menor exposición a deudas periféricas y el saneamiento de los activos tóxicos de sus balances.

Por otra parte, los sectores no financieros de la economía (corporativos) han presentado un comportamiento algo más moderado (-37 p.b. hasta 65 p.b.) debido a la lenta salida de la recesión, las dificultades para acceder al crédito, el efecto desplazamiento en los mercados debido a la fuerte competencia con los Tesoros en la búsqueda de financiación y, sobre todo, a que las empresas no financieras no han contado con un apoyo público tan intenso como el dirigido a las entidades de crédito, bien en forma de rescates o de inyecciones de capital. A pesar de ello, el sector financiero sigue teniendo un riesgo de crédito mayor que el sector corporativo, que ha continuado con el proceso de desapalancamiento para reducir el tamaño de sus pasivos y sigue contando en los mercados de deuda con las preferencias de los inversores, que optan por la deuda de las grandes compañías industriales a la de los bancos, al presentar las primeras unos balances más saneados.

Las primas de los CDS de los emisores españoles han presentado un comportamiento positivo y se han beneficiado de modo significativo del descenso del riesgo país. Además, los grandes bancos se han visto favorecidos por la reestructuración y el saneamiento del sector financiero español (el CDS de B. Santander disminuye 148 p.b., hasta 119 p.b., y el de BBVA 161 p.b., hasta 121 p.b.), así como por la mejora de su percepción entre los inversores internacionales. Los descensos de las primas de los CDS de la banca española han sido significativamente mayores a los de las grandes entidades financieras europeas, cuyas primas habían presentado un comportamiento mejor en los años precedentes.

El comportamiento del CDS de las grandes empresas industriales ha sido similar al de los bancos, aunque sus descensos han sido más moderados. Los CDS de Telefónica (-97 p.b. hasta 123 p.b.), Repsol (-93 p.b. hasta 100 p.b.) y los de las grandes compañías eléctricas se han visto beneficiados por los procesos de desapalancamiento y reducción de deuda, así como por el acceso a financiación en los mercados en mejores condiciones. Repsol parece haber superado la expropiación de su filial argentina YPF y las grandes compañías eléctricas han conseguido compensar el efecto de la reforma eléctrica en sus cuentas con unos balances más saneados y una significativa diversificación internacional.

En los EE.UU, los CDS de los bancos han presentado un comportamiento muy positivo, recogiendo el efecto del crecimiento de la economía americana y los resultados de la reestructuración y saneamiento del sector llevados a cabo en los últimos años.

Los CDS soberanos han tenido también un comportamiento positivo en todas las economías europeas, que ha sido más intenso en las periféricas, especialmente en España e Italia, una vez que la crisis de la deuda soberana parece definitivamente resuelta.

Los mayores descensos corresponden a España (157 p.b., -138 p.b.) e Italia (168 p.b., -115 p.b.), así como en menor medida a Portugal e Irlanda y recogen las expectativas de la mejora de estas economías y su mayor facilidad para acceder a financiarse en los mercados de deuda. Aun así, los principales desafíos a los que se enfrentan estas economías son la vuelta a un crecimiento sostenido y la renovación de los importantes vencimientos de deuda a los que se enfrentan en los próximos años.

La prima de riesgo española ha ido reduciéndose paulatinamente, desde el entorno de 400 p.b. en que inició el año hasta los 220 p.b. a su cierre, zona de mínimos desde junio de 2011. Este comportamiento no ha sido exclusivo de la prima de riesgo española, puesto que afectó a toda la deuda periférica y es consecuencia tanto de la caída de la rentabilidad de la deuda española como del aumento de los tipos alemanes.

### Evolución de las primas de riesgo frente Alemania y CDS europeos:

País	Diferencial con bono alemán						CDS 5 yr						
	2yr	Var. P.b.	5yr	Var. P.b.	10yr	Var. P.b.	Máx. 10 yr	Fecha max.	31-dic	31-dic	Var. P.b.	Max. CDS	Fecha max.
Alemania									25,05	41,83	-16,78	119,67	25/11/11
España	95	-199	179	-227	220	-311	640	24/07/12	156,99	295,36	-138,37	640,17	24/07/12
Francia	8	2	30	-36	49	-150	190	16/11/11	53,76	93,23	-39,47	255,13	25/11/11
Grecia	n/d	-	n/d	-	663	-529	3717	09/03/12	-	-	-	25960,8	09/03/12
Italia	102	-109	180	-156	216	-237	552	09/11/11	168,45	283,85	-115,40	591,3	15/11/11
Irlanda	72	-128	117	-224	153	-301	1174	18/07/11	119,41	218,90	-99,49	1180,5	18/07/11
Portugal	282	-72	397	-120	410	-291	1551	30/01/12	351,68	448,77	-97,10	1520,8	30/01/12
Reino Unido	36	3	94	7	109	-75	109	31/12/13	28,00	40,83	-12,84	106,3	25/11/11

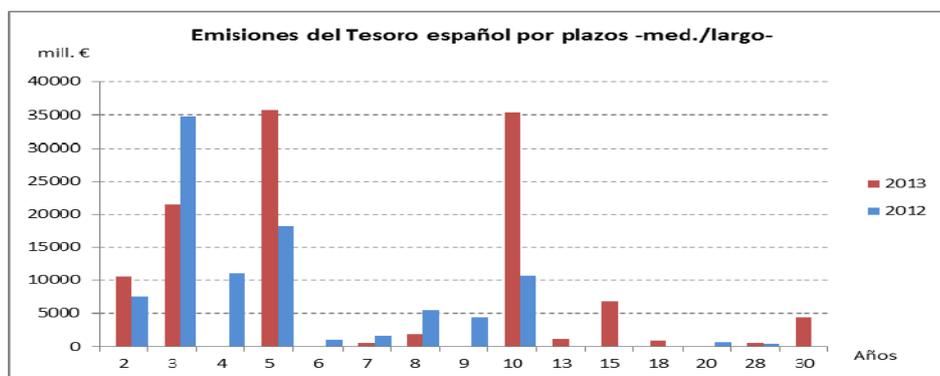
Fecha: 31/12/2013

Fuente: Bloomberg y Reuters

### Emisiones de deuda pública española y corporativa

El Tesoro español ha cerrado el ejercicio con éxito, aprovechando la confianza de los inversores que se observa en el mercado de deuda desde el verano de 2012. El Tesoro ha captado el mayor volumen de su historia en deuda a medio y largo plazo, 127.343 mill. €, 6.043 mill. € más de los previstos, que destinará a amortizar letras y a alargar la vida media de la deuda. El año vino marcado por la apertura del mercado en los plazos más largos, que permitió al Tesoro colocar el 38% de la deuda emitida a plazos a partir de los 10 años, frente al 12% del año anterior, aprovechando el éxito de las 5 emisiones sindicadas a largo plazo (una de ellas a 31 años), el mayor número de su historia. Asimismo, el coste de emisión ha sido del 2,5%, frente al 3,01% del año anterior y la vida media de las emisiones alrededor de 6,3 años, nivel ligeramente superior al de 2012.

El importe total emitido ha sido de 233.400 mill. €, de los que aproximadamente 106.057 mill. € han correspondido a deuda a corto plazo (letras) y 127.343 mill. €, a deuda a medio y largo plazo (bonos y obligaciones). La deuda española en manos de inversores extranjeros, que había disminuido notablemente el año anterior, se ha recuperado hasta alcanzar 252.245 mill. € hasta octubre, la cifra más alta desde enero de 2012 y un 20% mayor que en los últimos 12 meses, lo que representa el 37,67% de la deuda en circulación. Además, los bancos han continuado incrementado su exposición a la deuda española hasta alcanzar nuevos récords (207.825 mill. € a noviembre frente a 196.733 mill. € a 31/12/2012).



Fuente: Tesoro y elaboración propia

Los objetivos del Tesoro para 2014 son ambiciosos, puesto que tendrá que emitir 244.000 mill. € en deuda, además de ampliar la base de inversores asiáticos, ganarse la confianza de los latinoamericanos, muy activos en el sector privado español y emitir nuevos tipos de deuda, entre ellos la primera emisión de bonos ligados a la inflación.

Los mercados primarios de deuda estuvieron abiertos para las principales empresas y entidades financieras españolas la mayor parte del año y en la segunda mitad mejoraron las condiciones de acceso, reduciéndose el coste de emisión y permitiendo la incorporación al mercado a nuevos agentes que no habían emitido con anterioridad (El Corte Inglés, Ono, Madrileña Red Gas).

La mayoría de las emisiones gozaron de una excelente acogida entre inversores extranjeros y contaron con ratios de cobertura significativas. El importe total emitido superó los 60.000 mill. € en más de 90 emisiones, que incluyeron tanto deuda senior y cédulas hipotecarias como deuda subordinada y un elevado número de

emisiones canjeables o convertibles en acciones, además de ser realizadas en diferentes divisas. Asimismo, las grandes compañías industriales llegaron a colocar deuda a algunos plazos a los tipos más bajos de su historia (Telefónica, Repsol y Abertis) o incluso lo hicieron a un coste inferior al del Tesoro (Telefónica Y Repsol), mientras que las entidades financieras lo hicieron a los plazos más largos desde 2007, e incluso llegaron a colocar deuda perpetua.

Asimismo, la mayor parte de las emisiones fueron colocadas en el euromercado y admitidas a cotización en mercados extranjeros. Por otro lado, con el objetivo de facilitar el acceso de las pymes a los mercados y evitar así las dificultades de estas empresas para acceder al crédito, el Gobierno puso en marcha el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que acogió en diciembre su primera emisión, realizada por la constructora gallega Copasa por importe de 50 mill. €. a 5 años al 7,5%,

Solamente unas pocas CC.AA. tuvieron actividad emisora (Aragón, Galicia, Madrid, Castilla y León, Canarias, Extremadura y Navarra), al ser autorizadas por el Gobierno a colocar deuda en los mercados, evitando así tener que acudir al Fondo de Liquidez Autonómica para financiarse.

La actividad emisora de deuda privada y de agencias gubernamentales ha disminuido un 8% en Europa respecto al mismo periodo de 2012, hasta alcanzar 1,156 bill. € hasta finales de diciembre. Según datos de Dealogic, las emisiones de deuda corporativa alcanzaron 292.400 mill. €, un 10% menos que en el mismo periodo de 2012 y en el caso de las entidades financieras (288.900 mill. €) el descenso alcanzó un 22% interanual. La actividad emisora de agencias y organismos gubernamentales aumentó un 2% hasta alcanzar 574.800 mill. €.

## TIPOS DE CAMBIO

La evolución del Euro durante el año se ha caracterizado por una mejora de la confianza en la economía europea, especialmente durante la segunda mitad del año, lo que ha permitido enderezar la crisis de deuda soberana sufrida en 2012 y que los mercados vuelvan a confiar en la viabilidad del proyecto europeo y en su divisa.

El Euro inició el año frente al Dólar en 1,3204 US\$/€ y lo finalizó en 1,3749 US\$/€, cerca de sus máximos anuales, alcanzados a finales de octubre. Su menor nivel lo registró en marzo en 1,2780 US\$/€, cuando todavía existía una fuerte incertidumbre sobre la recuperación económica de determinadas economías europeas, especialmente las de los países periféricos, que se fue disipando gracias a las medidas del BCE y a las reformas instauradas en dichos países. La importante mejora de la economía de los EE.UU. motivó que la FED anunciase en la última parte del año la retirada gradual de los estímulos económicos, por lo que los analistas prevén un fortalecimiento del Dólar durante los primeros meses del 2014.

Frente al Yen japonés, el Euro experimentó una fuerte apreciación a lo largo de todo el año, motivada por los planes del gobierno nipón de estimular el crecimiento económico y el programa de compra de activos con el objetivo de acabar con un prolongado período de deflación. La relación de cambio del Euro frente al Yen inició el año en niveles de 114,48 JPY/€ y lo finalizó en 144,76 JPY/€.

Respecto a la Libra, el Euro también se ha revalorizado en el año al pasar de 0,8120 GBP/€ a 0,8302 GBP/€, aunque entre las principales divisas internacionales la inglesa fue la que mejor evolución tuvo durante la segunda mitad del año, respaldada por las referencias que muestran una creciente mejora de su economía.

## MATERIAS PRIMAS

El índice de metales preciosos se desplomó en 2013 un 29,3%, primer descenso anual desde el estallido de la crisis, con un deterioro constante a lo largo del año, excepto durante los meses estivales.

En el primer semestre, los metales preciosos se vieron afectados negativamente por la contracción de la demanda de activos de bajo riesgo, ya que los inversores se centraron más en activos de mayor riesgo, por las mejoras en las expectativas de recuperación global. Asimismo, las constantes roturas de niveles de soporte provocaron ciertas ventas técnicas que agravaron aún más el descenso. En lo relativo al oro físico, la perspectiva, en abril, de que Chipre podría vender sus reservas de oro, dando ejemplo a otros países, y las limitaciones, en junio, de las importaciones de oro por parte de la India afectaron negativamente a su precio.

La incertidumbre existente a partir de junio sobre el momento en que la Reserva Federal de los EE.UU. comenzaría a recortar los estímulos monetarios arrastró los precios de los metales preciosos hasta final de año, excepto en los meses de verano, en los que los temores se calmaron. La reducción de una parte pequeña del programa de compras de activos en los EE.UU. se produjo a finales de año, aumentando la inquietud entre los inversores por el impacto que pueda tener en la economía. También afectaron negativamente a los precios de estos metales las prolongadas negociaciones en el Senado de los EE.UU. sobre el aumento del techo de gasto, en octubre, y la inquietud sobre un endurecimiento de la política monetaria en China, en noviembre.

El índice de metales industriales también cayó en 2013, aunque en menor medida (-9,3%). El constante aumento en las existencias de metales y las peores perspectivas de crecimiento de la actividad manufacturera en China, principal consumidor de metales industriales, propiciaron las ventas en la primera mitad del año (-14,7%) temiendo que la oferta llegase a superar la demanda. El índice se movió estable desde junio en una franja relativamente estrecha, ante la falta de señales contundentes en el mercado. Los precios oscilaron ante cambios en las expectativas sobre la política monetaria de los EE.UU., el crecimiento económico en China y el efecto en precios de la mayor oferta de metales industriales.

El índice de energía fue el único que acabó el año en positivo (+4,0%) influenciado por la escalada del futuro del petróleo de los EE.UU. (+7,2%), ya que la evolución del Brent fue negativa (-0,3%). El Brent terminó el año en 110,80 US\$/barril, y se movió en un rango máximo-mínimo del 21,7%, que es reducido en comparación con los años previos (41,5% en 2012 y 35,7% en 2011). La incertidumbre sobre el crecimiento económico global y las preocupaciones sobre el suministro y los niveles de inventarios de petróleo movieron los precios de ambos futuros a lo largo de todo el año. De forma adicional, el futuro Brent fluctuó por la falta de señales contundentes sobre la política monetaria de los EE.UU., en la segunda mitad del año, y por el acuerdo alcanzado en noviembre entre Irán y Occidente sobre el programa nuclear iraní. Por su parte, el precio del futuro del crudo en los EE.UU. subió en diciembre un 6,1% ante la expectativa de que la inminente puesta en marcha de un oleoducto clave en Cushing (punto de entrega del contrato), reduzca las existencias de inventarios de crudo, y apoyado en los positivos datos económicos en los EE.UU., que llevaron a la Reserva Federal a recortar su programa de compras de bonos.

El diferencial entre el Brent y la referencia de los EE.UU. finalizó el año en 12,4 US\$/barril, 6,9 US\$/barril inferior al cierre de 2012. El diferencial se estrechó hasta julio de 2013, llegando a cotizar el futuro Brent por debajo de la referencia de los EE.UU. el 19 de julio, primera vez desde hacía 33 meses. La ampliación del diferencial desde entonces se debió principalmente al desplome en un 9% del futuro de los EE.UU. tras alcanzar el máximo de los dos últimos años a finales de agosto.

# ANEXO

RENTA VARIABLE

PERIODO 30/12/10-31/12/13

VALOR	Precio	Capital	PONDER	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	Var. Semana	Var. Mes	VARIACION ACUMUL DESDE		
	31-dic-13	Mill.		(*)	24-dic	25-dic	26-dic	27-dic	30-dic			31-dic	31/12-24/12	dic-13
<b>IBEX</b>	<b>9.916,7</b>	<b>430.933</b>	<b>100,00</b>	<b>0,63</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,82</b>	<b>0,02</b>	<b>0,15</b>	<b>0,99</b>	<b>0,80</b>	<b>21,42</b>	<b>15,76</b>	<b>0,58</b>
<b>I. Comunicaciones</b>	<b>975,06</b>	<b>71.742</b>	<b>16,59</b>	<b>0,46</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,73</b>	<b>-0,16</b>	<b>0,33</b>	<b>0,90</b>	<b>0,35</b>	<b>22,83</b>	<b>0,39</b>	<b>-20,57</b>
Telefónica	11,84	53.861	12,45	0,43	0,00	0,00	0,60	-0,21	0,34	0,72	-2,27	16,14	-11,58	-30,24
Amadeus IT	31,11	13.922	3,21	0,99	0,00	0,00	1,33	0,00	0,61	1,95	12,84	63,28	148,15	98,37
Indra	12,16	1.995	0,46	-0,86	0,00	0,00	1,41	-0,04	-0,53	0,83	8,24	21,31	23,56	-4,93
Jazztel	7,78	1.964	0,47	-1,07	0,00	0,00	0,37	0,20	-0,84	-0,27	0,50	48,17	108,16	119,13
<b>I. Bancos y Cajas</b>	<b>675,40</b>	<b>173.728</b>	<b>40,12</b>	<b>0,46</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>1,07</b>	<b>1,49</b>	<b>18,85</b>	<b>13,13</b>	<b>-9,84</b>
B Santander	6,51	73.735	17,01	0,64	0,00	0,00	0,93	-0,17	0,09	0,85	-0,57	6,66	10,83	-17,94
BBVA	8,95	51.773	11,94	0,41	0,00	0,00	1,18	-0,22	-0,02	0,94	1,75	28,56	33,95	18,36
Caixabank	3,79	11.265	2,63	-1,16	0,00	0,00	0,77	0,21	0,16	1,15	1,72	43,65	-0,18	-4,87
B Popular	4,39	8.316	1,97	0,43	0,00	0,00	-0,09	-0,88	0,25	-0,72	2,53	49,66	-47,68	-58,35
Sabadell	1,90	7.581	1,73	1,09	0,00	0,00	1,08	0,74	0,11	1,94	-0,05	-4,00	-27,10	-27,55
Bankinter	4,99	4.466	1,05	-1,61	0,00	0,00	1,76	0,06	-0,95	0,85	7,20	58,82	4,99	20,00
Bankia	1,23	8.527	1,93	1,04	0,00	0,00	2,15	3,95	-0,24	5,92	27,09	-74,06	-97,18	s.d
Mapfre	3,11	5.752	1,32	1,37	0,00	0,00	0,90	-0,13	-0,61	0,16	6,50	34,47	26,80	49,81
BME	27,66	2.313	0,54	1,45	0,00	0,00	-2,33	-3,15	-0,70	-6,06	2,88	49,92	32,98	55,13
<b>I. Energia</b>	<b>1.110,94</b>	<b>71.362</b>	<b>16,62</b>	<b>0,89</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,43</b>	<b>0,12</b>	<b>0,24</b>	<b>0,80</b>	<b>-1,58</b>	<b>18,95</b>	<b>-0,06</b>	<b>-2,76</b>
Iberdrola	4,64	28.922	6,76	0,44	0,00	0,00	0,65	0,02	0,09	0,76	-1,13	10,49	-4,22	-19,64
Repsol	18,32	23.861	5,55	0,72	0,00	0,00	0,66	-0,54	0,08	0,19	-5,23	19,47	-22,81	-12,13
Gas Natural	18,70	7.483	1,75	0,63	0,00	0,00	0,19	1,14	-0,03	1,30	2,05	37,67	40,93	62,71
Red Eléctrica	48,50	6.561	1,51	3,58	0,00	0,00	-0,87	1,25	0,42	0,79	2,80	30,03	46,68	37,78
Enagas	19,00	4.535	1,05	1,14	0,00	0,00	0,16	0,53	1,04	1,74	-1,91	17,69	32,93	27,36
<b>I. Mat.Bás. Ind. y Cons</b>	<b>1.173,12</b>	<b>21.723</b>	<b>5,07</b>	<b>0,42</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,51</b>	<b>0,03</b>	<b>1,54</b>	<b>1,56</b>	<b>28,87</b>	<b>18,53</b>	<b>1,53</b>
ACS	25,02	6.298	1,48	1,44	0,00	0,00	1,22	0,10	0,18	1,50	5,21	31,41	9,26	-28,67
Acciona	41,77	1.913	0,44	2,90	0,00	0,00	1,21	1,71	0,16	3,10	-7,18	-25,70	-37,41	-21,20
Arcel Mittal	12,94	4.040	0,94	0,28	0,00	0,00	2,77	0,78	0,27	3,85	1,85	1,25	-8,06	-54,45
Gamesa	7,58	1.924	0,47	0,07	0,00	0,00	1,76	-0,07	-0,07	1,62	4,39	356,63	142,40	37,12
FCC	16,18	1.235	0,29	-1,42	0,00	0,00	2,66	1,31	-0,49	3,49	3,95	72,63	-19,29	-17,73
SACYR	3,77	1.755	0,38	-1,24	0,00	0,00	0,44	-1,30	-0,58	-1,44	-3,78	128,03	-5,11	-20,69
Tec. Reunidas	39,49	2.207	0,51	0,53	0,00	0,00	1,28	0,38	-0,42	1,24	-1,06	12,54	42,21	-17,07
OHL	29,45	2.349	0,54	1,02	0,00	0,00	0,58	0,51	-0,36	0,74	0,96	34,15	51,93	29,86
<b>I. Bienes Consumo</b>	<b>3.679,89</b>	<b>60.468</b>	<b>14,10</b>	<b>0,74</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,66</b>	<b>0,05</b>	<b>0,42</b>	<b>1,13</b>	<b>2,04</b>	<b>17,11</b>	<b>82,20</b>	<b>92,60</b>
Inditex	119,80	44.805	10,46	0,86	0,00	0,00	0,98	0,04	0,63	1,65	2,09	13,55	89,32	113,81
Grifols	34,77	7.407	1,71	0,73	0,00	0,00	0,09	0,17	-0,01	0,25	3,30	31,89	167,42	240,83
DIA	6,50	4.232	0,99	1,73	0,00	0,00	-0,28	0,63	-0,51	-0,15	-3,69	35,14	85,98	s.d
Ebro Foods	17,04	2.097	0,49	0,87	0,00	0,00	0,63	0,74	0,09	1,46	0,38	13,57	18,71	7,61
Viscofan	41,35	1.927	0,45	-0,12	0,00	0,00	1,25	0,90	-0,18	1,97	3,84	-3,41	44,28	45,80
<b>I. Svs. Consumo</b>	<b>1.191,80</b>	<b>31.909</b>	<b>7,50</b>	<b>1,26</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,33</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,01</b>	<b>0,23</b>	<b>3,53</b>	<b>58,87</b>	<b>78,99</b>	<b>35,62</b>
Abertis	16,15	11.053	2,60	0,56	0,00	0,00	0,56	0,19	-0,49	0,25	3,19	30,03	30,88	20,03
Ferrovial	14,07	8.253	1,92	0,04	0,00	0,00	0,76	0,46	-0,07	1,15	0,97	25,58	50,83	89,17
IAG	4,84	9.872	2,35	1,82	0,00	0,00	0,63	-0,95	1,15	0,81	9,58	117,00	178,10	s.d
Mediaset	8,39	2.731	0,63	1,17	0,00	0,00	0,13	-0,84	0,11	-0,60	-2,85	64,81	90,23	1,93

(\*) Ponderación a 31/12/13. Desde el 25/9/00 la ponderación de algunos valores se limita en función de su free-float.

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

INDICE	INDICE	BOLSA	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	Var. Semana	Var. Mes	VARIACION ACUMUL DESDE		
			24-dic	25-dic	26-dic	27-dic	30-dic	31-dic			31/12-24/12	dic-13	dic-12
EUROSTOXX50	3.109,02	Europa	0,06	0,00	0,00	1,25	-0,34	0,26	1,18	0,73	17,95	34,21	11,32
DAX 30	9.552,16	Frankfurt	0,00	0,00	0,00	1,06	-0,39	0,00	0,67	1,56	25,48	61,95	38,15
CAC 40	4.295,95	París	0,07	0,00	0,00	1,40	-0,05	0,47	1,84	0,02	17,99	35,96	12,91
FTSEMIB	18.967,71	Milán	0,00	0,00	0,00	1,39	0,06	0,00	1,45	-0,65	16,56	25,70	-5,98
DOW JONES 30	16.576,66	N. York	0,39	0,00	0,75	-0,01	0,16	0,44	1,34	3,05	26,50	35,68	43,18
NASDAQ 100	3.592,00	N. York	0,10	0,00	0,33	-0,29	-0,11	0,61	0,54	2,99	34,99	57,69	61,96
NIKKEI 225	16.291,31	Tokio	0,12	0,76	1,03	0,03	0,69	0,00	2,53	4,02	56,72	92,67	59,27
FTSE 100	6.749,09	Londres	0,23	0,00	0,00	0,85	-0,29	0,26	0,82	1,48	14,43	21,12	14,39
EUROTOP 100	2.666,02	Londres	0,22	0,00	0,00	1,13	-0,26	0,25	1,13	0,66	14,67	26,76	14,62
MERYAL 17	5.391,03	B. Aires	0,00	0,00	-1,34	2,28	-0,17	0,00	0,74	-5,73	88,87	118,91	53,00
BOVESPA 44	51.507,16	Sao Paulo	0,00	0,00	-0,26	0,09	0,47	0,00	0,29	-1,86	-15,50	-9,25	-25,68
IBEX 35	9.916,70	Madrid	0,63	0,00	0,00	0,82	0,02	0,15	0,99	0,80	21,42	15,76	0,58

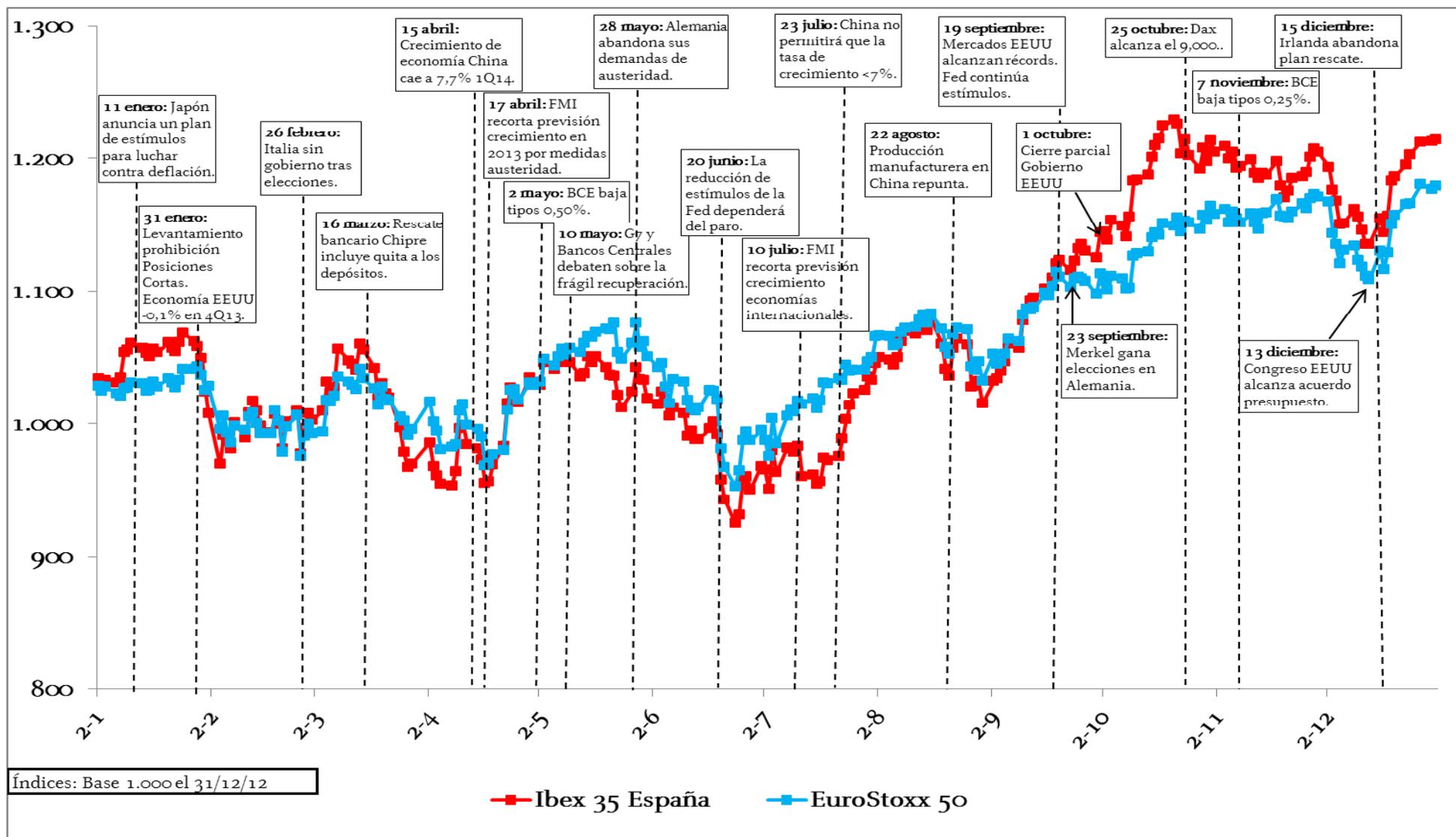
Fuente: Reuters y elaboración propia

**EVOLUCION DEL IBEX-35 EN EL PERIODO 01/01/2000 - 31/12/2013**



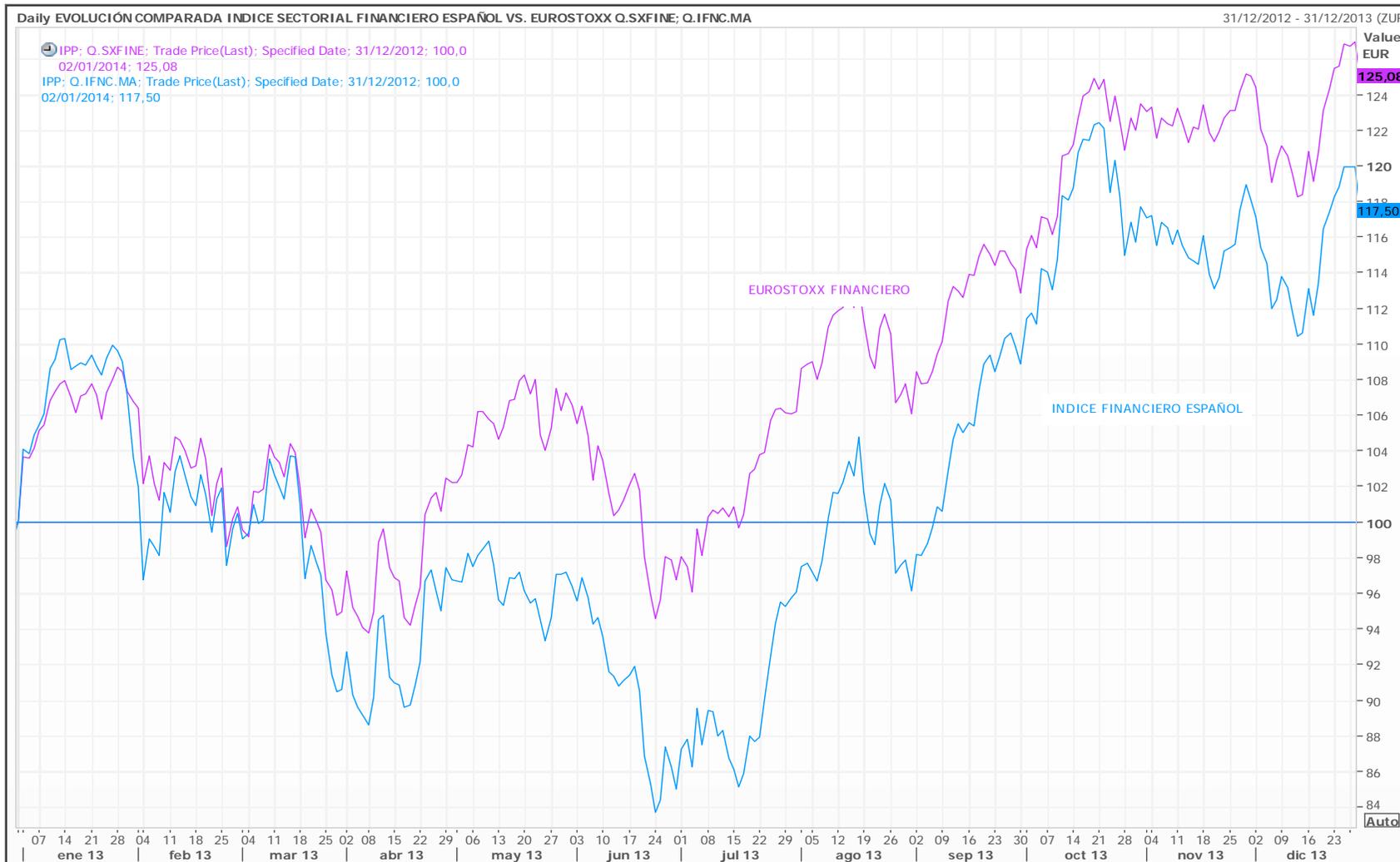
Fuente: Reuters y elaboración propia

Evolución comparada del Ibex 35 y E Stoxx 50 entre el 2 de enero y 31 de diciembre de 2013



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Evolución comparada del Índice Sectorial Financiero Español vs. E Stoxx entre el 2 de enero y 31 de diciembre de 2013

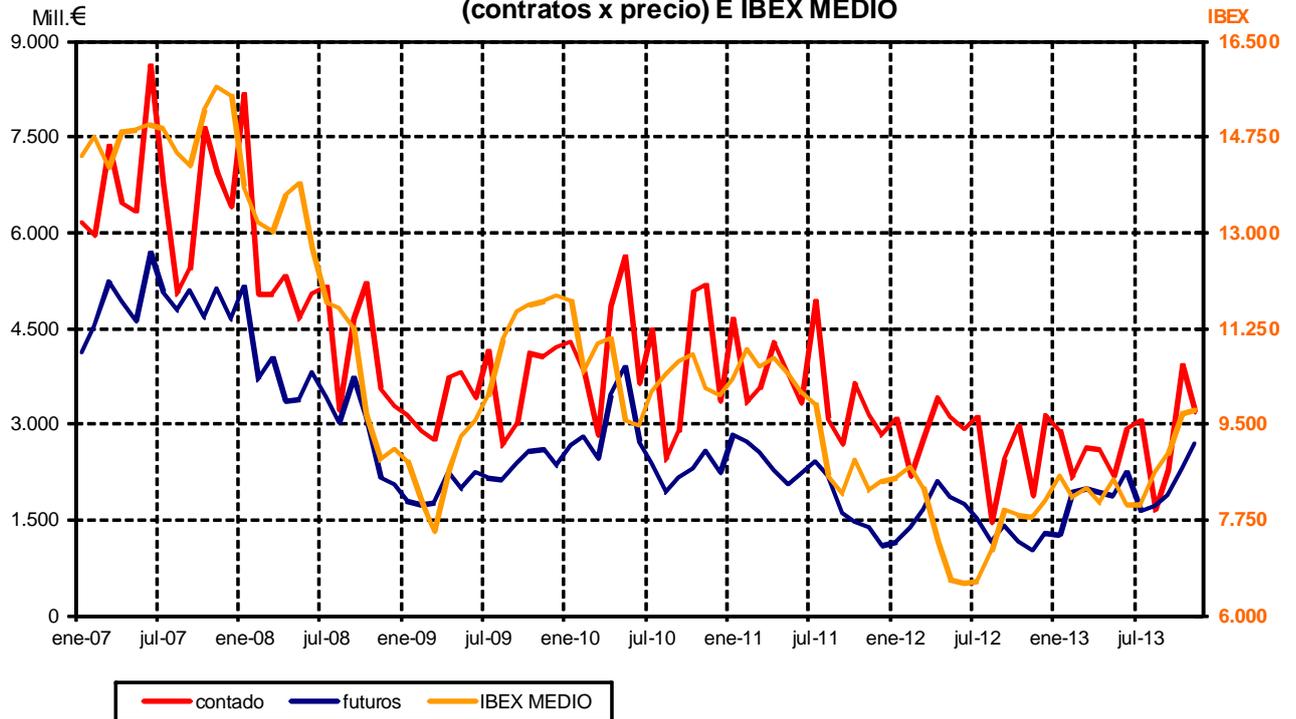


Fuente: Reuters y elaboración propia

Posiciones Cortas Mercado Español			
Valor	% Capital	% Capital	Diferencias
	31/12/2013	31/12/2012	A - B
	A	B	
MELIA HOTELS	10,39	1,14	9,25
BANKINTER	0,32	3,85	-3,53
ACCIONA	3,80	0,28	3,52
TÉCNICAS REUNIDAS	3,81	0,70	3,11
INDRA SISTEMAS	6,22	8,38	-2,16
BANCO POPULAR	1,60		1,60
NH HOTELES	1,96	0,43	1,53
ACERINOX	4,96	3,47	1,49
ACS	0,45	1,82	-1,37
GAMESA	0,64	1,98	-1,34
BME	2,64	3,85	-1,21
RED ELÉCTRICA	0,26	1,47	-1,21
OHL	1,11		1,11
AMADEUS	2,39	1,32	1,07
CAM	0,24	1,27	-1,03
VISCOFAN	1,03		1,03
DURO FELGUERA	1,02		1,02
ENCE	0,80		0,80
PESCANOVA	0,72		0,72
SACYR	0,96	1,67	-0,71
ZELTIA	0,31	1,01	-0,70
BANCO DE SABADELL	2,43	1,78	0,65
MEDIASET ESPAÑA	2,48	3,11	-0,63
ABERTIS	0,58		0,58
ENAGAS	0,57		0,57
MAPFRE	0,77	1,33	-0,56
BANESTO		0,54	-0,54
PRISA	0,51		0,51
FCC	1,82	2,32	-0,50
PROSEGUR	1,03	0,57	0,46
ATRESMEDIA	0,71	0,26	0,45
LET'S GOWEX	0,41		0,41
FERROVIAL		0,39	-0,39
LA SEDA DE BARCELONA	0,39		0,39
BANCO SANTANDER	0,20	0,55	-0,35
CAIXABANK	0,21	0,53	-0,32
VUELING AIRLINES		0,31	-0,31
BBVA		0,30	-0,30
TUBACEX	0,30		0,30
AMPER	0,29		0,29
IBERDROLA	0,29		0,29
JAZZTEL	0,29		0,29
BANKIA		0,26	-0,26
GRIFOLS	0,31	0,54	-0,23
NICOLAS CORREA	0,22		0,22
REALIA BUSINESS	0,22		0,22
DIA	0,20		0,20
TELEFÓNICA	0,20		0,20
ABENGOA	1,44	1,57	-0,13
ZARDOYA OTIS	0,82	0,69	0,13
ALMIRALL	0,62	0,53	0,09
CEMENTOS PORTLAND	0,50	0,49	0,01

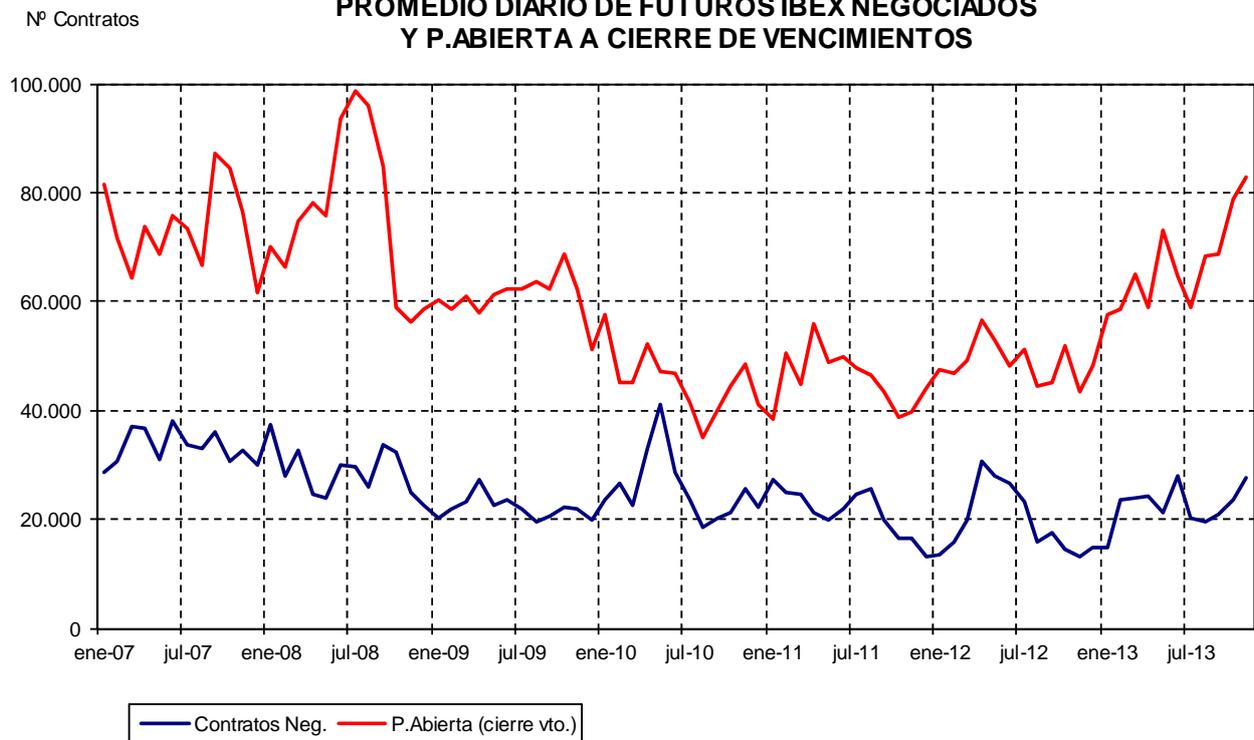
Fuente: Elaboración propia

**VOLUMEN PROMEDIO NEGOCIADO EN BOLSA, FUTUROS SOBRE IBEX  
(contratos x precio) E IBEX MEDIO**



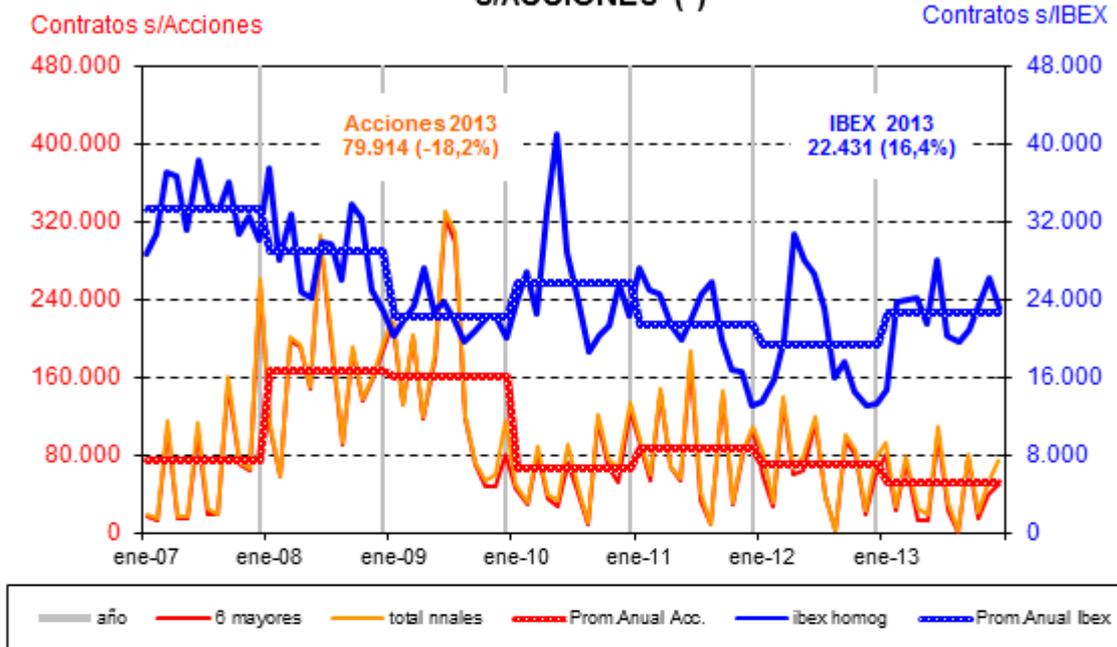
Fuente: CNMV

**PROMEDIO DIARIO DE FUTUROS IBEX NEGOCIADOS  
Y P.ABIERTA A CIERRE DE VENCIMIENTOS**



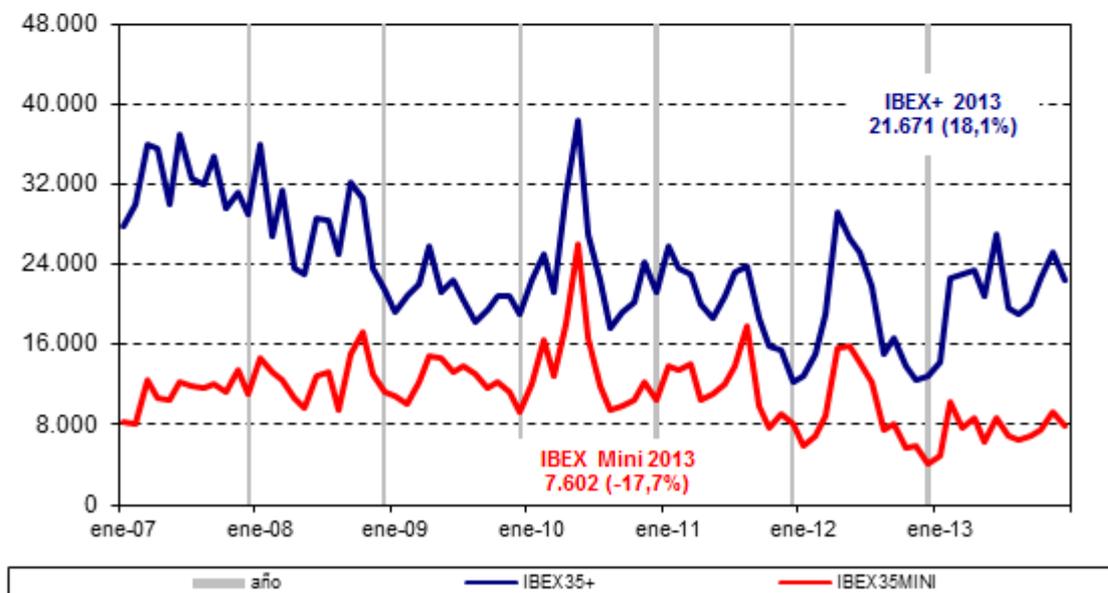
Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia

**PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN FUT. S/IBEX Y FUT. S/ACCIONES (\*)**



(\*) Volúmenes expresados en nº de contratos. Los contratos s/IBEX están homogeneizados a IBEX+ (multiplicador 10). Los mayores futuros s/acciones incluyen los subyacentes TEF, SAN, BBVA, REP, IBE y POP.

**PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN FUT. S/IBEX+ E IBEXMINI (Nº CONTRATOS)**

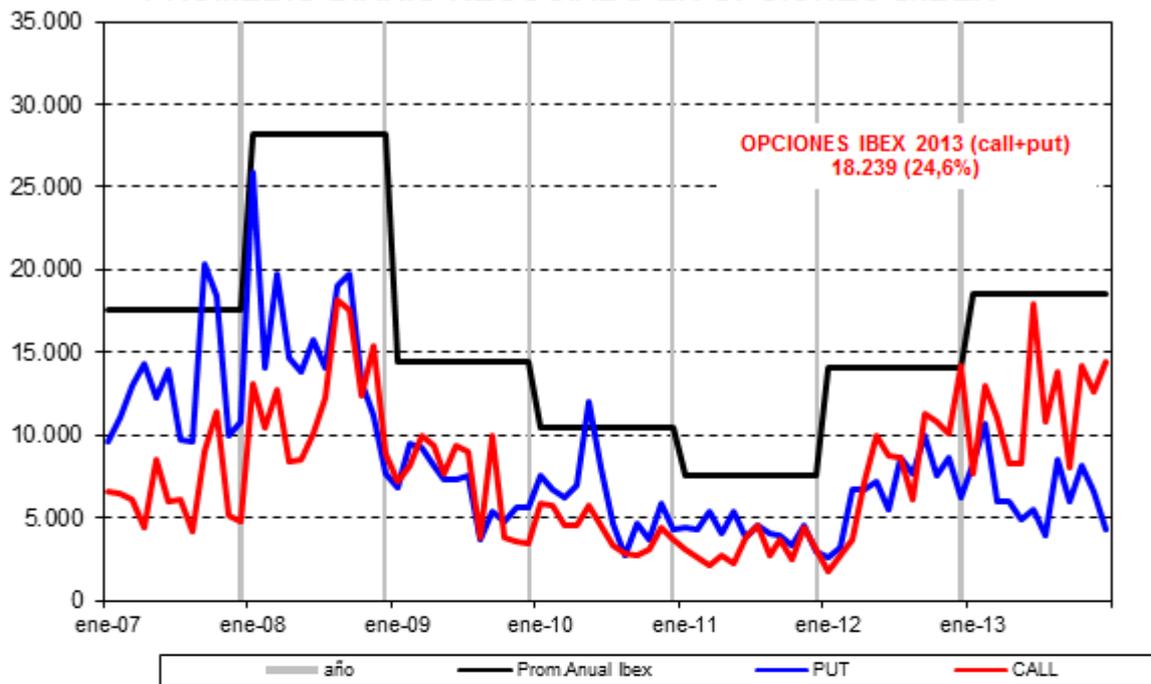


Los datos entre paréntesis corresponden a la variación respecto al mes anterior

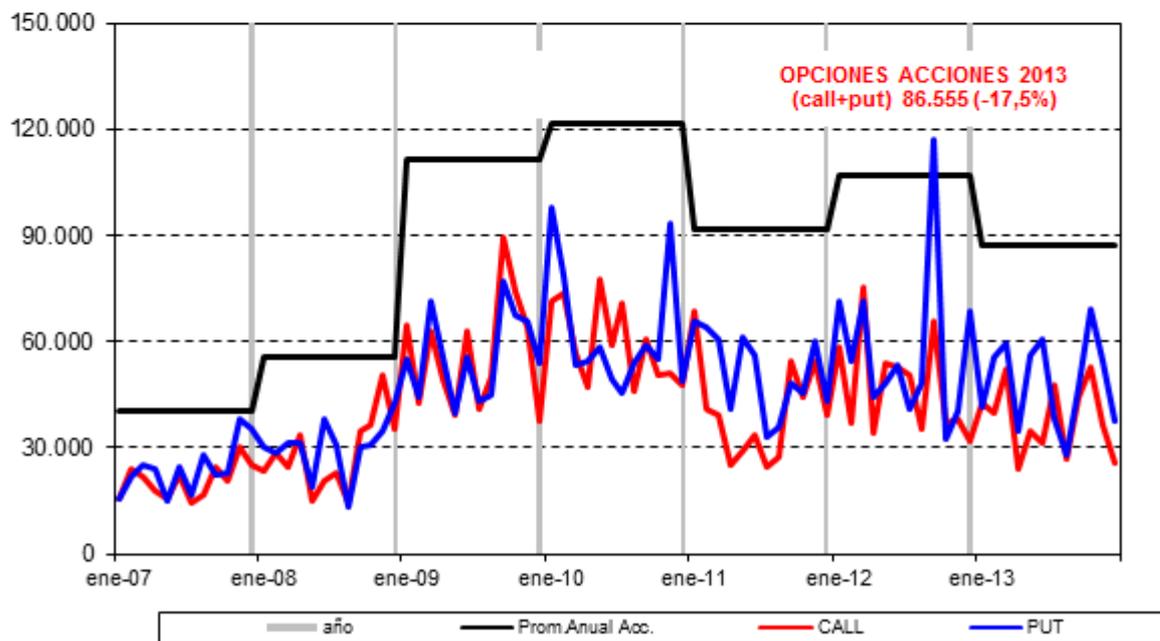
ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-13

Fuente: MEFF Exchange y elaboración propia

**PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN OPCIONES S/IBEX**



**PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO EN OPC. S/ACCIONES**

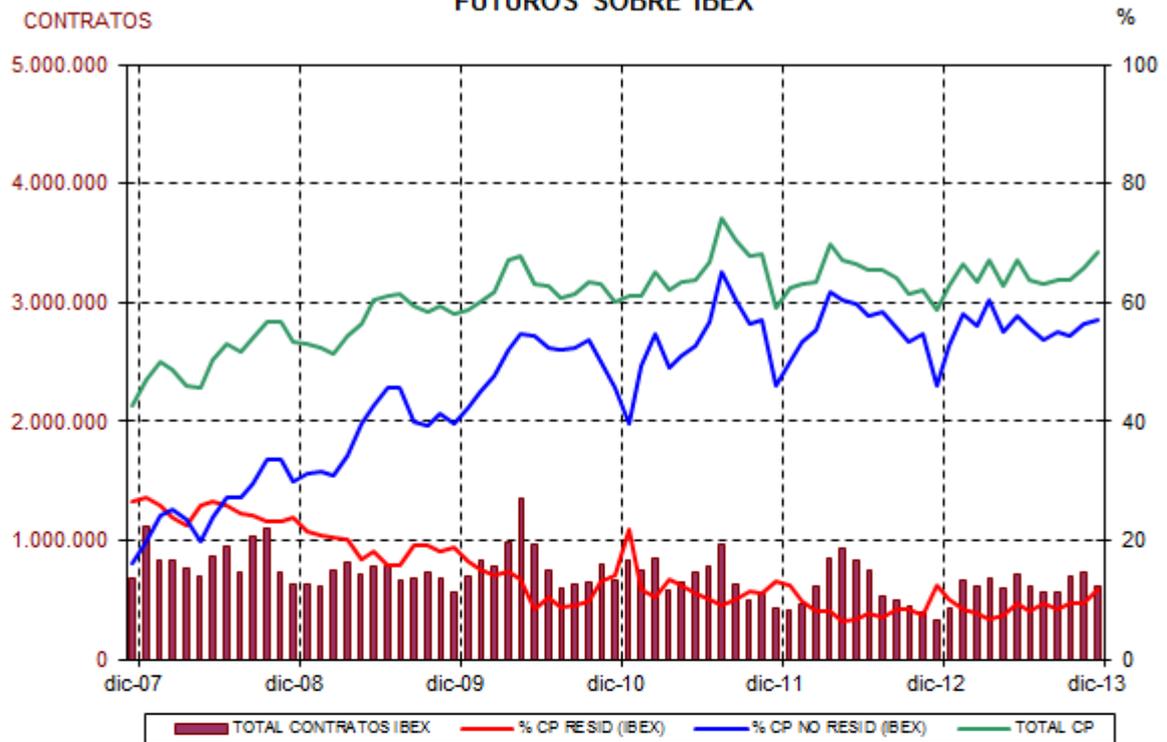


Los datos entre paréntesis corresponden a la variación respecto al mes anterior

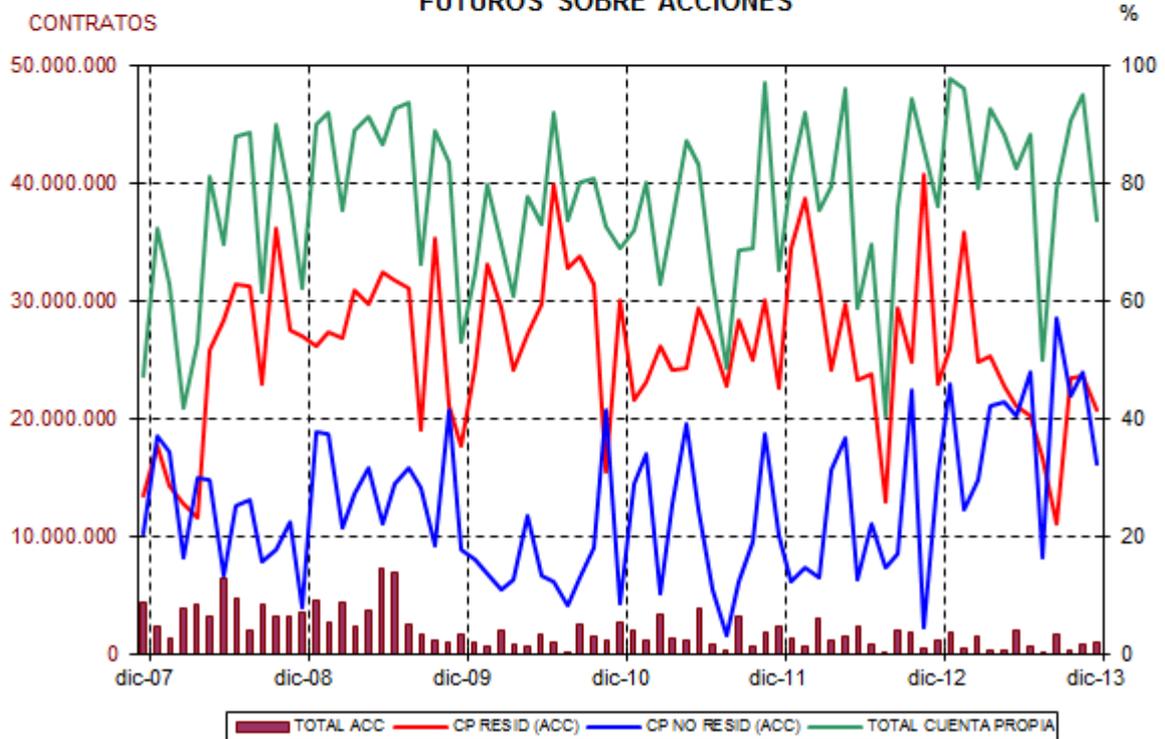
**ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-13**

Fuente: MEFF Exchange y elaboración propia

**EVOLUCION DE LA NEGOCIACIÓN POR CUENTA PROPIA EN MEFF RV FUTUROS SOBRE IBEX**

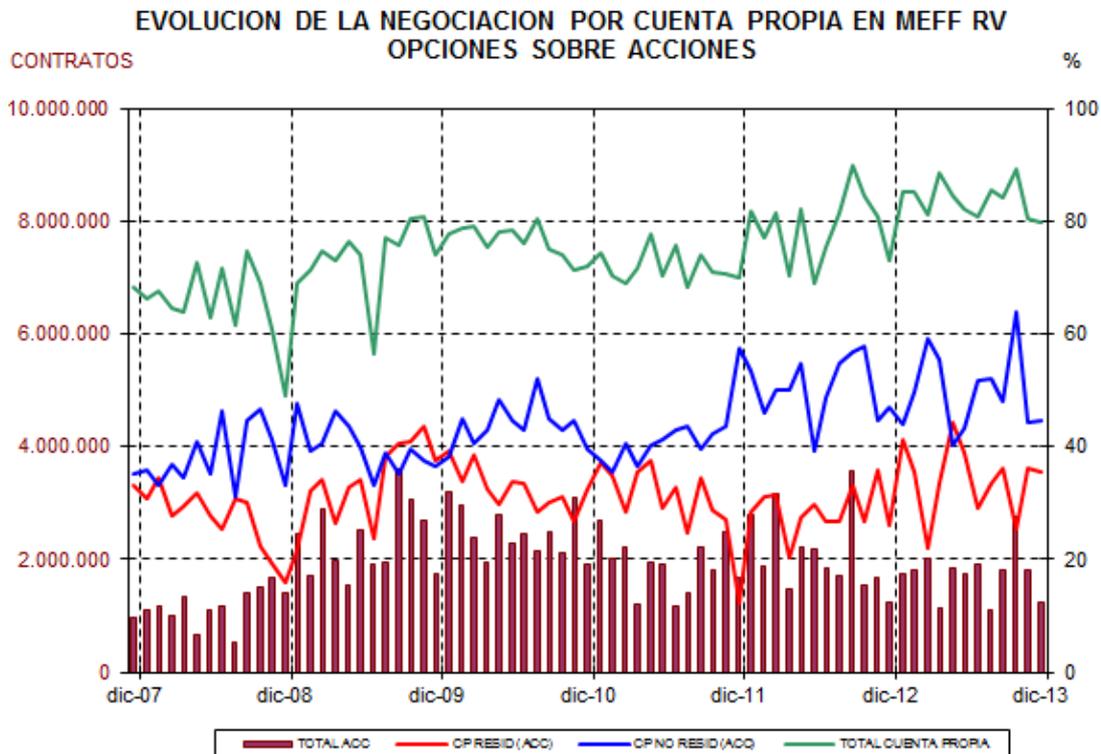
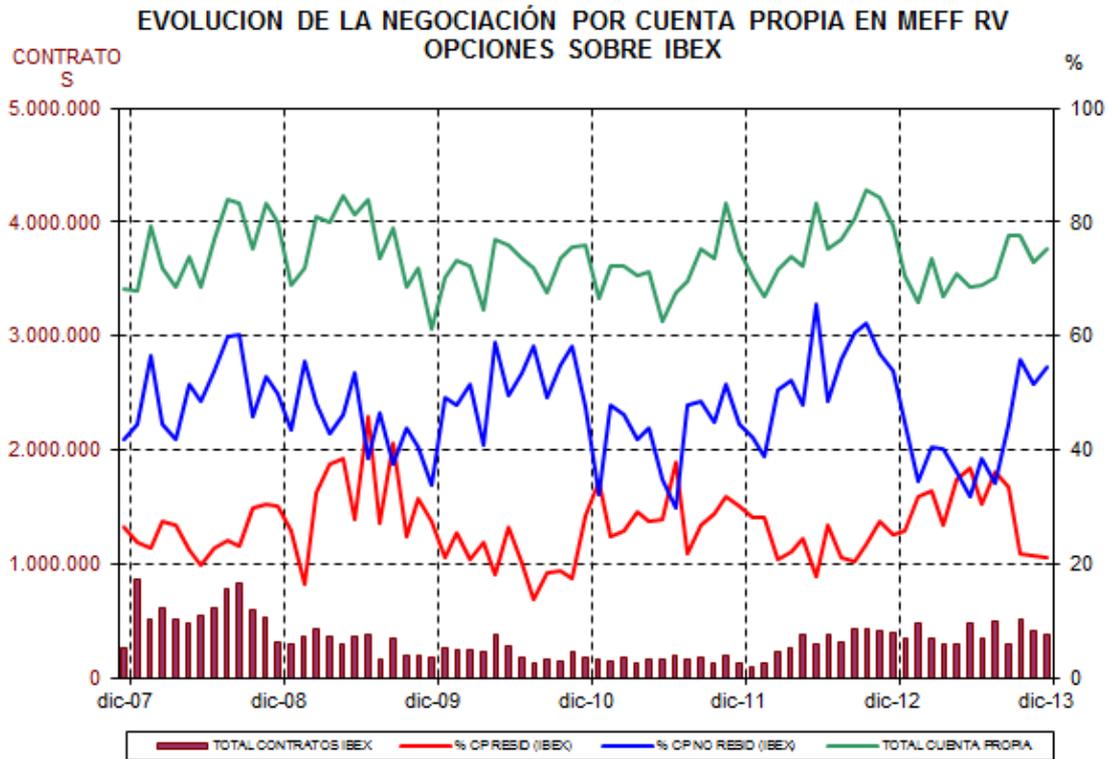


**EVOLUCION DE LA NEGOCIACION POR CUENTA PROPIA EN MEFF RV FUTUROS SOBRE ACCIONES**



**ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-13**

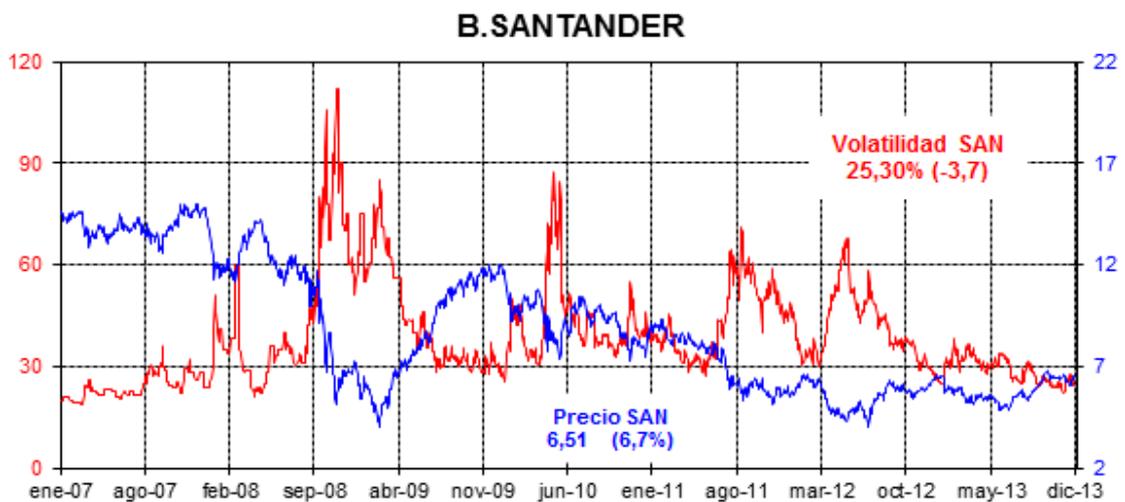
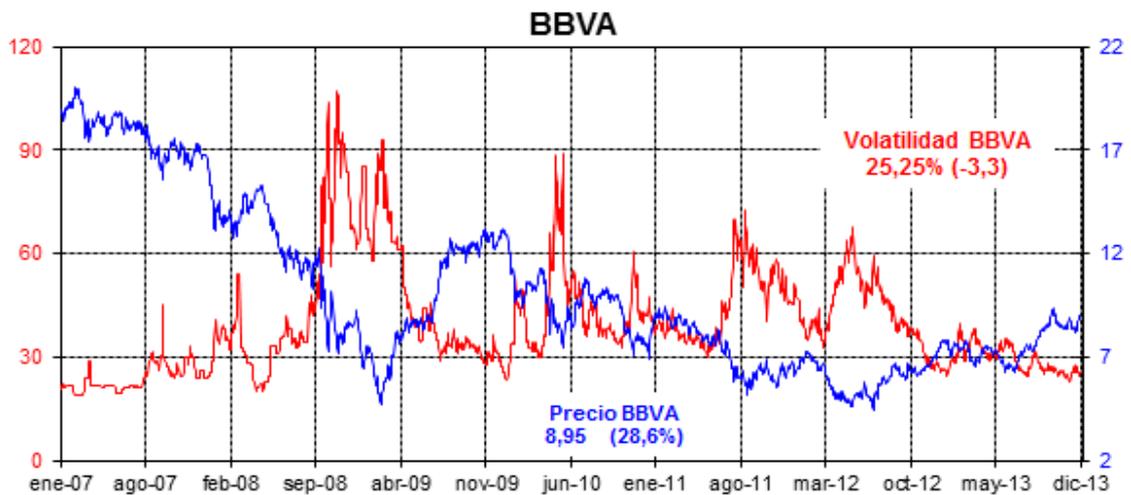
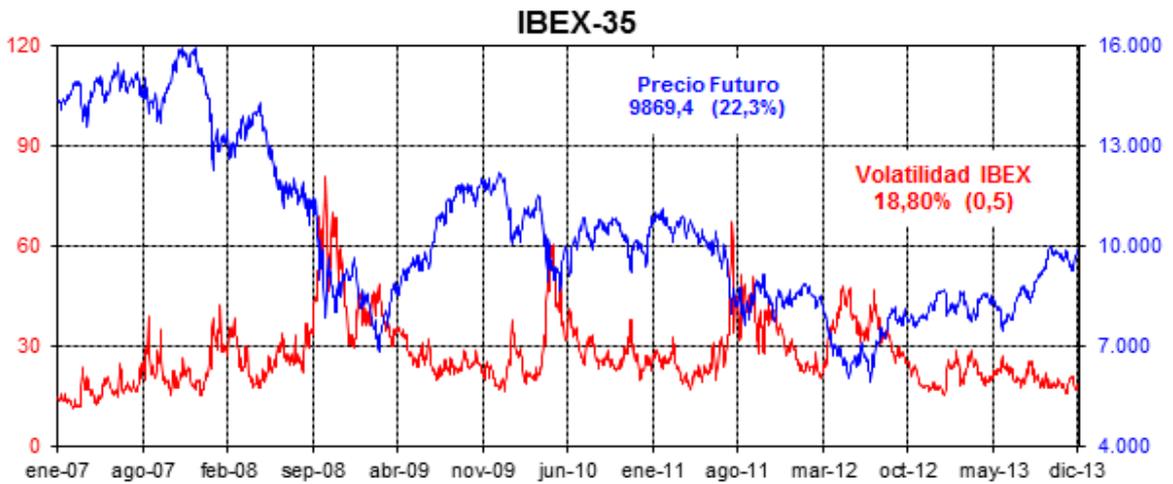
Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia



ULTIMA FECHA INCORPORADA 31-12-13

Fuente: MEFF Exchange, BME Clearing y elaboración propia

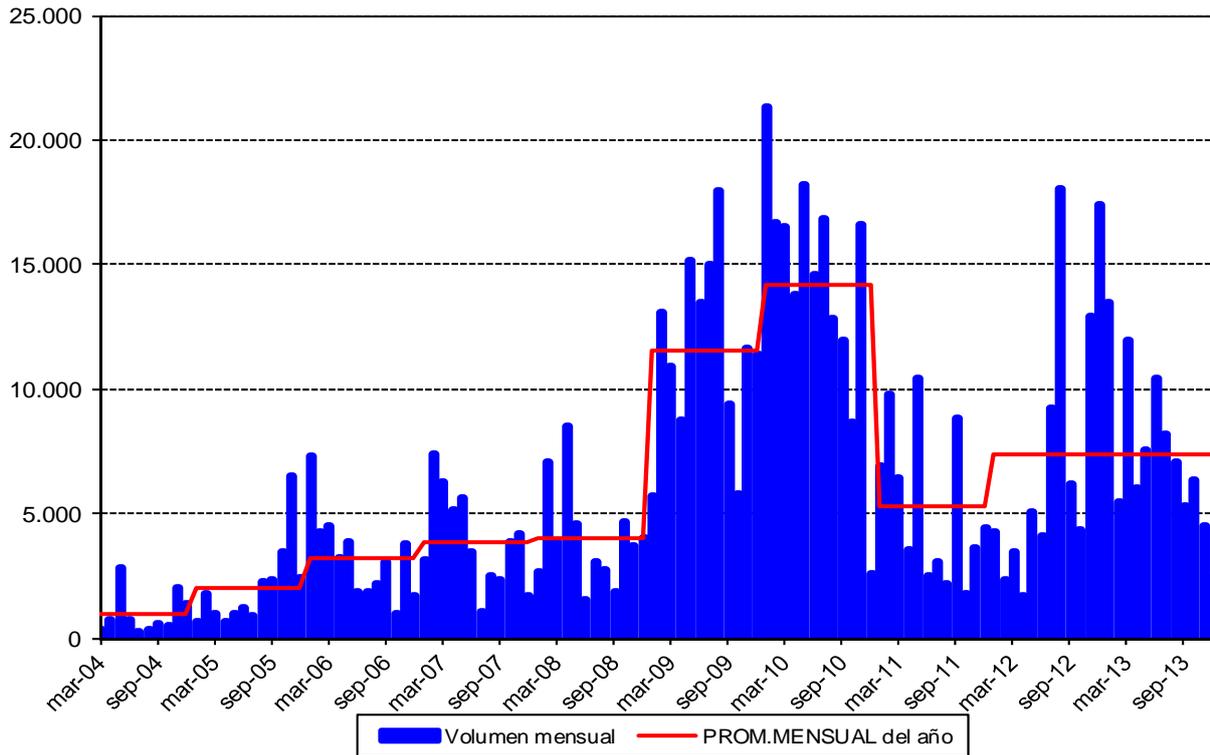
**VOLATILIDAD IMPLICITA (1er.Vto.), PRECIO Y VARIACIÓN EN EL PERÍODO (31/12/13 - 31/12/12)**



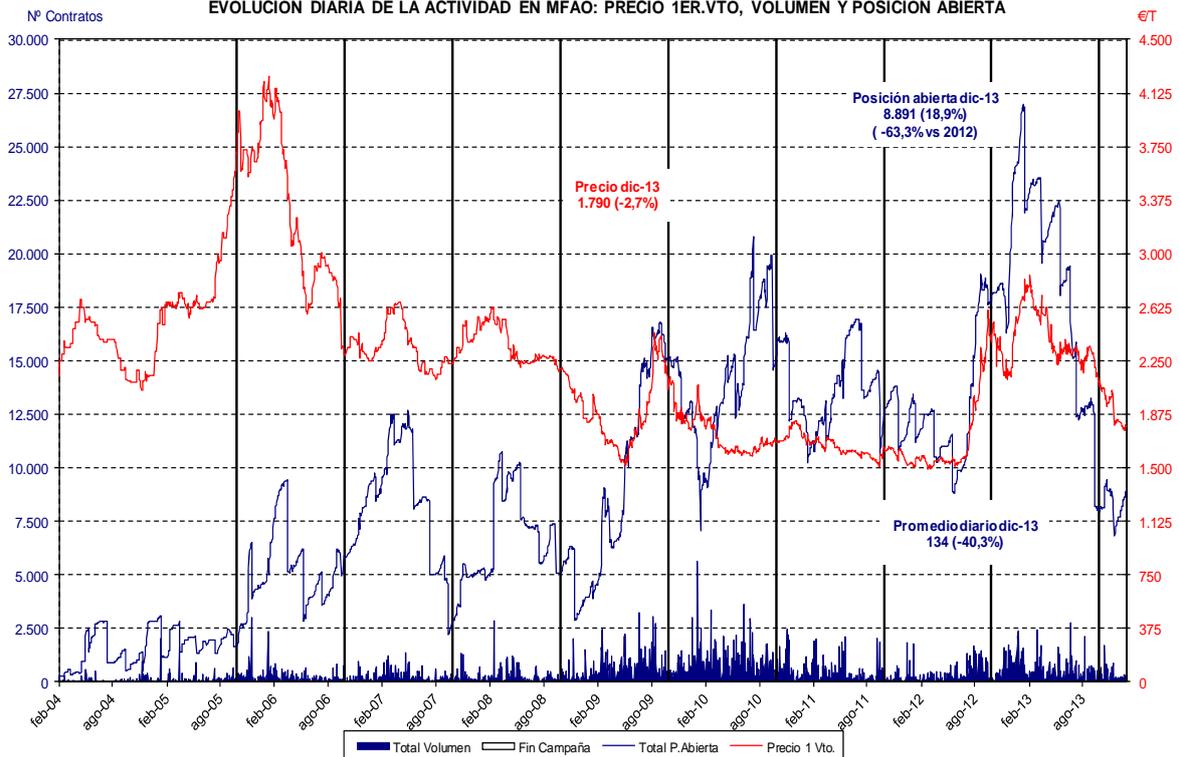
Los números incluidos en los gráficos corresponden al último dato y variación en el período

Fuente: MEFF Exchange y elaboración propia

VOLUMEN MENSUAL DE CONTRATACION EN MFAO Y PROMEDIOS ANUALES



EVOLUCION DIARIA DE LA ACTIVIDAD EN MFAO: PRECIO 1ER.VTO, VOLUMEN Y POSICION ABIERTA

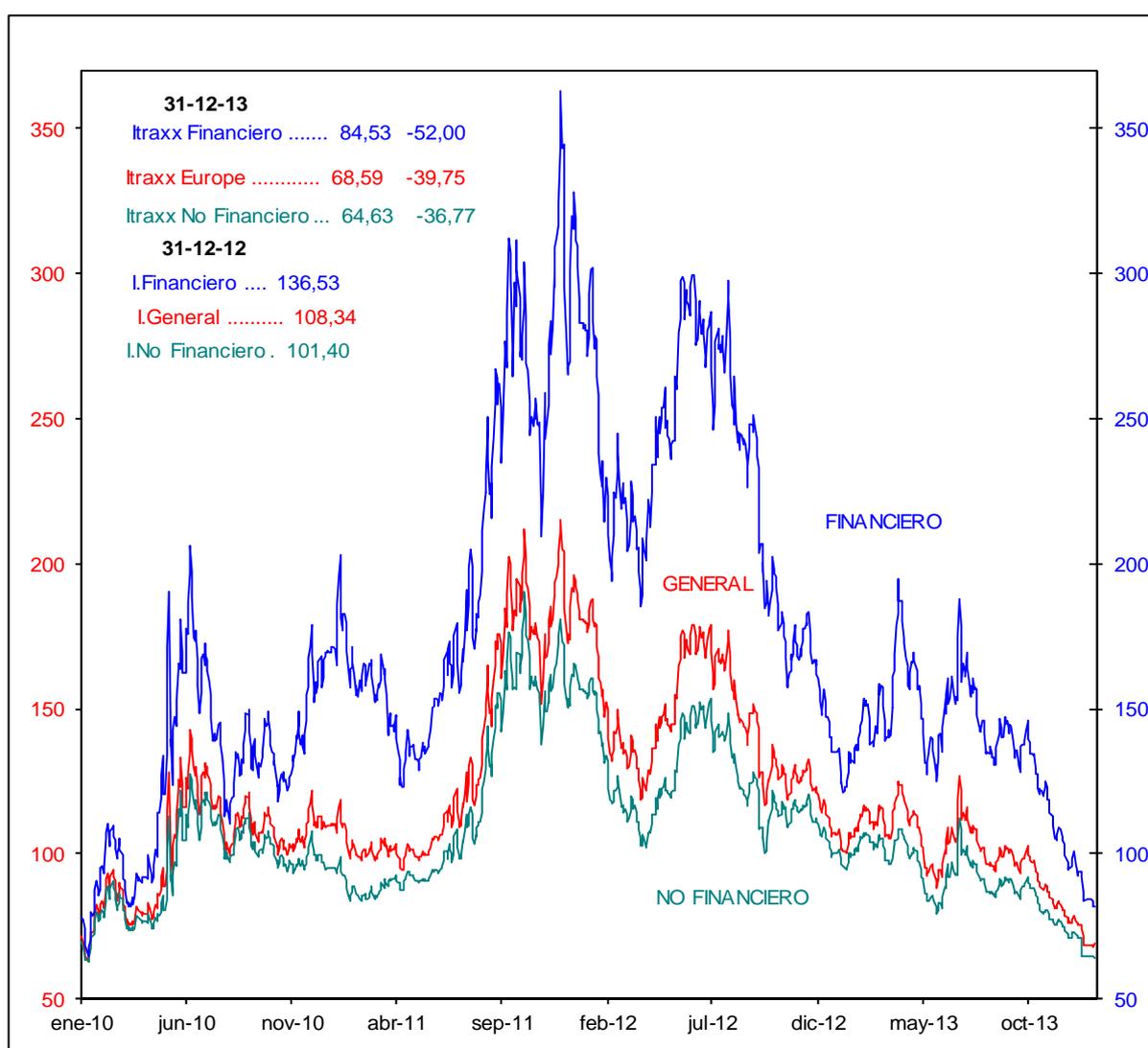


Fuente: MFAO y elaboración propia

Actividad de los Mercados de Renta Fija			
Mercado	Volumen 2013 (Mill. €)	Volumen 2012 (Mill. €)	Var. (%)
<b>AIAF</b>	1.288.985,67	2.562.136,69	-49,69%
- Vencimiento	288.089,93	418.321,62	-31,13%
- Simultáneas	1.000.895,74	2.143.815,07	-53,31%
<b>SEND</b>	2.723,15	1.229,97	121,40%
- SEND RF privada	2.575,35	1.229,97	109,38%
- SEND Deuda Pública	147,80		
<b>SENAF</b>	64.080,00	39.996,47	60,21%
<b>Mercado Electrónico de RF</b>	571,04	1.306,82	-56,30%
- Renta fija privada	563,22	395,18	42,52%
- Deuda Pública	7,82	911,64	-99,14%
<b>Deuda Autonómica (M. Electrón.)</b>	43,793	84,850	-48,39%

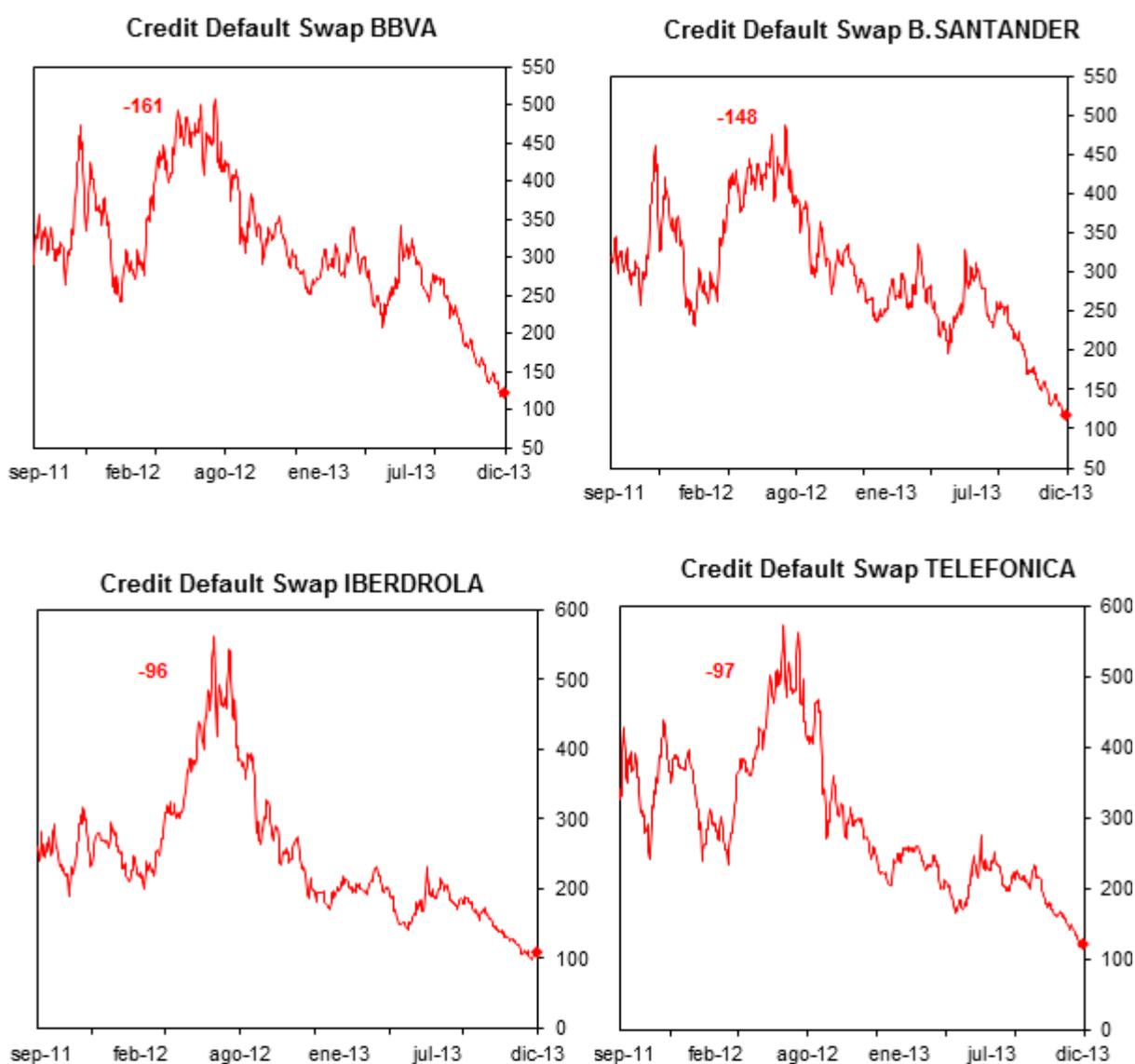
Fuente: CNMV

### EVOLUCION DE LOS INDICES ITRAXX (Vencimiento 5 años)



Fuente: Reuters y elaboración propia

**COTIZACIONES DE LOS CDS Y VARIACION (31/12/13-31/12/12)**

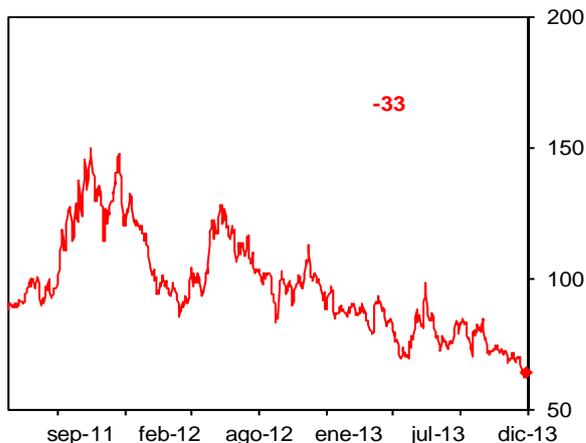


El número incluido en el gráfico corresponde a la variación en p.b. en el período

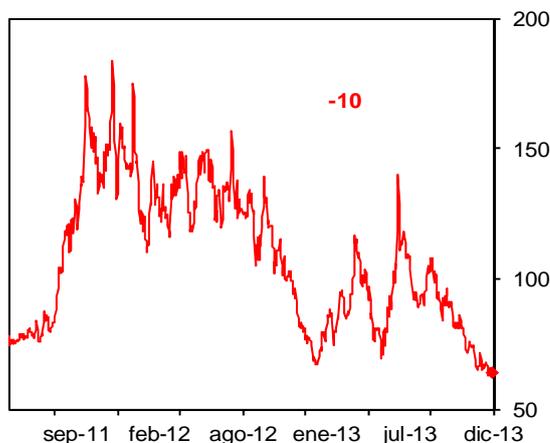
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**COTIZACIONES DE LOS CDS INTERNAC. Y VARIACION (31/12/13-31/12/12)**

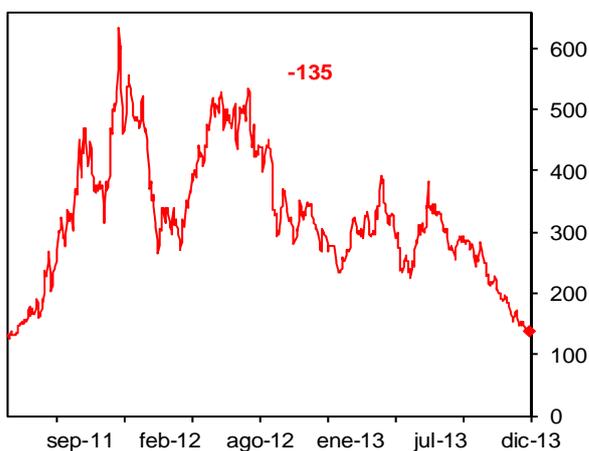
**INDICE CDX NORTH AMERICA IG (USD)**



**CDS HSBC**



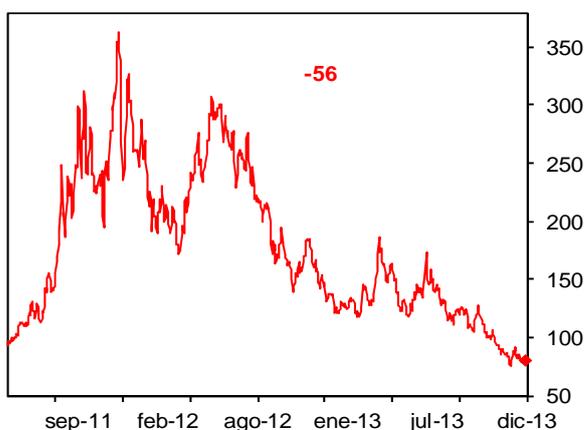
**CDS INTESA SANPAOLO**



**CDS DEUTSCHE BANK AG**



**CDS BNP PARIBAS**

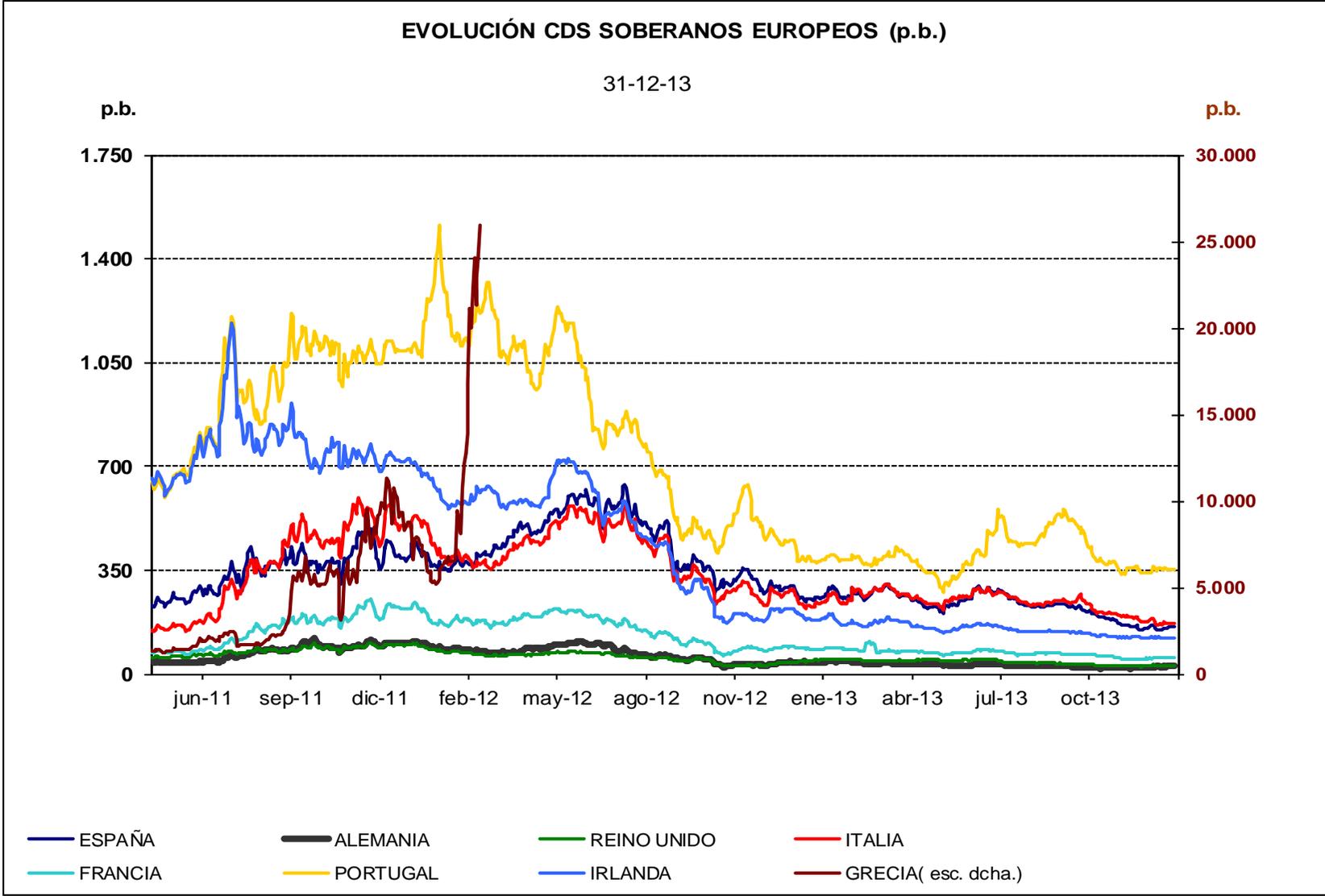


**CDS BANCO COMERCIAL PORTUGUES**

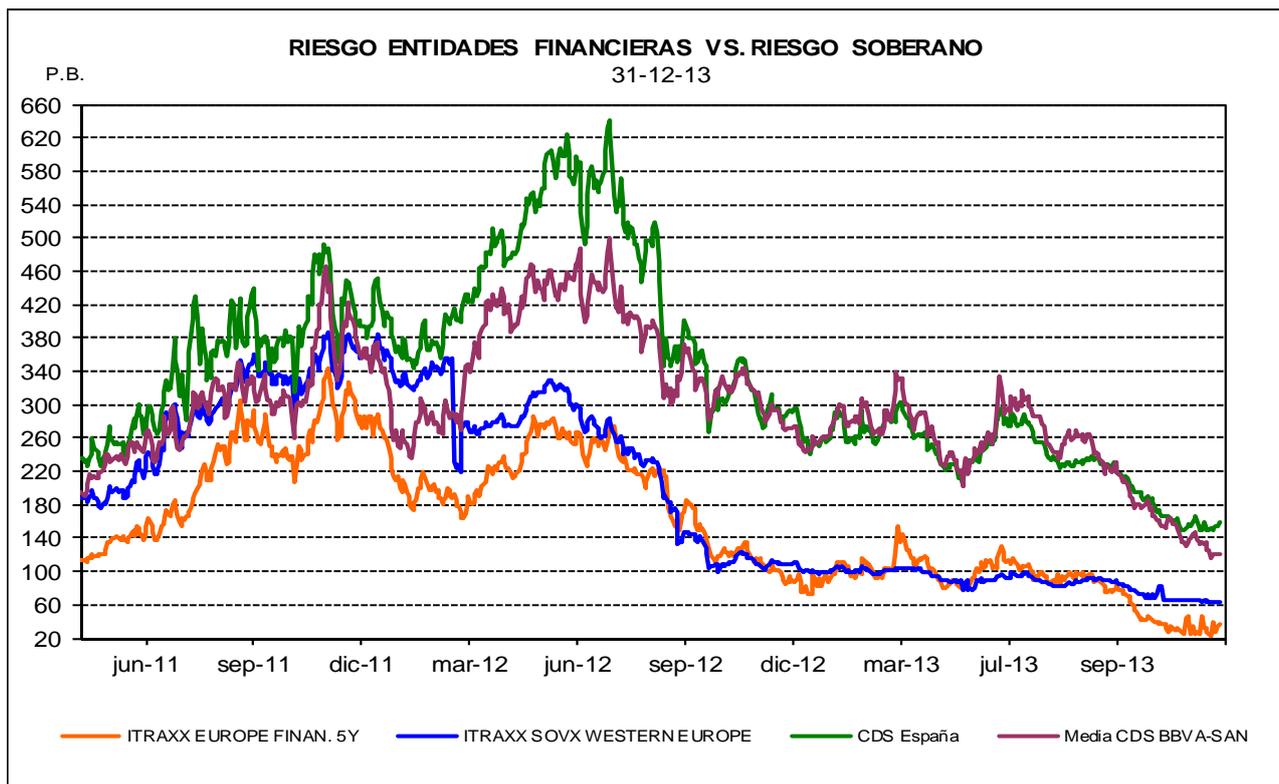


El número incluido en el gráfico corresponde a la variación en p.b. en el período

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

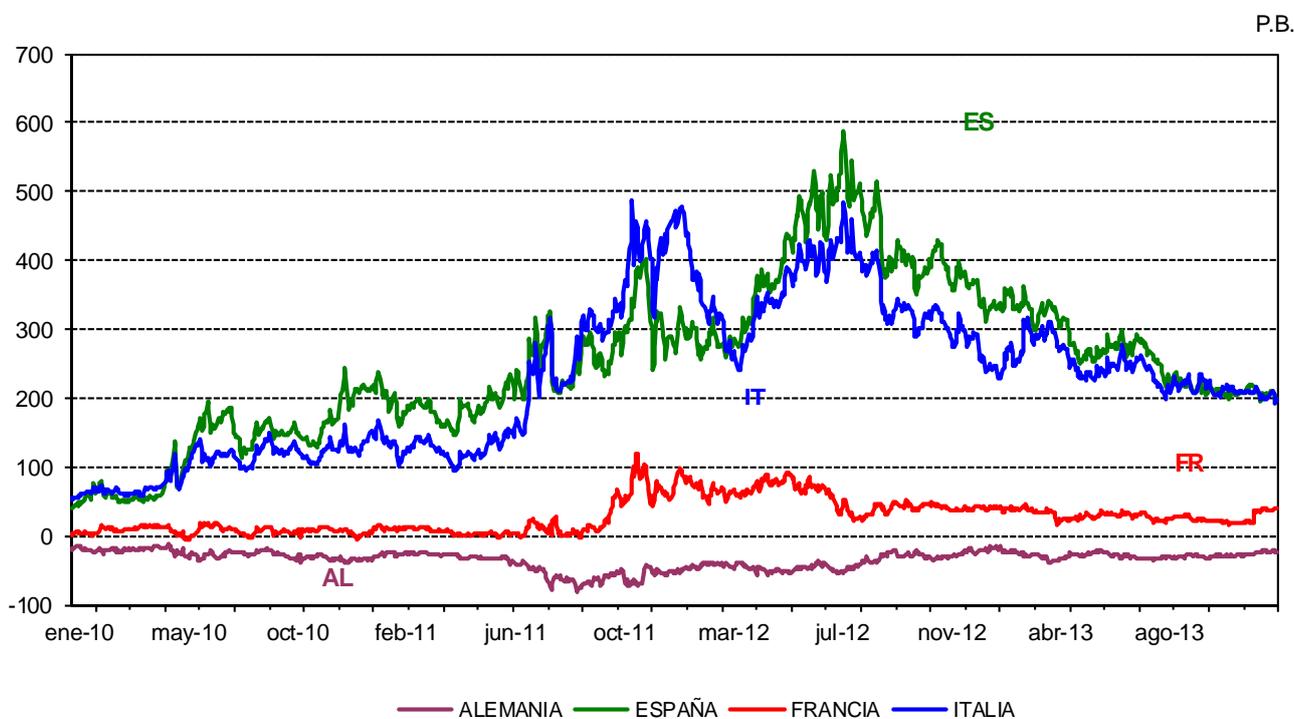


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



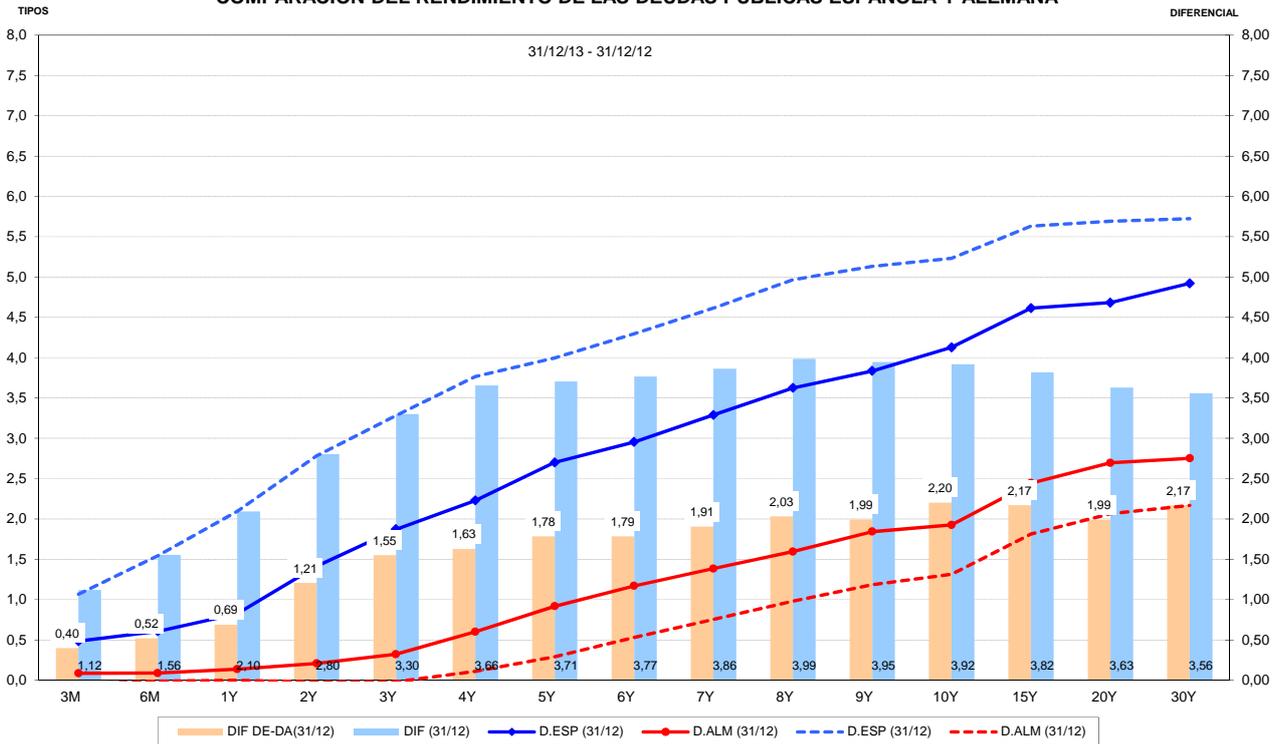
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**DIFERENCIAL DEUDA EUROPEA 10 AÑOS VS. CURVA SWAP**  
31-12-2013

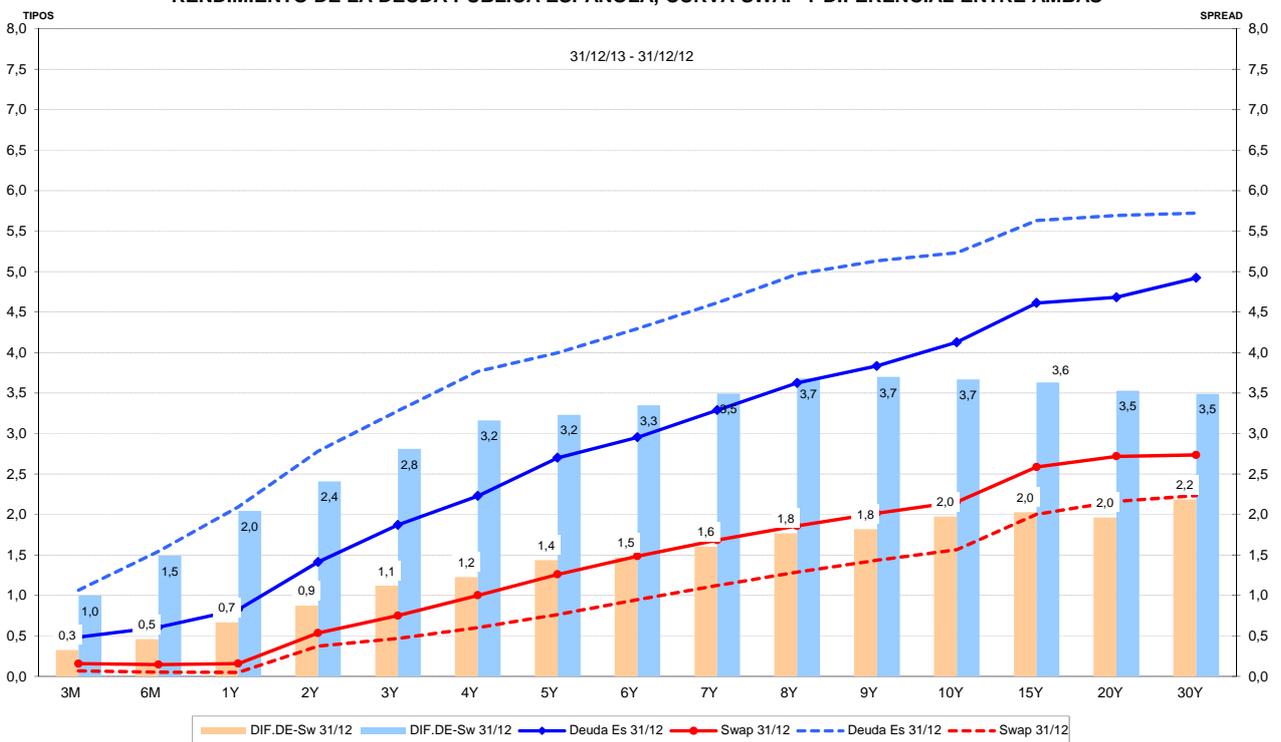


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

COMPARACION DEL RENDIMIENTO DE LAS DEUDAS PUBLICAS ESPAÑOLA Y ALEMANA

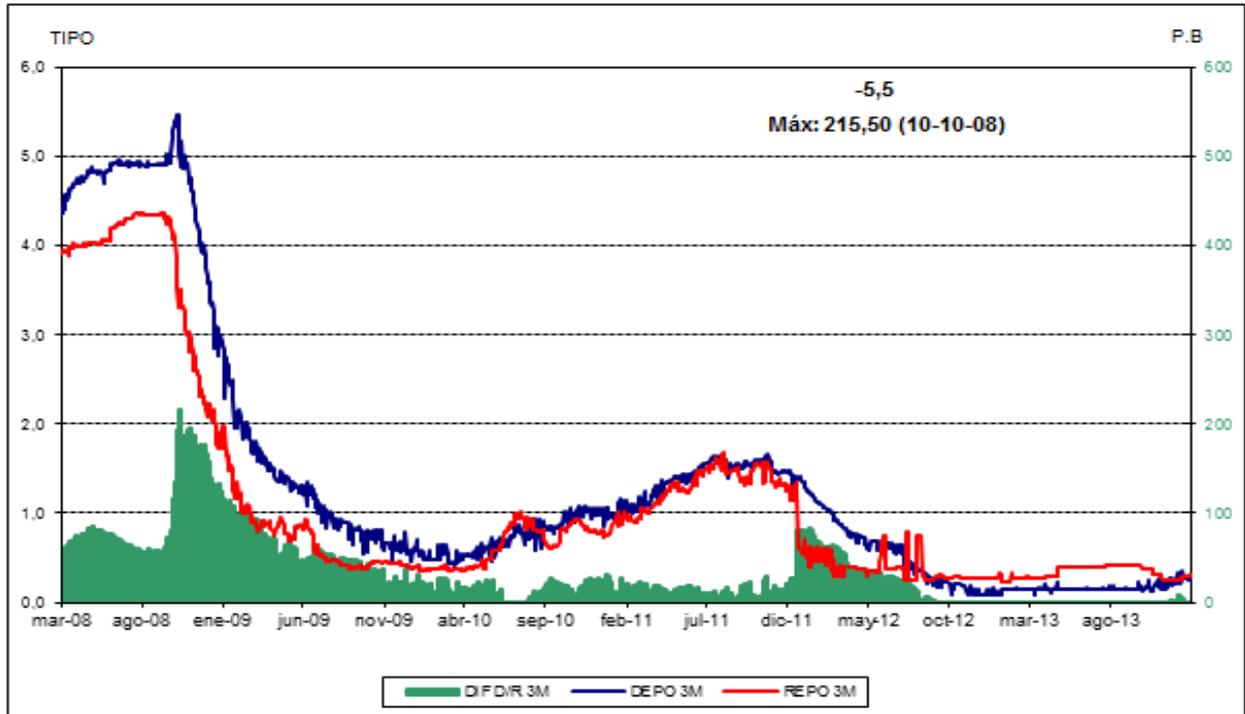


RENDIMIENTO DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA, CURVA SWAP Y DIFERENCIAL ENTRE AMBAS

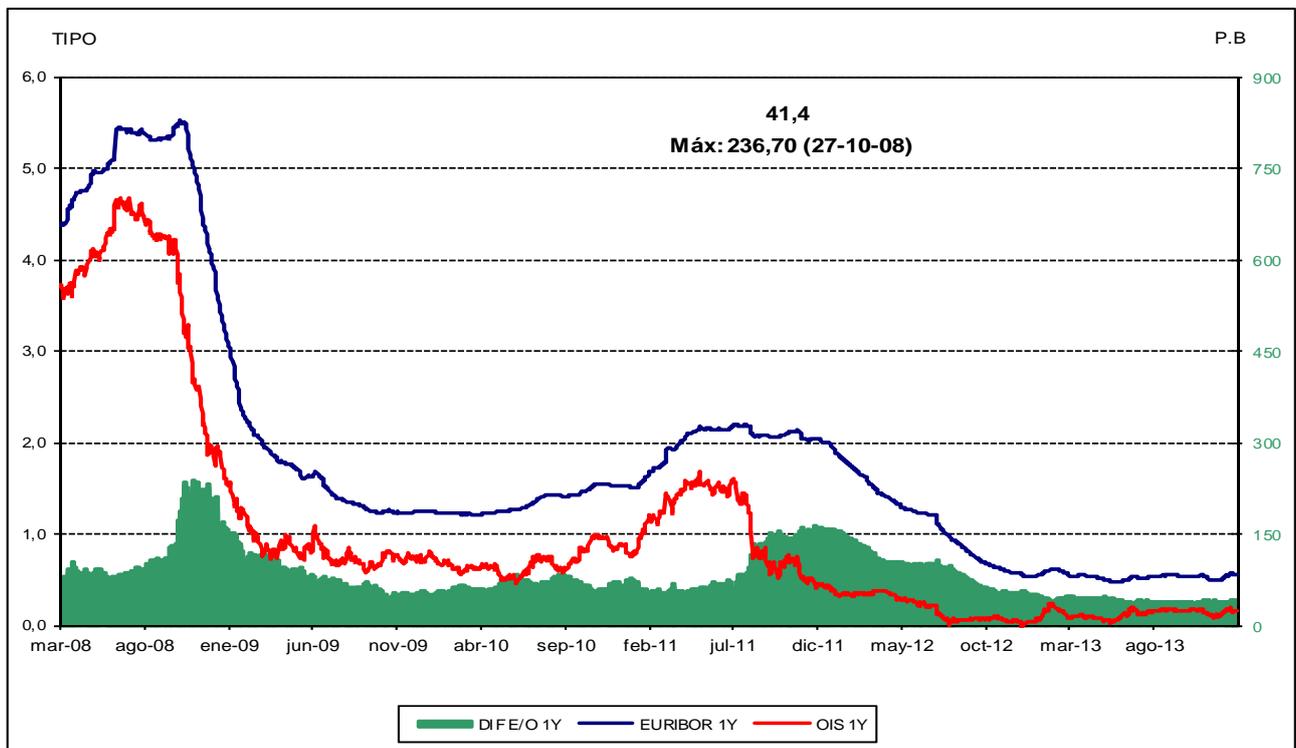


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**EVOLUCION DEL DIFERENCIAL DEPO/REPO 3 MESES  
(MEDIA BID-ASK AL CIERRE)  
31-12-13**

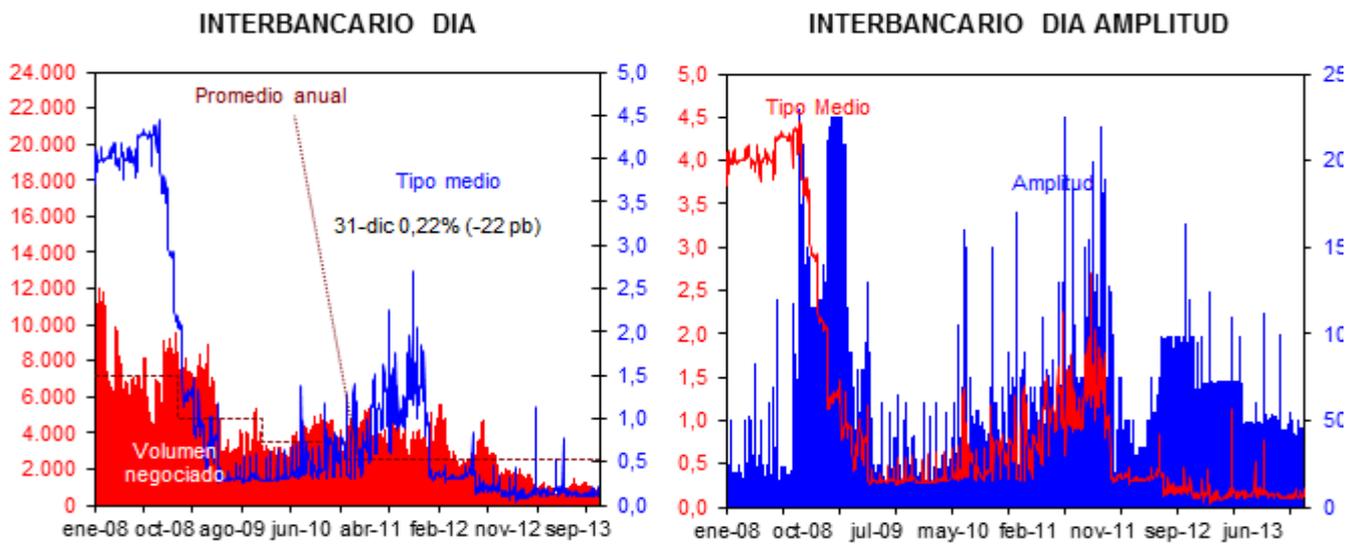


**EVOLUCION DEL DIFERENCIAL EURIBOR/OIS 12 MESES  
31-12-13**

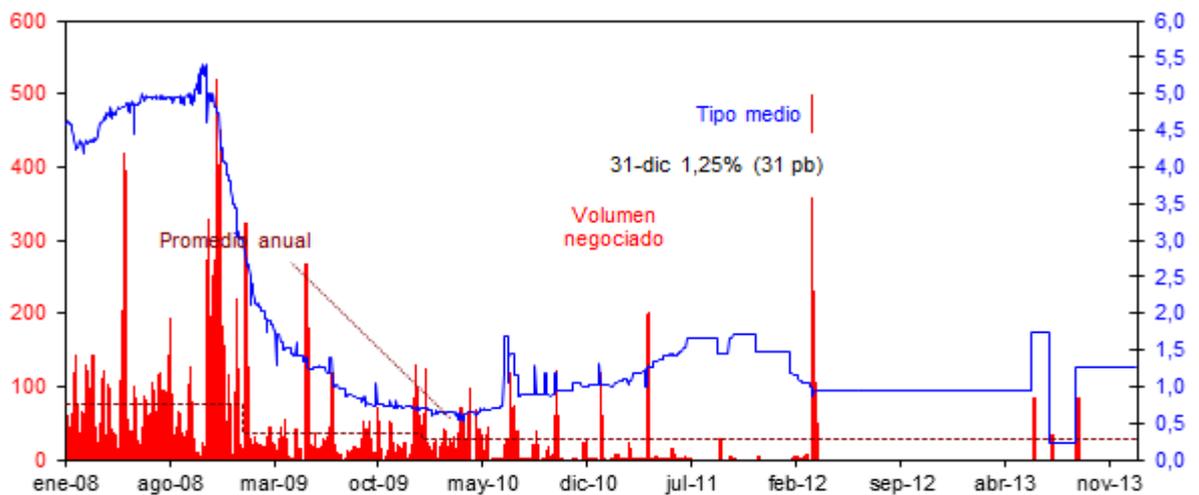


Fuente: Reuters y elaboración propia

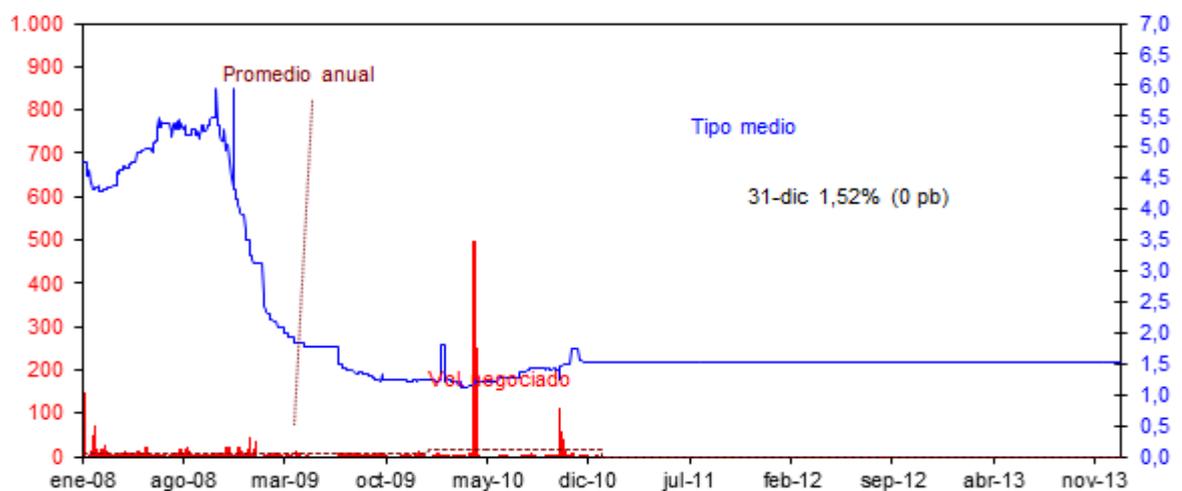
Volumen (m.móvil 5 ses.), Tipo Medio del M.Interbancario y Var.Periodo (31/12/13-31/12/12)



INTERBANCARIO 3 MESES

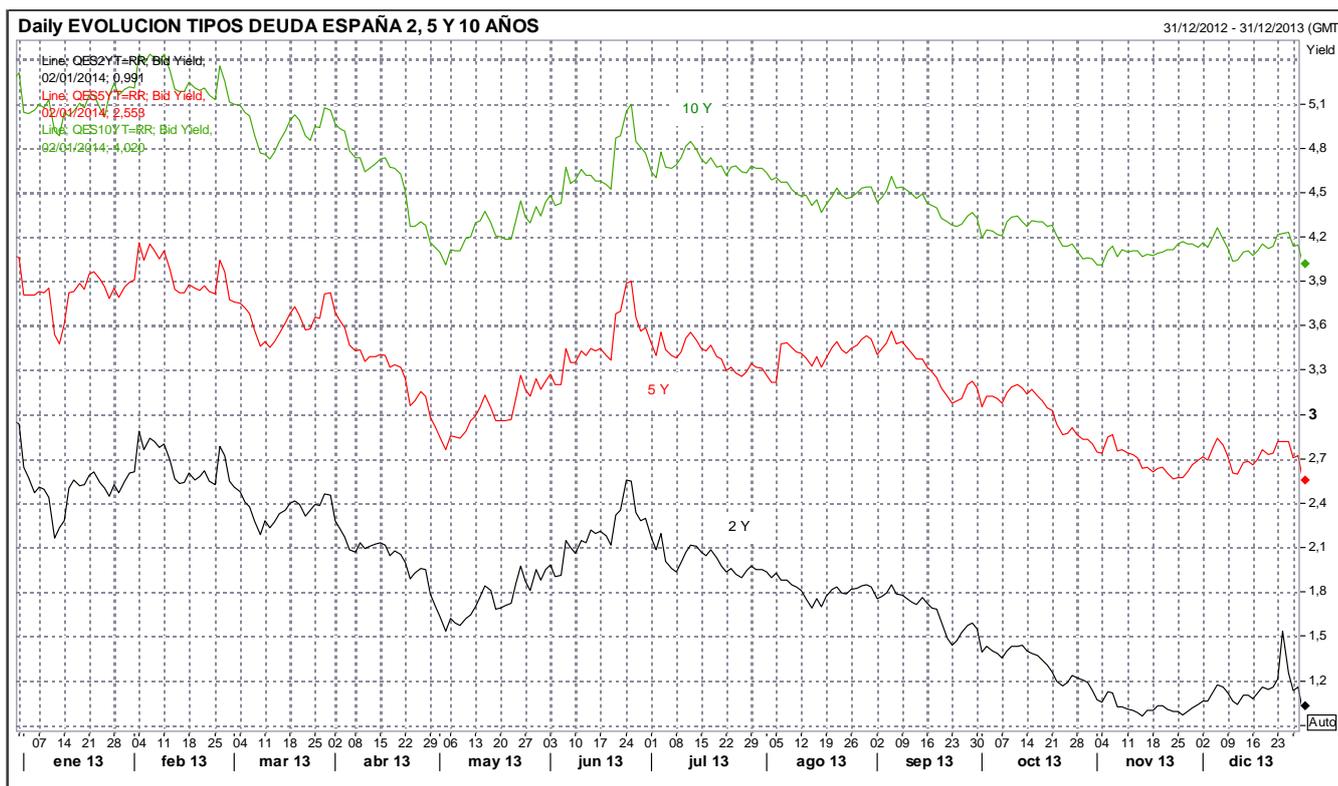


INTERBANCARIO 12 MESES

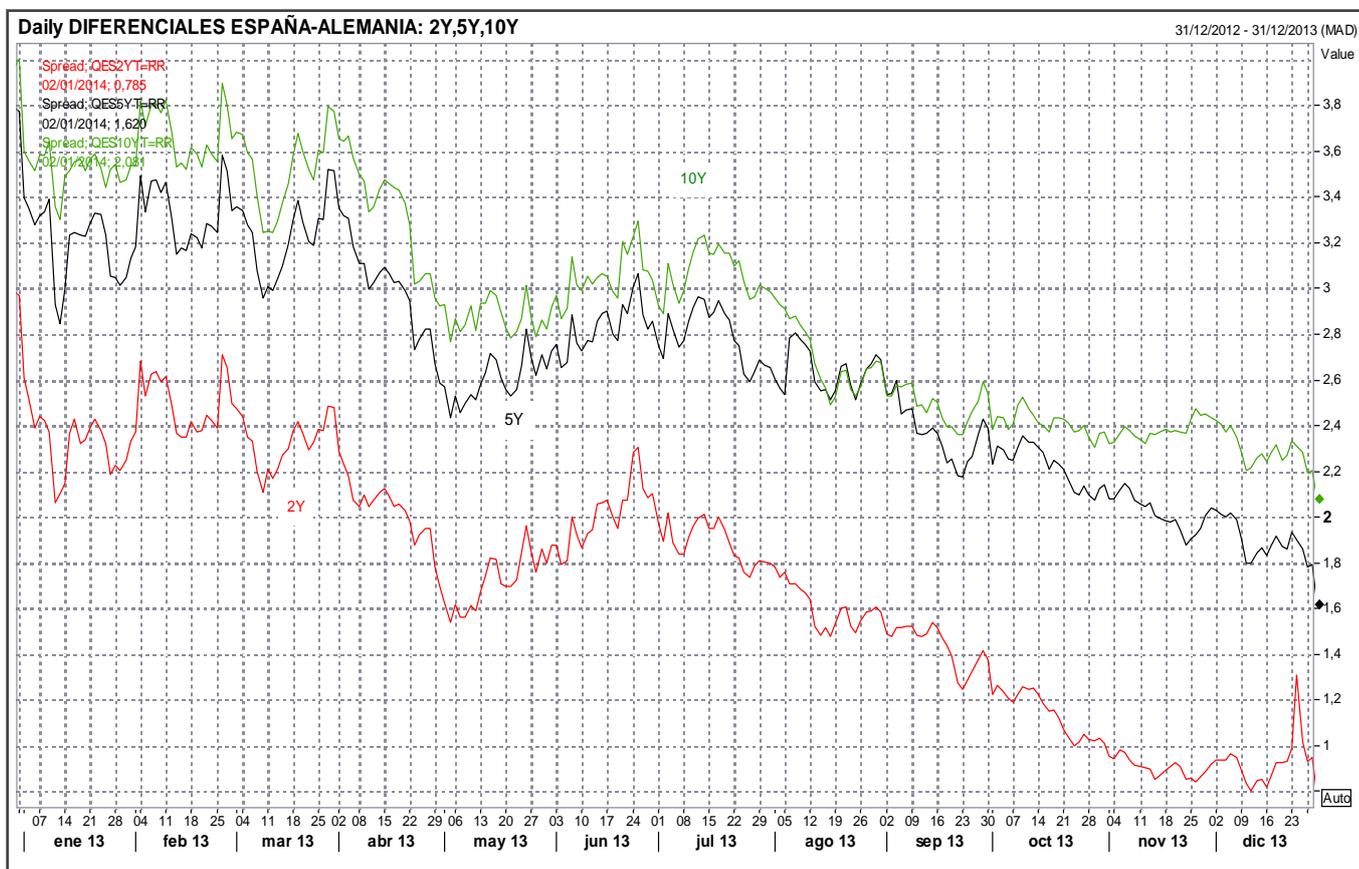


Fuente: Banco de España y elaboración propia

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE ESPAÑA A 2, 5 Y 10 AÑOS

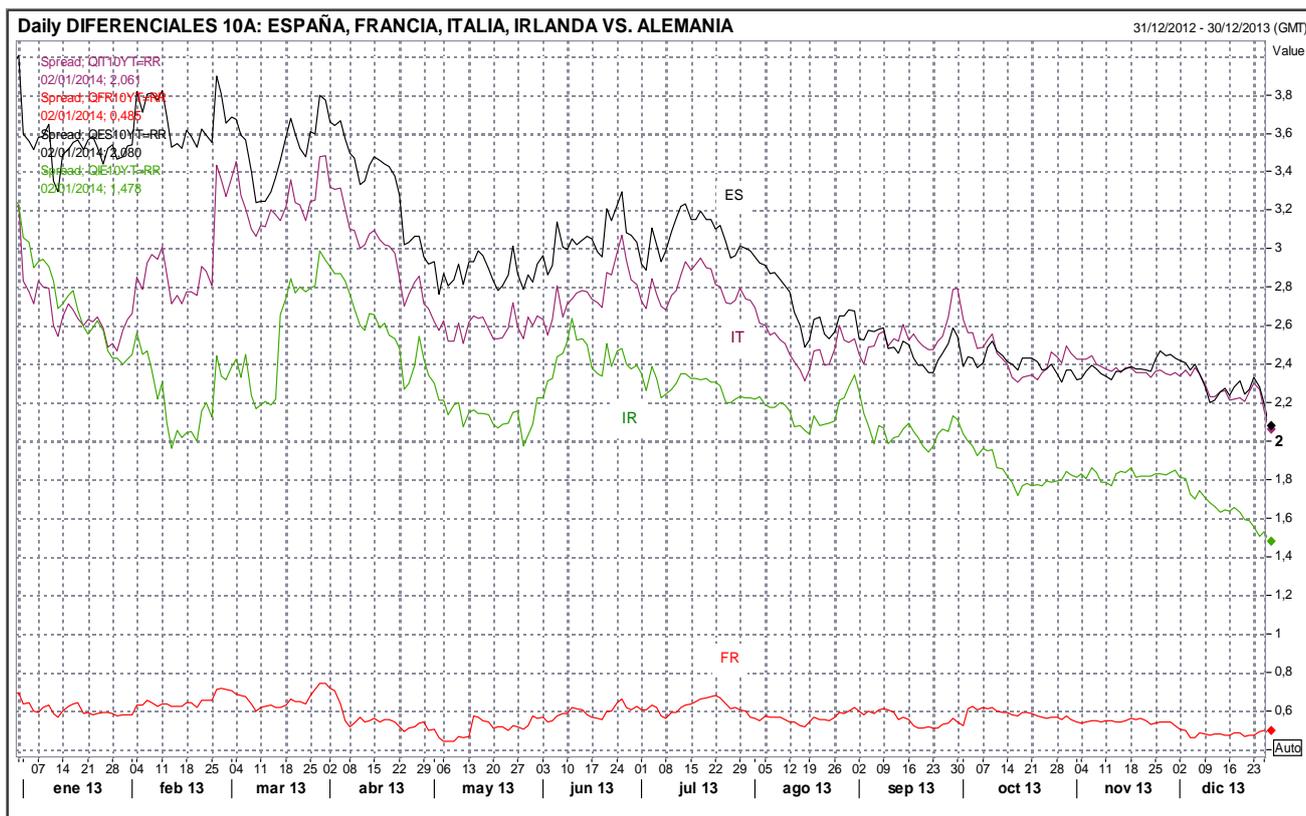


Evolución diferenciales entre España y Alemania a 2, 5 y 10 años

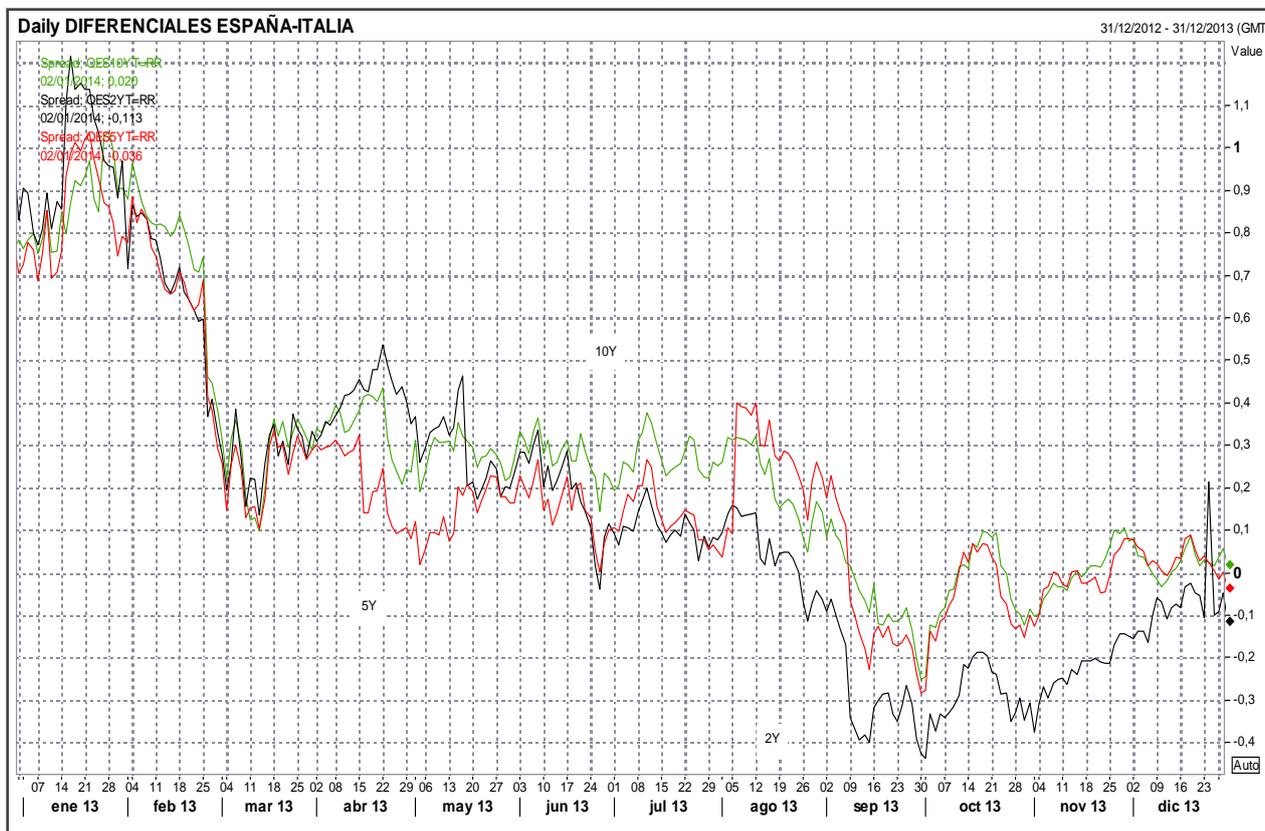


Fuente: Reuters

EVOLUCIÓN DE DIFERENCIALES ESPAÑA, FRANCIA, ITALIA, IRLANDA VS ALEMANIA A 10 AÑOS:

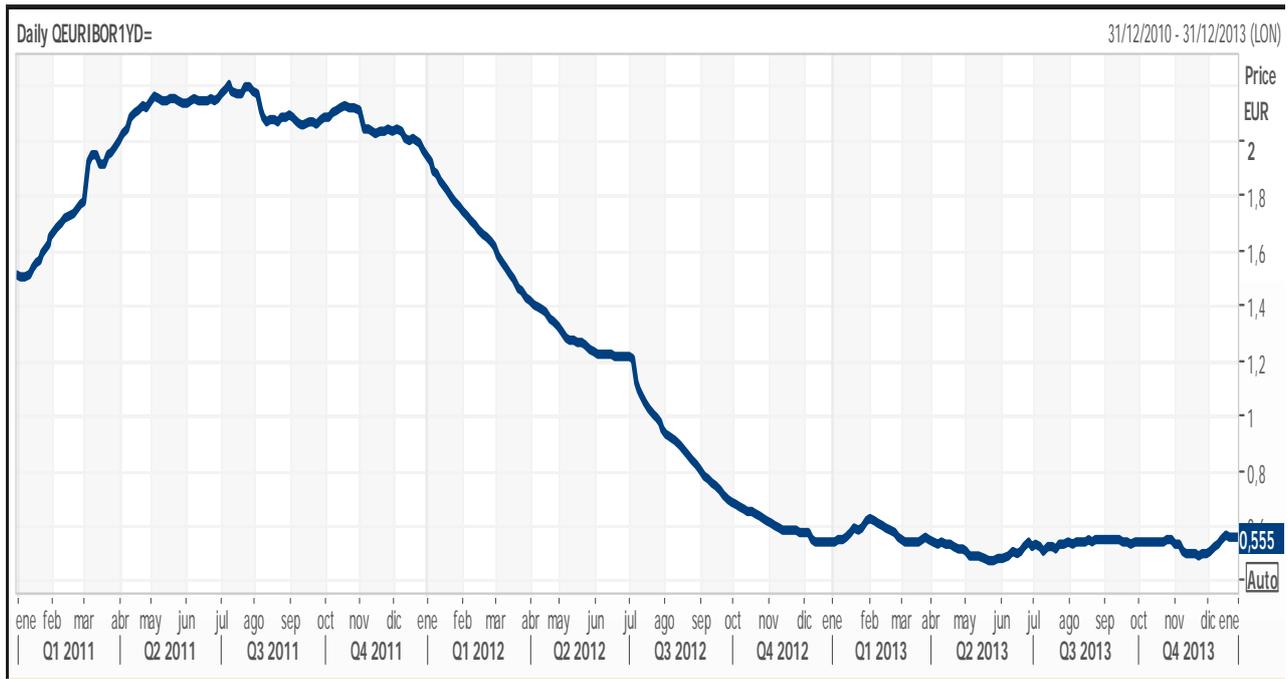


Evolución de diferenciales España-Italia a 2, 5 y 10 años



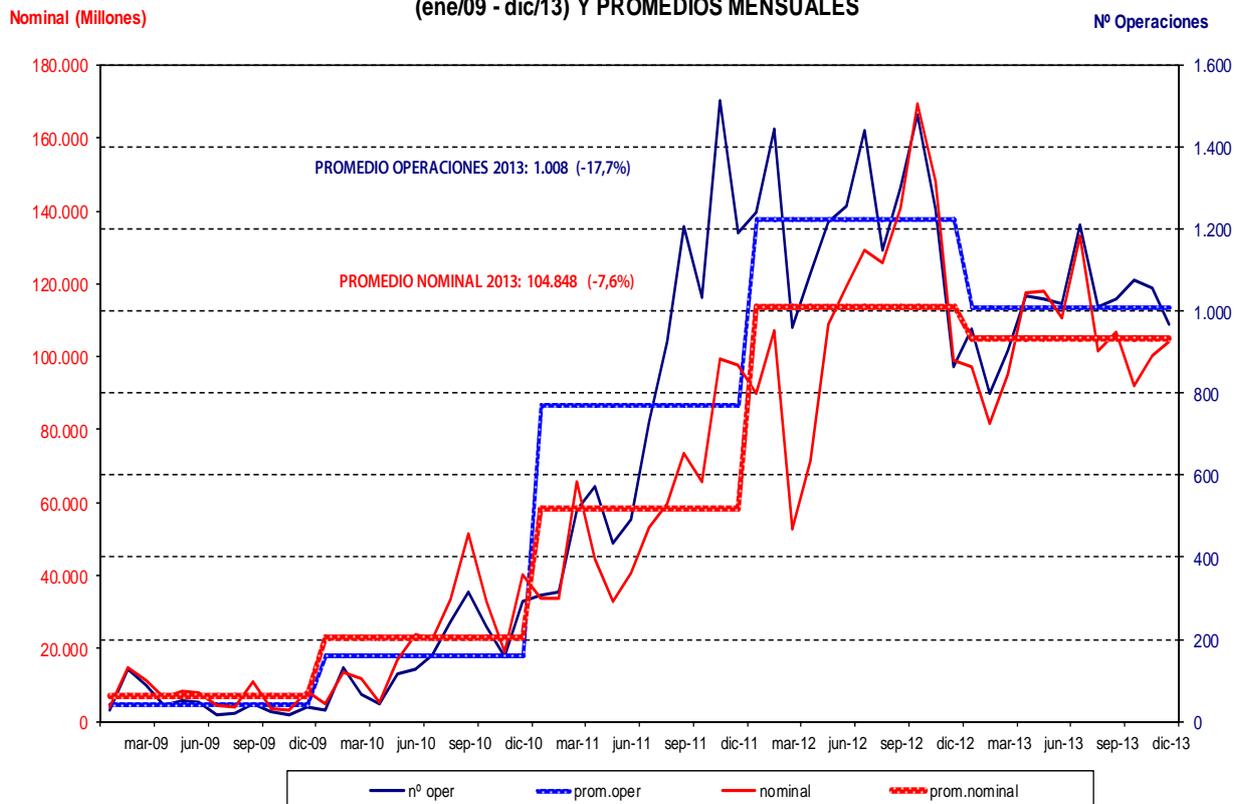
Fuente: Reuters

Evolución del Euribor a 1 año



Fuente: Reuters

EVOLUCION DEL Nº DE OPERACIONES Y NOMINAL REGISTRADO EN MEFFREPO (ene/09 - dic/13) Y PROMEDIOS MENSUALES

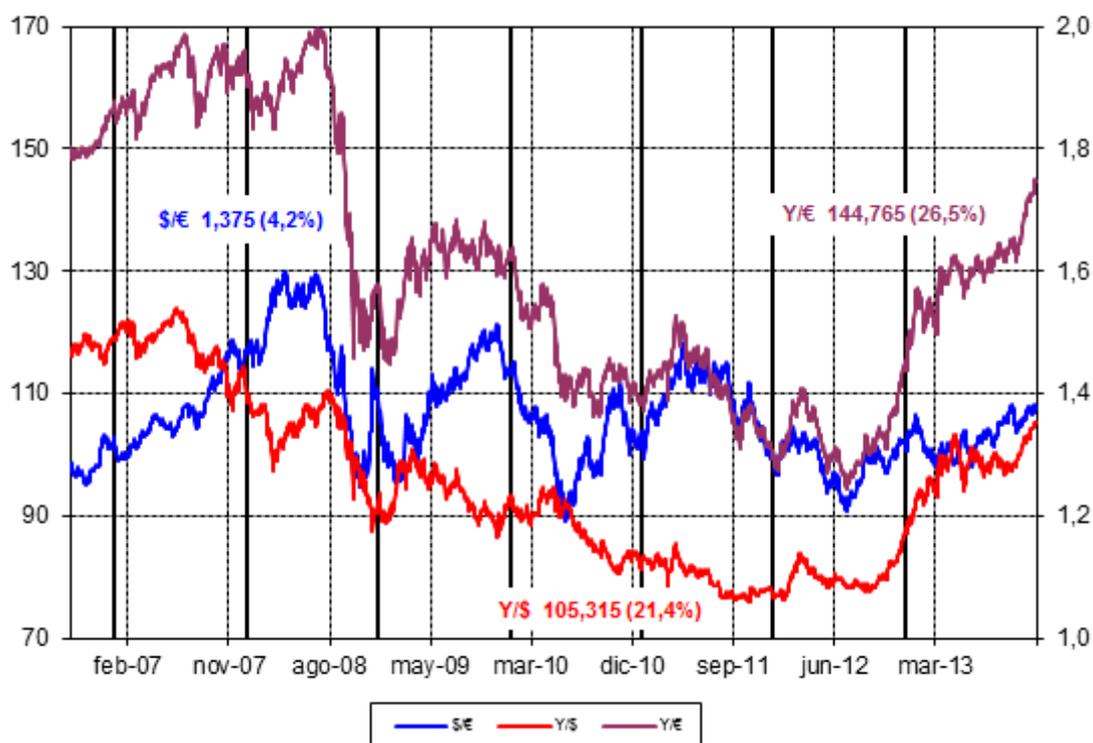


Entre paréntesis, variación respecto al mes anterior o respecto al promedio del año anterior

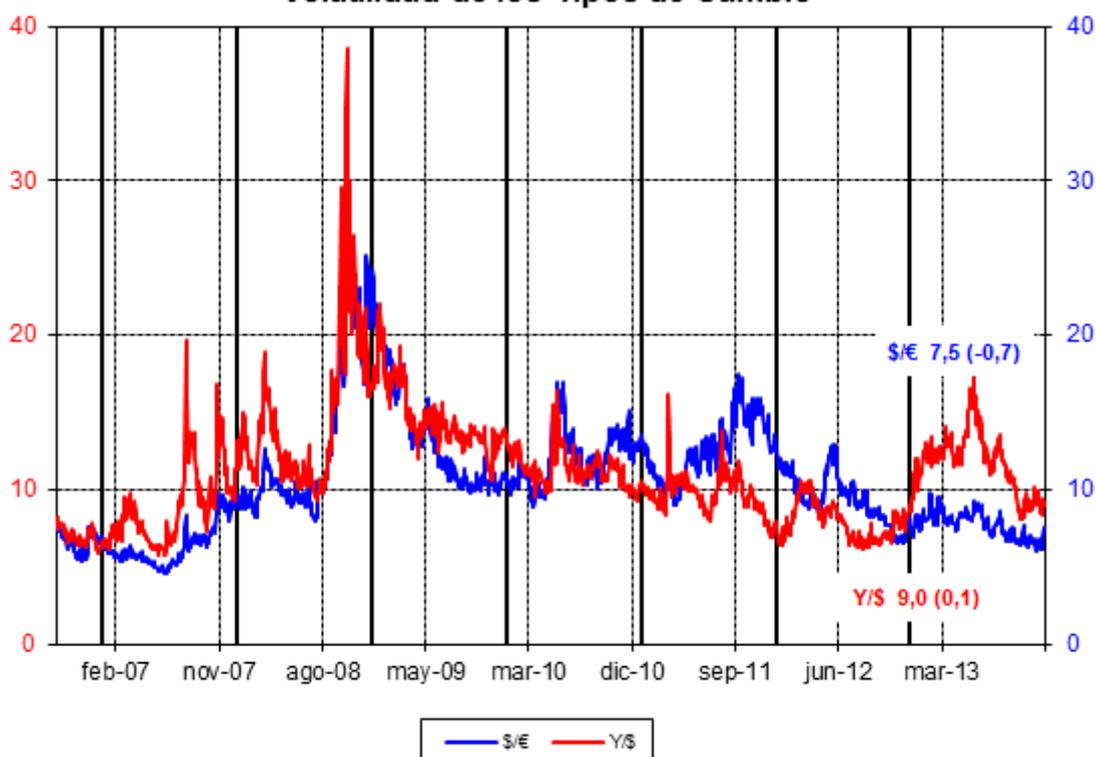
Fuente: BME Clearing y elaboración propia

## EVOLUCION DE TIPOS DE CAMBIO (31/12/13-31/12/12)

Euro, Dólar y Yen



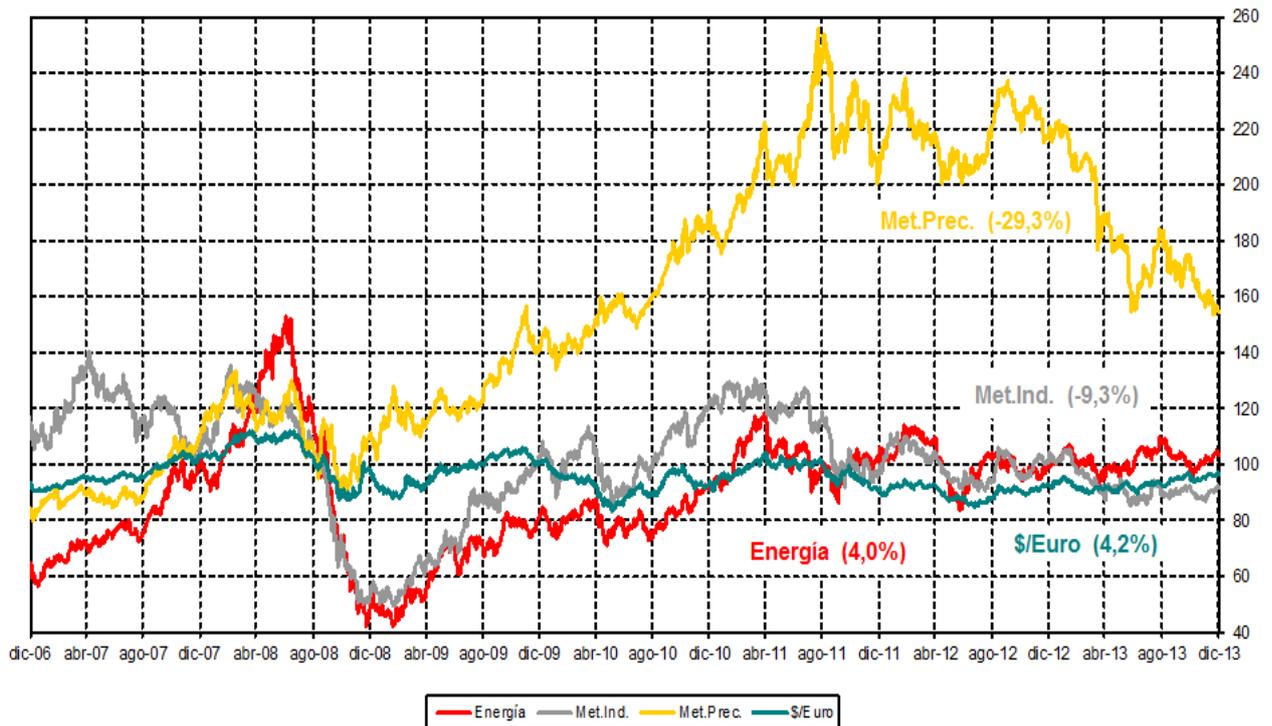
## Volatilidad de los Tipos de Cambio



El número incluido entre paréntesis en el gráfico corresponde a la variación en el período

Fuente: Reuters y elaboración propia

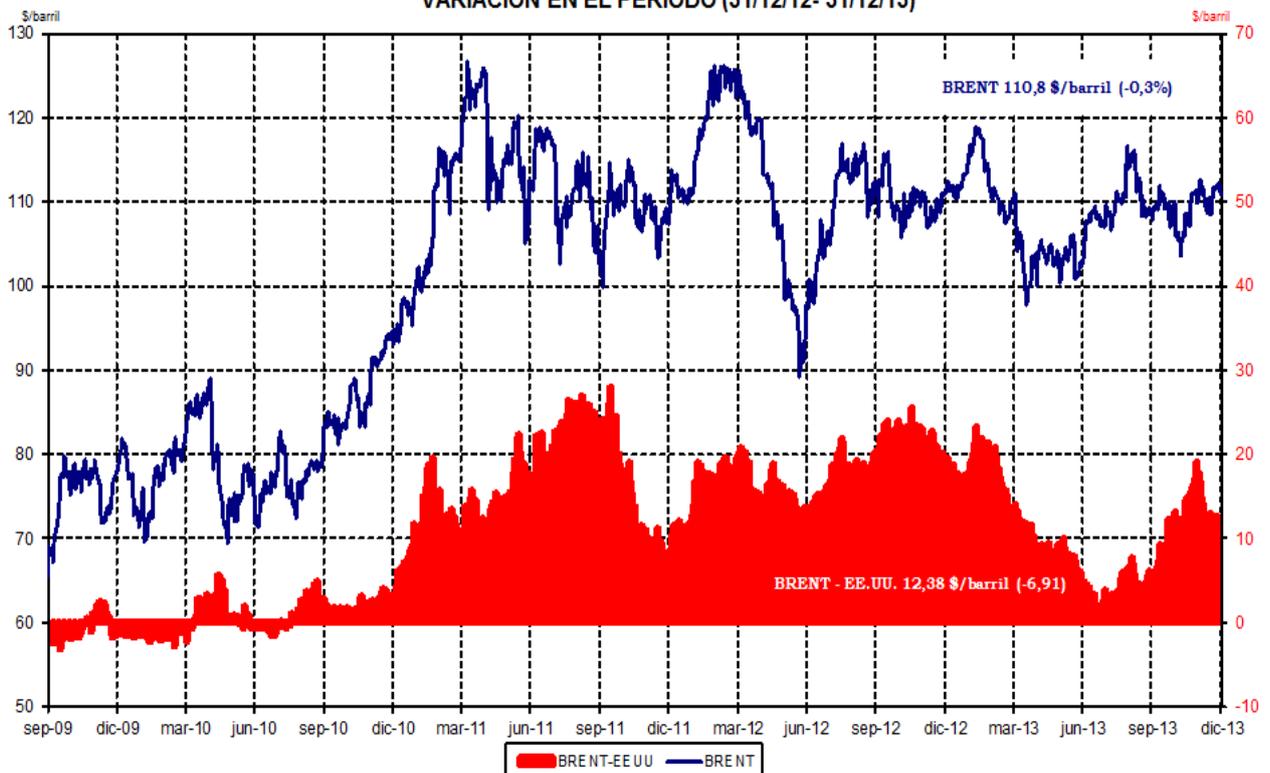
**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES DE MATERIAS PRIMAS Y DOLAR**  
**VARIACIÓN EN EL PERIODO (31/12/12- 31/12/13) BASE 100 = 15/09/08**



Los datos que aparecen entre paréntesis corresponden a la variación porcentual del índice correspondiente en el período

Fuente: Reuters y elaboración propia

**EVOLUCION DIARIA DEL PRECIO DEL BRENT Y DIFERENCIAL CON LA REFERENCIA DE EE.UU. (futuros 1er. vencimiento)**  
**VARIACIÓN EN EL PERIODO (31/12/12- 31/12/13)**



Fuente: Reuters y elaboración propia

## RESUMEN DE ACTIVIDAD EN MEF POWER

PERIODO: 01-dic-13 a 31-dic-13

OPERACIONES REGISTRADAS N° sesiones con actividad: 19 (95,0%)

PERIODO DE ENTREGA	CARGA BASE		CARGA PUNTA		TOTAL	ACUMULADO 2013	
	SWAP	FUTURO	SWAP	FUTURO			
	N° Oper.	Contratos	N° Oper.	Contratos	N° Oper.	Contratos	Contratos
DIARIO	123	5.366			124	5.391	50.353
SEMANTAL	100	3.875			100	3.875	23.215
MENSUAL	33	311			33	311	10.634
TRIMESTRAL	58	549			58	549	5.677
ANUAL	12	92			12	92	1.086
<b>Total general</b>	<b>326</b>	<b>10.193</b>			<b>327</b>	<b>10.218</b>	<b>90.965</b>

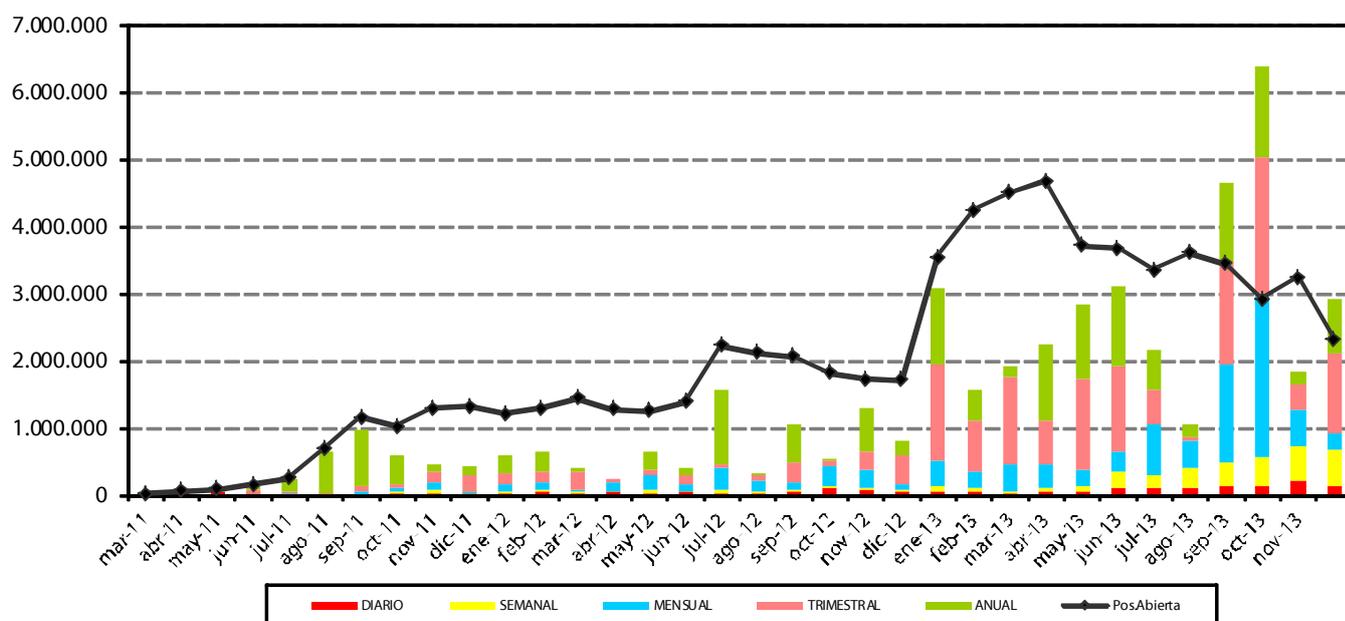
Efectivo registrado (Mill.€)	160,73	1.678,78
Efectivo promedio (Mill.€)	8,46	6,64
MWh equivalentes	2.908.108	33.732.792

## POSICION ABIERTA A 31-dic-13

PERIODO DE ENTREGA	CARGA BASE		CARGA PUNTA		TOTAL	TOTAL MWh
	SWAP	FUTURO	SWAP	FUTURO		
DIARIO	125				125	3.000
SEMANTAL	25				25	4.200
MENSUAL	1.599				1.599	1.150.757
TRIMESTRAL	445		10		455	986.910
ANUAL	20				20	175.200
<b>Total general</b>	<b>2.214</b>		<b>10</b>		<b>2.224</b>	<b>2.320.067</b>

Valoración a precios de cierre (Mill.€)	115,19	
Garantía depositada (Mill.€)	19,41	29,48 = Promedio mensual

## Volumen registrado y posición abierta a fin de mes (MWh)



Fuente: BME Clearing y elaboración propia