

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

Índice

Presentación	13
1 Resumen ejecutivo	14
2 Entorno macro-financiero	17
2.1 La evolución económica y financiera internacional	17
2.2 La evolución económica y financiera en España	21
2.3 Perspectivas	25
3 La evolución de los mercados nacionales	26
3.1 Los mercados bursátiles	26
3.2 Los mercados de renta fija	30
4 Los agentes de los mercados	37
4.1 Vehículos de inversión	37
4.2 Empresas de servicios de inversión	42
4.3 Sociedades gestoras de IIC	50
4.4 Otros intermediarios: capital riesgo	51
5 Cambios en la estructura de los mercados de valores	53
5.1 La implantación de la MiFID	53
5.2 Desarrollos en el ámbito de la post-contratación	57
6 Conclusiones	58

Presentación

La importancia creciente de los mercados de capitales en la intermediación de los flujos de ahorro e inversión y su papel en la generación y transmisión de perturbaciones financieras justifican un seguimiento explícito de su actividad y de cuantos agentes operan en ellos, con el fin de evaluar sus condiciones actuales e identificar los factores que pueden incidir en su evolución futura. Este informe semestral, cuyo primer número ve ahora la luz, tiene como objetivo exponer la situación general de los mercados de valores nacionales y de los agentes que participan en ellos en el contexto internacional relevante. Asimismo se analizan los elementos que pueden condicionar los volúmenes contratados y los precios en los principales mercados y la actividad de los distintos intermediarios y vehículos de inversión. Con carácter general el análisis comprenderá la información correspondiente a los seis meses anteriores a la fecha de publicación del informe excepto en algunas materias concretas en el marco de los operadores de los mercados, en las que se hará referencia al conjunto del ejercicio precedente.

Con esta publicación, la CNMV pretende proporcionar un análisis sistematizado del marco general en el que se desenvuelve su actuación. Ello responde al convencimiento de que un requisito imprescindible para lograr el adecuado funcionamiento de los mercados es la disponibilidad de información relevante que permita la adecuada toma de decisiones por parte de los oferentes, demandantes e intermediarios en los mercados de productos financieros. De hecho, la existencia de un volumen satisfactorio de información pública se encuentra en la base de los tres objetivos que la CNMV tiene legalmente encomendados: la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios y la protección de los inversores.

En la actualidad se cuenta ya con un amplio abanico de estudios e informes regulares que analizan la evolución de los mercados y del marco macroeconómico en el que se insertan. El *Informe sobre los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas* no pretende competir con ellos, sino añadir la perspectiva del supervisor. En concreto, el informe pondrá énfasis en las implicaciones de los desarrollos macrofinancieros relevantes sobre la actuación de los emisores y el resto de los agentes participantes en los mercados de valores, incluyendo los distintos tipos de empresas de servicios de inversión y de gestoras de vehículos de inversión.

El momento de la publicación de este informe es especialmente relevante en la medida en que tiene lugar unos meses después de la crisis originada en el mercado hipotecario norteamericano, que se ha traducido en importantes turbulencias en los mercados financieros. Por lo tanto, gran parte de los desarrollos recientes están fuertemente influenciados por las turbulencias generadas. Asimismo, las perspectivas futuras están en muchos casos ligadas a las expectativas sobre la duración y los efectos macroeconómicos y financieros de la crisis internacional. Finalmente, el análisis no sería completo si no prestase la suficiente atención a los

desarrollos recientes en la legislación europea que alteran de manera sustancial el marco competitivo de la industria financiera nacional y, por lo tanto, generan retos relevantes a una parte de los agentes que participa en los mercados y a los gestores de sus infraestructuras.

El informe se estructura de la siguiente manera: en el segundo epígrafe se comenta la evolución económica y financiera nacional e internacional; en el tercer epígrafe se evalúa la situación de los mercados financieros nacionales de renta variable y de renta fija; el cuarto epígrafe está dedicado a los agentes participantes; en el quinto epígrafe se comentan los temas identificados como más relevantes en el ámbito de la legislación europea y las infraestructuras de los mercados y finalmente, en el sexto epígrafe, se ofrecen algunas conclusiones.

1 Resumen ejecutivo

- La crisis originada por las hipotecas de alto riesgo estadounidenses ha sido uno de los factores más relevantes en el devenir de los mercados financieros internacionales y nacionales en el último tercio del ejercicio 2007 y los primeros meses de 2008. Además de generar episodios de turbulencias de diversa intensidad, ha contribuido a que se deterioren las expectativas macroeconómicas globales, provocado una reducción de la liquidez en los mercados financieros interbancarios y de renta fija y una re-evaluación del riesgo de los instrumentos financieros. Los bancos centrales más importantes han efectuado múltiples operaciones de inyección de liquidez y muchos de ellos han adoptado una política monetaria más expansiva.
- Seis meses después del comienzo de la crisis, los mercados se mantienen en una situación de relativa inestabilidad. Las señales de normalización en los mercados interbancarios son todavía tímidas y persiste la escasa actividad de emisión y contratación y los elevados *spreads* en los mercados de productos estructurados, al tiempo que la renta variable muestra descensos de precios pronunciados y una elevada volatilidad.
- Las turbulencias registradas ponen de manifiesto algunas deficiencias relevantes en el funcionamiento de los mercados. En particular, los episodios recientes evidencian un déficit de transparencia sobre la naturaleza y riesgos intrínsecos de algunos productos estructurados complejos y sobre la exposición de determinadas entidades a los productos y vehículos más afectados por la crisis. Asimismo, la actuación de las agencias de *rating* es mejorable, por lo que resulta pertinente la reflexión actualmente en curso en los foros internacionales sobre posibles vías de perfeccionamiento del marco normativo que regula su actividad.
- Las condiciones macroeconómicas mundiales continuaron siendo favorables en 2007, con estimaciones de tasas de crecimiento para el conjunto del ejercicio cerrado muy cercanas al 5%. Sin embargo, las

previsiones disponibles para los próximos trimestres de 2008 incorporan una sensible moderación del crecimiento del PIB en las áreas geográficas más importantes como consecuencia de la prolongación de las dificultades en los mercados financieros, el encarecimiento de los precios de las materias primas y el cambio en el ciclo inmobiliario en Estados Unidos. Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario económico y financiero central para el conjunto de la economía mundial tendrían origen en la aparición de pérdidas abultadas en los balances de entidades cotizadas, la prolongación de los problemas de liquidez en los mercados financieros y una corrección más intensa de lo previsto en el crecimiento de la demanda interna en los países más desarrollados, en un entorno de menor disponibilidad del crédito.

- La evolución macroeconómica nacional está marcada por una senda de desaceleración desde mediados de 2007 a la que contribuye la moderación del crecimiento de la demanda interna, especialmente en la construcción y en el consumo. La economía española se encuentra afectada por los riesgos generales comunes a todas las economías, siendo la apreciable exposición al comportamiento del sector inmobiliario su principal factor singular de vulnerabilidad. Al mismo tiempo, dispone de otros elementos de fortaleza: en particular, la solidez patrimonial de las entidades financieras y el amplio margen de maniobra de la política fiscal.
- Los mercados financieros nacionales han seguido una pauta similar a la de otros mercados internacionales. En el ámbito de la renta variable, las turbulencias dieron lugar a correcciones en los precios que fueron especialmente intensas en los sectores financiero e inmobiliario. También se produjo un aumento notable de la contratación en 2007, aunque descendió ligeramente en el primer trimestre de 2008¹, y de la volatilidad de los mercados aunque, en este último caso, desde unos niveles históricamente reducidos. La renta variable española, cuyo rendimiento fue notable en 2007, comenzó el ejercicio del año 2008 con descensos significativos en sus precios, en línea con otras referencias europeas.
- Los mercados de renta fija privada se caracterizaron por un aumento considerable de las primas de riesgo de crédito, incluso en los emisores de mayor calidad crediticia, desde los 20 puntos básicos en agosto de 2007 hasta más de 80 puntos en las primeras semanas de 2008² y por una reducción de la liquidez de los mercados, incluido el de los instrumentos derivados de la titulación de activos bancarios. Ello se tradujo en una moderación sustancial de las emisiones en el último trimestre de 2007 y el primero de 2008 con las excepciones de los pagarés de empresa³ y de los bonos de titulación⁴. Estos últimos instrumentos están siendo primordialmente adquiridos por las entidades cedentes de los préstamos, con el objeto de dotarse de una cartera de

1 En el conjunto de 2007, la contratación en el mercado bursátil español creció un 44% respecto a 2006 (ver cuadro 9). En el primer trimestre de 2008 mostró un descenso del 8,4% en términos interanuales.

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

3 Las emisiones de pagarés de empresa alcanzaron los 442.000 millones de euros en 2007 frente a los 334.000 millones de 2006.

4 Las emisiones de bonos de titulación alcanzaron los 141.600 millones de euros en 2007 frente a los 91.600 millones de 2006.

activos líquidos que puedan eventualmente enajenarse o ser utilizados para garantizar la financiación que obtienen del Eurosistema.

- La evolución de los mercados financieros nacionales en el horizonte próximo está condicionada por la pauta de normalización de la actividad financiera internacional y el impacto macroeconómico de las turbulencias observadas. El dinamismo que continúa experimentando la economía española a pesar de su desaceleración y la sólida situación patrimonial que mantiene en general las entidades emisoras –escasamente expuestas a los activos más afectados por la crisis internacional- constituyen sus principales elementos de fortaleza. En cambio, la incertidumbre existente sobre la trayectoria del sector inmobiliario y el elevado apalancamiento de algunas compañías representan sus principales elementos de vulnerabilidad.
- En todo caso, no parece previsible que los agentes operadores en los mercados financieros registren en el horizonte próximo un empeoramiento pronunciado en sus cifras de negocio, aunque sí una moderación de su actividad. Las empresas de servicios de inversión (ESI) españolas mantuvieron en 2007 una rentabilidad notable en la mayor parte de los casos y una solvencia holgada que les permite hacer frente a un eventual período de menor actividad de los mercados desde una situación relativamente cómoda. Es importante señalar, no obstante, los retos que suponen para el conjunto de empresas que prestan servicios de inversión (ESI y entidades de crédito) el reforzamiento de los sistemas de control de riesgos en un marco de elevada volatilidad de las cotizaciones, la necesidad de adaptación a las nuevas exigencias de la MiFID y el incremento de competencia en el sector de prestación de servicios de inversión que se observa en los últimos años.
- Los problemas de liquidez de algunos mercados amplían potencialmente la complejidad de la valoración de diversos instrumentos financieros. Por ello las empresas cotizadas deben hacer un esfuerzo de transparencia y rigor, tal y como exigen las normas de contabilidad vigentes, con objeto de que no se produzcan desfases entre los informes financieros publicados y la realidad económica subyacente.
- El sector de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) ha mantenido una escasa exposición –ya sea de forma directa o a través de participaciones en IIC extranjeras- a instrumentos ligados a la hipoteca de alto riesgo estadounidenses. No obstante, el patrimonio de estas instituciones ha venido mostrando ya escaso dinamismo desde el primer semestre de 2007 como consecuencia del incremento de los tipos de interés, que hizo disminuir la rentabilidad de las participaciones en IIC, y de los cambios normativos que redujeron el atractivo fiscal de estos instrumentos. Las turbulencias de los mercados financieros de los últimos meses de 2007 acentuaron significativamente estas tendencias debido a la mayor percepción del riesgo de los inversores y, sobre todo, a la competencia por el pasivo entre las entidades de crédito a la vista del endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas⁵.

⁵ En conjunto, el patrimonio de los fondos de inversión finalizó 2007 en 255 mil millones de euros, un 5,7% menos que en 2006.

- El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de las IIC representa un porcentaje reducido del patrimonio total de estas (algo más del 6%). No obstante, dada la disminución de la actividad en algunos mercados de renta fija es importante que las sociedades gestoras realicen un seguimiento pormenorizado del grado de liquidez de sus carteras y que mantengan unos modelos de valoración adecuados para los instrumentos que carecen de referencias fiables de mercado. Asimismo, ante la intensificación de la competencia de pasivo por parte de las entidades de crédito, es pertinente mantener el adecuado funcionamiento de los mecanismos que previenen los conflictos de intereses entre las gestoras y los grupos bancarios a los que muchas de ellas pertenecen.
- Los cambios normativos también juegan un papel relevante en el entorno actual. Los retos más importantes vienen de la mano de la implantación de la MiFID y de las iniciativas recientes en el ámbito de los servicios de post-contratación que pueden afectar a la organización interna y el marco de competencia de los intermediarios e infraestructuras españoles. En este último caso, resulta pertinente asegurar la plena integración de los sistemas nacionales de compensación y liquidación de valores en el ámbito europeo y reflexionar sobre la conveniencia de eliminar las singularidades que pueden estar dificultando su interoperabilidad con los sistemas de otros países.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

A partir del verano del año 2007 se inició una etapa de turbulencias en los mercados financieros internacionales tras la detección de un fuerte aumento de los impagos en el segmento *subprime* (o hipotecas de alto riesgo) en Estados Unidos. La crisis se manifestó inicialmente en la súbita pérdida de valor de los instrumentos relacionados con la titulización de estos activos hipotecarios y en la consiguiente pérdida de capital de las entidades que invertían en ellos. Asimismo, las turbulencias ocasionaron revisiones abruptas de las valoraciones otorgadas por las agencias de *rating* a determinados productos financieros estructurados y, posteriormente, problemas de solvencia para las entidades aseguradoras del riesgo crediticio de estas emisiones (*monolines*). Estos episodios pronto generaron una pérdida de confianza en la información disponible sobre la calidad crediticia de los instrumentos derivados de la titulización de activos bancarios y del grado de exposición de las distintas entidades a los productos financieros más afectados por las turbulencias. El resultado principal fue, inicialmente, la reducción drástica del volumen de contratación en los mercados interbancarios no colateralizados a plazos medianos o largos, la reducción sustancial de la liquidez en los mercados de productos estructurados y en otros segmentos de renta fija privada y un aumento significativo de los *spreads* crediticios. Las bolsas se mantuvieron relativamente firmes en 2007 pero han experimentado significativos retrocesos en las primeras semanas de 2008 y han mostrado un incremento importante de su volatilidad.

La crisis hipotecaria estadounidense inició un periodo de fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales....

... que propició un tono más expansivo de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales que, además, respondieron con múltiples operaciones de inyección de liquidez.

En este contexto, los principales bancos centrales respondieron con múltiples operaciones de inyección de liquidez en los mercados interbancarios y, algunos adoptaron un tono más expansivo de la política monetaria ante la posibilidad de que la inestabilidad financiera deteriorase el crecimiento económico. En particular, la Reserva Federal estadounidense ha continuado reduciendo los tipos de interés oficiales en 2008 en tres ocasiones, una de ellas con carácter extraordinario, dejándolos en el 2,25%⁶. El Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido por el momento sus tipos de referencia en el 4%⁷ a la vista del incremento de la inflación de los últimos meses. No obstante, la debilidad mostrada por los últimos indicadores de actividad de la zona ha hecho que los mercados aumenten la probabilidad asignada a un recorte de tipos en el futuro próximo.

En los mercados cambiarios, el deterioro del mercado hipotecario en Estados Unidos agudizó la depreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales a lo largo de 2007. Ello incrementó el tono expansivo de la política seguida por la Reserva Federal estadounidense, pero complicó el marco de ejecución de las políticas monetarias de las economías más dependientes de las importaciones denominadas en esta divisa. Además, las turbulencias en los mercados financieros provocaron una reevaluación del riesgo de los instrumentos financieros que, en el mercado de cambios, se tradujo en la reversión de las posiciones basadas en los denominados *carry trades*.

Todavía no se aprecian señales claras de normalización en los mercados interbancarios...

En el comportamiento más reciente de los mercados financieros no se aprecian señales claras de normalización. Así, el diferencial de tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario de los depósitos no transferibles respecto a las operaciones simultáneas, que había descendido en febrero hasta los 40 puntos básicos (ver gráfico 1) desde los máximos de diciembre (más de 90 p.b.), se incrementó notablemente en marzo, superando los 70 p.b., significativamente por encima de su media histórica (inferior a 10 p.b.). Se aprecia también una cierta recuperación de los volúmenes negociados en las últimas semanas de marzo, especialmente en los plazos más cortos.

... y persisten los problemas en los mercados de productos estructurados, en las emisiones internacionales de renta fija, a lo que se suman la elevada volatilidad en los mercados de renta variable.

Por su parte, en los mercados de productos estructurados la actividad se mantiene en niveles muy reducidos. Asimismo, las primas de riesgo de las emisiones internacionales de renta fija, evaluadas a través de diversos indicadores (ver gráfico 2), han retomado una nueva senda ascendente desde mediados de octubre que les ha hecho superar ampliamente los niveles alcanzados en agosto, tras el comienzo de la crisis. En el caso de las empresas de mejor calificación crediticia, las turbulencias han ocasionado un incremento de las primas de riesgo de crédito próximo a 130 p.b. en EE.UU. y a 85 p.b. en Europa.

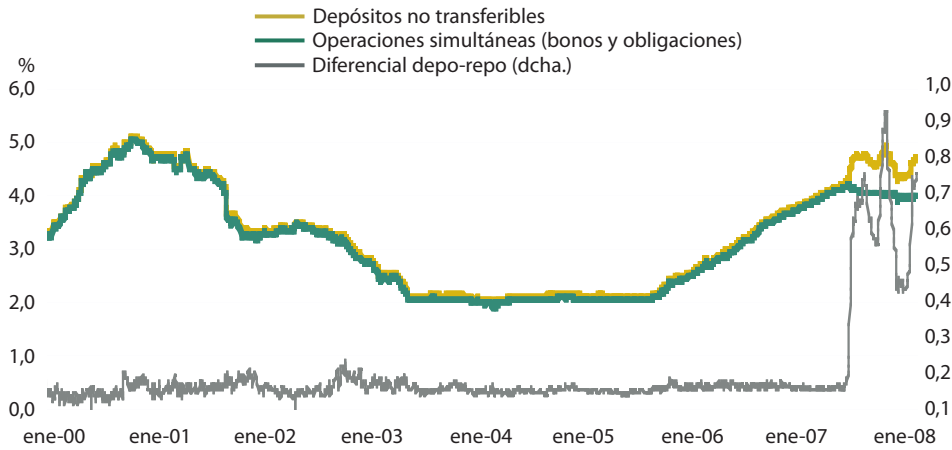
Finalmente, los mercados de renta variable, a pesar de que se mantuvieron relativamente robustos en 2007, acabaron mostrando pérdidas significativas en los tres primeros meses de 2008 (especialmente en las bolsas europeas). También se han caracterizado por un incremento notable en su volatilidad. De hecho, las volatilidades implícitas de las bolsas más importantes (especialmente en EE.UU.) han alcanzado niveles que no se observaban desde el año 2003 (ver gráfico 3).

⁶ A lo largo de 2007 la Reserva Federal acordó los siguientes descensos en su tipo de interés oficial: el 18 de septiembre del 5,25% al 4,75%, el 31 de octubre del 4,75% al 4,5% y el 11 de diciembre del 4,5% al 4,25%.

⁷ El BCE efectuó dos movimientos al alza en su tipo de interés oficial en 2007: el 14 de marzo del 3,5% al 3,75% y el 13 de junio del 3,75% al 4,0%.

Mercado interbancario en euros (3 meses): tipos de interés

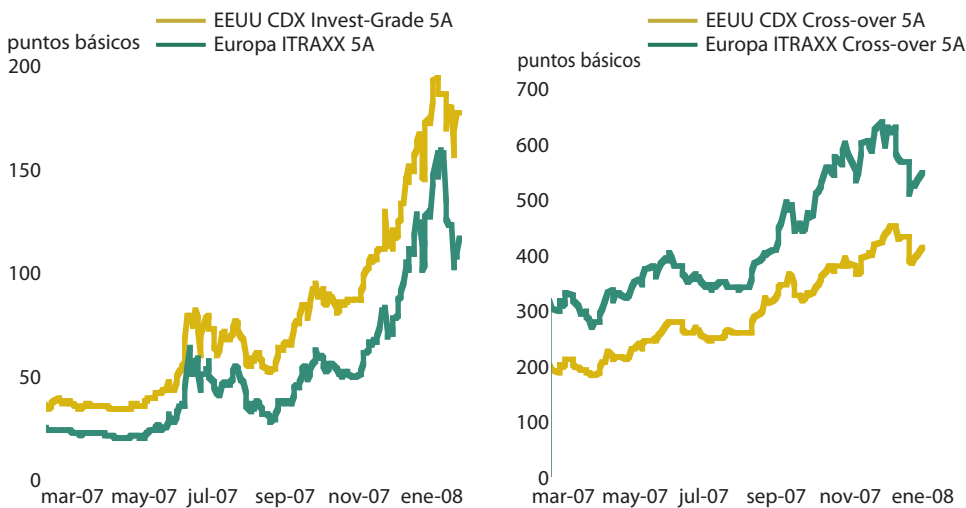
GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

Índices de riesgo de crédito

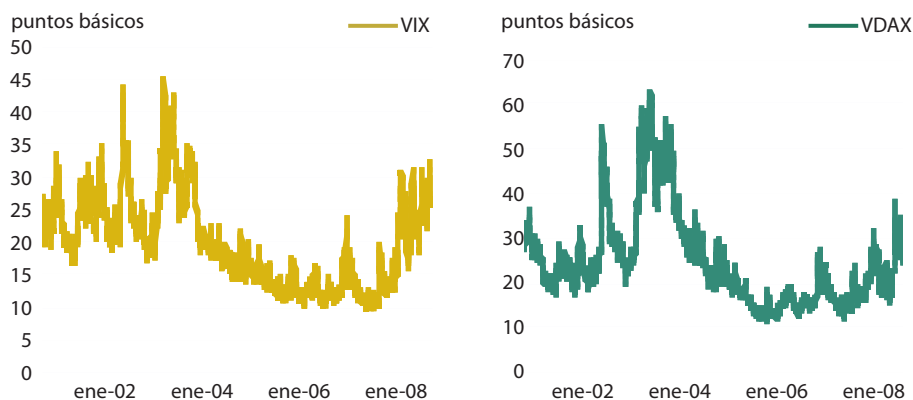
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

Volatilidades implícitas

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

VIX. Volatilidad implícita del S&P 500.

VDAX. Volatilidad implícita del DAX.

Las condiciones macroeconómicas mundiales continuaron siendo favorables en 2007, con una tasa de crecimiento global estimada algo inferior al 5% en dicho

Las previsiones macroeconómicas mundiales incorporan una desaceleración notable del crecimiento en las áreas más importantes...

... y, además, están dotadas de factores de riesgo a la baja significativos.

ejercicio. Sin embargo, las previsiones disponibles para los próximos trimestres incorporan una sensible moderación del crecimiento en las áreas geográficas más importantes como consecuencia de la prolongación de las dificultades en los mercados financieros entre otros factores. En particular, el ajuste de las condiciones de concesión de crédito a hogares y empresas puede traducirse en una moderación notoria de la demanda interna.

En todo caso, esta evolución no resulta incompatible con el mantenimiento de un cierto dinamismo en la economía mundial (ver cuadro 1), si bien las previsiones de crecimiento en algunas economías están marcadas por un grado notable de incertidumbre y, por el predominio de los riesgos a la baja. Entre los factores de riesgo que podrían ensombrecer la evolución macroeconómica cabe destacar especialmente dos: (i) una erosión del mercado inmobiliario mayor de la prevista en Estados Unidos (EE. UU.) que pueda conducir a esta economía a la recesión y (ii) la persistencia de los problemas de liquidez en los mercados que pueda propiciar un ajuste del crédito superior al esperado.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2004	2005	2006	2007	FMI(*) (**)		OCDE(*)	
					2008P	2009P	2008P	2009P
Mundial	4,9	4,4	5,0	4,9	3,7 (-0,5)	3,8 (-0,5)	-	-
EE.UU.	3,6	3,1	2,9	2,2	0,5 (-1,0)	0,6 (-1,2)	2,0 (-0,5)	2,2
Zona euro	2,1	1,6	2,8	2,6	1,4 (-0,2)	1,2 (-0,7)	1,9 (-0,4)	2,0
Alemania	1,1	0,8	2,9	2,5	1,4 (-0,1)	1,0 (-0,7)	1,8 (-0,4)	1,6
Francia	2,5	1,7	2,0	1,9	1,4 (-0,1)	1,2 (-1,0)	1,8 (-0,4)	2,0
Italia	1,5	0,6	1,8	1,5	0,3 (-0,5)	0,3 (-0,7)	1,3 (-0,4)	1,3
España	3,3	3,6	3,9	3,8	1,8 (-0,6)	1,7 (-0,8)	2,5 (-0,2)	2,4
Reino Unido	3,3	1,8	2,9	3,1	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,8)	2,0 (-0,5)	2,4
Japón	2,7	1,9	2,4	2,1	1,4 (-0,1)	1,5 (-0,2)	1,6 (-0,5)	1,8
Emergentes	7,5	7,1	7,8	7,9	6,7 (-0,2)	6,6 (-0,4)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en abril de 2008 respecto a enero de 2008. OCDE, previsiones correspondientes al mes de diciembre de 2007 (respecto a junio de 2007).

(**) Las ponderaciones de los países utilizadas en enero de 2008 para calcular las tasas de crecimiento agregado de los grupos de países se revisaron con respecto a las presentadas en octubre en función de los nuevos tipos de cambio según la PPA publicados por el Banco Mundial.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 2

%	2008 (hasta 31 de marzo)								% interanual ³
	2005	2006	2007	I 07 ²	II 07 ²	III 07 ²	IV 07 ²	% s/dic	
Mundo									
MSCI World	7,6	18,0	7,1	2,1	5,8	1,9	-2,7	-9,5	-5,1
Zona Euro									
Euro Stoxx 50	21,3	15,1	6,8	1,5	7,4	-2,4	0,4	-17,5	-13,2
Euronext 100	23,2	18,8	3,4	3,1	7,4	-4,8	-2,0	-16,2	-16,0
Dax 30	27,1	22,0	22,3	4,9	15,8	-1,8	2,6	-19,0	-5,5
Cac 40	23,4	17,5	1,3	1,7	7,5	-5,6	-1,8	-16,2	-16,5
Mib 30	13,3	17,5	-6,5	0,3	1,3	-4,4	-3,7	-17,3	-22,9
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	3,5	1,7	-2,1	4,2	-12,6	-9,4
Reino Unido									
FT 100	16,7	10,7	3,8	1,4	4,8	-2,1	-0,2	-11,7	-9,6
Estados Unidos									
Dow Jones	-0,6	16,3	6,4	-0,9	8,5	3,6	-4,5	-7,6	-0,7
S&P 500	3,0	13,6	3,5	0,2	5,8	1,6	-3,8	-9,9	-6,9
Nasdaq-Cpte	1,4	9,5	9,8	0,3	7,5	3,8	-1,8	-14,1	-5,9
Japón									
Nikkei 225	40,2	6,9	-11,1	0,4	4,9	-7,5	-8,8	-18,2	-27,5
Topix	43,5	1,9	-12,2	1,9	3,6	-8,9	-8,7	-17,8	-29,2

Fuente: Datastream.

1. En moneda local.

2. Variación sobre el trimestre anterior.

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

2.2 La evolución económica y financiera en España

La evolución macroeconómica nacional está marcada por una senda de desaceleración desde mediados de 2007 que tiene origen en la moderación de la demanda interna, especialmente de la construcción y del consumo. El incremento de los tipos de interés y de la inflación, unido al endeudamiento acumulado por las familias en los últimos años, ha propiciado una moderación del crecimiento de la renta disponible y, por tanto, una desaceleración del gasto privado y de la inversión residencial. El crecimiento económico resulta, no obstante, más equilibrado desde el punto de vista de su composición al ser menos dependiente del dinamismo de la demanda interna y tener una mayor aportación del sector exterior. La desaceleración del PIB también está teniendo su reflejo en el menor ritmo de creación de empleo, especialmente en las ramas ligadas al sector de la construcción e inmobiliario. Respecto al comportamiento de los precios, destacan el ascenso de la inflación por encima del 4% debido en gran medida al encarecimiento de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, y un incremento del diferencial de inflación con la zona euro, que ha vuelto a situarse por encima de un punto porcentual. El superávit de las Administraciones Públicas continúa siendo holgado. Las previsiones disponibles sugieren que la incertidumbre generada en los mercados financieros y el endurecimiento de las condiciones generales de financiación de las entidades contribuirán a agudizar la moderación del consumo y de la inversión en 2008⁸ (ver cuadro 3).

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de desaceleración de la actividad y de repunte de la inflación.

⁸ En el cuadro 3 se exponen las previsiones de crecimiento publicadas por la Comisión Europea en primavera y otoño de 2007. La evolución más reciente de los últimos indicadores de actividad, precios y empleo sitúan actualmente la previsión de crecimiento de consenso más cerca del 2,5% que del 3,0% como muestra el cuadro.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2004	2005	2006	2007	Comisión Europea			
					2008P	2008O	2009P	2009O
PIB	3,3	3,6	3,9	3,8	3,4	3,0	--	2,3
Consumo Privado	4,2	4,2	3,7	3,1	3,3	2,7	--	2,4
Consumo Público	6,3	5,5	4,8	5,2	4,8	5,0	--	4,9
Formación Bruta de Capital Fijo, de la que:	5,1	6,9	6,8	5,9	5,0	3,0	--	0,6
Bienes de equipo	5,1	9,2	10,4	11,6	7,7	5,9	--	5,8
Exportaciones	4,2	2,6	5,1	5,3	5,4	4,7	--	4,6
Importaciones	9,6	7,7	8,3	6,6	7,0	5,2	--	4,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,6	-1,7	-1,2	-0,7	-0,9	-0,5	--	-0,1
Empleo	2,6	3,1	3,1	3,0	2,5	2,1	--	1,7
Tasa de paro¹	11,0	9,2	8,5	8,3	7,8	8,5	--	9,1
IPC armonizado	3,1	3,4	3,6	4,3	2,6	2,9	--	2,7
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-5,9	-7,5	-8,8	-10,0	-9,7	-9,6	--	-9,8
Saldo AAPP (% PIB)	-0,3	1,0	1,8	2,2	1,2	1,2	--	0,6

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea.

P: Previsiones Informe de Primavera.

O: Previsiones Informe de Otoño.

1 Definición de Eurostat.

Las entidades financieras nacionales afrontan este periodo en una situación de solvencia y rentabilidad holgada...

En todo caso, las entidades financieras nacionales afrontan este periodo con una situación de solidez patrimonial apoyada en una elevada rentabilidad, con unos confortables niveles de solvencia y con unos niveles bajos de morosidad. En el mercado hipotecario español no existe un segmento de alto riesgo como el estadounidense, de modo que la calidad crediticia de los activos es elevada. Además, el peso en los balances de estas instituciones de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses es marginal y su exposición a través de eventuales líneas de crédito con otros intermediarios financieros que invierten en tales instrumentos es despreciable⁹. La escasez de liquidez en el mercado interbancario ha tenido un impacto más moderado que en otros países ya que las entidades han venido obteniendo un gran volumen de financiación mediante titulizaciones y emisiones de deuda a medio y largo plazo en los últimos años.

...igual que la mayoría de los emisores nacionales de carácter no financiero. Sólo algunos son más vulnerables debido al fuerte incremento de su endeudamiento.

Los emisores nacionales de carácter no financiero también afrontan el periodo actual desde una posición confortable, avalada por tasas elevadas de rentabilidad (aunque en moderado descenso). Ahora bien, algunas sociedades han incrementado sustancialmente su exposición a perturbaciones adversas, como consecuencia del fuerte incremento del endeudamiento en los dos últimos ejercicios, en parte ligado a diversas operaciones corporativas.

El endeudamiento de las sociedades cotizadas no financiera¹⁰ se situó en 1,6 veces el patrimonio neto en el conjunto de 2007, algo menos que a finales de 2006 (1,7 veces), pero significativamente por encima de los valores registrados al inicio de la década (1,06 veces en 2001). Como se puede observar en el cuadro 4, el crecimiento del endeudamiento ha sido particularmente pronunciado en los sectores de "construcción e inmobiliarias", que concentran más del 47% de la deuda total (frente al 10% al principio de la década).

⁹ Véase Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, noviembre 2007.

¹⁰Entendido como la proporción de deudas financieras (emisiones de obligaciones y otros valores negociables y deudas con las entidades de crédito) sobre el patrimonio neto.

En todo caso, la carga de intereses de la deuda corporativa se mantiene, a pesar del crecimiento reciente, en el 33% del EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos) como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés, por lo que la presión financiera que soporta el sector es todavía, en general, moderada. Por otra parte, la duración relativamente elevada de los plazos de amortización de la deuda mitiga los efectos sobre las sociedades de las turbulencias actuales en los mercados financieros¹¹.

Los *ratings* otorgados por las empresas de calificación crediticia a los emisores españoles también permiten deducir una situación global favorable para los emisores españoles. Las calificaciones son elevadas y la mayor parte de las revisiones de los últimos meses han sido positivas¹².

Por lo que refiere a los inversores, es destacable su carácter conservador, manifestado en su elección de carteras, que resulta superior al observado en otras economías desarrolladas y que puede haberse acentuado recientemente. Así, los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2007¹³ revelan tanto una ligera moderación del volumen de activos adquiridos respecto al ejercicio 2006 como una recomposición de la cartera de activos hacia instrumentos financieros de elevada liquidez y bajo riesgo. El cambio de la fiscalidad del ahorro en vigor desde el 1 de enero de 2007¹⁴ y el incremento de los tipos de interés han aumentado el atractivo de los activos más líquidos, especialmente el de los depósitos bancarios, en detrimento de las inversiones en fondos de inversión. De hecho, los depósitos bancarios suponen casi tres cuartas partes de las adquisiciones de activos de los hogares hasta septiembre de 2007¹⁵. Aunque en menor medida, también destaca el incremento de las inversiones en renta fija (tanto pública como privada) en detrimento de las inversiones más arriesgadas, de forma coherente con el incremento de la incertidumbre en los mercados bursátiles.

El carácter conservador del inversor español se ha acentuado tras la crisis hipotecaria y financiera internacional propiciando un fuerte aumento de la inversión en depósitos bancarios...

11 Aproximadamente el 80% de la deuda de las sociedades cotizadas no financieras es de largo plazo.

12 Desde junio de 2007 se han producido 14 revisiones en el rating de la deuda a largo plazo de emisores españoles (por Moodys, S&P o Fitch), de las que ocho fueron positivas.

13 Cuentas financieras del Banco de España.

14 La fiscalidad del ahorro se ha hecho más neutral entre instrumentos, plazo y niveles de renta ya que: (i) se ha sustituido el concepto de "renta especial" por el de "renta del ahorro", que recoge todos los rendimientos financieros con independencia del plazo de generación, (ii) se ha equiparado la fiscalidad de los rendimientos del capital mobiliario y todas las ganancias y pérdidas patrimoniales. El tipo fijo del 15% se ha elevado hasta el 18% que se usa para las rentas del ahorro, con independencia del nivel de ingresos del contribuyente. La retención a cuenta también se ha incrementado desde el 15% hasta el 18%.

15 Cuentas financieras del Banco de España. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78
	Deudas/ EBITDA ¹	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48
	Carga financiera/ EBIT ²	0,49	0,28	0,25	0,22	0,24
Construcción e Inmobiliario ³	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,10	3,08
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,51	11,52	10,83
	Carga financiera/ EBIT	0,30	0,35	0,36	0,49	0,85
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82
	Carga financiera/ EBIT	0,25	0,15	0,15	0,18	0,17
Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	90.785
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,7	2,52	2,16
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	2,94
	Carga financiera/ EBIT	0,31	0,37	0,30	0,41	0,31
Ajustes ⁴	Deudas	-208	-5.566	-7.943	-11.199	-17.390
	TOTAL AGREGADO					
	Deudas	123.966	136.405	167.438	266.198	294.811
	Deudas/ Patrimonio	1,01	1,26	1,27	1,71	1,57
	Deudas/ EBITDA	2,8	2,9	2,9	3,86	3,91
	Carga financiera/ EBIT	0,38	0,30	0,26	0,30	0,33

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

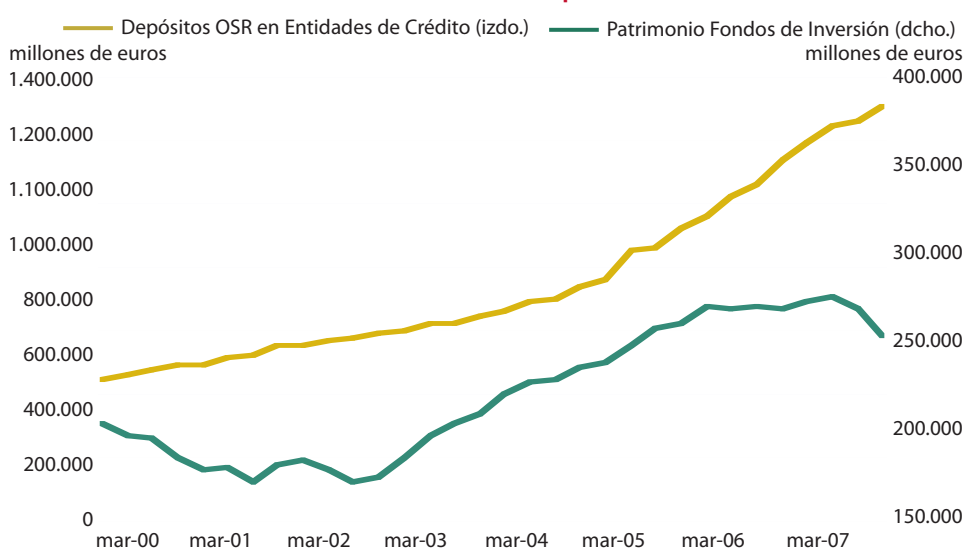
2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 Se ha incorporado el endeudamiento de Gecina que Metrovacesa tenía clasificado dentro de la partida de "pasivos directamente asociado con activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta y de actividades interrumpidas".

4 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez se consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

Patrimonio de los fondos de inversión versus depósitos en E. Crédito

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

OSR: Otros Sectores Residentes.

Los últimos datos correspondientes al cuarto trimestre de 2007 confirman el sustancial estancamiento del patrimonio de los fondos de inversión, como consecuencia de los

elevados reembolsos efectuados. Las cifras de rentabilidad, aunque menor que en otros ejercicios pasados, no parecen justificar este comportamiento que más bien respondería a otros factores como pueden ser el cambio de la fiscalidad del ahorro, el incremento de los tipos de interés (que aumenta el atractivo de los depósitos bancarios), la incertidumbre generada por la crisis hipotecaria y financiera internacional y, más recientemente, la competencia por el pasivo efectuada por las entidades financieras para paliar las mayores dificultades que encuentran para realizar emisiones de deuda en los mercados internacionales (ver epígrafe 4).

...en detrimento de las inversiones en fondos de inversión, que en 2007 sufrieron las mayores salidas de recursos de la década.

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)

CUADRO 5

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T07	2T07	3T07	4T07	1T07	2T07	3T07	4T07
Rta. fija ¹	31.679	27.498	30.581	26.566	32.087	28.502	28.983	32.606
Rta. fija mixta ²	2.322	1.440	1.142	956	1.967	1.664	2.050	2.128
Rta. vble. mixta ³	909	753	635	452	1.023	894	999	1.107
Rta. vble. ncal.	1.985	992	483	943	1.750	1.861	1.429	1.683
Rta. vble. interncal ⁴	5.519	4.925	3.215	2.971	4.987	4.011	5.242	5.834
Gar. rta. fija	2.074	1.915	2.191	2.981	1.452	1.369	1.897	1.712
Gar. rta. vble.	1.800	1.858	1.316	3.096	2.785	2.238	2.142	4.437
Fondos globales	6.474	4.681	3.046	3.543	6.515	4.624	5.906	6.942
IIC de IL	47	29	32	243	0	0	0	2
IIC de IIC de IL	9	614	233	215	0	2	11	53
TOTAL	52.817	44.705	42.875	41.967	52.567	45.165	48.659	56.504

Fuente: CNMV

1 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios.

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

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

4 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

2.3 Perspectivas

Algunas características de este episodio de turbulencias financieras han sido similares a los de otras crisis anteriores (*crack* bursátil de 1987, el *default* ruso y el colapso de fondo *Long Term Capital Management* en 1998, el pinchazo de las empresas denominadas como “*punto.com*” en 2000 o los atentados terroristas de 2001). Como en episodios anteriores, se ha producido un incremento generalizado de la percepción y valoración del riesgo que se ha traducido en aumentos de la volatilidad de los mercados financieros internacionales y en huidas hacia la calidad en las inversiones.

Este periodo de turbulencias, con algunos puntos en común respecto a crisis anteriores...

El principal elemento diferenciador de la situación actual es posiblemente la ausencia de liquidez en determinados mercados mayoristas que ha ocasionado una reducción en los canales disponibles de financiación para las entidades bancarias y que denota implícitamente un problema extendido de confianza. La situación de incertidumbre se prolongará previsiblemente hasta que no emerjan todos los efectos de la crisis *subprime* sobre los balances corporativos, para lo que aún será necesario conocer las cuentas de resultados de las entidades correspondientes a la primera mitad de 2008.. Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario económico y financiero central tendrían origen en: (i) la aparición de pérdidas abultadas en los balances de entidades cotizadas, (ii) la prolongación de los problemas de liquidez en los mercados financieros que propicie una contracción

... y algunos elementos propios, sólo se superará con la recuperación de la confianza de los agentes.

severa del crédito a empresas y familias, y (iii) como consecuencia de los anteriores, una corrección más intensa de lo previsto de la demanda interna.

La economía española está sometida a riesgos generales y particulares, pero dispone de elementos de fortaleza.

La economía española está sometida, como las demás, a estos riesgos generales. Su elevada exposición a la evolución del sector inmobiliario constituye, quizás, su principal factor de vulnerabilidad. No obstante, dispone de algunos elementos de fortaleza: en particular, la solidez patrimonial de las entidades financieras y el amplio margen de maniobra de la política fiscal, habida cuenta del superávit sostenido de las Administraciones Públicas.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

La renta variable nacional, que mostró ganancias apreciables en 2007, experimentó descensos pronunciados de los precios en los primeros meses de 2008....

El comportamiento de los precios de la renta variable nacional ha sido muy errático desde que comenzó la crisis hipotecaria y financiera internacional. A pesar del fuerte incremento de la volatilidad en los mercados, el principal índice de referencia (Ibex-35) finalizó el ejercicio 2007 con una ganancia apreciable (7,3%) superior a la mostrada en otras bolsas de referencia. No obstante, los tres primeros meses de 2008 se han caracterizado por un fuerte descenso de los precios, superior al 10%, y un renovado crecimiento de la volatilidad como consecuencia del aumento del pesimismo de los agentes ante la acumulación de noticias negativas sobre la evolución de la actividad a escala mundial. Las pérdidas del índice español han sido algo inferiores a las de otras plazas europeas (ver cuadro 2).

... aunque el comportamiento no fue homogéneo entre las sociedades cotizadas.

Este comportamiento no ha sido generalizado entre las empresas cotizadas ni atendiendo a su sector ni tampoco a su tamaño. Así, por sectores, destaca la penalización de los ligados a la industria inmobiliaria (es decir, construcción y, especialmente, servicios inmobiliarios) y las entidades de crédito, que han sido las más castigadas por las turbulencias financieras. Las empresas de telecomunicaciones parecen haberse configurado como activos refugio en este periodo. Respecto al tamaño, cabe destacar el peor comportamiento de las entidades de mediana y pequeña capitalización cuyos precios descendieron sustancialmente tanto en 2007 como en los primeros meses de 2008, por lo que en términos interanuales las pérdidas quedaron cerca del 30% para ambos tipos de entidades. Incluso dentro de las empresas de gran capitalización que componen el Ibex-35, los resultados han sido dispares. La importancia de la ponderación de las grandes compañías ha condicionado significativamente el movimiento del índice total: así, en el conjunto de 2007 únicamente dos valores fueron responsables del 85% de la variación total del Ibex-35.

La caída de precios ha situado el PER del Ibex-35 en mínimos históricos...

El notable descenso del Ibex-35 desde noviembre de 2007 se ha traducido en una caída de la ratio precio-beneficios (PER¹⁶) hasta niveles algo inferiores a 12, situándolo sustancialmente por debajo de sus niveles medios de los últimos años (16 desde el año 2000). Estas cifras sitúan los precios de mercado de las acciones españolas más cercano al de las empresas europeas que a las norteamericanas, lo que supone una ruptura respecto al patrón observado desde 2005.

¹⁶El PER se calcula como el cociente entre el precio de una acción (o índice) y el beneficio por acción en una fecha determinada. Se puede tomar el beneficio por acción histórico o esperado. Las cifras que se presentan en este informe toman el beneficio histórico. La fuente de los datos es Thomson Datastream.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007	I 08 (31 de marzo)	
					% s/dic	% interanual
Ibex-35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,9
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-12,4	-11,8
Ibex Médium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-9,8	-28,3
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-13,6	-28,9
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-10,5	32,1
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-6,2	17,4

Fuente: Thomson Datastream.

Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	I 08 (hasta 31 de marzo)	
					% s/dic	% interanual
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	2,9	-4,3
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-13,0	-10,2
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-14,8	-27,2
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-4,9	-6,6
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-13,2	-28,0
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	0,0	-6,3
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-16,4	-30,6
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-9,4	-3,7
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-12,8	-22,1
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-14,1	-45,3
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-6,4	-43,3
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-12,5	-33,3
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-6,9	-61,8
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,0	0,2
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-17,2	1,3
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-8,8	-2,0

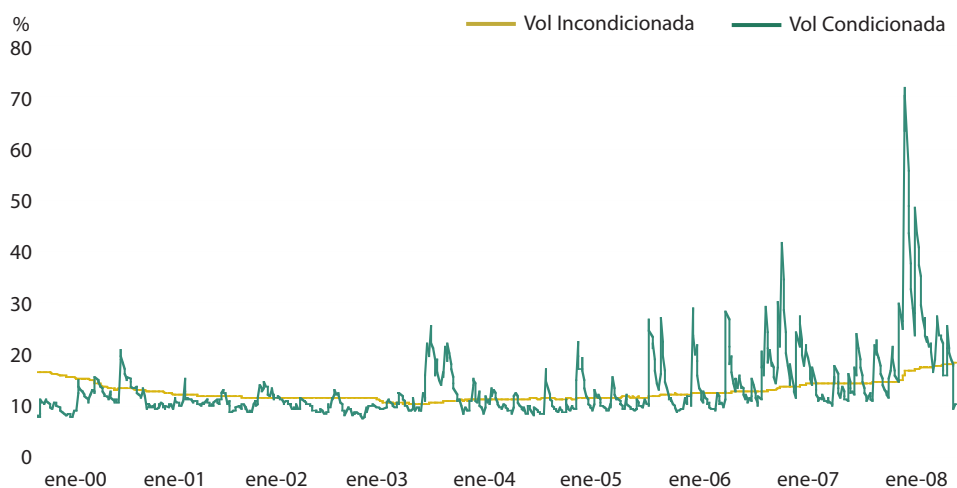
Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales.

También se ha producido una ampliación considerable del exceso de rentabilidad bursátil sobre los tipos de interés a largo plazo (conocido como *earning yield gap*¹⁷) respecto a los valores previos a la crisis de verano debido al descenso de los precios de las acciones tras la crisis y al descenso de los tipos de interés a largo plazo. El *earning yield gap* ha aumentado significativamente, aunque con un comportamiento algo volátil, hasta alcanzar en marzo un nivel del 4,5%, frente a una media histórica desde 1999 del entorno del 2%.

... y ha producido una ampliación considerable del *earning yield gap*.

Volatilidad histórica. Ibex 35

GRÁFICO 5

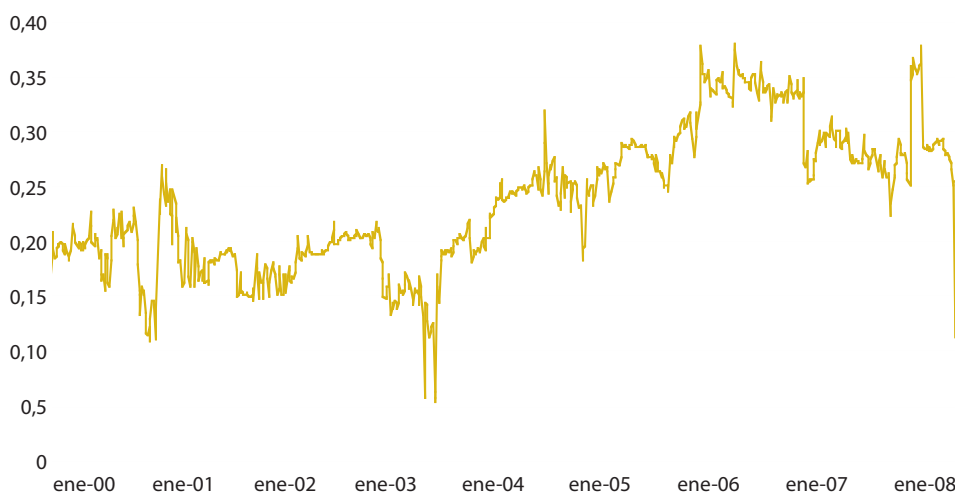


Fuente: Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

¹⁷El *earning yield gap* recoge la prima de rentabilidad que es exigible a un activo con mayor riesgo de mercado que la deuda pública. Este indicador se basa en el supuesto de que el precio de una acción, en un determinado momento, es el valor descontado de los flujos futuros de beneficios a los que da derecho dicha acción. El factor de descuento de los flujos incluiría dicha prima. Así pues, su valor se puede aproximar mediante la expresión: $\rho = \frac{1}{PER} - r$, donde PER es el ratio precio sobre beneficio y r el tipo de interés de la deuda pública a largo plazo.

Asimetría de la volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 6



Fuente: *Datastream* y elaboración propia. Datos a 31 de marzo. Se representa el parámetro que mide, en un modelo *GARCH* asimétrico(*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

(*) La ecuación especificada es: $\ln(P_t / P_{t-1}) = \alpha + \varepsilon_t$

con varianza: $\sigma_t^2 = \omega + \theta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \cdot \sigma_{t-1}^2 + \eta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 \cdot [1 \Leftrightarrow \varepsilon_{t-1} < 0] + u_t$

Media aritmética de los coeficientes de correlación de acciones del Ibex 35

GRÁFICO 7



Fuente: *Datastream* y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

La incertidumbre de los mercados se ha traducido en un fuerte aumento de la volatilidad y en un crecimiento de la sensibilidad a los descensos del índice...

La incertidumbre de los mercados se tradujo en un fuerte aumento de la volatilidad histórica del índice en el mes de enero, superando los últimos máximos alcanzados en 2002, si bien se produjo un cierto descenso de la misma a lo largo de los dos meses posteriores (gráfico 5). Es preciso destacar el crecimiento significativo de la asimetría de la distribución de rendimientos diarios del Ibex-35, lo que denota que la variabilidad de los precios es cada vez más sensible a los descensos del índice. Dicho parámetro se ha reducido ligeramente desde los máximos de verano, pero continúa en niveles elevados (gráfico 6).

El aumento de la correlación entre los rendimientos de los diferentes activos se configura como una posible fuente de vulnerabilidad para los mercados financieros nacionales. En el caso concreto de la renta variable nacional, se observa una elevada correlación de su

rendimiento con el de otros activos financieros, entre los que destaca la renta variable europea, con valores superiores al 80% en los seis últimos meses. También es importante el aumento de la correlación entre las acciones del propio Ibex-35 (supera el 45%). Esto sugiere la presencia de factores comunes que explican la evolución conjunta de los valores de renta variable. Estos podrían estar relacionados con la globalización de la actividad económica y con la mayor liquidez relativa de las acciones cotizadas frente a los valores de renta fija privada en un contexto de especial sensibilidad de los inversores sobre la profundidad de los mercados financieros. De hecho, el análisis de diversas medidas existentes (spread *bid-ask*, lambda de Kyle) revela que la liquidez de los mercados de renta variable nacional se mantiene en niveles elevados.

Aunque la incertidumbre presente en los mercados financieros en el segundo semestre ha podido ralentizar el volumen de las emisiones de renta variable en este periodo, en el conjunto del año, el volumen de emisiones ha sido significativamente superior al registrado en 2006 (casi se han quintuplicado) y 2005 (cuadro 8). Ello es debido al incremento de las ampliaciones de capital, puesto que las ofertas públicas de venta de acciones (OPV) se situaron por debajo de las efectuadas en 2006.

...que junto al aumento de la correlación entre los rendimientos de los activos se configuran como elementos relevantes de riesgo.

Las emisiones de renta variable crecieron notablemente en 2007 a pesar de la incertidumbre gracias al incremento de las ampliaciones de capital.

Emisiones de renta variable y OPV¹

CUADRO 8

millones de euros	2004	2005	2006	2007	2007				2008
					I 07	II 07	III 07	IV 07	I 08
IMPORTES EFECTIVOS²	21.735,6	2.960,5	5.021,7	23.757,9	803,9	11.218,1	4.337,2	7.398,7	9,5
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	21.689,5	696,1	9.896,5	4.273,8	6.823,1	0,0
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	8.502,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	4.821,4	0,0	334,2	2.449,6	2.037,6	0,0
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	2.068,5	107,8	1.321,6	63,4	575,6	9,5
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	1.517,1	107,8	913,5	63,4	432,4	9,5
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	551,4	0,0	408,1	0,0	143,3	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES³	42	27	30	35	7	10	6	12	1
Ampliaciones de capital	37	25	21	26	6	8	5	7	0
De ellas, mediante OPS	4	0	8	8	0	2	2	4	0
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	14	12	1	3	1	7	1

Fuente: CNMV.

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

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

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

A pesar de que los factores fundamentales que influyen sobre el comportamiento de la renta variable se mantienen, en general, relativamente firmes, ya que las perspectivas sobre los resultados de las empresas cotizadas son favorables, existe un grado elevado de incertidumbre debido a dos factores: (i) el desconocimiento pleno de los efectos de la crisis hipotecaria y financiera internacional sobre los balances corporativos y (ii) el balance de riesgos sobre el crecimiento de la actividad y el empleo en el conjunto de la economía, que actualmente está sesgado a la baja. En este momento, la combinación de unos resultados corporativos en 2007 inferiores a los esperados y una evolución macroeconómica en EE.UU. más desfavorable de lo que indican la mayor parte de las previsiones configura el escenario de riesgos más relevante para la evolución de las bolsas de valores.

Los principales riesgos sobre la renta variable están relacionados con el desconocimiento pleno de los efectos de la crisis hipotecaria internacional y con la magnitud de la desaceleración de la economía nacional.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

millones de euros	2004	2005	2006	2007	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08
Total bolsas	642.109	854.145	1.154.294	1.667.219	418.540	441.725	372.131	434.823	383.254
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	1.658.019	415.857	439.664	370.417	432.081	380.935
Corros	5.194	5.899	5.318	1.155	574	209	98	274	44
de los que SICAV ¹	4.541	4.864	3.980	362	258	57	32	15	3
MAB ²	-	-	1.814	6.985	1.771	1.605	1.369	2.240	1.966
Segundo Mercado	21	26	49	194	122	22	38	12	3
Latibex	366	557	723	868	217	226	209	216	306

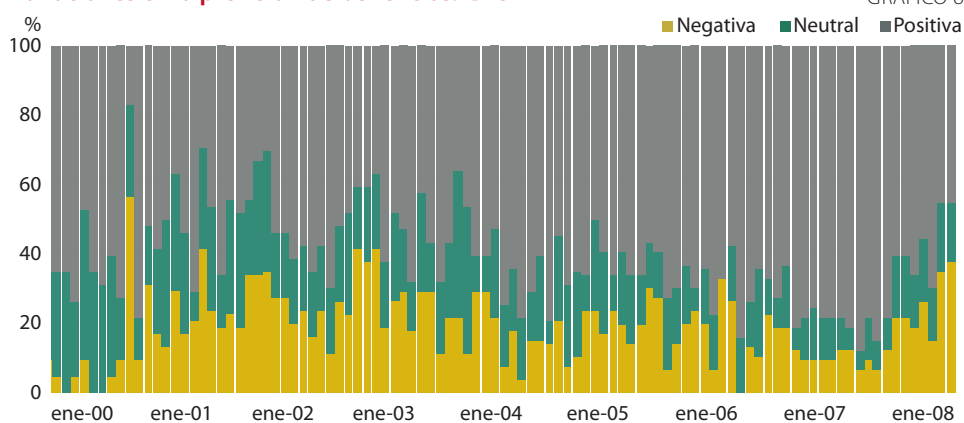
Fuente: CNMV.

¹ Sociedades de inversión de carácter financiero.

² Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

Variaciones en la previsión de beneficios. IBES

GRÁFICO 8



Fuente: Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

3.2 Los mercados de renta fija

Como en otros mercados internacionales, los mercados españoles de renta fija han iniciado un proceso de huida hacia la calidad, caracterizado por el descenso de los tipos a largo plazo...

Los mercados españoles de renta fija pública han reaccionado a la crisis internacional de forma similar a otros mercados internacionales de deuda pública. El incremento de la incertidumbre de los inversores tras la crisis hipotecaria y financiera ha propiciado un fenómeno de huida hacia la calidad, que se ha traducido en una reducción de los tipos a largo plazo hacia valores algo superiores al 4,0%, cerca de 40 puntos porcentuales menos que los registrados en los momentos previos a la crisis. En paralelo al descenso de los tipos a largo, se ha producido un cierto incremento del diferencial respecto al bono alemán, un fenómeno que se ha producido de forma relativamente generalizada entre las economías europeas más importantes.

...y un aumento sustancial de las primas de riesgo de los emisores (según la información de los CDS).

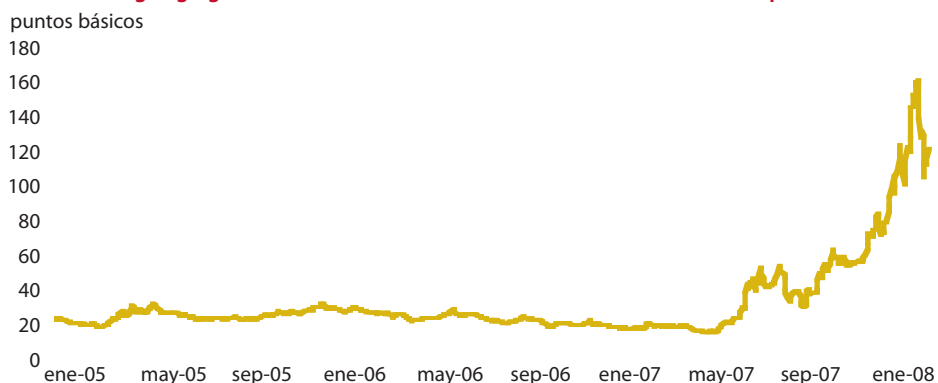
Por lo que respecta a los mercados de deuda privada, y en consonancia con el incremento de la percepción del riesgo, se ha observado un ligero aumento de los *spreads* respecto a la deuda pública o los depósitos interbancarios, si bien las propias características de los mercados de deuda privada y la escasez de operaciones podrían dar lugar a unos precios poco representativos. Por esta razón se ha decidido evaluar la información agregada procedente de los CDS¹⁸ (*credit default swaps*) a cinco años de los emisores españoles más importantes.

¹⁸ El CDS es un derivado de crédito que implica (para el comprador) adquirir un seguro que transfiere el riesgo crediticio del activo subyacente al vendedor del CDS. El comprador de un CDS acuerda el pago de cierta cantidad con cierta periodicidad al vendedor a cambio de tener una protección contra el impago de un bono o un préstamo de una empresa o país. Si se produce el impago (*o default*), el vendedor del CDS paga al comprador una cantidad equivalente a la pérdida. Los precios de los CDS cotizan en puntos básicos. Los pagos periódicos del comprador se calculan multiplicando los puntos básicos por el valor nominal del contrato.

En este análisis se aprecia con mucha más nitidez el aumento de la prima de riesgo de los emisores españoles tras la crisis de los meses de verano. Tras varias semanas de descenso, esta prima de riesgo agregada volvió a retomar una senda ascendente en octubre 2007 que no parece haber finalizado, superando ampliamente los primeros máximos alcanzados tras los meses de verano. Como se observa en el gráfico 9, el indicador que agrega la información de los CDS a cinco años superaba los 100 puntos básicos a finales de marzo, lo que representa un incremento superior a los 90 puntos respecto a los niveles previos a la crisis, algo por encima de los aumentos observados en otras referencias europeas.

Tal y como refleja el cuadro 10, el endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades se ha traducido en una reducción significativa de las emisiones de renta fija en el cuarto trimestre del año, a la espera de una normalización de la situación en los mercados. Únicamente las emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización se salvan de este comportamiento. Por lo que respecta a los pagarés de empresa, sus emisiones registraron un fuerte aumento en el conjunto de 2007 (442.000 millones de euros en 2007 frente a los 334.000 millones de 2006) y, aunque experimentaron un leve descenso en el cuarto trimestre, continuaron siendo las emisiones más voluminosas en dicho periodo. Por su parte, las emisiones de bonos de titulización mostraron un crecimiento sustancial, tanto en el conjunto del año como en el último trimestre del mismo. Así, en 2007 estas emisiones superaron los 141.600 millones de euros frente a los 91.600 millones de 2006 y, además, en el último trimestre el volumen emitido triplicó las cifras del trimestre precedente. En el primer trimestre de 2008 la estructura de las emisiones de renta fija fue similar si bien los volúmenes registrados fueron notablemente inferiores a los del primer trimestre de 2007. Es importante señalar que una parte importante de las emisiones de bonos de titulización está siendo adquirida por las entidades originadoras con el objetivo de dotarse de activos que puedan eventualmente enajenar o utilizar como garantía de la financiación del banco central. De hecho, ante la situación anormal de los mercados internacionales de renta fija - en especial los ligados al mercado hipotecario- y del mercado interbancario, las entidades españolas han optado por aumentar su recurso a la financiación del Banco de España en el marco de las operaciones de política monetaria del Eurosistema¹⁹.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles² GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

1 Se ha ponderado por la capitalización de cada emisor.

2 Desde julio de 2007 se corresponde con datos de once emisores (nueve al principio de la muestra).

¹⁹El préstamo neto obtenido por las entidades de crédito españolas del BCE se incrementó en el conjunto de 2007 desde niveles que oscilaban en torno a 20.000 millones de euros mensuales entre enero y septiembre (media mensual de datos diarios) hasta más de 44.000 millones de euros en diciembre (en enero de 2008: 39.644 millones de euros y en febrero: 44.067 millones de euros). En porcentaje del total inyectado por el Eurosistema, este comportamiento supone un aumento de la participación de la banca española desde tasas cercanas al 4%-5% hasta el entorno del 10%, cifra que se sitúa en línea con la importancia relativa de nuestra economía en el conjunto de la zona Euro.

Emisiones brutas de renta fija registradas¹ en la CNMV

CUADRO 10

					2007			2008	
	2004	2005	2006	2007	I-07	II-07	III-07	IV-07	I-08
NÚMERO DE EMISIONES	257	263	335	334	88	86	76	84	72
Cédulas hipotecarias	17	21	37	32	8	10	9	5	9
Cedulas territoriales	2	3	6	8	2	1	4	1	7
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	79	31	25	20	3	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	54	82	101	17	25	19	40	18
Programas de pagarés	62	80	83	106	28	23	20	35	27
De titulización	3	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	59	77	80	103	28	21	19	35	27
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	3	0	1	2	0	0
Participaciones preferentes	26	7	11	5	2	1	2	0	4
IMPORTE NOMINAL mill. de euros	329.962,3	414.253,9	523.131,4	648.757,0	173.448,3	156.957,4	163.782,9	154.568,4	117.385,3
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	24.695,5	8.400,0	7.245,5	6.525,0	2.525,0	1.175,0
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	5.060,0	1.450,0	1.500,0	2.000,0	110,0	1.020,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.123,6	41.907,1	46.687,5	27.416,0	9.982,0	9.427,0	7.750,0	257,0	604,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	67,4	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	50.524,8	69.044,3	91.607,7	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa ²	214.602,8	264.359,5	334.457,0	442.433,5	114.144,1	106.967,4	122.464,6	98.857,4	85.833,2
De titulización	3.723,6	2.767,5	1.992,7	464,8	156,0	138,8	85,0	85,0	133,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.592,0	332.464,3	441.968,7	113.988,1	106.828,6	122.379,6	98.772,4	85.700,2
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	7.300,0	0,0	225,0	7.075,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	225,0	80,0	75,0	70,0	0,0	96,0
Pro memoria:									
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	47.158,3	14.481,7	3.777,6	12.702,1	16.196,9	2.312,5
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	121.608,5	39.392,2	31.616,5	17.898,3	32.701,5	8.215,3

Fuente: CNMV.

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

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

El aumento de la desconfianza sobre los productos estructurados también ha afectado al mercado de titulizaciones español, a pesar de la elevada calidad de los instrumentos.

El incremento de la contratación de los bonos de titulización en 2007 tiene su origen fundamentalmente en el aumento de la presencia en las operaciones con el Banco de España, es decir, de las operaciones ligadas a la política monetaria. Del resto de las operaciones, únicamente seis valores concentran más del 50% de dicha contratación en 2007 y menos de una quinta parte de los valores admitidos a negociación registra algo de contratación (cuadro 11). De este modo, el aumento de la desconfianza sobre los productos estructurados a raíz de la crisis hipotecaria también ha afectado al mercado de titulizaciones español, en el que se ha reducido el volumen de emisiones colocadas en el mercado, se mantiene una escasa negociación y se han registrado caídas sensibles en los precios de las referencias más líquidas. En gran medida, estos resultados pueden atribuirse a un efecto contagio de la pérdida de atractivo general de los productos estructurados en todo el mundo. Ello a pesar de que las titulizaciones españolas generan instrumentos de una elevada calidad como consecuencia de la reducida morosidad de los préstamos originales, la práctica ausencia de transferencia de riesgo de crédito, que se mantiene típicamente en el balance de la entidad originadora, y la elevada solvencia de éstas (ver recuadro sobre “Evolución reciente de la titulización” al final de este epígrafe).

Bonos de titulación : número de valores necesarios para alcanzar el % de contratación (excluidas las operaciones con Banco de España)

CUADRO 11

	Nº de valores necesarios para alcanzar el % de contratación				% valores que contratan(excluido BE)	Nº de valores vivos
	25%	50%	75%	100%		
ene-07	2	9	26	161	18,15%	887
feb-07	1	4	12	175	19,62%	892
mar-07	1	4	11	186	20,31%	916
abr-07	1	2	9	146	15,82%	923
may-07	1	4	12	152	15,85%	959
jun-07	1	2	8	168	17,32%	970
jul-07	1	6	20	192	18,46%	1.040
ago-07	1	6	27	177	16,48%	1.074
sep-07	1	6	22	236	21,97%	1.074
oct-07	2	5	18	171	15,60%	1.096
nov-07	1	3	9	192	16,89%	1.137
dic-07	4	11	28	218	18,84%	1.157
ene-08	3	9	20	185	15,11%	1.224
feb-08	2	6	21	209	16,98%	1.231
mar-08	1	41	56	244	19,54%	1.249

Fuente: AIAF y elaboración propia.

La evolución futura de los mercados de renta fija privada está fuertemente condicionada por la pauta que siga la restauración de la confianza sobre la situación patrimonial de las empresas emisoras y, en particular, de las entidades financieras.

En principio, cabe esperar que la publicación de estados financieros auditados a lo largo del primer semestre de 2008 debe contribuir a reactivar los mercados interbancarios y a devolver la normalidad al funcionamiento del sistema de precios como mecanismo discriminador de la calidad de las emisiones y, de este modo, a reanudar la pauta habitual de emisiones de bonos corporativos y otros instrumentos de renta fija. La normalización de las condiciones del mercado no implica necesariamente una vuelta atrás en la valoración del riesgo de los agentes sino, de modo más probable, una re-evaluación del riesgo de los instrumentos financieros, que dé lugar a un precio del riesgo mayor que en la etapa precedente a la crisis.

En todo caso, la crisis hipotecaria internacional ha abierto ya una reflexión en diversos foros nacionales e internacionales sobre las lecciones que cabe extraer de los acontecimientos recientes. Entre los temas suscitados cabe destacar los siguientes²⁰:

- **Agencias de rating:** Se ha cuestionado en los últimos meses el papel de estas instituciones en la crisis hipotecaria y financiera internacional. La problemática relacionada con estas entidades gira en torno a dos ejes. El primero de ellos es la posibilidad de existencia de conflictos de interés en el desarrollo de su actividad como consecuencia del papel de las agencias como asesoras de las empresas emisoras y la remuneración por éstas –y no por los inversores- de los trabajos de valoración realizados. El segundo tipo de cuestiones gira en torno a la metodología empleada. En particular, se ha señalado una cierta falta de transparencia sobre los criterios de valoración seguidos a pesar de las mejoras producidas en los últimos años y se ha cuestionado la utilidad de los modelos utilizados –basados en regularidades históricas- en un contexto macroeconómico y financiero sometido a mutación constante. En todo caso,

La normalización de las condiciones de financiación en los mercados de renta fija requiere restaurar la confianza sobre la situación de las empresas emisoras.

La crisis internacional ha abierto diversos foros de debate entre los que destacan el papel de las agencias de rating, ...

²⁰ Estos temas, junto con otros, han sido señalados como lecciones de la crisis en los informes del *Financial Stability Forum (Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience)* y del *International Monetary Fund (Global Financial Stability Report)*, ambos publicados en abril de 2008.

los *rating* actuales resultan insuficientes para recoger el conjunto de los riesgos que conllevan los instrumentos valorados. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que las agencias tratan de aproximar el concepto de “pérdida esperada” y, de este modo, pueden no incorporar suficientemente los riesgos derivados de sucesos que ocurren con poca probabilidad pero que, al tener un impacto potencial muy significativo sobre el rendimiento de los activos (*tail risk*) inciden sobre las decisiones de inversión. Finalmente, los *ratings* no recogen ninguna valoración de la liquidez de los instrumentos, un concepto que ha cobrado gran importancia en la crisis reciente.

En este contexto, en el ámbito internacional permanece abierto un debate sobre la posibilidad de regulación de este sector, siguiendo los pasos de EE.UU. En estos momentos, la atención se está centrando en reformar el código de conducta elaborado por IOSCO para las agencias de *rating*. Este código puede servir de base tanto para perfeccionar los mecanismos de autorregulación del sector como para la imposición de normas de conducta que puedan ser verificadas por un organismo supervisor.

- **Transparencia de los mercados:** Una de las causas principales que ha estado en el origen de la crisis en los mercados de crédito ha sido la dificultad para conocer la exposición real de las entidades financieras a determinado tipo de riesgos. Ello es la consecuencia de los nuevos mecanismos existentes para la transmisión del crédito, la complejidad que han alcanzado los productos estructurados y la escasa información existente sobre la naturaleza y evolución de los activos subyacentes a esos productos. Asimismo, algunos mercados –típicamente de renta fija- carecen de mecanismos adecuados de información sobre variables relevantes antes y después de la contratación. Todas estas deficiencias invitan al diseño de reformas regulatorias que permitan reducir las carencias en la información de que disponen los inversores.
- **Necesidad de estandarización:** Las dificultades que se han puesto de manifiesto en los mercados de productos complejos justifican al menos una reflexión sobre la posibilidad de alcanzar un grado mayor de estandarización de los instrumentos disponibles de inversión y financiación. La propia industria puede encontrar acertado proponer categorías de productos estructurados que puedan ser valorados de forma precisa y sobre los que puedan desarrollarse mercados con un grado suficiente de liquidez.

... los problemas de
transparencia de los
mercados ...

... y las dificultades
para la valoración de
productos complejos.

Evolución reciente de la titulización

El amplio desarrollo de este mercado de titulaciones en los últimos años ha puesto de manifiesto cómo las operaciones de titulización se han convertido en una práctica ampliamente extendida entre las entidades financieras. Las necesidades de financiación de estas entidades para mantener el ritmo de expansión del crédito hipotecario hicieron que desde principios de la década los bancos y las cajas de ahorro fueran los cedentes de entre el 94% y el 97% de las emisiones totales de titulización. El panorama de 2007 apunta algunas novedades respecto al año precedente. En particular, las titulaciones de las cajas siguieron siendo las más voluminosas (más de 64.000 millones de euros), pero destaca el gran crecimiento de las titulaciones que tienen a los bancos como cedente (72%), que dejó el nivel de estas emisiones en niveles superiores a los 59.000 millones de euros al final del

año. Este comportamiento respondería, al menos parcialmente, a la posibilidad que otorgan los productos titulizados para obtener financiación del BCE ya comentado. Asimismo, se aprecia un incremento del protagonismo como cedente de otras instituciones como el ICO. Finalmente, aunque la participación de las sociedades no financieras es creciente, sigue representando un porcentaje minúsculo del total. Lo más previsible es que, a medida que se produzca una normalización de las condiciones de financiación en los mercados, el protagonismo de entidades no financieras crezca, por las posibilidades que este instrumento otorga como fuente de financiación alternativa o como herramienta de gestión de riesgos.

De forma simultánea al incremento en el número y naturaleza de las entidades implicadas de forma recurrente en operaciones de titulización, las carteras de activos que se incorporan a los fondos también se han ido diversificando con el paso del tiempo. A pesar de que la titulización de activos hipotecarios (que se puede hacer mediante FTH²¹ o FTA²² respaldados por préstamos hipotecarios, por cédulas hipotecarias o por préstamos a promotores) sigue ocupando una posición predominante respecto al total de activos titulizados, en el último año ha disminuido su peso relativo al concentrar el 63% de las titulizaciones frente al 69% de 2006. La reducida morosidad de los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda, aunque en ligero aumento, permite deducir una elevada calidad sobre estos activos titulizados. El incremento del protagonismo de otros activos financieros se observa principalmente en la evolución de las titulizaciones asociadas a préstamos a empresas en general y también el de otros créditos.

Por lo que respecta a los inversores en productos derivados de la titulización, se pueden resaltar varios aspectos. En primer lugar, se trata de una actividad puramente institucional. La compleja estructura financiera de estos productos y la dificultad para valorar la magnitud del riesgo financiero de esta alternativa de inversión ha motivado su colocación básicamente entre inversores cualificados. En segundo lugar, el hecho de que las entidades financieras nacionales estén adquiriendo mayoritariamente estos productos para obtener financiación ha elevado el peso relativo de estas instituciones hasta el 66% del total de las suscripciones, cuando los valores de casi toda esta década han oscilado en torno al 30%. Este mismo hecho, junto a la pérdida de actividad de los mercados internacionales tras la crisis, explica la notoria pérdida de la cuota atribuible a los inversores no residentes, que pasa del 66% en 2006 al 34% en 2007.

Titulización en España por tipología del activo: bonos y pagarés

GRÁFICO 10

millones de euros



Fuente: CNMV.

CAF: Contrato de Arrendamiento Financiero.

²¹Fondos de Titulización Hipotecaria.

²²Fondos de Titulización de Activos.

Por lo que respecta a los inversores en productos derivados de la titulización, se pueden resaltar varios aspectos. En primer lugar, se trata de una actividad puramente institucional. La compleja estructura financiera de estos productos y la dificultad para valorar la magnitud del riesgo financiero de esta alternativa de inversión ha motivado su colocación básicamente entre inversores cualificados. En segundo lugar, el hecho de que las entidades financieras nacionales estén adquiriendo mayoritariamente estos productos para obtener financiación ha elevado el peso relativo de estas instituciones hasta el 66% del total de las suscripciones, cuando los valores de casi toda esta década han oscilado en torno al 30%. Este mismo hecho, junto a la pérdida de actividad de los mercados internacionales tras la crisis, explica la notoria pérdida de la cuota atribuible a los inversores no residentes, que pasa del 66% en 2006 al 34% en 2007.

Titulización en España 2007: sector del suscriptor y rating de la emisión CUADRO 12

millones de euros	AAA	GRUPO A ¹	GRUPO B ²	GRUPO C ³	TOTAL	% respecto al total
Instituciones Financieras	87.375	2.744	2.415	820	93.353	66
Banco de España						
Entidades de crédito	83.303	2.640	2.259	787	88.989	63
Residentes españolas	81.654	2.610	2.224	787	87.274	62
Residentes extranjeras	1.650	30	36	0	1.715	1
Otras Instituciones Financieras	4.072	104	156	33	4.364	3
Entidades de Inversión	3.513	68	80	5	3.665	3
Auxiliares Financieros	559	36	76	28	700	0
Empresas de seguros	667	1	18	0	686	0
Administración Pública	10	0	0	0	10	0
Empresas no Financieras					0	0
Familias					0	0
Empresas no Financieras					0	0
Total Mercado Español	88.052	2.745	2.433	820	94.049	66
Instituciones Financieras	41.302	743	395	8	42.448	30
Resto	4.715	268	148	0	5.131	4
Total Mercado Extranjero	46.017	1.011	542	8	47.578	34
Total suscrito	134.069	3.755	2.975	827	141.627	100

Fuente: CNMV.

1 Bonos con calificaciones crediticias que están en el intervalo [AA+,A-] en la clasificación de Standard and Poor's.

2 Bonos con calificaciones crediticias que están en el intervalo [BBB+,B-] en la clasificación de Standard and Poor's.

3 Bonos con calificaciones crediticias menores de B- en la clasificación de Standard and Poor's.

El cuadro 12 muestra, además, cómo el peso de las entidades de crédito domésticas en el total suscrito aumenta a medida que el *rating* de los tramos es menor, acercándose al 100% en los tramos más arriesgados (*equity*). Ello es expresivo de una característica genuina del mercado español: las entidades de crédito domésticas son las que soportan la práctica totalidad de los riesgos de crédito de los activos titulizados por lo que, en España, no predomina el modelo "originar para distribuir" que está en estos momentos siendo analizado como posible fuente de algunos de los factores que han desencadenado la crisis del mercado hipotecario en EE.UU. La permanencia del riesgo en los balances bancarios implica que las emisiones españolas en los mercados son, en general, de una elevada calidad: no sólo los activos subyacentes mantienen una baja tasa de morosidad sino que, en todo caso, están de facto garantizados por las entidades originadoras que gozan, además, de una holgada posición de solvencia.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero²³

La industria de fondos de inversión viene registrando desde finales de 2006 reembolsos netos como consecuencia de los cambios en la fiscalidad del ahorro, que han reducido la ventaja relativa de los fondos de inversión frente a los depósitos, y de las pérdidas de capital ocasionadas por el incremento de los tipos de interés. Esta tendencia se vio acentuada en el último tercio de 2007 ante la incertidumbre creada por la crisis hipotecaria y financiera internacional. La salida de recursos de los fondos de inversión en el conjunto del año superó los 20 mil millones de euros, alcanzando máximos de la última década²⁴. Todas las categorías de fondos²⁵ mostraron reembolsos netos considerables con las únicas excepciones de los fondos garantizados de renta fija y las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre. Entre las categorías más afectadas por el volumen de reembolsos destacan los fondos globales, los fondos de renta fija a corto plazo y los fondos de renta variable.

El elevado volumen de reembolsos superó con creces el rendimiento obtenido por la cartera de los fondos lo que propició un descenso sustancial en el patrimonio agregado de los fondos de inversión, que finalizó 2007 en 255 mil millones de euros (un 5,7% menos que en 2006). En todas las categorías de fondos el patrimonio descendió respecto a los niveles de 2006, salvo en los garantizados de renta fija que se beneficiaron del incremento de la incertidumbre del último trimestre del año. La rentabilidad agregada del conjunto de fondos de inversión quedó en el 2,7% en 2007, notablemente inferior a la de 2006 (cerca al 6%) como consecuencia de las pérdidas experimentadas en los mercados de renta variable internacional en la segunda mitad de 2007. Los fondos de renta variable nacional mostraron por el contrario una rentabilidad anual del 8%, la más elevada de las categorías expuestas el cuadro 13, pues obtuvieron rendimientos notables en todos los trimestres de 2007 salvo el tercero.

Las IIC españolas de carácter financiero se caracterizan por su perfil de bajo riesgo (más de dos terceras partes del patrimonio de los fondos corresponde a las categorías de renta fija y garantizados) y su elevada liquidez, si bien se observa en los últimos ejercicios un ligero aumento de las inversiones más arriesgadas que se manifiesta en el moderado aumento de la importancia relativa de la cartera de renta variable (desde el 22% en 2004 hasta el entorno del 25% en 2007²⁶) y en la recomposición de la cartera de renta fija a favor de la renta fija privada en detrimento de la renta fija pública²⁷. En todo caso, el carácter conservador de las IIC españolas las ha situado en una posición relativamente confortable para afrontar las recientes turbulencias en los mercados financieros.

El patrimonio de los fondos de inversión experimentó en 2007 un descenso significativo debido al récord de reembolsos netos producidos...

...como consecuencia del cambio de fiscalidad y del aumento de la incertidumbre de los inversores.

²³Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial sobre estas instituciones debido a la existencia de un sub-epígrafe específico para ellas.

²⁴Más del 70% de los reembolsos netos se produjeron en el último trimestre del año.

²⁵Según la agrupación expuesta en el cuadro 13.

²⁶Acompañado de un descenso de la importancia de la cartera de renta fija desde un 74% del patrimonio hasta un 67% en el mismo periodo. El resto hasta el 100% del patrimonio corresponde a: warrants y opciones, cartera no cotizada, liquidez y saldo deudor-acreedor.

²⁷En la cartera interior, el peso de la cartera de renta fija privada se ha incrementado desde el 14% del patrimonio en 2004 hasta el 24% en 2007, mientras que el de la cartera de renta fija pública ha descendido desde el 23% hasta el 16% en el mismo periodo.

Principales magnitudes de los fondos de inversión¹

CUADRO 13

Número	2006	2007	2007			
			I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.872	2.919	2.920	2.926
Renta fija ²	606	600	609	606	604	600
Renta fija mixta ³	212	204	207	211	203	204
Renta variable mixta ⁴	222	207	215	216	216	207
Renta variable nacional	118	123	118	118	121	123
Renta variable internacional ⁵	467	481	480	488	485	481
Garantizado renta fija	220	251	232	237	241	251
Garantizado renta variable	559	590	577	586	589	590
Fondos globales	418	470	434	457	461	470
Patrimonio (millones de euros)						
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	273.412,8	276.600,4	269.907,1	255.040,9
Renta fija ²	116.511,9	113.234,1	116.963,0	116.344,7	118.489,4	113.234,1
Renta fija mixta ³	15.314,5	13.011,9	15.755,0	15.329,1	14.142,3	13.011,9
Renta variable mixta ⁴	10.149,2	8.848,0	10.090,7	10.289,1	9.753,4	8.848,0
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	11.238,3	9.523,4	8.353,3	7.839,4
Renta variable internacional ⁵	24.799,6	22.698,4	25.759,1	29.428,3	26.453,8	22.698,4
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	15.179,1	15.810,4	16.291,2	17.674,4
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	43.998,9	44.140,0	43.365,6	42.042,1
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	34.428,9	35.735,4	33.058,2	29.692,6
Participes						
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	8.740.972	8.755.921	8.467.203	8.053.049
Renta fija ²	2.960.879	2.763.442	2.933.505	2.881.128	2.869.191	2.763.442
Renta fija mixta ³	524.827	493.786	551.786	539.799	511.811	493.786
Renta variable mixta ⁴	357.013	331.214	374.508	376.559	359.667	331.214
Renta variable nacional	317.386	288.210	341.396	363.017	343.208	288.210
Renta variable internacional ⁵	1.258.426	1.089.868	1.274.138	1.263.619	1.184.871	1.089.868
Garantizado renta fija	497.540	549.108	518.940	541.442	540.637	549.108
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.771.469	1.766.834	1.754.596	1.715.144
Fondos globales	937.843	822.277	975.230	1.023.523	903.222	822.277
Rentabilidad⁶ (%)						
Total fondos de inversión	5,59	2,73	1,11	1,65	-0,15	0,10
Renta fija ²	1,95	2,71	0,72	0,65	0,63	0,68
Renta fija mixta ³	4,18	1,93	0,94	0,96	-0,16	0,18
Renta variable mixta ⁴	10,34	2,69	1,71	2,57	-1,17	-0,40
Renta variable nacional	33,25	8,02	5,78	2,07	-2,42	2,53
Renta variable internacional ⁵	14,98	2,13	2,12	6,38	-2,80	-3,28
Garantizado renta fija	0,83	2,78	0,59	0,29	1,03	0,84
Garantizado renta variable	4,66	2,44	0,56	1,62	0,13	0,12
Fondos globales	4,01	1,47	0,99	1,57	-0,70	-0,38

Fuente: CNMV.

1 Los datos referentes a suscripciones, y reembolsos están disponibles en el cuadro 5.

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios.

3 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

6 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007.

Para evaluar con más detalle la exposición de las IIC españolas a la crisis hipotecaria y financiera internacional conviene, en primer lugar, estimar las tenencias de activos relacionados con hipotecas *subprime*, cuya pérdida drástica de valor constituyó el desencadenante de la crisis. Asimismo, puesto que uno de los principales efectos de la crisis ha sido la reducción de la liquidez de algunos mercados de renta fija y de productos estructurados, el análisis del impacto de la crisis sobre el patrimonio de los fondos debe considerar su exposición a aquellos activos con mayores dificultades para ser enajenados en el mercado.

En lo que respecta a la exposición directa, tal y como publicó la CNMV en nota de prensa del 23 de agosto de 2007, únicamente 14 productos de inversión colectiva (nueve fondos de inversión y cinco SICAV) tenían en su cartera activos afectados por la crisis hipotecaria americana. El valor total de estos vehículos representaba el 0,0162% del patrimonio total de IIC. Estos fondos tenían inversiones en tres instituciones francesas en las que los reembolsos fueron suspendidos transitoriamente al poseer en cartera bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo. De las IIC españolas afectadas, sólo una se vio obligada a realizar reembolsos parciales en los términos establecidos por el artículo 48.7 del Reglamento de IIC (RIIC) –al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y reembolsos-. En los casos en los que la inversión era inferior al 5%, la CNMV instó a las SGIIC a que publicase un hecho relevante²⁸, garantizando la máxima transparencia a los partícipes, actuales y potenciales.

La exposición directa de las IIC españolas a los productos afectados por la crisis hipotecaria americana es prácticamente marginal.

Un segundo tipo de análisis recomienda cuantificar las inversiones en productos de reducida liquidez. La medición del concepto de liquidez de una cartera de instrumentos financieros no es tarea sencilla al no existir indicadores inequívocos de la facilidad con la que un determinado activo puede ser enajenado en el mercado. Uno de los indicadores que puede ser utilizado es la frecuencia con la que un difusor de precios proporciona oferta de compra o venta para ese activo. La aplicación de este indicador a la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, que es donde el volumen de productos potencialmente menos líquidos es mayor, revela –con las cautelas derivadas de las limitaciones de la herramienta utilizada- que el porcentaje de patrimonio con escasa liquidez es relativamente modesto.

El análisis de la liquidez de las inversiones de las IIC revela que sólo un 6% de los instrumentos de la cartera podrían ser catalogados como de reducida liquidez...

Así, según se aprecia en el cuadro 14, la renta fija privada (incluyendo instrumentos procedentes de la titulización de activos bancarios) representa el 40% de la cartera total de los fondos de inversión españoles (diciembre de 2007). De este porcentaje, algo menos de la mitad (15% de la cartera) corresponde a pagarés de empresa, es decir, a valores de corto plazo que los inversores mantienen, típicamente, hasta vencimiento. Descontando los pagarés, tan sólo una cuarta parte de las tenencias de renta fija privada (6,3% de la cartera) carece de referencias en el difusor de precios elegido.

Los instrumentos de titulización, que representan algo más del 21% en el total de renta fija privada de los fondos (8,6% de la cartera), explican algo menos de la mitad de las tenencias de activos poco líquidos (2,3% de la cartera).

... incluso en el ámbito de las titulizaciones.

Esta escasa exposición general a instrumentos de difícil transferabilidad, junto con la elevada disponibilidad de activos muy líquidos, como depósitos y repos, que oscilan entre el 15% y el 18% del patrimonio total, sugiere que, en general, las IIC españolas afrontan la situación actual de reducida liquidez general en los mercados de renta fija con suficiente margen de maniobra.

²⁸De acuerdo con lo establecido en los artículos 19 de la Ley de IIC y 28.1 del RIIC.

Tenencias de instrumentos de renta fija privada (dic-07)

CUADRO 14

a) Volumen y composición de la cartera de renta fija privada

Tipo de activo	Volumen (millones de euros)			% Renta Fija Privada		
	Interior	Exterior	Total	Interior	Exterior	Total
Pagarés de empresa	37.579,3	-	37.579,3	37,4	-	37,4
Cédulas hipotecarias	2.466,7	-	2.466,7	2,5	-	2,5
Estructurados	4.161,2	4.176,6	8.337,7	4,1	4,2	8,3
Titulización	11.909,0	9.440,1	21.349,1	11,9	9,4	21,3
Otra renta fija privada	4.228,8	26.467,0	30.695,8	4,2	26,4	30,6
TOTAL	60.344,9	40.083,7	100.428,6	60,1	39,9	100,0

b) Importancia de los activos con y sin referencia de mercado

Tipo de activo (% cartera)	Con precios Bloomberg	Sin precios Bloomberg
Cédulas hipotecarias	1,0	-
Estructurados	2,1	1,2
Titulización	6,3	2,3
Otra renta fija privada	9,5	2,8
TOTAL	18,9	6,3

Fuente: CNMV.

A pesar de la favorable situación es necesario que las gestoras evalúen la profundidad de los mercados en que invierten, mantengan criterios de valoración apropiados y continúen evitando posibles conflictos de interés.

En todo caso, en la medida en que la etapa actual de anormalidad en algunos mercados se prolongue más de lo esperable, será necesario que las gestoras de IIC continúen evaluando periódicamente la profundidad de los mercados donde se negocian los instrumentos que poseen en sus carteras, en línea con lo que les exige la normativa vigente (artículo 40 del RIIC). Asimismo, deben mantener criterios apropiados de valoración de los instrumentos que carecen de referencia fiable de mercado, para los que se emplean modelos internos. En particular, estos modelos deben incorporar una correcta evaluación de las primas de liquidez, en línea con las que el mercado exige en estos momentos. Finalmente, en un contexto en el que las distintas entidades financieras pueden perseguir el fortalecimiento de su posición de liquidez, las gestoras pertenecientes a grupos bancarios tienen la responsabilidad de mantener el adecuado funcionamiento de los mecanismos existentes para gestionar los posibles conflictos de interés.

IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias también sufrieron fuertes reembolsos en 2007, pero su elevada rentabilidad permitió que el patrimonio total de estas instituciones no descendiera.

La evolución de las IIC inmobiliarias en 2007 responde a la misma tendencia general de estancamiento que el resto de IIC aunque de forma menos acusada. Así, su patrimonio no descendió en el conjunto del año (como ocurrió en los fondos de carácter financiero) y superó los 9.121 millones de euros, casi un 1% más que en 2006. Sin embargo, dicho crecimiento contrasta con las tasas registradas en años anteriores (35% en 2006 y del 50% en 2005). Además, en el caso de los fondos de inversión inmobiliaria la variación del patrimonio tuvo origen exclusivamente en la revalorización de la cartera ya que los significativos reembolsos del tercer y, sobre todo, cuarto trimestre de 2007 compensaron con creces a las entradas de recursos que se produjeron en el primer semestre del año. Este comportamiento representa una ruptura clara respecto a los patrones observados en los ejercicios precedentes. La rentabilidad conjunta de estos fondos en 2007 (5,3%) fue ligeramente menor que la registrada en 2006 (6,0%). El número de partícipes (fondos y sociedades) superó ligeramente los 146.000, un 3,1% menos que al finalizar 2006.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2007			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	7	7	9	9	9	9	10	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	152.902	153.630	151.916	145.510
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.781,7	8.929,4	8.905	8.608,5
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,31	1,1	1,53	1,26
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	9	8	8	9	9
Participes	121	256	749	843	754	769	661	843
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	459,2	487,4	504,3	512,9

Fuente: CNMV.

A pesar de que el tamaño conjunto de estas entidades es reducido (concentran el 3,1% del patrimonio total de las IIC comercializadas en España²⁹) sus riesgos han aumentado al verse expuestos a la eventualidad de que la desaceleración del mercado inmobiliario español acabe siendo más intensa de lo previsto. En los últimos trimestres esta exposición se ha incrementado algo al crecer el peso de la inversión en inmuebles de estos fondos en el patrimonio total³⁰.

Sus riesgos han aumentado al verse expuestos a la posibilidad de una desaceleración más pronunciada del mercado inmobiliario.

IIC de inversión libre

El segmento de IIC de inversión libre ha tenido una evolución satisfactoria en su corto periodo de vida (de apenas un año), incluso en los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros, si bien su tamaño todavía es modesto en comparación con el conjunto de la industria de fondos de inversión. Al finalizar diciembre estaban registrados en la CNMV 31 IIC de inversión libre y 21 IIC de inversión libres. El patrimonio agregado de estas instituciones superaba los 1.446 millones de euros en la misma fecha (0,5% del patrimonio total de las IIC) y el número de participes era superior a los 5.000 (0,1% del total de los participes). La filosofía de estos fondos es la de obtener rentabilidades positivas con independencia del comportamiento del mercado. Su corta historia impide valorar las estrategias de estos fondos. En todo caso, los resultados del tercer trimestre han sido peores que en el resto de trimestres, como en casi todas las categorías de fondos de inversión.

La evolución de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre ha sido satisfactoria en su primer año completo de vida.

La buena acogida de estos fondos se puede observar a través de la evolución de sus suscripciones que han sido cuantiosas desde el segundo trimestre del año, especialmente en los fondos de fondos. Las perspectivas para estas IIC no están sujetas a los mismos condicionantes que para el resto de instituciones de inversión, dada su libertad de elección de estrategia inversora. Así, por ejemplo, en un contexto en el que se produjeran descensos significativos en los precios de la renta variable, las IIC tradicionales con sus posiciones largas experimentarían pérdidas mientras que las IIC de inversión libre que hubieran tomado las posiciones cortas apropiadas podrían mostrar rentabilidades positivas significativas. El resultado final de la estrategia de estas instituciones también

Sus perspectivas no están sujetas a los mismos condicionantes que para el resto de instituciones.

²⁹Sin incluir las IIC extranjeras comercializadas en España de las que no se disponía de información para 2007(IV) en la fecha de elaboración del informe.

³⁰De forma agregada, la inversión en inmuebles respecto al patrimonio total de los fondos inmobiliarios ha aumentado desde el 72,5% en 2005 hasta el 84,4% en 2007.

depende de otros factores como la liquidez de los mercados, que les puede permitir hacer y deshacer posiciones con relativa rapidez y sin pérdidas, y de la facilidad con que obtengan financiación para poder desarrollar algunas estrategias³¹. En este último factor radica el principal elemento de riesgo del sector. En un contexto en el que perduraran las turbulencias de los mercados en los que las entidades de crédito obtienen financiación, las IIC de inversión libre podrían tener dificultades para encontrar los fondos necesarios para optimizar sus estrategias de inversión apalancada, lo que podría perjudicar su cuenta de resultados.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2006		2007		
	IV	I	II	III	IV
IIC de inversión libre					
Número	2	2	22	30	31
Participes	2	26	1.456	3.142	3.880
Patrimonio (millones de euros)	0,6	9,5	600,2	829,2	1.000
Rentabilidad ¹ (%)	ns	-0,55	1,08	-2,14	0,67
IIC de inversión libre					
Número	5	6	9	17	21
Participes	21	108	183	251	1.127
Patrimonio (millones de euros)	24,4	119,9	152,0	210,2	445,8
Rentabilidad ¹ (%)	ns	1,26	3,18	-2,20	-0,39

Fuente: CNMV.

¹ Rentabilidad trimestral no anualizada.

ns: Dato no significativo.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión, que ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores, ...

Las empresas de servicios de inversión (ESI) ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores (ver recuadro inferior sobre la prestación de servicios de inversión en España). Las más habituales tienen que ver con la canalización de las órdenes de clientes o con la gestión de sus inversiones. Se trata de las sociedades de valores (SV, que también tienen capacidad para operar por cuenta propia), las agencias de valores (AV) y las sociedades gestoras de cartera (SGC). En otro sub-epígrafe de este apartado se comenta la evolución de otros intermediarios financieros no bancarios como las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) o las entidades de capital riesgo (ECR).

... se caracterizan por ser notablemente heterogéneas en tamaño, resultados y estructura de negocio.

El conjunto de empresas de servicios de inversión españolas se caracteriza por una fuerte heterogeneidad. Las entidades no sólo difieren en su tamaño o en los resultados obtenidos, sino también en la estructura de comisiones que perciben. Así, las SV están más especializadas en la tramitación de órdenes ya que más del 64% de las comisiones percibidas por estas entidades en 2007 estuvieron asociadas a este concepto. Las AV también muestran una fuerte dependencia de la tramitación de órdenes (42% de las comisiones totales) pero existen más entidades especializadas en otros conceptos (24% en concepto de suscripción y reembolso de IIC y un 9% por gestión de carteras).

³¹Recordemos que en la legislación española estas instituciones pueden apalancarse hasta cinco veces.

En 2007 tanto las SV como las AV y las SGC experimentaron un aumento de sus resultados. Las SV mostraron un fuerte aumento de los ingresos que perciben tanto por la actividad por cuenta de terceros como por la actividad por cuenta propia. Este comportamiento, unido a un crecimiento de los gastos de explotación modesto, les ha permitido mejorar sustancialmente su eficiencia y mantener su rentabilidad en niveles elevados. Así, el margen ordinario³² agregado de las SV³³ superó los 1.021 millones de euros en 2007, un 24% más que en 2006. El dinamismo bursátil continúa impulsando el crecimiento de las comisiones más importantes para estas entidades (“tramitación y ejecución de órdenes”), un 24% en términos anuales, mientras que las segundas comisiones en importancia (“suscripción y reembolso de IIC”) fueron ligeramente inferiores a las percibidas en 2006 (-0,8%) en línea con el estancamiento de la demanda de fondos. Destaca el fuerte aumento de las comisiones percibidas por “diseño y asesoramiento”, que quedaron cerca del tercer tipo de comisiones en importancia; las obtenidas por “colocación y aseguramiento de emisiones”, mostraron un descenso anual del 15%, en línea con la atonía de los mercados primarios en la segunda mitad del año.

Los resultados de todos los tipos de ESI aumentaron en 2007, aunque de forma más sólida en el caso de las sociedades de valores por el dinamismo de la actividad por cuenta propia y de terceros...

En el caso de las AV se produjo un relativo estancamiento de los principales ingresos que perciben (comisiones) y de sus gastos de explotación por lo que casi la totalidad del incremento del resultado tuvo origen en las actividades no recurrentes. Así, el margen ordinario agregado de las AV quedó en 247 millones de euros, que representa un crecimiento anual del 1,9%. Los ingresos netos por comisiones crecieron un 5,5% en conjunto, ya que los incrementos en unos tipos de comisiones (“tramitación y ejecución de órdenes”, 18%, “suscripción y reembolso de IIC”, 10,4%) superaron tanto los descensos de los ingresos por otras comisiones (“gestión de carteras”, -6%) como el fuerte incremento de las comisiones satisfechas (17,6%).

...mientras que en las AV casi todo el incremento tuvo origen en las actividades no recurrentes...

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada	CUADRO 17			
	Sociedades de valores		Agencias de valores	
Importes en miles de euros	2006	2007	2006	2007
I. MARGEN FINANCIERO	92.820	124.946	12.548	14.008
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	54.611	115.584	2.277	610
III. COMISIONES NETAS	675.708	780.958	227.278	232.122
Comisiones percibidas (=1 a 9)	892.542	1.063.826	289.756	305.601
1. Tramitación y ejecución de órdenes	550.658	684.530	108.329	127.876
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	73.261	62.145	3.158	2.477
3. Depósito y anotación de valores	21.069	25.112	1.490	1.680
4. Gestión de carteras	22.472	29.649	29.093	27.353
5. Diseño y asesoramiento	34.339	52.645	2.217	2.224
6. Búsqueda y colocación de paquetes	0	9	0	0
7. Operaciones de crédito al mercado	32	23	0	0
8. Suscripción y reembolso en IIC	137.035	135.979	66.985	73.928
9. Otras	53.676	73.734	78.484	70.063
Comisiones satisfechas	216.834	282.868	62.478	73.479
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	823.139	1.021.488	242.103	246.740
10. Gastos de explotación	376.089	415.309	149.953	152.540
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	447.050	606.179	92.150	94.200
11. Amortizaciones y otras dotaciones	16.798	87.182	9.011	12.558
12. Otras ganancias y pérdidas	131.153	171.655	7.550	31.413
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	561.405	690.652	90.689	113.055
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	388.190	484.355	61.333	81.832

Fuente: CNMV.

³²Incluye tres conceptos: el margen financiero y los beneficios netos en valores (ambas actividades por cuenta propia) y las comisiones netas (actividad por cuenta de terceros).

³³Se prescinde de los datos de una sociedad de valores, que contabiliza parte de su operativa por cuenta propia como “Otras pérdidas y ganancias”, distorsionando gravemente agregados como “beneficios netos en valores”, y por tanto, “margen ordinario” o “margen de explotación”.

Las SGC mostraron un margen ordinario conjunto superior a los 16,6 millones de euros frente a 15,8 en 2006 gracias al crecimiento del margen financiero y de su actividad típica (gestión de cartera) si bien es notable el crecimiento de otras comisiones como las de “suscripción y reembolso de IIC”.

...permitiendo en ambos casos que la rentabilidad sobre activos o sobre recursos propios permaneciera en niveles elevados.

El buen comportamiento de los ingresos de las SV permitió que la rentabilidad anualizada permaneciera en niveles elevados: en relación a los activos (ROA) aquella quedó cerca del 6%, un punto menos que a finales de 2006 y, en relación a los recursos propios (ROE), quedó cerca del 44% frente al 43% de 2006. En el caso de las AV, las cifras de rentabilidad también son notables: sobre el volumen de activos ésta quedó en el 10,2% prácticamente igual que en 2006 (10%), y sobre los recursos propios quedó cerca del 45%, desde el 36% en el ejercicio anterior. El número de entidades con un ROE inferior a la revalorización del Ibex-35 en el último año ha descendido desde 66 en 2006 a 31 en 2007.

En los gráficos 11 y 12 se expone la descomposición de la variación del ROE³⁴ para las SV y AV desde el año 2000 en sus principales componentes: apalancamiento, productividad de los activos, eficiencia, impuestos y dotaciones y otros. Los principales resultados que arroja el análisis son los siguientes:

- En el caso de las SV, el fuerte crecimiento del ROE en 2006 tuvo un gran componente extraordinario (ingresos derivados de la venta de BME), pero también fue impulsado por ganancias de eficiencia y productividad. En 2007, por el contrario, el crecimiento del ROE, mucho más modesto, tiene origen en el incremento del apalancamiento de estas entidades y en mejoras de eficiencia. La productividad de los activos habría contribuido negativamente a la rentabilidad.
- En el caso de las AV se puede observar que el incremento del ROE en 2006 fue bastante equilibrado al tener origen en la contribución positiva de casi todos los factores considerados. Sin embargo, el aumento del ROE en 2007 (similar al de 2006) tiene origen casi exclusivamente en el factor de dotaciones y resultados extraordinarios, como se comentó en el epígrafe anterior, y en el apalancamiento. La contribución de la productividad de los activos a la rentabilidad fue negativa y la de la eficiencia prácticamente nula.

Además, el número de entidades en pérdidas y el volumen de dichas pérdidas registró un nuevo descenso en 2007.

La favorable evolución de las ESI también se mostró en el nuevo descenso registrado en el número de entidades en pérdidas, lo que supone la continuidad de la tendencia iniciada en 2003. Así, el número total de ESI con resultados negativos al finalizar el ejercicio 2007 representa algo más del 8% de las entidades. Los porcentajes de entidades en pérdidas más elevados se observan en las AV no miembros de bolsa (13,6%) y en las SGC (9,1%). En todo caso, el volumen de pérdidas que acumulan estas entidades es reducido, apenas un 1,2% de los resultados agregados de las ESI.

Descomposición del ROE

La rentabilidad de los recursos propios (ROE) de una entidad resume el saldo final de los efectos de un conjunto de variables de gestión que tienen que ver con la eficiencia productiva, la fortaleza competitiva, la exposición al riesgo y la estructura financiera entre

³⁴ Ver recuadro.

otros factores. Así, un aumento en el ROE tiene lecturas diferentes cuando tiene origen en una mejora de la fortaleza competitiva que cuando tiene origen en una mayor exposición al riesgo (mediante un mayor apalancamiento). A continuación se representa una descomposición algebraica del ROE que permite aislar el efecto de cambios en factores de diferente naturaleza sobre la variación en el tiempo de la rentabilidad. Dicha descomposición permite identificar los incrementos en la rentabilidad que están más relacionados con la eficiencia y la creación de riqueza.

$$ROE = \frac{Rdo_neto}{RRPP(tier1)} = \frac{Rdo_neto}{ME} * \frac{ME}{MO} * \frac{MO}{A} * \frac{A}{RRPP} * 100$$

o lo que es lo mismo, $ROE = (1 - \frac{I}{RAI}) * \frac{RAI}{ME} * \frac{ME}{MO} * \frac{MO}{A} * \frac{A}{RRPP} * 100$; donde:

I: Impuesto de sociedades

RAI: Resultados antes de Impuestos

ME: Margen de explotación

MO: Margen ordinario

A: Total activo

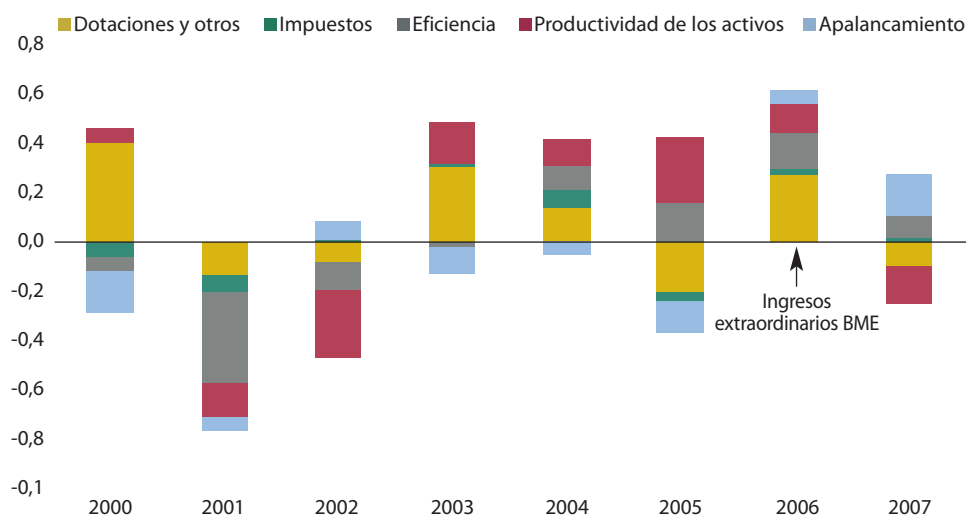
RRPP (o tier 1): Recursos propios de mayor calidad

El cálculo muestra la variación del ROE como la suma de las variaciones (diferencias logarítmicas) de cada uno de los factores considerados para el conjunto de las sociedades de valores y de las agencias de valores. Veamos cómo se pueden interpretar cada uno de los seis términos del producto:

- 1) Indicador impositivo (1-I/RAI). El primero puede interpretarse como un indicador impositivo. El incremento de este indicador señalaría el menor pago de impuestos para un mismo resultado.
- 2) Indicador de dotaciones y extraordinarios (RAI/ME). El segundo puede ser interpretado como un indicador de la fortaleza económica y financiera de la entidad puesto que un aumento de esta ratio indicaría una menor detracción de resultados por cobertura de los diferentes riesgos o por quebrantos extraordinarios. Sin embargo, hay que precisar que también es posible un aumento por resultados extraordinarios, por lo que los aumentos del ROE asociados a éstos no serían sostenibles en el tiempo.
- 3) Indicador de eficiencia (ME/MO). El tercero se puede escribir como (1-Ratio de eficiencia(1)) por lo que un aumento de la eficiencia (aumento de 1-RE) implicaría un aumento del ROE basado en la mejora de la gestión de los recursos de la entidad.
- 4) Indicador de productividad de los activos (MO/A). Una mejora del ROE de la entidad por un incremento de este indicador se podría interpretar como consecuencia de una mejora del valor añadido generado por cada euro del activo.
- 5) Indicador de apalancamiento o endeudamiento (A/RRPP). Como se indicó con anterioridad, el incremento del apalancamiento sólo producirá incrementos en el ROE si la ROA es superior al coste de la financiación ajena. En cualquier caso, un incremento excesivo del apalancamiento implica más riesgo de insolvencia o quiebra, lo que perjudica a la estabilidad de la entidad.

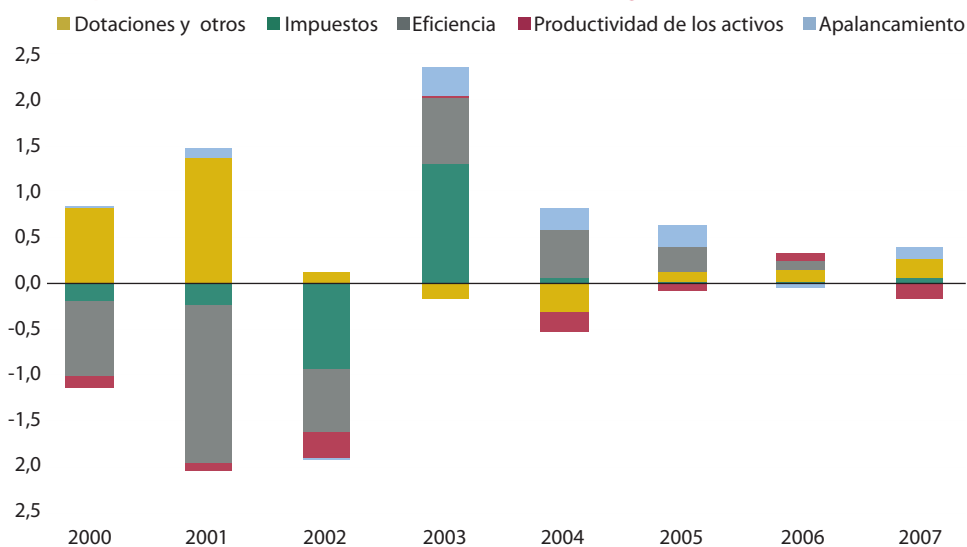
Propuestas similares para la descomposición algebraica del ROE se pueden encontrar en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de junio de 2004 y en el *Financial Stability Review* del Banco de Inglaterra de diciembre de 2003.

Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: sociedades de valores GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: agencias de valores GRÁFICO 12

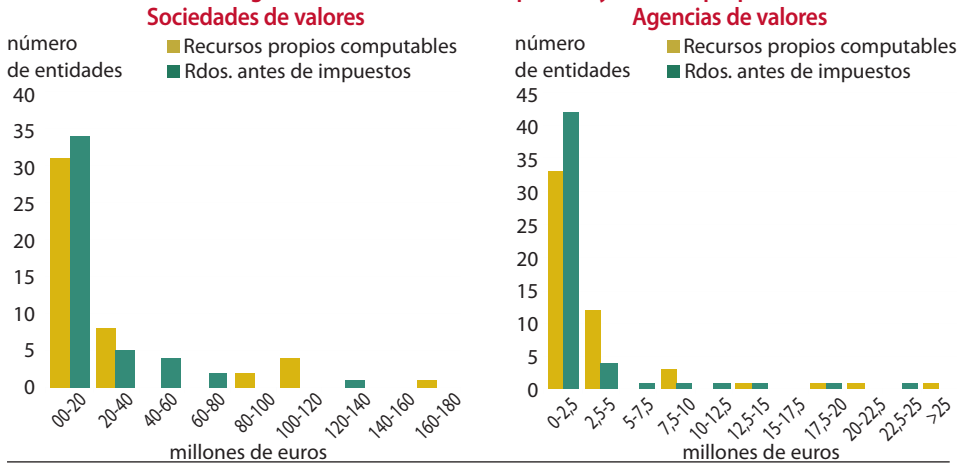


Fuente: CNMV y elaboración propia.

Los márgenes de solvencia de las ESI son en general muy holgados, especialmente en el caso de las sociedades de valores.

La solvencia de las ESI en general es muy holgada. El superávit de recursos propios de 2007 prácticamente se ha mantenido en los mismos niveles de 2006. En el caso de las SV, este superávit fue 4,2 veces superior a los recursos propios exigibles (idéntica cifra en 2006) y en el caso de las sociedades de valores el superávit fue 2 veces superior al requerido (2,1 veces en 2006). Las SGC presentan un superávit más ajustado (0,6 veces superior respecto a los recursos exigibles frente a 0,8 veces en 2006). Si consideramos las entidades con un margen de solvencia más ajustado (inferior al 50% de los recursos exigibles), se observa la holgura de las SV puesto que hay dos entidades en este rango, y un mayor ajuste en AV (nueve entidades) y en SGC (tres entidades).

Distribución de las ESI según resultados antes de impuestos y recursos propios, 2007 GRÁFICO 13



Fuente: CNMV. Resultados de 2007. Recursos propios computables a 31/12/07.

Las empresas de servicios de inversión no se han visto afectadas de forma directa por la crisis de las hipotecas *subprime* debido a la inexistencia de inversiones de estas entidades en instrumentos financieros ligados a dichas hipotecas en su cartera de financiación, es decir, en su actividad por cuenta propia. Su actividad más característica continúa siendo la prestación de servicios de inversión (es decir, actividad por cuenta ajena) y, por el momento, las comisiones asociadas a la tramitación de órdenes, principal fuente de ingresos, no se han resentido a raíz de las turbulencias financieras. De hecho algunas entidades se han beneficiado del incremento de contratación que suele ir aparejado con el aumento de la incertidumbre de los mercados.

Por otra parte, el incremento de negocio que han experimentado en los últimos años las ESI ha supuesto un reto para el adecuado funcionamiento de los sistemas de control de la actividad desarrollada. De hecho, una entidad se ha visto directamente afectada por la insolvencia de clientes ordenantes de operaciones con derivados OTC.

En términos generales, las entidades seguirán previsiblemente mostrando en el futuro cercano una situación satisfactoria en términos de rentabilidad, y especialmente de solvencia, que puede ser compatible con un cierto ajuste a la baja de las cifras de negocio. En este contexto, cobra especial relevancia la supervisión de los sistemas de control de riesgos de las empresas que prestan servicios de inversión, en especial de los riesgos de crédito y de liquidez como consecuencia de la operativa de sus clientes. Otro de los retos a los que se enfrentan a corto plazo las empresas que prestan servicios de inversión se deriva de su adaptación a los requerimientos de la nueva Ley del Mercado de Valores, que transpone la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros³⁵ (MiFID). Este cambio normativo supone la adopción de requisitos organizativos y de relación con la clientela³⁶ que puede modificar de modo sensible la operativa de las entidades. Asimismo, el cambio regulatorio potencia la competencia en el seno del mercado europeo de servicios de inversión cuyos efectos sobre la industria nacional empiezan ya a percibirse. El continuado aumento de eficiencia de las empresas que prestan servicios de inversión junto con el reforzamiento de su capacidad para ofrecer a los clientes nacionales servicios completos de inversión en toda Europa constituirán las vías más importantes para hacer frente a este aumento de competencia.

La crisis hipotecaria y financiera internacional no parece haber repercutido negativamente en el negocio de estas entidades...

... pero persisten retos importantes en el ámbito de los sistemas de control de riesgos, la necesidad de adaptación a los requerimientos de la MiFID y el aumento de competencia en el mercado europeo de servicios de inversión.

³⁵Para una información más detallada ver epígrafe 5 del informe que trata sobre los cambios en la estructura de los mercados de valores que dedica un sub-epígrafe a la implantación de la MiFID.

³⁶Ver recuadro sobre "Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID" del epígrafe 5.

La prestación de servicios de inversión en España: el papel de las entidades de crédito

La prestación de servicios de inversión está recogida en la Ley del Mercado de Valores³⁷ que detalla qué se considera servicio de inversión y qué entidades pueden desarrollar dicha actividad. La Ley recoge en el artículo 63 un listado de los distintos tipos de servicios de inversión entre los que se encuentran la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, la gestión de carteras, la colocación de instrumentos financieros, el aseguramiento de emisiones y el asesoramiento en materia de inversión³⁸. También contempla un conjunto de servicios auxiliares entre los que destaca la administración y custodia de valores, sometido al mismo régimen que los anteriores. La actividad de prestación de servicios de inversión queda reservada a las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero) y a las entidades de crédito. Estas últimas podrán prestar todos los servicios contemplados en la Ley siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello. Tanto las entidades de crédito como las sociedades de valores pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia; y realizar todos los servicios de inversión y servicios auxiliares previstos en la Ley. Las agencias de valores sólo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella, y pueden realizar todos los servicios de inversión salvo la concesión de créditos o préstamos a inversores. Las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero son las que tienen una actividad más restringida: las primeras sólo pueden realizar servicios de gestión de carteras y de asesoramiento, mientras que las segundas sólo pueden realizar labores de asesoramiento en materia de inversión. Las empresas de servicios de inversión son autorizadas y supervisadas íntegramente por la CNMV. La prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito también está sujeta a supervisión de la CNMV manteniéndose los aspectos prudenciales bajo la vigilancia del Banco de España.

El análisis de la estructura del sector de servicios de inversión (ver gráficos inferiores) revela el elevado protagonismo de las entidades de crédito. Así, en los últimos cinco años la cuota relativa de estas entidades ha oscilado entre el 73% y el 77% de las comisiones totales: Las sociedades de valores y las agencias de valores se sitúan en unos rangos del 17%-21% y del 5%-6% respectivamente. Al mismo tiempo, las entidades de crédito desempeñan la práctica totalidad de la actividad de administración y depósito de valores³⁹ (96% de los ingresos totales por este concepto) y de la comercialización de participaciones de IIC (92% de los ingresos) gracias a las posibilidades de distribución de sus redes. Por su parte, la actividad de compraventa de valores, aunque mucho menos concentrada, es más habitual en las sociedades de valores con el 51% de los ingresos del sector. La actividad de gestión de cartera es una de las más diversificada entre entidades.

³⁷Título V.

³⁸La reciente publicación de la Ley 47/2007 que, entre otras cuestiones, aborda la transposición de la MiFID amplió el catálogo de servicios de inversión con el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de los sistemas multilaterales de negociación y, además, creó un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, las "empresas de asesoramiento financiero" que están autorizadas para realizar exclusivamente el servicio de asesoramiento en materia de inversión.

³⁹En relación con esta actividad, cabe destacar la importante diferencia entre el valor de mercado de los valores depositados en entidades de crédito que, a 30 de junio de 2007, era de 2.188 millardos de euros, frente a los 92 millardos de euros depositados en sociedades y agencias de valores (éstos a 31 de diciembre).

Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión (millones de euros)

GRÁFICO 14

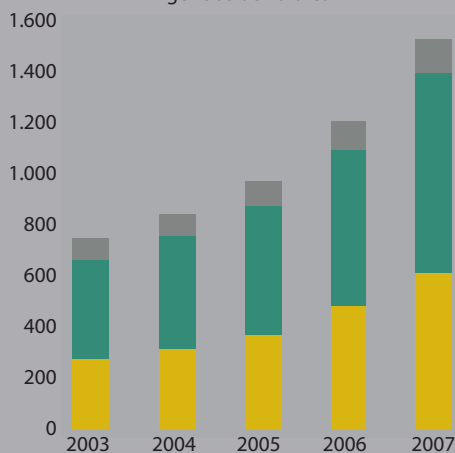
Comercialización IIC

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



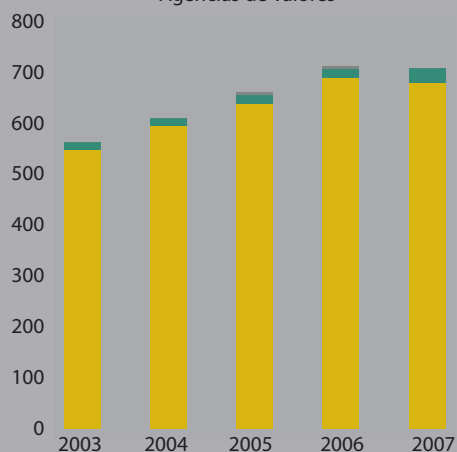
Compraventa de valores

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



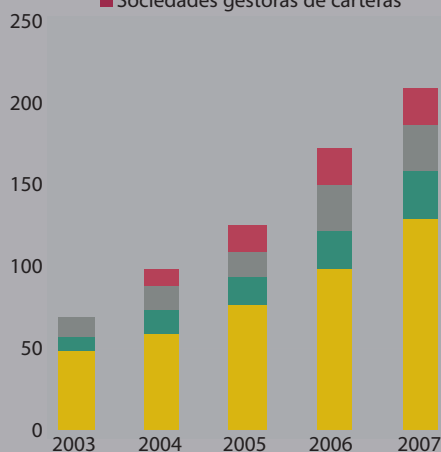
Administración y custodia

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



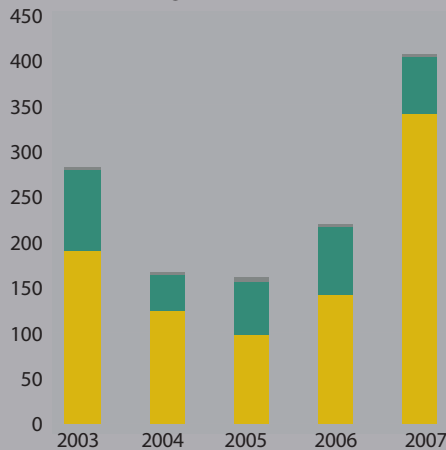
Gestión de patrimonio

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores
- Sociedades gestoras de carteras



Aseguramiento y colocación de emisiones

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



Fuente: CNMV y Banco de España.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

La situación de las gestoras de IIC empeoró ligeramente en 2007 en línea con la atonía del sector...

... aunque siguen mostrando rentabilidades históricamente elevadas.

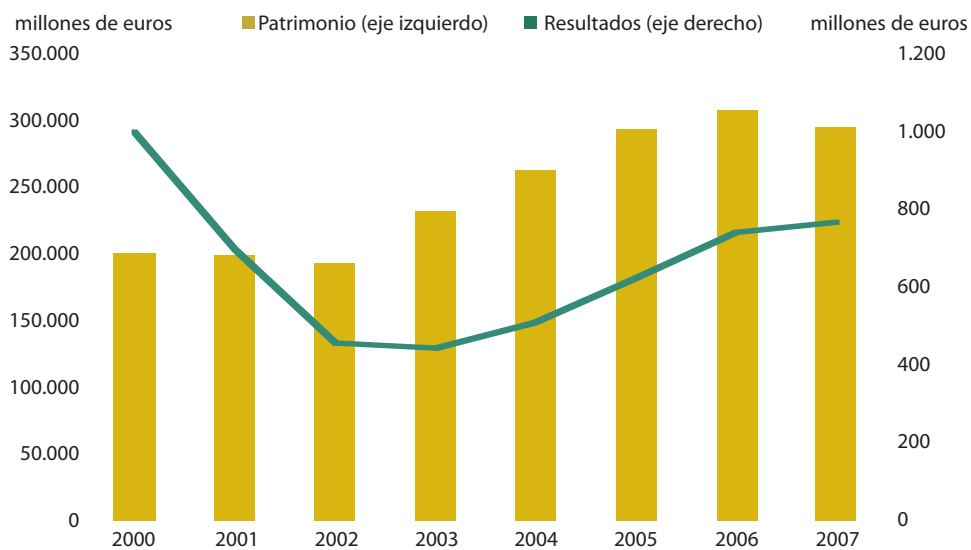
A corto plazo seguirá la fuerte competencia entre ellas para captar recursos ante la mayor demanda de depósitos bancarios.

Por lo que respecta a las SGIIC, su situación se puede calificar de favorable, si bien ha empeorado ligeramente a lo largo de 2007. El número de SGIIC en pérdidas alcanzó las 19 (de 120 SGIIC registradas), siete más que en 2006. Este aumento se debe en parte al incremento de las altas producidas en el registro como consecuencia de la puesta en marcha de las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre. En particular, ocho de las 19 gestoras en pérdidas se dieron de alta en 2007 o finales de 2006. De las restantes 11 entidades, cinco mostraban pérdidas de forma persistente al menos desde 2005⁴⁰ y seis tenían pérdidas en varios ejercicios precedentes de forma irregular o sólo en los dos últimos ejercicios.

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) descendió en el primer semestre del año hasta el 61% desde el 69% en diciembre de 2006 si bien se mantiene en niveles históricamente elevados. La moderación del ROE agregado obedece a: (i) la estabilización en el crecimiento de los beneficios de las SGIIC y (ii) un aumento significativo de los fondos propios, el 18,0%.

La ralentización en el crecimiento de los beneficios de las SGIIC revela la erosión que está teniendo el sector de la inversión colectiva en 2007 como consecuencia del cambio de fiscalidad y, más recientemente, por el aumento de la agresividad de las entidades de crédito en la captación de depósitos. Asimismo, las gestoras están compitiendo de forma más intensa con otras gestoras y también con entidades de crédito ofreciendo productos a mejores precios con el fin de mantener el mayor número de clientes y patrimonio posible. Las perspectivas sobre el negocio y los resultados para las SGIIC en los próximos meses seguirán viéndose afectadas por la crisis financiera internacional que, en principio, no favorece la entrada de recursos en estos instrumentos financieros por la incertidumbre originada y la elevada remuneración de los depósitos bancarios.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos GRÁFICO 15



Fuente: CNMV y elaboración propia.

⁴⁰En el grupo de entidades con pérdidas persistentes destaca una entidad desde 2001 y otra desde 2004.

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 18

Importes en millones de euros	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos
2000	1.005,8	84
2001	701,7	63
2002	457,1	44
2003	445,3	44
2004	512,3	49
2005	622,8	53
2006	744,0	69
2007	790,6	61

Fuente: CNMV.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media (%) de gestión de IIC	Ratio de comisiones (%) ¹
2000	200.832	2.869	1,429	63,46
2001	199.427	2.465	1,236	65,78
2002	192.982	2.259	1,171	72,70
2003	232.915	2.304	0,989	73,78
2004	263.369	2.672	1,015	73,58
2005	294.372	2.976	1,011	72,17
2006	308.476	3.281	1,063	71,55
2007	295.907	3.206	1,084	70,22

Fuente: CNMV.

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

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), a lo largo de 2007 se registraron 61 nuevas entidades de capital riesgo. De estas entidades, 33 fueron sociedades de capital riesgo, 16 fueron fondos y 12 fueron sociedades gestoras de ECR. En mismo periodo del año 2006 el número de ECR registradas en la CNMV creció en 60, de las cuales 27 fueron sociedades (SCR), 22 fueron fondos y 11 sociedades gestoras⁴¹.

Los datos facilitados por la asociación española de capital riesgo (ASCRI) muestran que la inversión de la compañías de capital riesgo en España alcanzó en 2007 los 4.298 millones de euros, un 44,4 % más que en 2006. Esta cifra supera el máximo histórico alcanzado en 2005 de 4.198 millones de euros. El número de operaciones (776) también mostró un crecimiento sustancial, un 26,7% respecto a 2006. En cuanto a las desinversiones, se alcanzó un volumen de 1.547 millones de euros, lo que supone un aumento del 18,8%. El número operaciones de desinversión fue de 331, 9 menos que en 2006⁴².

Los registros de la CNMV muestran un nuevo aumento de las entidades de capital riesgo en 2007.

La inversión y el número de operaciones alcanzaron máximos históricos en 2007...

⁴¹ Parte de este incremento se debe a la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las ERC y sus sociedades gestoras. Esta Ley introdujo incentivos para que las sociedades y fondos que se dedican al capital riesgo se inscribieran en el registro de la CNMV. Hasta la introducción la Ley 25/2005 había un número significativo de entidades que se dedicaban a actividades de capital riesgo que no estaban inscritas en el registro de entidades de capital riesgo. Esta Ley introdujo la posibilidad de crear ECR de régimen simplificado. Estas entidades son un vehículo de inversión más flexible y menos proteccionista para inversores cualificados. La Ley también permitió flexibilizar las reglas de inversión de las ECR. Actualmente las ECR pueden invertir en empresas que coticen con el objetivo de excluirlas de cotización y en otras ECR. Esta última posibilidad de inversión ha permitido que se constituyan fondos de capital riesgo que invierten en otras ECR y que están dirigidas principalmente a un público minorista.

⁴² En 2007 destacaron dos operaciones de desinversión realizadas mediante salidas a bolsa: Clínica Baviera y Fluidra.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2007

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2006	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2007
Entidades	221	61	6	276
Fondos de capital-riesgo	64	16	4	76
Sociedades de capital-riesgo	102	33	1	134
Sociedades gestoras de ECR	55	12	1	66

Fuente: CNMV.

... aunque la crisis financiera se está traduciendo en un menor tamaño de las inversiones.

Si bien la marcha del sector durante el conjunto del año se puede calificar como muy favorable, en el último trimestre de 2007 se produjeron algunos cambios respecto a trimestres anteriores, como por ejemplo el descenso de la inversión (910 millones de euros frente a 1.096 millones de media en los tres primeros trimestres del año) o el aumento del número de operaciones (225 operaciones frente a 135 de media en los tres primeros trimestres). Las tensiones en los mercados de crédito de los últimos meses del año ya anticipaban un menor tamaño de las operaciones de inversión.

Las dos grandes operaciones sobre las empresas Iberia y Altadis, que tenían previsto realizar entidades de capital riesgo europeas durante 2007, finalmente no se llevaron a cabo. Estas operaciones son un reflejo de la pérdida de dinamismo en las operaciones apalancadas (LBO), que suelen ser las de mayor tamaño. Estas operaciones supusieron el 55% del volumen de la inversión en el año.

A pesar de la previsible moderación en el volumen de la inversión de las entidades nacionales, su comportamiento podría seguir siendo más favorable que las de otros países europeos.

En el futuro próximo es previsible una cierta moderación en el volumen de inversión. En comparación con sus homónimas europeas, se prevé que las entidades de capital riesgo españolas tenga un comportamiento relativo más favorable. Esto obedece a tres razones: (i) las operaciones de LBO que deberían verse más afectadas por el ajuste de la oferta de crédito bancario deberían ser las de elevado volumen, que no son las que predominan en España, (ii) el trato fiscal favorable que tienen las entidades de capital riesgo en España, lo que permite a las ECR captar con relativa facilidad fondos de inversores⁴³ y (iii) el excelente comportamiento de las ECR españolas en la captación de nuevos fondos durante 2007. Se estima que la cifra alcanzó los 3.049 millones de euros⁴⁴. Asimismo, es probable una moderación del tamaño de las desinversiones y una menor frecuencia de las salidas a bolsa en comparación con años precedentes, como consecuencia de un entorno económico-financiero menos propicio. De hecho, ya en el segundo semestre de 2007 algunas ECR no pudieron sacar a bolsa determinadas empresas sobre las que tenían intención de hacerlo⁴⁵.

43La Ley 25/2005 establece en su artículo 35 que el 99 por ciento de las rentas que obtengan las entidades de capital riesgo de sus inversiones están exentas fiscalmente.

44Destacan el cierre de los vehículos lanzados por Magnum (850 millones de euros), N+1 (500 millones), Artá Capital (500 millones, aportados al 50% por Corporación Financiera Alba y Mercapital), Nazca (150 millones), Realza Capital (120 millones), N+1 Capital Empresarial (120 millones) y Miura (60 millones).

45Por ejemplo, las dueñas de Eolia y High Tech.

5 Cambios en la estructura de los mercados de valores

La actual coyuntura internacional, cuyos rasgos se han señalado en los epígrafes anteriores, coincide con un momento en el que las entidades españolas deben abordar cambios importantes para responder a las exigencias derivadas del proceso de integración financiera⁴⁶. Son reseñables dos retos a abordar en un futuro próximo. En primer lugar, la entrada en vigor de la MiFID en noviembre de 2007 obliga a las entidades que prestan servicios de inversión⁴⁷ a adaptar sus requisitos organizativos y sus normas de conductas a las nuevas exigencias recogidas en la norma. En segundo lugar, también debido a modificaciones normativas así como a otras iniciativas institucionales europeas, las infraestructuras de post-contratación españolas podrían tener que abordar algunos cambios respecto a su situación actual.

La coyuntura actual coincide con un periodo en que las entidades deben abordar cambios estructurales ...

5.1 La implantación de la MiFID

Con la publicación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, se produce un importante avance en el proceso necesario para trasponer al ordenamiento jurídico español la MiFID. Aunque la nueva normativa exigirá desarrollos normativos posteriores, que especificarán más los nuevos requisitos a adoptar por las entidades, ya la Ley introduce numerosas novedades que, con mayor o menor intensidad, afectan a las entidades que prestan servicios de inversión en España.

... derivados de la entrada en vigor de la MiFID.

La normativa vigente en España con anterioridad a la MiFID ya recogía diversas obligaciones organizativas para las empresas que prestan servicios de inversión que en el ámbito europeo han sido introducidas por la nueva Directiva⁴⁸. Parte de los requisitos nuevos recogidos en la MiFID se refieren a la obligación de tener planes de continuidad de negocio y, en general, de planes para cubrir los riesgos operativos, entre los que se incluye el riesgo de incumplimiento de las obligaciones legales. Un elemento a vigilar es la dependencia de sus planes de continuidad de un conjunto limitado de entidades que les proporcionen servicios de *back up*.

Entre las novedades de la Directiva se encuentra, además, la necesidad de categorizar a los clientes de una forma estandarizada y de realizar los test de adecuación o de idoneidad de los servicios que se les ofrecen (ver recuadro inferior sobre “Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID”). Por otro lado, la obligación de tener establecida una política definida para garantizar la mejor ejecución de las órdenes de los clientes también exige cambios en la operativa de las empresas que prestan servicios de inversión. Esta política puede ser diferente dependiendo de la naturaleza profesional o minorista de los clientes. Una posible consecuencia es que

La nueva directiva puede incentivar cambios estructurales a medio plazo en un contexto europeo de mayor competencia.

⁴⁶Estas exigencias vienen contenidas en las medidas incluidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros de la Comisión Europea o también en iniciativas de mercado, como es el Código de Conducta firmado por las entidades de post-contratación en noviembre de 2006.

⁴⁷Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito.

⁴⁸Por ejemplo, los requisitos organizativos especialmente vinculados al control de las actividades que las ESI desarrollan estaban recogidos en la Circular 1/98, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos. También la normativa española contemplaba normas de conducta para las empresas que prestan servicios de inversión en el Real Decreto 629/1993, de 3 de marzo sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y en sus desarrollos.

algunas empresas que prestan servicios de inversión opten por diferenciar más su especialización por tipo de clientela.

Por último, un posible cambio de gran trascendencia para la estructura de los mercados sería la decisión de alguna empresa que presta servicios de inversión nacional o extranjera de gestionar un SMN⁴⁹ de acciones admitidas a cotización en la bolsa española. Según establece la MiFID, las empresas que prestan servicios de inversión también pueden constituirse en internalizadores sistemáticos⁵⁰ (IS) y ofrecer servicios de negociación de valores. Esta posibilidad puede aprovecharse por alguna entidad, especialmente si ya cuenta con una cartera de clientes institucionales importante. En todo caso, las obligaciones de transparencia que la MiFID establece para los SMN y para los IS podrían contribuir a que cualquier iniciativa en este ámbito se demorara algún tiempo.

La CNMV ha llevado a cabo diferentes iniciativas en 2007 para facilitar la adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión a la MiFID.

La conveniencia de que el proceso transcurra de la manera más fluida posible ha llevado a la CNMV a incrementar sus labores divulgativas. Las actuaciones llevadas a cabo por la CNMV para dar a conocer las novedades normativas y favorecer una rápida adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión al nuevo entorno normativo han sido múltiples, si bien, cabe destacar dos:

- Mediante escrito remitido a las entidades financieras en julio de 2006 se puso en marcha un proceso para conocer los planes de adaptación que cada entidad a las nuevas condiciones de funcionamiento. Numerosas reuniones mantenidas por los equipos de la CNMV con las principales entidades financieras han permitido estimar el grado de adaptación de cada entidad, las principales dificultades que se estaban encontrando en ese proceso así como las soluciones que cada una de ellas había adoptado. En esas reuniones se puso de manifiesto la importante labor que las entidades financieras y sus asociaciones estaban desarrollando de cara a una implantación efectiva de la MiFID.
- Asimismo, en el año 2006 se creó un foro de dialogo en el que participaron, además de la CNMV y el Banco de España, las principales asociaciones que agrupan los intereses de las entidades financieras. Las labores del grupo de expertos en intermediarios financieros (GEIF) han permitido conocer y, en la medida de lo posible, resolver las principales cuestiones que, en ese proceso de adaptación se han suscitado. Como resultado de estas reuniones se han puesto a consulta pública una relación de las preguntas más relevantes a efectos de la implantación de la Directiva y sus respectivas respuestas.

Por otro lado, la CNMV ha establecido un periodo amplio de adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión al marco de la MiFID y ha simplificado los trámites de autorización administrativa necesarios. Con ello se espera que las entidades minimicen los problemas que supone el ajuste a los nuevos requisitos.

⁴⁹Sistemas Multilaterales de Negociación.

⁵⁰Bajo la denominación de internalizadores sistemáticos se encuentran las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que ejecuten, al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral, por cuenta propia, las órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, de forma organizada, frecuente y sistemática.

Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID

Uno de los principales cambios que incorpora la MiFID y su normativa de desarrollo para las entidades incluidas en su ámbito de aplicación, es la regulación de la obligación de elaborar un **test de idoneidad** en determinados supuestos con el objetivo de aumentar la protección de los inversores y de establecer una serie de criterios para que los servicios de inversión prestados al cliente se adecuen a sus necesidades.

El test de idoneidad se regula en el apartado 4 del artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE y se desarrolla en los artículos 35 y 37 de la Directiva 2006/72/CE. Si bien la obtención y gestión de la información asociada al test supone un esfuerzo de adaptación importante para las entidades, se trata de uno de los requerimientos que se traducirá en un mayor valor añadido para los clientes. Los servicios de inversión para los que una empresa que presta servicios de inversión⁵¹ debe evaluar la idoneidad del cliente son el asesoramiento en materia de inversión y la gestión discrecional de carteras de inversión. La información que se debe obtener del cliente para evaluar la idoneidad y poder recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan es la siguiente:

- 1 Los conocimientos del cliente respecto del tipo concreto de producto o servicio.
- 2 Su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio (tipos de productos con que está familiarizado, naturaleza y volumen de las operaciones, frecuencia, periodo, nivel de formación, profesión).
- 3 Su situación financiera (fuente y nivel de ingresos, activos, compromisos financieros periódicos).
- 4 Sus objetivos de inversión (horizonte temporal, perfil de riesgo, finalidad de la inversión).

La información relacionada con los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio se puede modular atendiendo a la naturaleza del cliente, la naturaleza y el nivel del servicio y el tipo de producto u operación previstos (principio de proporcionalidad). Además, también existen diferencias previstas en el contenido del test de idoneidad aplicable a clientes profesionales.

Únicamente cuando se puede concluir que existe idoneidad, es decir, cuando: (i) responda a los objetivos de inversión del cliente, (ii) éste pueda asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos y (iii) el cliente cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera, la empresa que presta servicios de inversión podrá emitir la recomendación o prestar el servicio de gestión de cartera. Si dicha empresa no puede obtener la información necesaria, no podrá

⁵¹Empresas de inversión, según la definición establecida por la propia Directiva 2004/39/CE y entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE cuando presten servicios o actividades de inversión, según el artículo 1.2 de la Directiva 2004/39/CE.

emitir la recomendación o realizar el servicio de gestión de cartera. En este último caso, además, se considera que no es suficiente evaluar la idoneidad una única vez al comenzar el servicio sino que se re-evaluará cada vez que se produzca una recomendación, petición o consejo de un gestor de cartera a un cliente con el propósito de que éste de al gestor un mandato que defina su margen discrecional o que modifique tal mandato.

La Directiva también establece la necesidad de que la empresa que presta servicios de inversión mantenga un registro de la información obtenida por la entidad para evaluar la idoneidad. En el trabajo llevado a cabo en el ámbito del nivel 3 de CESR, en relación con los registros mínimos obligatorios, se hace también referencia a este registro.

El **test de conveniencia** es otro de los requerimientos de la MiFID⁵², que tiene como fin evaluar el conocimiento y experiencia del cliente o posible cliente en relación con el producto o servicio de inversión ofrecido o demandado. La empresa que presta servicios de inversión no estará obligada a realizar este test si se cumplen las siguientes condiciones: (i) se trata de instrumentos financieros no complejos, (ii) el servicio se presta a iniciativa del cliente, (iii) se ha informado al cliente de que la empresa que presta servicios de inversión no está obligada a evaluar la conveniencia del instrumento ofrecido o servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes y (iv) la empresa que presta servicios de inversión cumple con sus obligaciones en materia de conflictos de interés. El contenido orientativo de este test es similar al de los puntos 1 y 2 del test de idoneidad comentado con anterioridad. También en este test se puede aplicar el principio de proporcionalidad y existe la obligación por parte de la empresa que presta servicios de inversión de llevar un registro de la información. Respecto a los clientes profesionales, si dicha empresa asume que el cliente tiene la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos de los productos, operaciones y servicios para los que está clasificado como profesional, no tendrá la obligación de realizar el test de conveniencia. También, bajo determinadas circunstancias se puede admitir que la experiencia y conocimiento sobre el producto o servicio se desprende de la previa inversión del cliente en instrumentos similares.

En el caso de que la empresa que presta servicios de inversión considere que una operación/producto/servicio no es adecuado para el cliente, puede realizar la operación o prestar el servicio de inversión, pero deberá efectuar una advertencia al cliente de su opinión. Por otra parte, si dicha empresa no puede evaluar la conveniencia porque no ha recibido la información apropiada aún podrá prestar el servicio de inversión, pero avisando al cliente de que no ha podido determinar si el producto o servicio es adecuado para él.

Finalmente, un breve comentario sobre la relación entre test de idoneidad y de conveniencia. Como se ha indicado, el primero se realiza sobre productos o servicios respecto los que se esté prestando el servicio de asesoramiento o de gestión de carteras. Si una empresa va a prestar un servicio de inversión distinto de los anteriores pero sobre los mismos productos o servicios para los que haya realizado ya un test de idoneidad, no deberá hacer un test de conveniencia. En otro supuesto, sí se estima necesario.

⁵²Recogida en los artículos 19.5 y 19.6 de la Directiva 2004/39/CE.

5.2 Desarrollos en el ámbito de la post-contratación

El sistema español de compensación, liquidación y registro (el Sistema) tiene que afrontar de manera inmediata la adaptación de sus procedimientos a los cambios legales derivados de la MiFID y traspuestos en la Ley 47/2007, de 19 de diciembre de 2007, y a los compromisos que voluntariamente ha asumido al suscribir el Código de Conducta (CdC⁵³). En particular, deberá atender las posibles solicitudes de acceso al Sistema por parte de empresas de inversión no residentes, incluso sin presencia física en España, que quieran liquidar directamente operaciones en valores españoles realizadas al margen de los mercados regulados españoles y a las potenciales solicitudes de acceso e interoperabilidad que podrían presentar otros sistemas de compensación y liquidación o entidades de contrapartida central europeos.

El sistema de compensación y liquidación español tiene que adaptarse a las iniciativas europeas.

Las adaptaciones necesarias supondrán modificaciones significativas en los procedimientos operativos, que deberán incluir nuevos canales de comunicación directa con las empresas de inversión⁵⁴ para que éstas puedan compensar y liquidar las operaciones que realicen al margen de los mercados, y la revisión de los procedimientos actuales de case, validación, compensación y liquidación de estas operaciones y de su registro, incluyendo la actualización diaria de los registros de los emisores de valores nominativos y la revisión de los controles de saldos de las emisiones, los cuadros de valores y, donde ello sea de aplicación, la adecuación de los procedimientos de aportación de garantías colectivas y complementarias

Las modificaciones deberán ser puestas en marcha en paralelo con las mejoras en curso, ya acordadas por el consejo de administración del Sistema, consistentes en la nueva facilidad de provisión de liquidez (préstamo finalista) y la solución de los problemas derivados del reconocimiento de la liquidación de todas las compras.

Los desarrollos que se precisen para atender a todo lo anterior deberían acometerse procurando la máxima coherencia posible con las prácticas y estándares de liquidación de uso común en la mayoría de los países de la Unión Europea, para facilitar al Sistema su homologación y adaptación a las exigencias de la creciente integración y reforzar sus capacidades para atraer el negocio internacional y mantener el existente, en un contexto de aumento de la competencia.

A medio plazo, el Sistema deberá ser capaz de aprovechar al máximo las posibilidades que la implantación del sistema de liquidación de valores Target-2 Securities ofrecerá en el futuro a las Centrales Depositarias de Valores y a sus participantes para liquidar transacciones de valores en dinero del banco central en toda el área del euro. Para conseguir este objetivo será necesario identificar aquellas especificaciones de las plataformas de liquidación que pueda ser conveniente modificar, analizar los cambios pertinentes en la normativa y en los

⁵³El Código de Conducta se publicó el 7 de noviembre de 2006 con el objetivo de conseguir una mayor transparencia y comparabilidad en los precios de los procesos de post contratación, facilitar el acceso entre mercados, depositarios de valores y entidades de contrapartida, y elaborar contabilidades separadas de los servicios ofrecidos. Nació a impulsos de la iniciativa del comisario de la D.G de Mercado Interno Mc Creevy y fue adoptado voluntariamente por gran parte de la industria.

⁵⁴Desde su entrada en vigor, la MiFID respalda legalmente la posibilidad de contratar los valores cotizados en los mercados regulados al margen de éstos. En el caso bursátil, por ejemplo, ya no es obligatorio canalizar las operaciones a través de las bolsas. Sin embargo, actualmente el Sistema no dispone de procedimientos para que le sean comunicadas directamente las compraventas de valores sin pasar por el mercado, debido a que éste es el único facultado para asignar las referencias de registro a las operaciones de compra y los códigos a las operaciones de venta de cara a su posterior liquidación y registro.

procedimientos de actuación y establecer un calendario realista para su puesta a punto. Entre las peculiaridades más notables, cuya permanencia debe estudiarse, se encuentra el sistema relativamente rígido de registro de las operaciones, la firmeza de la operación en el momento de la contratación en lugar de en el de la liquidación (más habitual en el ámbito internacional) y la ausencia una entidad de contrapartida central que pueda dar servicio a las operaciones de contado de bolsa y de los mercados de renta fija.

6 Conclusiones

La evolución de los mercados de valores nacionales desde el verano de 2007 ha estado fuertemente influenciada por los efectos de las turbulencias ocasionadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo en EEUU, que han deteriorado las perspectivas macroeconómicas globales, reducido la liquidez en los mercados interbancarios y de renta fija privada y ocasionado una sensible revisión del precio del riesgo en los mercados mundiales.

Los mercados españoles han seguido, en general, la misma tendencia que los de las principales economías mundiales. Así, se ha producido una corrección apreciable de las cotizaciones bursátiles –aunque algo inferior a las de otros mercados-, las primas de riesgo se han ampliado y ha disminuido de modo notorio la liquidez en los mercados de renta fija, incluido el de instrumentos ligados a la titulización de activos bancarios. En particular, la crisis ha ocasionado una pérdida de confianza de los inversores en instrumentos bancarios emitidos en los mercados internacionales y una reducción de su capacidad de discriminación entre emisiones de calidad objetivamente dispar.

En general, la posición con la que los mercados y la industria financiera nacional afrontan esta etapa de incertidumbre es satisfactoria, como consecuencia del dinamismo general de la economía –a pesar de la desaceleración- y de la solidez patrimonial de los principales intermediarios financieros. Al mismo tiempo, tanto los precios como la actividad en los mercados se verán afectados por la forma en que se resuelvan los principales factores de incertidumbre. Estos son, en primer lugar, los ligados al alcance de la pérdida de vigor de la economía española e internacional y, en segundo lugar, el ritmo que siga la normalización de las condiciones en los mercados financieros y, en particular, la restauración del adecuado funcionamiento del mecanismo de formación de precios en los mercados de titulización y, en general, de renta fija privada.

En principio, para la mayor parte de los agentes participantes en los mercados españoles, no cabe esperar un efecto adverso pronunciado de la crisis sobre su cuenta de resultados y, mucho menos, sobre su solvencia. Es posible, no obstante, que algunas figuras de inversión colectiva, como los fondos de inversión, deban afrontar retos relevantes, sobre todo como consecuencia de la creciente competencia de los depósitos bancarios ante la mayor dificultad de las entidades de crédito para obtener financiación en los mercados. Asimismo, las sociedades

gestoras de IIC pertenecientes a entidades de crédito deberán asegurar el adecuado funcionamiento de los mecanismos existentes para la protección de los partícipes ante la aparición de potenciales conflictos de interés entre gestoras y entidades matriz. Finalmente, ante la situación prevaleciente en los mercados y, aunque el conjunto del sector de IIC mantiene posiciones muy amplias de activos fácilmente transferibles, los gestores deberán mantener la vigilancia de la liquidez de los mercados donde cotizan los instrumentos financieros que poseen en su activo.

Asimismo, los problemas de liquidez de algunos mercados amplían potencialmente la necesidad de utilizar modelos internos para valorar las posiciones en los instrumentos financieros afectados e introduce complejidad en su aplicación práctica. Por ello las empresas cotizadas, los intermediarios y los vehículos de inversión deben hacer un esfuerzo de transparencia y rigor, tal y como exigen las normas de contabilidad vigentes, con objeto de que no se produzcan desfases entre los estados financieros publicados y la realidad económica subyacente.

Por su parte, aunque el negocio de las empresas que prestan servicios de inversión es moderadamente sensible a la situación coyuntural de los mercados, estas entidades deben reforzar sus sistemas de control de riesgos y hacer frente de manera inmediata a los requisitos operativos que impone la nueva Ley del Mercado de Valores, que transpone la Directiva MiFID. Más a medio plazo, la competitividad de las empresas que prestan servicios de inversión españolas, hasta ahora satisfactoria se pondrá a prueba por la consolidación de un marco de competencia paneuropea que la Directiva promueve.

Este nuevo entorno normativo afectará también a las infraestructuras de los mercados regulados nacionales cuya actividad se verá sometida potencialmente a la concurrencia de plataformas alternativas de negociación, como los SMN y los internalizadores sistemáticos. Además, los nuevos avances normativos y operativos en el ámbito de los servicios de post-contratación han generado una dinámica inequívoca hacia la integración a la que sólo cabe responder facilitando la plena participación de las infraestructuras nacionales. Ello exige reconsiderar las peculiaridades del sistema de liquidación español y reflexionar sobre la conveniencia de adaptarlo cuanto antes al modelo prevaleciente en la mayor parte de los países avanzados.