

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macro-financiero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	22
2.3	Perspectivas	32
3	La evolución de los mercados nacionales	33
3.1	Los mercados bursátiles	33
3.2	Los mercados de renta fija	38
4	Los agentes de los mercados	43
4.1	Vehículos de inversión	43
4.2	Empresas de servicios de inversión	49
4.3	Otros intermediarios: capital riesgo	53
5	La transparencia en los mercados distintos de las acciones	55
5.1	Introducción: la transparencia y la crisis	55
5.2	La información existente	56
5.3	La transparencia en la MiFID y en EEUU	57
5.4	Los argumentos tradicionales en contra de la regulación de la transparencia	58
5.5	Conclusiones	59

Índice de recuadros

Recuadro 1: Sector financiero: pérdidas y capitalización de las entidades desde la crisis	18
Recuadro 2: Medidas de apoyo del sistema financiero español	26
Recuadro 3: Emisiones de entidades financieras comercializadas en la clientela minorista	28
Recuadro 4: Las diferencias entre los spreads de los CDS y los spreads de los bonos	41
Recuadro 5: El impacto de Madoff en las IIC desde la perspectiva de la regulación y supervisión de IIC	45

1 Resumen ejecutivo

- Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” en el Boletín Trimestral de la CNMV del tercer trimestre de 2008, el entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional se ha deteriorado de modo notorio como consecuencia, fundamentalmente, de la intensificación de las dificultades por las que atraviesa el sector financiero. Éstas han generado una profunda crisis de confianza, agravada por el fraude Madoff, y obstaculizado los flujos crediticios, lo que ha llevado a una gran parte de las economías industrializadas a la recesión.
- El PIB mundial apenas crecerá o se reducirá en 2009, según las previsiones de los principales organismos internacionales, en un marco de fuerte generación de desempleo y descensos notables de las tasas de inflación. Las políticas monetarias mantienen un tono muy expansivo, con tipos de interés oficiales en mínimos históricos. Asimismo, las autoridades han adoptado medidas de estímulo fiscal a la vista de deterioro del crecimiento y la reducción del margen de maniobra de la política monetaria. Además, los gobiernos de las principales economías han aprobado políticas de apoyo a la liquidez y solvencia del sector bancario con el fin de mitigar los riesgos sistémicos y de limitar la desaceleración del crédito.
- La evolución de los mercados financieros ha estado marcada por la crisis de importantes entidades financieras y por los efectos del fraude de las inversiones gestionadas por Madoff, que han ampliado y agudizado la desconfianza de los agentes en el sistema financiero mundial. En este marco, los principales índices de renta variable mostraron caídas superiores al 20% en el cuarto trimestre de 2008 en casi todos los casos, dando lugar a descensos históricos en el conjunto de 2008. La penalización del conjunto del sector financiero ha sido muy superior a la del resto de sectores. Las volatilidades implícitas de las bolsas han dado ciertas señales de normalización aunque permanecen en niveles muy elevados (por encima del 40% en muchos casos). La contratación acumulada en 2008 de las bolsas más importantes, salvo las norteamericanas, mostró descensos notables.
- Los supervisores europeos y norteamericanos han tendido, en general, a relajar las medidas restrictivas sobre *short selling* que adoptaron en septiembre de 2008. Esta actitud obedece tanto a las dudas sobre la efectividad de las medidas para prevenir una inestabilidad excesiva de las cotizaciones como a la constatación de sus efectos perniciosos sobre la liquidez del mercado.
- Las primas de riesgo de la renta fija privada han marcado nuevos máximos. Pese a ello, se constata un cierto aumento de las emisiones. Por su parte, las tensiones en el mercado interbancario, reflejadas en el diferencial entre los tipos de las operaciones sin (depo) y con (repo) colateral, se han reducido algo en un contexto de descenso de los niveles de los tipos de interés.

- La economía española entró en recesión al acumular dos trimestres de crecimiento negativo, debido a la intensa ralentización de la demanda interna, al tiempo que la inflación se ha situado en mínimos históricos. El deterioro de la economía se está traduciendo en un aumento pronunciado del desempleo que afecta fundamentalmente a los sectores de la construcción y de los servicios. Las previsiones de los principales organismos indican una contracción notable del PIB en 2009 y un fuerte aumento de la tasa de paro, y del déficit y de la deuda públicos en 2009 y 2010.
- Las entidades de depósito españolas continúan afrontando la compleja situación de los mercados internacionales desde una posición en general más sólida que la de sus competidores extranjeros. No obstante, el crédito concedido por estas entidades mostró una desaceleración notable en 2008, mientras que la morosidad empezó a incrementarse, más en las cajas de ahorro que en los bancos y, especialmente, en la financiación dedicada a actividades inmobiliarias y a la adquisición de viviendas por parte de los hogares. Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables gracias a los préstamos obtenidos del Eurosistema y, más recientemente, a los recursos obtenidos en las cuatro subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros —FAAF— y a las emisiones de deuda avaladas por el Estado. Los resultados de las entidades de depósito hasta septiembre de 2008 descendieron un 14% en términos anuales debido a las pérdidas por deterioro de activos. Sus márgenes de solvencia fueron algo más holgados que los de 2007.
- Las empresas no financieras mostraron un descenso de los beneficios agregados en 2008 del 38% como consecuencia de la desaceleración generalizada de la actividad. Se produjo, asimismo, una cierta estabilización del volumen de endeudamiento, que se concentra en el sector de la construcción e inmobiliarias. A pesar de ello, las ratios de apalancamiento han aumentado en todos los sectores debido al descenso del patrimonio de las entidades y los indicadores de la carga financiera han empeorado. Por su parte, los hogares siguen primando las opciones de inversión más conservadoras en un contexto marcado por la incertidumbre y el deterioro económico. Su grado de endeudamiento se estabilizó en valores del 83,5% del PIB a lo largo de 2008 (con datos hasta septiembre), rompiendo así la fuerte tendencia alcista de los últimos años.
- Las previsiones de los principales organismos para las mayores economías apuntan a que el ejercicio 2009 se saldrá con contracciones generalizadas de la actividad y el empleo. Para 2010 se espera una cierta recuperación, aunque sometida a un grado de incertidumbre elevado, como consecuencia de la dificultad para predecir la pauta de normalización del sector financiero internacional y el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados. Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste del PIB podría ser en 2009 mayor en España que en la zona euro, como consecuencia del fuerte impacto directo de la crisis sobre el mercado de trabajo.
- Las cotizaciones bursátiles nacionales continúan cayendo, en línea con las de otros mercados, debido a la incertidumbre sobre la evolución económica y sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras. Destacan las caídas de los precios en las sociedades de pequeña y mediana capitalización y en los sectores relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y algunos sectores más cíclicos. La contratación en el mercado bursátil

español, que descendió un 25% en 2008 como consecuencia fundamentalmente de la caída de las cotizaciones, muestra un descenso aún mayor en los primeros meses de 2009. No obstante, la volatilidad del mercado y las condiciones de liquidez han ofrecido recientemente ciertas señales de normalización

- La evolución de los tipos de interés a corto plazo ha estado marcada por el carácter expansivo de la política monetaria del BCE. Los tipos de interés de la deuda pública y privada a largo plazo descendieron notablemente desde septiembre, si bien persisten las tensiones en los mercados de crédito como reflejan las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, especialmente las de las entidades financieras.
- El volumen de emisiones de renta fija en 2008, que descendió notablemente respecto a las cifras de 2007, continuó concentrándose en pagarés de empresa y en bonos de titulización, adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras. La información de los primeros meses de 2009 parece apuntar a una cierta recuperación en algún tipo de emisiones, como deuda subordinada y acciones preferentes de entidades financieras. Estas emisiones se han comercializado fundamentalmente entre la clientela minorista de las entidades emisoras. Por ello, la CNMV está reforzando la supervisión de la información que reciben los inversores sobre estos instrumentos. En particular, estas emisiones deben normalmente venir acompañadas de informes de valoración de expertos independientes que son examinados por la CNMV con objeto de verificar su calidad técnica.
- El patrimonio de los fondos de inversión descendió cerca de un 30% en 2008, hasta los 180 mil millones de euros, como consecuencia del incremento de los reembolsos que resultó particularmente significativo en las categorías de renta fija, fondos globales y renta variable internacional. El volumen de reembolsos está poniendo a prueba la liquidez de los fondos que, no obstante, ha mejorado ligeramente en el último trimestre, al haber descendido el volumen invertido y la importancia relativa en el patrimonio agregado de los instrumentos que cotizan en mercados poco activos. Un dato positivo para el sector ha sido la escasa exposición de las IIC españolas a los instrumentos gestionados por Madoff.
- Los problemas más acuciantes de liquidez se concentran en las IIC inmobiliarias. Las gestoras han debido hacer frente a una sensible intensificación de las solicitudes de reembolsos —alentadas por la caída de las rentabilidades— en un momento de escasa actividad e intensos ajustes de precios en el mercado inmobiliario. Ello ha dado lugar ya a la suspensión de los reembolsos por un periodo de dos años en los dos fondos inmobiliarios de mayor tamaño. En el caso de las IIC de inversión libre, que también afrontan un periodo complejo por los obstáculos que está encontrando la operativa de una parte de sus estrategias, algunas gestoras han optado por modificar sus folletos (régimen de preavisos, prorrateos, reembolsos parciales, etc.).
- La crisis financiera está erosionando las principales líneas de negocio de las empresas de servicios de inversión (ESI). Los beneficios agregados de las sociedades y de las agencias de valores cayeron un 53% y un 77% respectivamente en los once primeros meses de 2008 debido a la moderación de sus comisiones más importantes (tramitación y ejecución de órdenes y suscripción y reembolso de IIC), lo que propició el descenso de las rentabilidades sobre los recursos propios y un aumento del número de entidades en pérdidas. A pesar de ello, los márgenes

medios de solvencia se ampliaron ligeramente en 2008 debido a la acumulación de reservas de las entidades. En todo caso, si se prolonga la fase de atonía en la actividad del sector, podría producirse una situación de exceso de capacidad en el mismo que debería invitar a las entidades a revisar su estructura de costes y a adoptar, en su caso, las oportunas decisiones estratégicas.

- Los trabajos de los supervisores de valores en el ámbito de la transparencia de los mercados financieros distintos de acciones —renta fija y derivados— comenzaron con anterioridad a la crisis financiera. En el ámbito europeo, la Comisión europea encargó en 2006 un estudio a CESR en el que se concluyó que no había evidencia de un fallo de mercado asociado a la posible falta de transparencia en estos mercados y se decidió, por tanto, que no era necesario extender las obligaciones que la MiFID establecía para los mercados de renta variable. A raíz de la crisis financiera, se pusieron de manifiesto diversas deficiencias de información en los mercados de deuda y, especialmente, de productos estructurados que, no siendo causa de la crisis, sí pudieron contribuir a agravarla. Entre las recomendaciones en materia financiera publicadas a raíz de la crisis se resaltaba la necesidad de aumentar la transparencia *post* negociación en los mercados secundarios. En este marco, CESR reabrió en mayo de 2008 el estudio en la materia (actualmente el documento está en fase de consulta) y publicará sus conclusiones en el verano de 2009. La CNMV entiende que las deficiencias de transparencia identificadas en estos mercados a raíz de la crisis justifican una revisión de la regulación existente en la materia en el ámbito europeo.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El agravamiento de la crisis del sector financiero ha deteriorado el entorno macroeconómico y financiero nacional e internacional.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” en el Boletín Trimestral de la CNMV del tercer trimestre de 2008, el entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional se ha deteriorado de modo notorio como consecuencia, fundamentalmente, del agravamiento de la crisis del sector financiero. Éste ha generado una profunda crisis de confianza de consumidores y de inversores y obstaculizado los flujos crediticios, lo que ha llevado a una gran parte de las economías industrializadas a la recesión.

El PIB mundial apenas crecerá en 2009 según las previsiones de los principales organismos internacionales...

Así, el crecimiento del PIB mundial, según las estimaciones del FMI, habría descendido desde el 5,2% en 2007 hasta el 3,4% en 2008 debido al escaso avance de las economías desarrolladas (de apenas un 1%). De acuerdo con este organismo, en 2009, el PIB mundial aumentaría sólo un 0,5%, sostenido únicamente por la actividad de las economías emergentes, especialmente las asiáticas.

	2005	2006	2007	2008	FMI(*)		OCDE(*)	
					2009P	2010P	2009P	2010P
Mundial	4,4	5,0	5,2	3,4	0,5 (-1,7)	3,0 (-0,8)	-	-
EE.UU.	3,1	2,9	2,0	1,1	-1,6 (-0,9)	1,6 (0,1)	-0,9 (-2,0)	1,6
Zona euro	1,6	2,8	2,6	1,0	-2,0 (-1,5)	0,2 (-0,7)	-0,6 (-2,0)	1,2
Alemania	0,8	2,9	2,5	1,3	-2,5 (-1,7)	0,1 (-0,4)	-0,8 (-1,9)	1,2
Francia	1,7	2,0	2,2	0,8	-1,9 (-1,4)	0,7 (-0,8)	-0,4 (-1,9)	1,5
Italia	0,6	1,8	1,5	-0,6	-2,1 (-1,5)	-0,1 (-0,1)	-1,0 (-1,9)	0,8
España	3,6	3,9	3,7	1,2	-1,7 (-1,0)	-0,1 (-0,9)	-0,9 (-2,0)	0,8
Reino Unido	1,8	2,9	3,0	0,7	-2,8 (-1,5)	0,2 (-0,9)	-1,1 (-2,5)	0,9
Japón	1,9	2,4	2,4	-0,3	-2,6 (-2,4)	0,6 (-0,5)	-0,1 (-1,6)	0,6
Emergentes	7,1	7,8	8,3	6,3	3,3 (-1,8)	5,0 (-1,2)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2009 (respecto a noviembre de 2008). OCDE, previsiones publicadas en diciembre de 2008 (respecto a junio de 2008).

El deterioro económico, que se caracteriza por un notable descenso de la demanda doméstica y una sustancial moderación de los intercambios comerciales, se está traduciendo en un aumento generalizado del desempleo (aunque de diferente intensidad según la economía). Todo ello, dentro de un marco de descenso en los precios de las materias primas, especialmente energéticas, que, junto a la caída de la demanda, ha permitido que las tasas de inflación se reduzcan hasta niveles mínimos del último decenio en algunas de las economías más importantes¹.

En este contexto, el tono de las políticas monetarias y fiscales se mantiene muy expansivo en las principales regiones. Los bancos centrales más importantes han efectuado numerosas rebajas en los tipos de interés oficiales, algunas de ellas de forma coordinada, desde la última publicación de este informe, hasta dejarlos en mínimos históricos. Así, la Reserva Federal dejó el tipo de interés de referencia en la banda del 0-0,25% el 16 de diciembre, el BCE en el 1,5% el 6 de marzo y el Banco de Inglaterra en el 0,5% el 5 de marzo.

Las políticas fiscales también se han relajado de manera sensible a la vista de la pronunciada caída del crecimiento económico y las limitaciones de la política monetaria para reactivar el gasto, en un contexto de profundo deterioro de su mecanismo de transmisión asociado a la desconfianza de los agentes participantes en los mercados financieros. Los diferentes planes fiscales combinan en términos generales un aumento del gasto en infraestructuras y ciertas rebajas fiscales, así como ayudas a los sectores más erosionados por la crisis. En términos de PIB, los dos planes aprobados por la Administración norteamericana son los más cuantiosos (cerca del 7% del PIB en su conjunto²), si bien en algunas de las economías europeas, más afectadas por la crisis debido a la mayor importancia relativa del sector inmobiliario y el elevado endeudamiento de sus agentes, los planes fiscales también han alcanzado un volumen elevado. Los planes de expansión fiscal constituyen un ingrediente esencial de las políticas de reactivación. Su éxito, no obstante, dependerá de su capacidad para estimular el gasto privado y ello a su vez será función tanto del diseño concreto de las medidas como de su compatibilidad con la percepción de sostenibilidad de la situación fiscal subyacente.

...en un marco de fuerte generación de desempleo y descensos notables de las tasas de inflación.

Las políticas monetarias mantienen un tono muy expansivo con tipos de interés oficiales en mínimos históricos...

...e igualmente relajadas se muestran las políticas fiscales, a la vista de deterioro del crecimiento y del reducido margen de maniobra de la política monetaria.

1 Por ejemplo en EEUU, Alemania, Francia o España, no en el Reino Unido o Japón.

2 El déficit público estimado alcanzará el 12,3% del PIB en 2009, el mayor desde 1945.

Además, los gobiernos de las principales economías han aprobado diferentes planes de rescate sobre los sistemas financieros, debido a las dificultades de algunas entidades.

Igualmente relevantes han sido los diferentes conjuntos de medidas de rescate sobre los sistemas financieros aprobados por los distintos gobiernos, a la vista de las dificultades de solvencia de algunas entidades. En términos generales, las medidas han incluido la elevación de la cobertura máxima de los fondos nacionales de garantía de depósitos, compras por parte del sector público de activos financieros de diferente calidad a las entidades financieras, la capitalización bajo ciertas condiciones de entidades financieras con dificultades y el otorgamiento de garantía pública a las emisiones de deuda a largo plazo de las entidades financieras³.

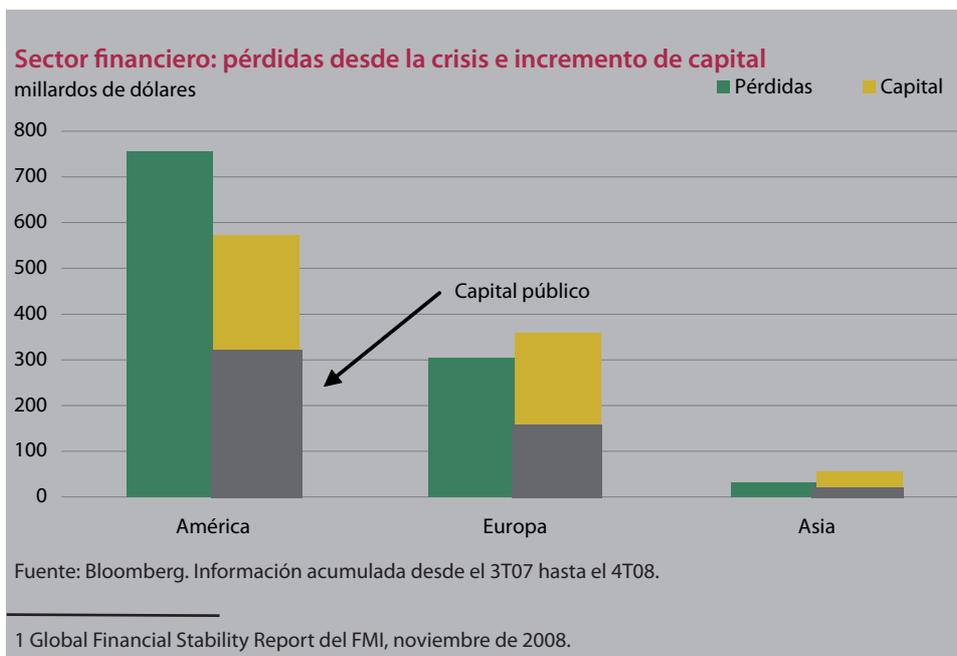
Recuadro 1: Sector financiero: pérdidas y capitalización de las entidades desde la crisis

Las pérdidas estimadas para el conjunto de entidades financieras como consecuencia de la crisis hipotecaria y financiera originada a mediados de 2007 han sido revisadas al alza en numerosas ocasiones. En noviembre de 2008 el FMI¹ incrementó dicho volumen desde los 945 mil millones de dólares (en abril de 2008) hasta los 1,4 billones de dólares, debido al aumento de las pérdidas esperadas en las hipotecas de mayor calidad y en los préstamos al consumo y al incremento de los *spreads* de los instrumentos financieros relacionados. Aproximadamente la mitad de estas pérdidas se concentrarían en el sector bancario y el resto se repartirían con proporciones relativamente parecidas entre instituciones aseguradoras, fondos de pensiones, GSE (Government Sponsored Enterprises o “entidades promovidas por el Gobierno”) y Gobiernos y otros inversores (por ejemplo, *hedge funds*).

Las pérdidas conjuntas publicadas por las instituciones financieras (con información hasta el cuarto trimestre de 2008) ascienden a 1,09 billones de dólares. El 69% de las pérdidas procede de entidades radicadas en el continente americano, mientras que las entidades europeas concentran un 28% y las asiáticas apenas un 3%. También se observa una elevada concentración de las pérdidas en pocas entidades: las ocho entidades financieras con mayores pérdidas suponen el 40% de las pérdidas totales publicadas.

En el periodo de referencia, la captación de capital de las entidades ha sido de 987 mil millones de dólares, una cifra algo inferior a las pérdidas declaradas. Inicialmente, el capital aportado procedió mayoritariamente del sector privado (fundamentalmente de fondos soberanos de inversión), mientras que a finales de 2008 el sector público tomó el protagonismo a través de las medidas de rescate del sector financiero aprobadas por los diversos gobiernos. En términos acumulados las aportaciones de ambos sectores (público y privado) han sido similares, aunque existen diferencias notables entre regiones: en EEUU, las entidades captaron 572 mil millones de dólares (55% procedente del sector público), una cifra que no cubre las pérdidas declaradas, mientras que en Europa las entidades captaron 359 mil millones de dólares (46% del sector público), por encima de dichas pérdidas (véase gráfico inferior). También se han observado diferencias notables entre regiones en lo que respecta a la tipología de instrumentos financieros para captar capital. En EEUU se ha producido un predominio de emisiones de instrumentos financieros híbridos, concretamente de participaciones preferentes, mientras que en Europa ha sido más importante la emisión de derechos de suscripción.

3 En un recuadro posterior se trata con mayor profundidad las medidas de apoyo al sistema financiero aprobadas por el Gobierno español.



La evolución de los mercados financieros desde la última publicación de este informe ha estado marcada por la crisis de grandes entidades financieras⁴ y los efectos del fraude de las inversiones gestionadas por Madoff. Estos desarrollos han ampliado y agudizado la desconfianza de los agentes en el sistema financiero mundial. En este marco, los principales índices de renta variable mostraron caídas superiores al 20% en el cuarto trimestre de 2008 en casi todos los casos, dando lugar a descensos históricos en el conjunto de 2008 (véase cuadro 2). La penalización del conjunto del sector financiero ha sido muy superior a la del resto de sectores. Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, el descenso de los precios de la renta variable mundial habría sido superior al 50%, frente al 72% del conjunto del sector bancario. Las volatilidades implícitas de las bolsas han dado ciertas señales de normalización al descender desde los máximos próximos al 80% alcanzados en octubre, si bien permanecen en niveles históricamente elevados (por encima del 40% en muchos casos). La contracción acumulada en 2008 de las bolsas más importantes, salvo las norteamericanas, mostró descensos notables (superiores al 20% en casi todas ellas).

La crisis de algunas entidades financieras y los efectos del fraude de Madoff han marcado la evolución de los mercados financieros a lo largo de los últimos meses.

4 Entre ellas destacan Washington Mutual, Fortis, B&B, Hypo Real State, Unicredit o Dexia.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 2

	2004	2005	2006	2007	2008	IV 08	I-09 (hasta 13 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ¹
Mundo									
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-42,1	-22,2	-17,8	-17,8	-47,1
Zona Euro									
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-44,4	-19,4	-19,5	-19,5	-45,3
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-45,2	-21,1	-15,1	-15,1	-44,0
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-40,4	-17,5	-17,8	-17,8	-39,2
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-42,7	-20,2	-15,9	-15,9	-41,6
Mib 30	16,9	13,3	17,5	-6,5	-48,4	-22,9	-26,2	-26,2	-54,4
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-16,3	-19,2	-19,2	-43,2
Reino Unido									
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-31,3	-9,6	-15,3	-15,3	-34,1
Estados Unidos									
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-33,8	-19,1	-17,7	-17,7	-40,5
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-38,5	-22,6	-16,2	-16,2	-42,5
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-40,5	-24,6	-9,2	-9,2	-36,8
Japón									
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-42,1	-21,3	-14,6	-14,6	-39,1
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	-21,0	-15,7	-15,7	-40,4

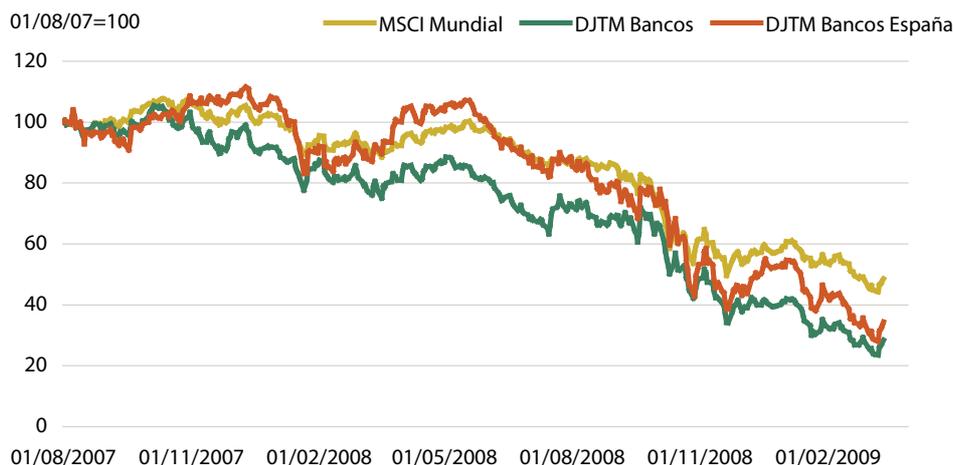
Fuente: Datastream.

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

Los supervisores europeos y norteamericanos han relajado las medidas restrictivas sobre *short selling* que adoptaron en septiembre de 2008.

En septiembre de 2008, las economías más importantes adoptaron diversas medidas restrictivas sobre la operativa de *short selling* para tratar de reducir la inestabilidad de los mercados. Pues bien, en las últimas semanas, una parte de los supervisores de valores europeos y norteamericanos que adoptaron dichas medidas las han revisado. Ningún supervisor ha introducido medidas restrictivas adicionales y algunos de ellos, como la SEC y la FSA, las han retirado completamente. En este momento ningún supervisor excepto la CONSOB italiana prohíbe las ventas en corto tanto descubiertas como cubiertas para valores financieros. Otros países como Francia, Alemania y España mantienen la prohibición de ventas en corto descubiertas pero permiten la venta de valores financieros prestados⁵. Adicionalmente, en Reino Unido, España y Francia se mantiene la obligación de desvelar posiciones cortas netas sobre valores financieros cuando éstas supongan más de un 0,25% de la capitalización del valor correspondiente. Esta tendencia a la flexibilización de las medidas adoptadas en septiembre encuentra apoyo en los análisis realizados por los supervisores de algunos países y otros expertos, que evidencian el escaso efecto, incluso en el corto plazo, de las medidas que restringen el *short-selling* sobre la evolución de las cotizaciones.

5 En nuestro caso, la normativa prohíbe, además, las ventas en corto descubiertas para los valores no financieros.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de las entidades continúan siendo elevadas, especialmente en las entidades de menor calidad crediticia tanto en EEUU como en Europa. Respecto al último informe publicado, las primas de riesgo de las entidades de mayor calidad continuaron creciendo hasta mediados de diciembre hacia el entorno de los 300 p.b. en EEUU y algo más de 200 p.b. en Europa, descendieron ligeramente hasta mediados de febrero y volvieron a niveles máximos en las siguientes semanas. En el caso de las entidades de menor calidad crediticia (*cross-over*), las primas de riesgo apenas han descendido. En los mercados primarios, sobre todo en Europa, parece detectarse en las primeras semanas de 2009 una cierta reanimación de las emisiones de deuda corporativa senior.

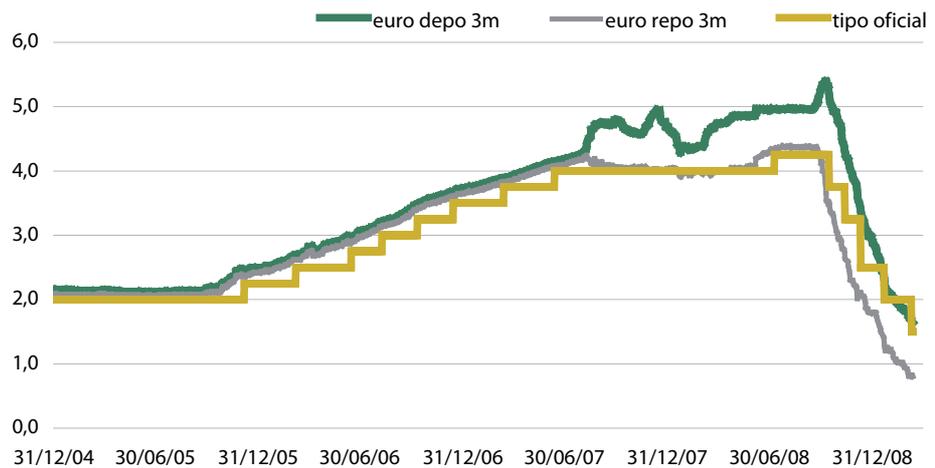
En los mercados interbancarios se observa un fuerte descenso en los niveles de los tipos de interés de referencia en todos los plazos, en línea (o incluso de mayor magnitud) con las reducciones de los tipos de interés oficiales a ambos lados del Atlántico. Los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones del mercado interbancario con y sin colateral (es decir, entre las operaciones repo y depo) han mostrado una notable corrección hasta niveles inferiores a los 100 p.b., tras los nuevos máximos alcanzados en octubre (superiores a 350 p.b en EEUU).

Los mercados de cambios están mostrando una fuerte volatilidad en los últimos meses como consecuencia de la incertidumbre de los inversores sobre la duración y la profundidad de la crisis. El dólar se ha apreciado frente a casi todas las divisas de referencia, mientras que el euro se ha depreciado con cierta intensidad debido a las rebajas de tipos de interés efectuadas por el BCE. Entre los comportamientos más destacados se encuentra la fuerte depreciación de la libra esterlina frente al euro desde noviembre de 2008.

Las primas de riesgo de la renta fija privada han marcado nuevos máximos, aunque parece haber un cierto aumento de las emisiones.

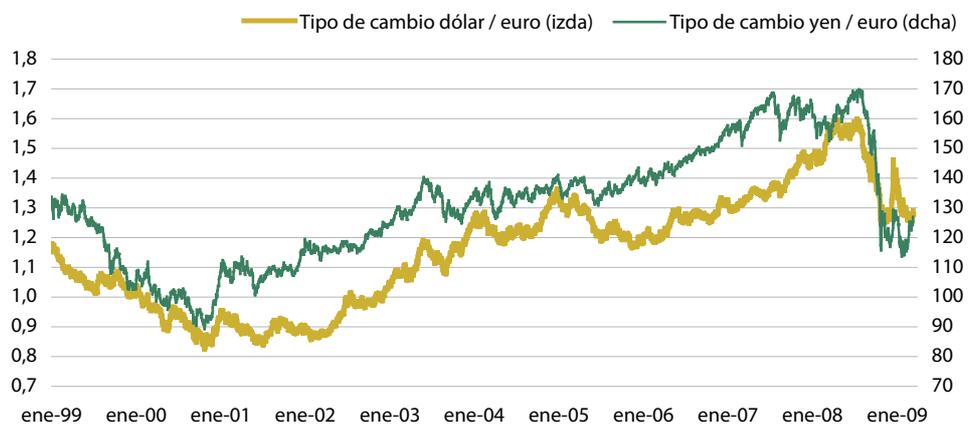
Las tensiones en el mercado interbancario se han reducido, por el descenso de sus niveles y de los diferenciales de tipos entre las operaciones repo y depo.

Los mercados de cambios están mostrando una fuerte volatilidad. El dólar se aprecia frente a casi todas las divisas de referencia.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

La economía española entró en recesión al acumular dos trimestres de crecimiento negativo, debido a la intensa ralentización de la demanda interna.

Desde la última publicación de este informe el ajuste de la economía española ha sido sustancial. El crecimiento trimestral del PIB encadenó dos trimestres consecutivos en terreno negativo (el tercero y el cuarto de 2008), por lo que la economía española ha entrado en recesión. El descenso del crecimiento se basa en la intensa ralentización de la demanda nacional, que drenó tres puntos porcentuales al crecimiento del cuarto trimestre de 2008, debido al debilitamiento de todos sus componentes, excepto el consumo público. El consumo de las familias se está viendo afectado notablemente por el clima de desconfianza, por la fuerte destrucción de empleo y por el endurecimiento de las condiciones de financiación, que están amortiguando los efectos expansivos sobre la renta disponible del aumento de los salarios, el descenso de la tasa de inflación y el impulso fiscal vinculado a la rebaja del IRPF. Estos últimos elementos están propiciando un incremento sensible de la tasa de ahorro.

De la evolución del resto de los componentes de la demanda nacional, cabe señalar el fuerte retroceso de la inversión residencial (-10,9% interanual en el cuarto trimestre). La apatía de la demanda y los ajustes a la baja de los precios están propiciando una reestructuración profunda en el sector inmobiliario, tras la enorme expansión de los últimos años. La incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito explican también el retroceso de la inversión empresarial en los últimos meses de 2008 (el descenso de la inversión en equipo fue del 9,7% en el cuarto trimestre de 2008).

Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva al crecimiento (lo que no ocurría desde 1997), como consecuencia de la mayor ralentización de las importaciones frente a las exportaciones, a pesar de la desaceleración de los mercados exteriores.

El intenso deterioro de la economía española se está traduciendo en aumentos pronunciados del número de parados, que ya supera ampliamente los tres millones. La tasa de paro, que había descendido hasta mínimos del 8% a mediados de 2007, finalizó 2008 cerca del 14%. El deterioro del mercado laboral, centrado fundamentalmente en el sector de la construcción, está trasladándose gradualmente al resto de sectores industriales y algunas ramas de los servicios.

La inflación mostró una senda descendente en la segunda mitad del año, desde tasas superiores al 5% en los meses de verano hasta el 1,4% de diciembre, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de la energía en dicho periodo. El diferencial de inflación con la zona euro fue por primera vez negativo (-0,1 p.p.).

En este marco, las previsiones de los principales organismos internacionales indican que la economía española continuará deteriorándose en 2009, periodo en que el PIB podría descender cerca de un 2,0% y la tasa de paro superar el 16% de la población activa. Las cuentas del sector público también se resentirán notablemente como consecuencia de la activación de los estabilizadores automáticos (que se manifiestan fundamentalmente en el crecimiento de los gastos por desempleo y el descenso de la recaudación impositiva) y el impacto de algunas medidas aprobadas por el Gobierno para impulsar la reactivación económica, cuyo volumen se estima en torno a un 2% del PIB. Las previsiones de la Comisión europea indican que el déficit público superará el 6% del PIB en 2009. La deuda pública se incrementará desde las cercanías del 40% del PIB en 2008 hasta el 47% del PIB en 2009 y el 51,6% del PIB en 2010⁶. El incremento de las emisiones de deuda está asociado al incremento del déficit público y a las medidas de apoyo al sistema financiero (el Fondo de Adquisición de Activos Financieros —FAAF—, el aumento del capital del ICO, el préstamo especial a esta entidad para la financiación de Pymes).

Se produjo una fuerte caída en todos los componentes de la demanda interna, salvo en el gasto público,...

...lo que contrasta con la contribución positiva al crecimiento del sector exterior.

El intenso deterioro de la economía se está traduciendo en aumentos notorios del número de parados...

...al tiempo que la inflación cae hasta mínimos históricos.

Las previsiones de los principales organismos indican una contracción notable del PIB en 2009 y un fuerte aumento de la tasa de desempleo, del déficit público y de la deuda pública en 2009 y 2010.

6 Tesoro Público. Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro.

	2005	2006	2007	2008	Comisión europea*	
					2009P	2010P
PIB	3,6	3,9	3,7	1,2	-2,0 (-1,8)	-0,2 (-0,7)
Consumo Privado	4,2	3,9	3,5	0,1	-2,6 (-2,2)	0,0 (-0,5)
Consumo Público	5,5	4,6	4,9	5,3	2,3 (+1,0)	0,2 (-0,5)
Formación Bruta de Capital Fijo, de la que:	7,0	7,1	5,3	-3,0	-6,0 (-0,2)	-3,7 (-2,0)
Bienes de equipo	9,2	10,2	10,0	-1,1	-12,7 (-7,5)	-4,5 (-3,6)
Exportaciones	2,5	6,7	4,9	0,7	-2,7 (-5,0)	0,6 (-2,2)
Importaciones	7,7	10,3	6,2	-2,5	-4,6 (-2,1)	-2,1 (-2,9)
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,6	-1,5	-0,8	1,1	0,8 (-0,7)	0,8 (+0,3)
Empleo	3,2	3,2	3,0	-0,7	-3,9 (-1,9)	-2,0 (-1,1)
Tasa de paro¹	9,2	8,5	8,3	11,3	16,1 (+2,3)	18,7 (+3,2)
IPC armonizado	3,4	3,6	2,8	4,1	0,6 (-1,5)	2,4 (-0,4)
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-7,5	-9,0	-10,1	-9,4	-7,1 (+1,5)	-6,6 (+1,6)
Saldo AAPP (% PIB)	1,0	2,0	2,2	-3,4	-6,2 (-3,3)	-5,7 (-2,5)

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

1. Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en enero de 2009 (respecto a noviembre de 2008).

Las entidades de depósito españolas operan en un marco complejo debido a las dificultades de financiación derivadas de la crisis y al deterioro económico. El crédito concedido por estas entidades mostró una desaceleración notable en 2008, mientras que la morosidad empezó a deteriorarse, más en las cajas de ahorro que en los bancos...

Las entidades de depósito españolas están operando en un marco cada vez más complejo no sólo por las dificultades de financiación producidas a raíz de la crisis financiera, sino también por el deterioro de la actividad nacional. El crédito concedido por estas entidades a familias y empresas⁷, con una evolución marcadamente procíclica, creció a un ritmo sustancial durante el largo periodo expansivo (con tasas del 10% al 30%), y comenzó a desacelerarse paulatinamente desde principios de 2007, hasta un avance interanual del 5,4% en enero de 2009. El endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito y el descenso de la demanda del mismo habrían estado detrás de este comportamiento. Por lo que respecta a la morosidad, hasta el inicio de la crisis *subprime*, la ratio de morosidad⁸ de los créditos concedidos por las entidades de crédito a otros sectores residentes (OSR) se había caracterizado por una tendencia decreciente. A partir de entonces, y con mayor intensidad desde principios de 2008, la intensificación del deterioro de la actividad económica, los elevados tipos de interés durante buena parte del año y ciertos cambios normativos⁹ han contribuido al fuerte repunte de dicha ratio, que, con los últimos datos disponibles a enero de 2009, se sitúa en el 3,87% para el conjunto de las entidades (0,76% en junio de 2007, un mes antes de que comenzara el aumento). Como se observa en el gráfico 4, el crecimiento de la morosidad ha sido mayor en las cajas de ahorro que en los bancos (4,45% y 3,17%, respectivamente), a pesar de partir de valores prácticamente iguales en junio de 2007 (0,68% y 0,65%, respectivamente).

7 En las estadísticas oficiales, crédito a OSR (Otros Sectores Residentes).

8 Medida como el cociente entre los créditos dudosos según la nueva circular 4/2004 del Banco de España y los créditos totales.

9 Dichos cambios proceden de dos vías. La nueva circular 4/2004 del Banco de España exige, en un contexto de mayor prudencia, un reconocimiento más rápido e intenso de los activos dudosos que la antigua circular 4/1991 del Banco de España. De igual modo, la nueva Ley Concursal proporciona incentivos a los gestores de las empresas para solicitar con mayor antelación el concurso de acreedores, adelantando el impacto en la morosidad de las entidades. Véanse Informes de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2008 y de mayo de 2007.

El segmento más afectado por el repunte de la morosidad ha sido el de la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias, seguido de los créditos concedidos para la adquisición de viviendas propias y rehabilitación de las mismas por parte de los hogares y, en menor medida, de los créditos otorgados a las empresas cuya actividad principal es la construcción. La diferente composición en la cartera de créditos a OSR entre bancos y cajas de ahorro revela que estas últimas están más expuestas a la morosidad de las familias en los créditos hipotecarios. Los bancos, a su vez, se ven más afectados que las cajas por la morosidad en los créditos al consumo de bienes duraderos y en aquellos concedidos a las empresas vinculadas con el comercio y la hostelería, que suponen un peso mayor en su cartera.

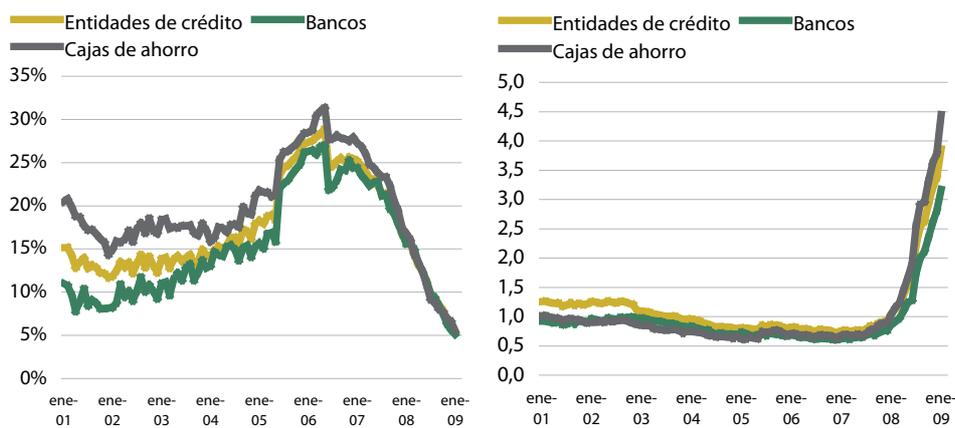
...y especialmente en la financiación dedicada a actividades inmobiliarias y a la adquisición de viviendas por parte de los hogares.

Entidades de depósito: evolución del crédito y de la morosidad

GRÁFICO 4

Crédito a OSR¹ (% var. anual)

Morosidad (% del crédito a OSR)



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero de 2009.

1 OSR: Otros Sectores Residentes.

Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables, a pesar de las dificultades de financiación que han tenido en los mercados mayoristas y en el mercado interbancario. Las entidades se han abastecido a través de los préstamos que el Eurosistema efectúa a las entidades financieras¹⁰ (véase gráfico 5), de las subastas del FAAF (tanto a través de simultáneas como de compras en firme) y, en las últimas semanas, de las emisiones de deuda avaladas por el Estado¹¹. El importe de los préstamos del Eurosistema ha ido creciendo progresivamente desde el inicio de la crisis hipotecaria en el verano de 2008, cuando se cifraban en torno a los 20.000 millones de euros, hasta quedar cerca de los 60.000 millones de euros en enero de 2009. Por su parte, de las 4 subastas del FAAF, las entidades han obtenido recursos a más largo plazo por un valor total cercano a los 20 mil millones de euros. A partir de octubre de 2008 se observa un desarrollo relevante por parte de estas entidades, que comenzaron a dejar cerca de la mitad de la financiación percibida del BCE en la propia facilidad de depósito que ofrece dicha institución (véase gráfico 5). Esta conducta, que implica dejar ociosa una parte significativa de la liquidez obtenida del Eurosistema, se podría atribuir fundamentalmente a un motivo de precaución por parte de las entidades. No obstante, es posible que después del cambio en el ré-

Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables gracias a los préstamos obtenidos del Eurosistema y, más recientemente, a los recursos obtenidos en las cuatro subastas del FAAF.

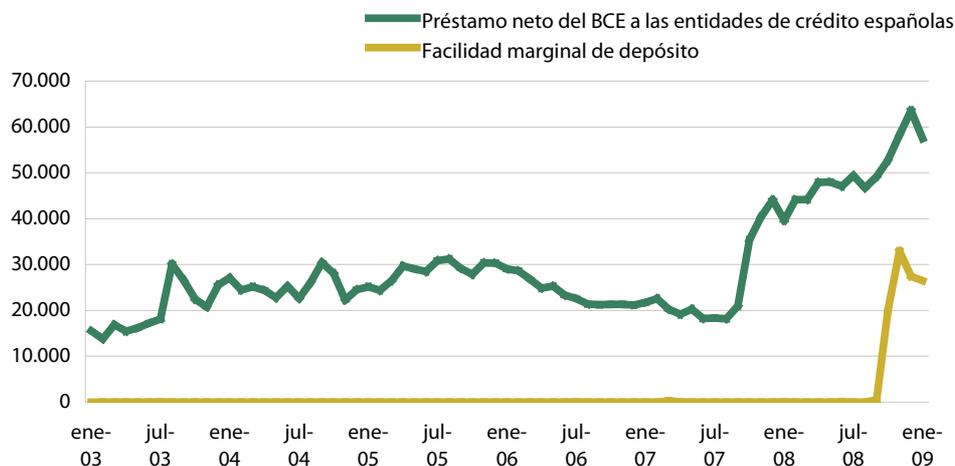
10 Desde el 15 de octubre de 2008, el BCE satisface en las subastas la demanda de liquidez de las entidades al tipo fijo establecido.

11 Véase recuadro sobre "Medidas de apoyo del sistema financiero español".

gimen de garantías que acepta el BCE para dar financiación, que entró en vigor el 1 de febrero de 2009¹², esta conducta se modere. Además, en las últimas semanas, las entidades han efectuado diversas emisiones de deuda avaladas por el Estado, cuyo importe global supera los 11.000 millones de euros.

Préstamo neto del BCE a las entidades de crédito españolas y facilidad de depósito (millones de euros)

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero de 2009.

Recuadro 2: Medidas de apoyo del sector financiero español

A partir de agosto de 2007, como consecuencia de los acontecimientos iniciados en Estados Unidos, las principales economías desarrolladas están experimentando una grave crisis financiera y, en particular, se ha producido una disminución de la capacidad de las entidades financieras para captar recursos en los mercados de capitales, lo que está suponiendo, en definitiva, problemas de liquidez en los mercados y, en último término, dificultando la financiación a empresas y familias.

En estas circunstancias extraordinarias, el Gobierno español decidió poner en marcha una serie de medidas para dotar de confianza al sistema financiero e impulsar la financiación a empresas y familias.

En primer lugar se elevó desde 20.000 hasta 100.000 euros el importe garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos y, en segundo lugar, se establecieron dos grupos de medidas para facilitar la liquidez y preservar la estabilidad del sistema financiero.

La primera de ellas fue la creación, mediante Real Decreto-Ley 6/2008, del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) dotándose con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe de 30.000 millones de euros, ampliable hasta un máximo de 50.000 millones de euros. La adquisición de activos —bien como

12 La medida que más afecta a las entidades españolas tiene que ver con el cambio de categoría de los bonos de titulización (ABS). Los ABS pasan a estar encuadrados en la categoría 5 por lo que el *haircut* pasa del 2% al 12%, independientemente del formato y del vencimiento (esto quiere decir que si la entidad entrega colateral por valor de 100 millones de euros, el BCE le entregará liquidez por valor de 88 millones de euros). Este descuento se incrementará en un 5% en el caso de que los ABS no tengan un precio de mercado, por lo que para estos casos el *haircut* global pasa a ser del 16,4%. Dentro de esta categoría se encuadran también las cédulas multicedentes muy recurrentes en España (cédulas en las que varias cajas de ahorro se unen para emitir, y por tanto el colateral es aportado por cada una de ellas).

operaciones de repo o como compras en firme— se ha realizado a través del sistema de subastas. Hasta la fecha de publicación de este informe se han celebrado cuatro, con los resultados que se muestran en el cuadro inferior. En total, el FAAF ha adquirido activos, a plazos de vencimiento de 2 ó 3 años, por un importe de 19.341 millones de euros a 54 entidades.

	1ª Subasta	2ª Subasta	3ª Subasta		4ª Subasta	
	20/11/08	11/12/08	20/01/09		30/01/09	
			Tramo competitivo	Tramo no competitivo	Tramo competitivo	Tramo no competitivo
Importe solicitado (mill. euros)	4.562	9.479	4.399	3.373	7.127	4.865
Importe adjudicado (mill. euros)	2.115	7.224	3.024	976	4.732	1.270
Número de ofertas	70	96	117	44	100	36
Número de entidades solicitantes	28	37	49	44	40	36
Número de ofertas adjudicadas	51	62	88	42	60	36
Número de entidades adjudicatarias	23	31	45	42	32	36
Tipo marginal	3,150%	3,750%	2,450%		3,330%	
Tipo medio ponderado	3,339%	3,934%	2,697%		3,492%	

La segunda medida fue la autorización, establecida en el Real Decreto-Ley 7/2008, para el otorgamiento de avales a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España, con un importe máximo de 100.000 millones de euros. Hasta el momento¹, se han realizado ocho emisiones de deuda avaladas de 8 entidades por un importe global de 11.105 millones de euros.

Entidad	Importe (millones de euros)	Plazo
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.000	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	2.000	3 años
Banco Popular Español, S.A.	1.500	3 años
Bankinter, S.A.	1.500	3 años
Banco Pastor, S.A.	1.000	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	105	2 años
Caixa d'Estalvis de Catalunya	1.500	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	1.500	3 años

Finalmente, en el Real Decreto-Ley 7/2008, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda, con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, a la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España, que necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas. Hasta el momento no se ha utilizado esta autorización.

El papel de la CNMV en la implementación de las anteriores medidas es doble. Por una parte, la CNMV asesora a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a las entidades emisoras con el fin de conseguir una rápida verificación de las emisiones —avaladas o para adquirir por parte del FAAF— y su posterior admisión a cotización. Por otro lado, la Orden ministerial de desarrollo del Real Decreto-Ley 6/2008, por el que se crea el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, regula la composición del Comité Técnico asesor de la Comisión Ejecutiva del Fondo. Este Comité está compuesto por nueve miembros, de los que dos son representantes de la CNMV.

(1) Con información hasta 12 de marzo de 2009.

Los resultados de las entidades de depósito hasta septiembre de 2008 descendieron un 14% en términos anuales debido a las pérdidas por deterioro de activos...

... y sus márgenes de solvencia fueron algo más holgados que los de 2007.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito hasta septiembre de 2008 arrojó un resultado neto superior a los 16.400 millones de euros, un 14% menos que en el mismo periodo del año anterior. Los tres márgenes más importantes (intermediación, ordinario y explotación) crecieron en términos interanuales, de modo que el descenso del resultado se atribuye fundamentalmente al incremento de las pérdidas por deterioro de activos (9.854 millones entre enero y septiembre de 2008 frente a 4.870 millones de euros entre enero y septiembre de 2007). La rentabilidad de los recursos propios (ROE) se redujo desde el 23,6% en septiembre de 2007 hasta el 16,0% en septiembre de 2008.

Las entidades de depósito españolas declararon los datos de solvencia de junio de 2008 por primera vez de acuerdo con los criterios del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II). En dicha fecha, la ratio de solvencia del conjunto de las entidades de depósito se situaba en el 11,3%, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) quedaba en el 7,7%. Estos niveles, algo más holgados que los existentes un año antes (10,6% y 6,9% respectivamente), se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos.

Recuadro 3: Emisiones de entidades financieras comercializadas en la clientela minorista

La crisis de los mercados financieros internacionales ha supuesto una necesidad, entre otros efectos, de reforzar los recursos propios de un gran número de entidades financieras. A la inyección de dinero público en todo el mundo se han unido algunas ampliaciones de capital de entidades financieras (especialmente las de mayores balances y fuertemente internacionalizadas). En nuestro país, donde no se ha producido hasta el momento la aportación de fondos públicos para reforzar el capital de las entidades, un instrumento que ha renacido en los últimos meses como vía para captar recursos ha sido la emisión de obligaciones subordinadas y participaciones preferentes que, bajo ciertas circunstancias de emisión, contribuyen a satisfacer los requisitos regulatorios de recursos propios mínimos.

Las entidades españolas comenzaron a apelar a este tipo de emisiones en el último trimestre de 2008. En los meses de noviembre y diciembre se produjeron media docena de emisiones, la mayor parte de ellas de deuda subordinada a 10 años. En algunos de estos casos se trataba de emisiones colocadas a inversores institucionales, principalmente fondos y aseguradoras, por importes reducidos (inferiores a 150 millones de euros). No obstante, se reactivaron también las emisiones dirigidas exclusivamente a clientes minoristas, es decir, sin tramo institucional, que se comercializaron a través de la red comercial de las entidades.

Como puede observarse en el cuadro inferior, el conjunto de emisiones dirigidas exclusivamente a minoristas cuyos folletos fueron verificados por la CNMV en 2008 y los dos primeros meses de 2009 asciende a 10, por un nominal total de 6.720 millones de euros.

Emisiones de entidades financieras dirigidas exclusivamente a minoristas entre enero de 2008 y el 06 de marzo de 2009

ENTIDAD	DENOMINACIÓN	NOMINAL (millones de euros)	FECHA
Caja General de Ahorros de Granada	12ª Emisión de Obligaciones Subordinadas	120	23-12-2008
Caixa D'Estalvis de Catalunya	8ª emisión de Deuda Subordinada	500	23-10-2008
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	Emisión de Cédulas Hipotecarias Caja Duero V	150	28-10-2008
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	7ª Emisión de Obligaciones Subordinadas julio 2008	200	17-7-2008
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	Emisión de Obligaciones Subordinadas enero 2009	2.500	20-1-2009
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	Emisión de Cédulas Hipotecarias abril 2008	1.000	17-4-2008
Popular Capital, S.A.	Participaciones preferentes serie D	600	3-2-2009
BBVA Capital Finance, S.A.	Participaciones preferentes serie D	1.000	10-12-2008
Banco de Sabadell, S.A.	Emisión de Participaciones Preferentes Serie I/2009	500	29-1-2009
Caixa Galicia Preferentes, S.A., Sociedad Unipersonal	Emisión Participaciones Preferentes Serie D	150	5-3-2009

Este tipo de emisiones plantea conflictos de interés para las entidades que recurren a ellas, al actuar éstas simultáneamente como emisor y comercializador. Ello ha motivado la actuación del supervisor con objeto de facilitar la adecuada valoración por la clientela de las condiciones de riesgo y rentabilidad de los instrumentos financieros comercializados por su emisor. De hecho, la CNMV envió el pasado mes de febrero una carta a las asociaciones de entidades de crédito que establecía una serie de normas básicas que deben cumplir este tipo de emisiones. Una parte de ellas se referían a las condiciones que deben cumplir los informes de valoración que acompañan los folletos de emisión. Estos informes deben evaluar la adecuación de la rentabilidad ofrecida por los instrumentos a las condiciones existentes en los mercados mayoristas. La CNMV entiende que esta información resulta esencial para que los inversores puedan estimar adecuadamente el atractivo de los instrumentos ofertados, por lo que velará para que los análisis de valoración cumplan los requisitos de independencia y calidad técnica que cabe exigirles.

Las empresas no financieras cotizadas mostraron un descenso pronunciado en sus beneficios de 2008 como consecuencia de la desaceleración del crecimiento económico, aunque de diferente intensidad entre sectores. El beneficio conjunto de estas entidades superó los 22 mil millones de euros en dicho ejercicio, un 38% menos que en 2007 (véase cuadro 4). La evolución más negativa correspondió a las empresas pertenecientes al sector de la construcción y las inmobiliarias, que son las que están sufriendo el ajuste más rápido y severo, ya que de obtener unos beneficios agregados superiores a los 7.500 millones de euros en 2007 pasaron a mostrar unas pérdidas conjuntas cercanas a los 6.600 millones de euros en 2008. El resto de sectores mostraron beneficios en términos agregados aunque de menor cuantía que los del ejercicio anterior salvo en el caso de las empresas energéticas, cuyos resultados crecieron un 34% en 2008 hasta superar los 17.550 millones de euros. El beneficio de las empresas industriales cayó más de un 41% en términos anuales (desde los 2.335 millones de euros hasta los 1.367 millones de euros), mientras que el de las empresas pertenecientes al sector de los servicios descendió un 21% (desde los 14.498 millones de euros hasta los 11.430 millones de euros).

Las empresas no financieras mostraron un descenso de los beneficios agregados en 2008 del 38% como consecuencia de la desaceleración del crecimiento...

**Evolución de los resultados por sectores¹:
empresas cotizadas**

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado Ejercicio	
	2S07	2S08	2S07	2S08	2S07	2S08
Energía	28.258	29.341	19.572	20.035	13.087	17.557
Industria	4.811	3.779	3.426	2.269	2.335	1.367
Comercio y Servicios	31.290	30.861	19.415	19.216	14.498	11.430
Construcción e Inmobiliario	12.442	4.194	9.477	517	7.543	-6.595
Ajustes	-3.230	-3.431	-2.331	-2.467	-1.296	-1.415
TOTAL AGREGADO	73.570	64.744	49.559	39.570	36.168	22.344

Fuente: CNMV.

1. Resultados acumulados en el ejercicio.
2. Resultado bruto de explotación.
3. Resultados antes de intereses e impuestos.

... y una cierta estabilización en el volumen de deuda de las entidades, concentrado en el sector de la construcción e inmobiliarias.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras apenas creció en 2008 (un 1,0%), alcanzando niveles algo superiores a los 304 mil millones de euros (véase cuadro 5), lo que representa 1,65 veces su patrimonio, ligeramente por encima de los valores de 2007 (1,48 veces). También se perciben diferencias notables entre sectores. La moderación del crecimiento de la deuda agregada de las sociedades se puede atribuir exclusivamente al descenso del volumen de deuda de las sociedades del sector de la construcción e inmobiliarias¹³ (superior al 14%) que, a pesar de ello, mostraron un incremento notable en su ratio de apalancamiento¹⁴ (de 3,1 en 2007 a 3,7 en 2008) como consecuencia del descenso de su patrimonio.

A pesa de ello, las ratios de apalancamiento han aumentado en todos los sectores debido al descenso del patrimonio de las entidades...

En el resto de los sectores, el volumen de deuda creció a tasas superiores al 11% en 2008 dando lugar a ascensos moderados en las ratios de apalancamiento, que fueron agravados por los descensos del patrimonio agregado de las entidades (en todos los sectores salvo el de energía) como consecuencia de los ajustes de valoración registrados por éstas.

...y los indicadores de la carga financiera han empeorado.

Los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades han empeorado, debido principalmente a la moderación de los beneficios de las entidades. En el caso de las sociedades de la construcción e inmobiliarias, los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) han descendido tanto que apenas cubren los gastos financieros. En el resto de sectores, estos indicadores también han mostrado un comportamiento desfavorable, especialmente en la industria, si bien la situación es más holgada. En conjunto, los beneficios antes de intereses e impuestos de las sociedades fueron el doble de la carga financiera total en 2008 (en 2007 fueron el triple).

13 Se trata del sector más endeudado a pesar del descenso de la importancia relativa de su deuda, que ha pasado del 46% del total en 2007 al 39% en 2008.

14 Definido como el cociente entre el volumen de deudas de las entidades y su patrimonio.

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

CUADRO 5

Millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172	82.613
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78	0,89
	Deudas/ EBITDA ¹	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48	2,82
	EBIT ² / Carga financiera	2,06	3,52	4,02	4,65	4,10	3,67
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312	14.826
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61	0,86
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82	3,92
	EBIT / Carga financiera/	4,00	6,65	6,50	5,71	5,93	2,26
Construcción e inmobiliario	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933	119.174
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,10	3,08	3,72
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,52	11,52	10,83	28,42
	EBIT / Carga financiera	3,38	2,83	2,79	2,04	1,17	0,06
Comercio y Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	96.941	108.187
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,70	2,52	1,70	2,12
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	3,01	3,51
	EBIT / Carga financiera	3,18	2,67	3,37	2,44	3,23	3,23
Ajustes ³	Deudas	-208	-5.566	-7.942	-11.199	-17.391	-20.685
TOTAL AGREGADO ⁴	Deudas	123.966	136.405	167.438	266.198	300.967	304.116
	Deudas/ Patrimonio	1,01	1,26	1,27	1,71	1,48	1,65
	Deudas/ EBITDA	2,80	2,90	2,90	3,86	3,96	4,70
	EBIT / Carga financiera/	2,63	3,33	3,82	3,29	3,03	1,99

Fuente: CNMV.

- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez 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.
- 4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Criteria Caixacorp. se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

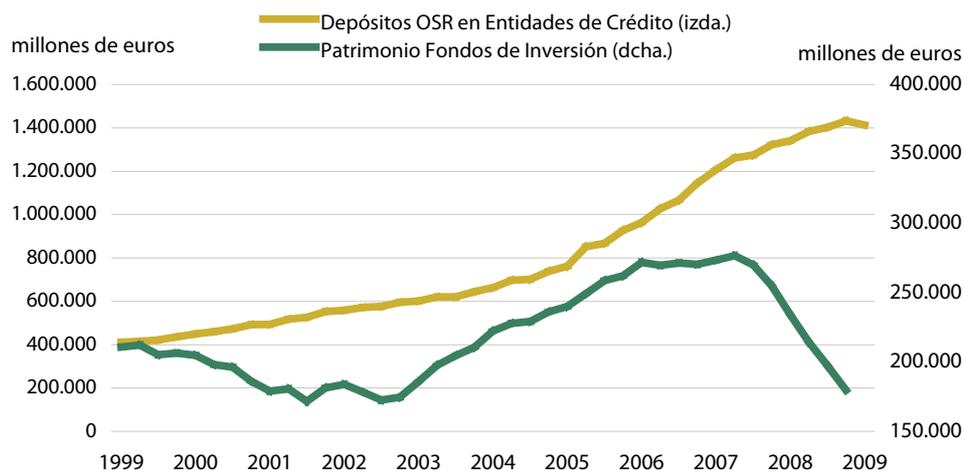
El comportamiento de los inversores minoristas continúa orientado por la incertidumbre generada por las continuas turbulencias de los mercados financieros y por el fuerte deterioro de la situación económica. A pesar del aumento del ahorro, los recursos disponibles de los hogares se han visto afectados por la desaceleración de la financiación obtenida, lo que se ha traducido en una moderación de las adquisiciones de activos financieros y no financieros a lo largo de 2008¹⁵. Por lo que se refiere a las compras y ventas de activos financieros, los hogares siguen primando las alternativas más conservadoras, especialmente los depósitos bancarios y seguros, en detrimento de las inversiones en renta variable y, sobre todo, en fondos de inversión. Así, entre enero y septiembre de 2008, los hogares se habrían deshecho de participaciones en fondos de inversión por un valor cercano a los 30 mil millones de euros, mientras que las adquisiciones de depósitos (no transferibles) superaron los 63 mil millones de euros en el mismo periodo.

Los hogares siguen primando las opciones de inversión más conservadoras en un contexto marcado por la incertidumbre y el deterioro económico.

15 Cuentas Financieras de la Economía Española, Banco de España. Datos hasta el tercer trimestre de 2008.

Evolución de los depósitos frente a los fondos de inversión

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV y Banco de España. Datos de depósitos hasta enero de 2009 y de fondos de inversión hasta noviembre de 2008.

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)

CUADRO 6

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T08	2T08	3T08	4T08 ⁶	1T08	2T08	3T08	4T08 ⁶
Rta. fija ¹	37.511	22.581,5	17.343	31.631,3	35.049	32.357,6	24.503	38.626
Rta. fija mixta ²	620	315,9	239	484,1	2.862	1.891,3	1.437	1.473
Rta. vble. mixta ³	279	606,0	250,9	111,4	1.676	1.245,2	883	640
Rta. vble. ncal.	415	344,4	157,1	200,3	1.980	733,9	868	431
Rta. vble. intercal ⁴	1.867	1.545,7	926	809,6	6.457	2.735,1	2.383	1.502
Gar. rta. fija	3.286	2.983,5	2.692	2.426,0	2.086	1.867,5	1.785	2.843
Gar. rta. vble.	1.089	3.120,4	1.550	882,9	3.648	5.929,2	3.924	3.996
Fondos globales	1.949	1.953,1	738	641,5	8.276	5.302,1	3.570	2.813
IIC de IL ⁵	164,1	77,8	8,2	104,7	50,9	26,5	14,5	132
IIC de IIC de IL ⁵	200,1	447,3	165,9	n.d	98,7	234,5	101,5	n.d
TOTAL	47.016,2	33.450,6	23.896,0	37.186,9	62.032,7	52.061,9	39.354,3	52.324,0

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.
- 5 Datos estimados y provisionales para IIC de IIC de inversión libre e IIC de inversión libre.
- 6 Los datos corresponden a los meses de octubre y noviembre.

2.3 Perspectivas

Las principales previsiones apuntan hacia un ejercicio 2009 muy desfavorable, con numerosas economías en recesión...

Los principales organismos internacionales pronostican un ejercicio 2009 muy desfavorable, sobre todo en la primera mitad, en el que las principales áreas geográficas desarrolladas mostrarían diversos grados de recesión y en el que las economías emergentes crecerían de forma mucho más débil, sobre todo en China. No sería hasta la segunda mitad del año cuando se espera una ligera recuperación económica impulsada tanto por los diversos paquetes de estímulo fiscal como por las medidas de apoyo del sector financiero.

En 2010 se espera una cierta recuperación en el crecimiento del PIB de las diferentes áreas, si bien las tasas de variación serían modestas y, en algunos casos, aún negativas. Sin embargo, el grado de incertidumbre asociado a estas previsiones es muy elevado¹⁶. Los riesgos más importantes que se vislumbran sobre el panorama macro-financiero internacional son dos. El primero de ellos tiene que ver con la prolongación de las dificultades en el sector financiero internacional. Todavía estamos asistiendo a publicaciones de pérdidas muy elevadas por parte de entidades de gran tamaño en el sector y no se descarta que haya nuevas intervenciones por parte del sector público para garantizar la solvencia de algunas de ellas y facilitar la normalización del ciclo de crédito. El otro gran riesgo tiene que ver con la incertidumbre existente sobre el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados, sobre todo en las economías con un nivel elevado de deuda pública. No es descartable que en aquellas economías que presentan un deterioro fiscal mayor, los mercados acaben penalizando las emisiones de deuda, produciendo incrementos sensibles de su coste.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el deterioro de la actividad económica será mayor en España que en la zona euro y que, posiblemente, tendrá más duración. Así, la Comisión europea estima que el PIB descenderá un 2,0% en 2009 y un 0,2% en 2010, que la tasa de paro se incrementará por encima del 16% este año y quedará cerca del 19% en 2010 y que el déficit público estará en torno al 6% en ambos ejercicios. Los riesgos que se vislumbran tienen que ver con la posibilidad de que la corrección del sector de la construcción e inmobiliario afecte con mayor intensidad y duración al resto de sectores de la economía, con el previsible aumento adicional en el número de desempleados y con la posibilidad de que se acentúe el deterioro del sector financiero, lo que puede dar lugar a una mayor restricción en la oferta de crédito. Como factores de fortaleza se mantienen la situación del sector bancario —más confortable que en los países de nuestro entorno— y los niveles todavía moderados de deuda pública.

...y un ejercicio 2010 algo mejor, aunque existe un grado de incertidumbre elevado, como consecuencia de las dificultades en el sector financiero internacional y el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste del PIB será mayor en España que en la zona euro y que se producirá un crecimiento notable en el déficit y la deuda públicos.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Desde la última publicación de este informe los mercados financieros nacionales, en sintonía con el resto de los mercados internacionales, han mostrado nuevas caídas intensas en sus precios como consecuencia de la incertidumbre existente sobre los resultados de las entidades financieras y del deterioro de la actividad económica nacional.

Así, el Ibex 35 cedió un 16,3% en el cuarto trimestre de 2008, cerrando el ejercicio con unas pérdidas cercanas al 40%, en línea con el retroceso de los índices norteamericanos y algo menor que el de los europeos (véase cuadro 2). A lo largo del primer trimestre de 2009 no se ha observado un cambio de tendencia en los mercados de renta variable, cuyos precios hasta la fecha de referencia¹⁷ descendían un 19,2%. Los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización retrocedieron aún

Las bolsas nacionales continúan cayendo, en línea con otros mercados, debido a la incertidumbre sobre la evolución económica y sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras.

Destacan las caídas de los precios en las sociedades de pequeña y mediana capitalización...

16 En las últimas semanas, el grado de incertidumbre ha aumentado notablemente en algunas áreas geográficas emergentes, especialmente, en Europa del Este.

17 15 de marzo.

más que el Ibex 35, con pérdidas del 57% y del 46% respectivamente en el conjunto de 2008. Los índices FTSE Latibex Top y All Share cayeron un 45% y un 52% respectivamente en el mismo periodo, si bien han comenzado el ejercicio con ganancias apreciables.

Los sectores más afectados por la crisis (véase cuadro 8) fueron aquellos relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y también aquellos sectores de carácter más cíclico, algunos de ellos industriales (por ejemplo, químicas) y otros relacionados con los servicios (por ejemplo, hoteles).

...y en los sectores relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y algunos sectores más cíclicos.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09 (hasta 13 de marzo)		
						% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual ¹
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-19,2	-19,2	-43,2
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-40,6	-19,8	-19,8	-44,6
Ibex Medium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-16,4	-16,4	-48,2
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-9,9	-9,9	-54,1
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-51,8	15,3	15,3	-39,5
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-44,7	3,0	3,0	-40,7

Fuente: Thomson Datastream.

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

Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 8

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09 ¹
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	-40,9	-18,3
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-47,0	-28,6
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-51,7	-14,8
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-19,2	-16,3
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-51,0	-6,9
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	-22,5	-10,5
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-39,2	-9,4
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-27,9	-13,9
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-47,6	-28,5
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-64,3	-34,4
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-36,0
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-57,7	-14,4
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	14,2
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,1	0,0
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-31,4	-8,1
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-31,0	-15,2

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos mensuales, variación entre el 28 de febrero de 2009 y el 31 de diciembre de 2008.

La ratio precio-beneficios de las acciones españolas siguió descendiendo hasta valores intermedios en el ámbito europeo, ...

La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas siguió descendiendo, aunque con menor intensidad que en 2008 (7,5 a mediados de marzo). Dicha ratio se mantiene en un rango intermedio respecto a los valores mostrados por otras bolsas de referencia europeas pero contrasta con el comportamiento de la bolsa japonesa, cuya ratio precio-beneficios ha mostrado un comportamiento alcista desde finales de enero.

El indicador que estima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (*earning yield gap*) ha corregido ligeramente el fuerte movimiento alcista que inició a mediados de 2008, pero se mantiene en niveles elevados. El reciente descenso de las rentabilidades de la deuda pública española ha sostenido dicho indicador por encima del 7,5%, frente a una media del 4,4% desde 2005.

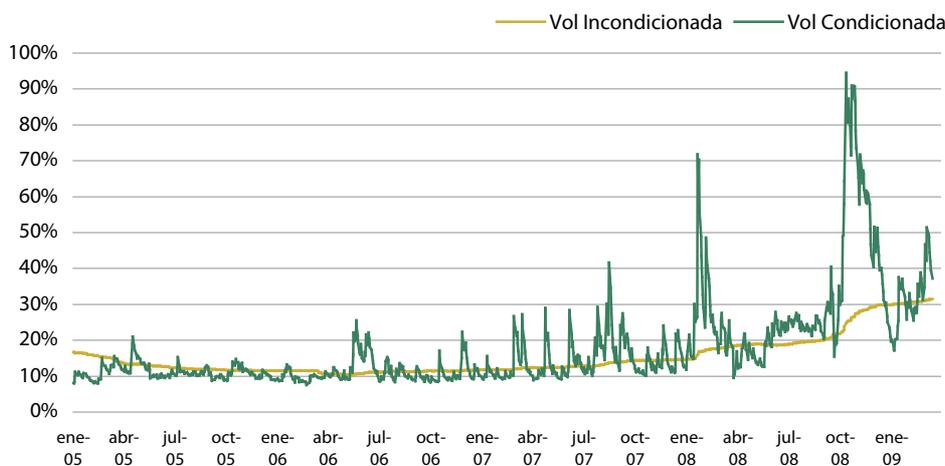
..., la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo se ha estabilizado en niveles elevados...

La volatilidad del mercado de renta variable español ha dado ciertas muestras de normalización después de los máximos alcanzados en octubre, superiores al 90% en los momentos de mayores turbulencias, pues descendió hasta valores cercanos al 30% a mitad de febrero, si bien se ha incrementado ligeramente en las últimas semanas (véase gráfico 7). Es destacable el incremento del parámetro de la asimetría de la distribución de rendimientos diarios del Ibx 35 en la segunda mitad de 2008, lo que implica que la variabilidad de los precios es más sensible a los descensos del índice.

...mientras que la volatilidad del mercado y sus condiciones de liquidez han dado ciertas señales de normalización.

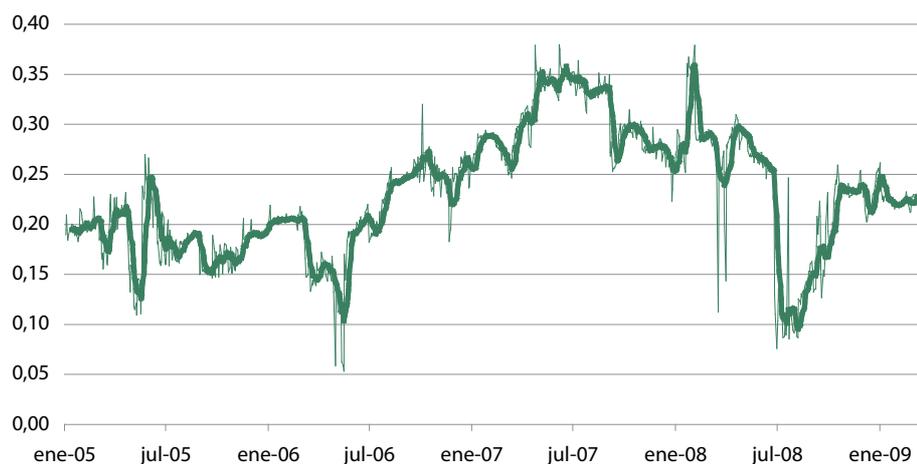
Volatilidad histórica. Ibx 35

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

Por su parte, se observa una ralentización en el proceso de deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable (medidas a través del *spread bid - ask*), que fue muy acusado hasta finales de octubre de 2008, debido en buena parte a la brusca retirada de la inversión institucional (vease gráfico 9). El mantenimiento de unas condiciones de escasa profundidad en el mercado es el principal factor que se opone a una modernización decidida en los niveles de volatilidad.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

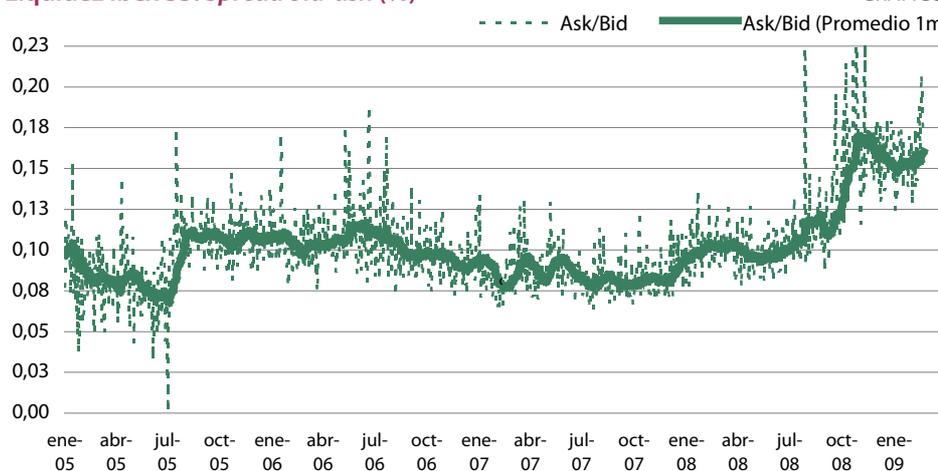
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico(*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

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

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

Liquidez Ibx 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

La contratación en el mercado bursátil español descendió un 25% en 2008 como consecuencia fundamentalmente de la caída de las cotizaciones. En los primeros meses de 2009, la moderación de la contratación es aún mayor.

La contratación en el mercado bursátil español quedó algo por encima de los 1,2 billones de euros en 2008, un 25% inferior a la registrada en el conjunto de 2007. También se ha apreciado una reducción considerable de la contratación media diaria de forma progresiva a lo largo de 2008, desde los 6.181 millones de euros diarios de media en el primer trimestre del ejercicio hasta los 4.089 millones de euros en el último (3.043 millones de euros en enero y febrero de 2009). Sin embargo, la comparación es algo engañosa, ya que en el ejercicio 2007 la contratación registrada en el mercado fue anormalmente elevada. Además, con la caída de precios que se produjo en 2008 (cercana al 40% para el Ibx 35), se puede argumentar que el descenso de la contratación respondió fundamentalmente a la caída de las cotizaciones en dicho ejercicio. De hecho, la ratio de rotación, que se calcula como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo), se incrementó notablemente entre agosto y noviembre de 2008. Por el contrario, la información disponible de los

dos primeros meses de 2009 muestra una reducción de la contratación en términos interanuales del 57%, superior a la caída de las cotizaciones.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	II-08	III-08	IV-08	I-09 ¹
Total bolsas	854.145	1.154.294	1.667.219	1.243.387	318.939	287.680	253.514	123.961
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	1.235.330	317.051	286.063	251.282	123.208
Corros	5.899	5.318	1.154	207	25	65	73	10
de los que SICAV ²	4.864	3.980	362	25	3	7	10	7
MAB ³	-	1.814	6.985	7.060	1.646	1.406	2.042	680
Segundo Mercado	26	49	193	32	18	10	1	0
Latibex	557	723	868	758	199	136	116	63
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,4	58,4	61,6	nd	65,5	nd	nd	

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 28 de febrero.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

nd: datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

Las dificultades de financiación de las entidades a lo largo de 2008 se han traducido en un descenso muy pronunciado de las emisiones de renta variable (véase cuadro 10), que apenas superaron los 7.800 millones de euros en 2008, lo que contrasta con los 23.757 millones de 2007. Prácticamente todo el importe de las emisiones se produjo mediante ampliaciones de capital (el importe de las ofertas públicas de venta —OPV— fue prácticamente nulo).

Las dificultades de financiación de las entidades se han traducido en un descenso muy pronunciado de las emisiones de renta variable.

Emisiones de renta variable y OPV¹

CUADRO 10

	2004	2005	2006	2007	2008	2008			
						II-08	III-08	IV-08	I-09 ²
IMPORTE EFECTIVOS³									
(millones de euros)	21.735,6	2.960,5	5.021,7	23.757,9	7.812,8	356,6	40,8	7.405,8	883,0
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	21.689,5	7.803,3	356,6	40,8	7.405,8	883,0
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	8.502,7	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	4.821,4	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	1.517,1	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴									
Ampliaciones de capital	42	27	30	35	11	4	2	4	3
De ellas, mediante OPS	37	25	21	26	10	4	2	4	3
De ellas, liberadas	4	0	8	8	2	2	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	15	6	0	0	0	0	0	0	0
	7	2	14	12	2	1	0	0	0

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

2 Datos disponibles: 28 de febrero de 2009.

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

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

Las variables fundamentales que influyen sobre el comportamiento de la renta variable continúan sujetas a un grado elevado de incertidumbre. La desconfianza de los agentes sobre la viabilidad del sector financiero y el fuerte deterioro de la economía, que ya se refleja en la cuenta de resultados de las sociedades, no están permitiendo una recuperación de las bolsas de valores.

Las variables que influyen sobre el comportamiento de la renta variable continúan sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado.

3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los tipos de interés a corto plazo ha estado marcada por el carácter expansivo de la política monetaria del BCE.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron notablemente en el segundo semestre de 2008, si bien...

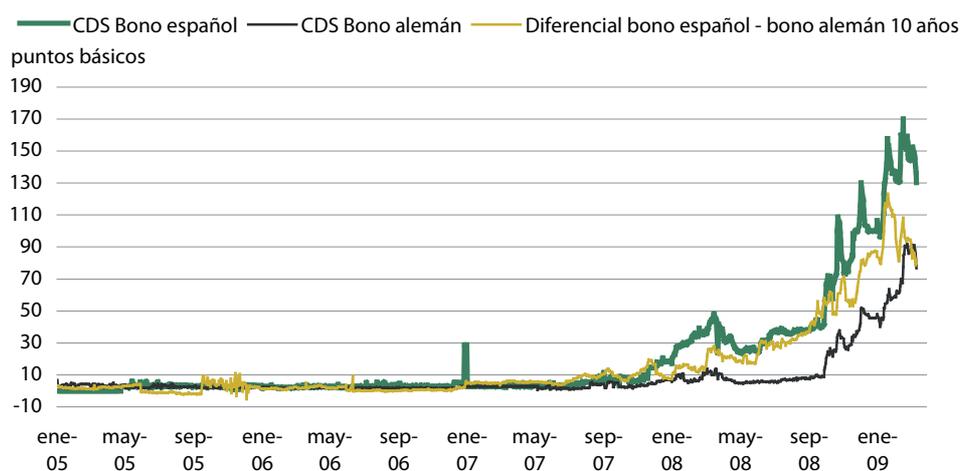
...el aumento de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y el incremento de las emisiones asociado a las medidas del Gobierno han modificado dicha tendencia.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada en los mercados nacionales ha estado marcada en los últimos meses por el tono marcadamente expansivo de la política monetaria del BCE.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron sustancialmente en el tercer y cuarto trimestre de 2008 por la evidente debilidad del crecimiento económico y el descenso de la inflación. Sin embargo, en las últimas semanas otros factores han tomado mayor relevancia dando lugar a un freno en el descenso de los tipos de la deuda pública a más largo plazo. Estos factores son el aumento de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y el incremento de las emisiones de deuda pública asociado a las medidas adoptadas por el Gobierno para apoyar la situación de liquidez de las entidades españolas (véase recuadro 2). El aumento del riesgo de crédito sobre la economía española, que ya se venía observando en el ascenso del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán (que alcanzó máximos superiores a 120 puntos básicos a final de enero y actualmente oscila en torno a 80 puntos básicos) y en el notable incremento de la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 10), fue confirmado el 19 de enero por la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's, que rebajó el *rating* del Reino de España desde la máxima calificación (AAA) hasta AA+.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de marzo.

En el ámbito de la deuda privada los tipos de interés de los pagarés de empresa se han recortado más de 3,5 puntos porcentuales desde septiembre, un descenso acumulado mayor que el mostrado por el tipo oficial de referencia del BCE. El promedio de marzo del tipo de interés de los pagarés a tres meses quedó en el 1,8%, en el plazo a seis meses fue del 1,9% y del 2,2% en el de 12 meses.

Los tipos de interés de la deuda privada a largo plazo han descendido notablemente desde septiembre debido al empeoramiento de la situación económica y al descenso de la inflación...

Los tipos a más largo plazo de la deuda privada también han descendido notablemente desde septiembre, como consecuencia del empeoramiento de la situación macroeconómica y del descenso de la inflación. El promedio de los tipos de interés de la deuda a tres, cinco y diez años, que en septiembre se situaban por encima del 5% en todos los plazos, descendió hasta el 3,18% en la deuda privada a tres años, 3,92%

a cinco años y 4,72% a diez años. Destaca la mayor caída de los tipos en los plazos más cortos (de entre 1,6 puntos porcentuales y 2,2 puntos porcentuales) respecto a los más largos (10 años), plazo en el que incluso se produjo un ligero repunte entre diciembre y febrero, aunque en marzo volvió a los niveles de diciembre.

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09
Corto plazo: pagarés de empresa ²									
3 meses	2,58	3,78	4,97	3,45	4,74	5,16	5,24	3,45	1,79
6 meses	2,74	3,91	4,91	3,54	4,74	5,31	5,45	3,54	1,93
12 meses	2,93	4,00	4,85	3,68	4,73	5,59	5,63	3,68	2,16
Medio y largo plazo ³									
3 años	3,15	4,04	4,59	3,79	4,21	5,79	5,39	3,79	3,18
5 años	3,48	4,14	4,65	4,17	4,41	5,97	5,48	4,17	3,92
10 años	3,89	4,26	4,94	4,73	4,82	5,94	5,65	4,73	4,72

Fuente: AIAF.

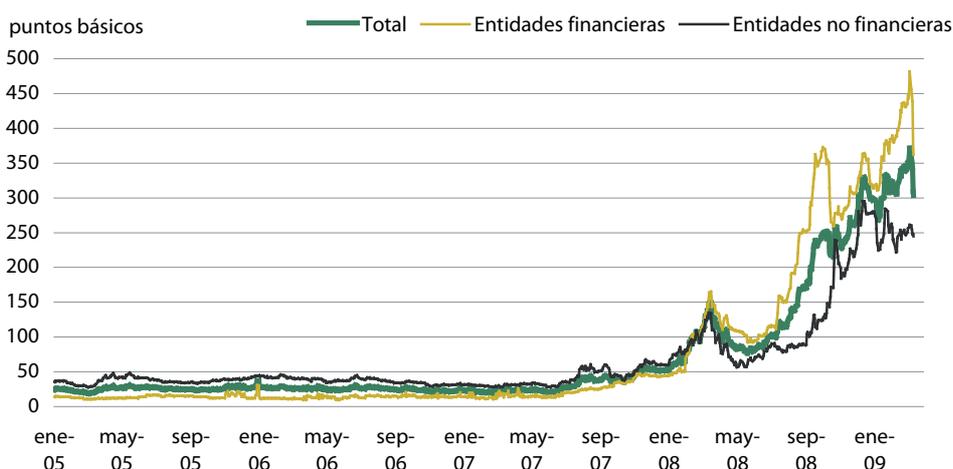
- 1 Promedio de datos diarios. Los datos de marzo corresponden al promedio entre el 1 y el 13.
- 2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.
- 3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

A pesar de los descensos en el nivel de tipos de interés de la renta fija privada, de acuerdo con la información de AIAF, lo cierto es que persisten las tensiones en los mercados de crédito si atendemos a las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles. Como se observa en el gráfico 11, el promedio de la prima de riesgo del conjunto de los emisores españoles ha seguido aumentando en los últimos meses, desde un promedio cercano a 250 puntos básicos hasta cerca de los 300 puntos básicos en marzo, lo que se puede atribuir fundamentalmente al empeoramiento del riesgo de crédito percibido sobre las entidades financieras. Las frecuentes revisiones en los *ratings* de algunas de ellas a lo largo del segundo semestre de 2008 por su elevada exposición al mercado inmobiliario o al deterioro del ciclo económico confirmarían el empeoramiento de dichas perspectivas.

...pero persisten las tensiones en los mercados de crédito si atendemos a las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, especialmente los de las entidades financieras.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 13 de marzo.

- 1 Media simple.

El volumen de emisiones de renta fija en 2008, que descendió notablemente respecto a las cifras de 2007, se concentró en pagarés de empresa y en bonos de titulización...

Las emisiones de renta fija experimentaron un fuerte incremento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2008, desde los 90 mil millones de euros hasta más de 133 mil millones de euros (véase cuadro 12), a pesar de lo cual el volumen total emitido en 2008 ascendió a 476 mil millones de euros, una cifra sensiblemente inferior al volumen registrado en 2007 (649 millones de euros), como consecuencia del fenómeno de desapalancamiento global en que se encuentran las entidades. Además del descenso en el volumen de financiación de las entidades destaca el cambio de su composición. La emisión de pagarés de empresa continúa siendo la fuente principal de financiación, ya que viene representando entre un 64% y un 68% del total emitido en los últimos años. Sin embargo, la emisión de bonos de titulización (especialmente elevada en el último trimestre de 2008) supuso cerca del 30% de las emisiones de 2008, frente al 22% de 2007 o el 17% de 2006, lo que contrasta con el descenso de la emisiones de bonos y obligaciones no convertibles y de cédulas hipotecarias.

...que fueron adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras para tener garantías con las que obtener financiación del banco central y del Tesoro.

Las elevadas emisiones de bonos de titulización de las entidades, como ya se ha comentado en informes anteriores, han sido adquiridas casi en su totalidad por las entidades originadoras (un 97,8% del total emitido en 2008) con el fin de dotarse de activos que puedan utilizar como garantía de la financiación concedida por el banco central y, más recientemente, por el Tesoro.

La información de los primeros meses de 2009 parece apuntar a una cierta recuperación en las emisiones de algunos segmentos, aunque a tipos de interés relativamente elevados.

Respecto a la información (aún demasiado breve) de las emisiones efectuadas en 2009, parece detectarse una cierta recuperación en las emisiones de renta fija de ciertos segmentos, concretamente en el de bonos y obligaciones no convertibles y también en el de cédulas hipotecarias. Muchas de las emisiones, eso sí, se están efectuando a unos tipos de interés relativamente elevados, en ocasiones por encima de las primas de riesgo de los CDS. Las diferencias entre los *spreads* de los bonos y los de los CDS se podrían atribuir al aumento del riesgo de contraparte percibido en el mercado de CDS después de la quiebra de los grandes bancos de inversión (véase recuadro 4 para un mayor detalle sobre las causas que pueden explicar las diferencias entre ambos *spreads*).

	2005	2006	2007	2008	2008		2009	
					II-08	III-08	IV-08	I-09 ³
NÚMERO DE EMISIONES	263	335	334	337	94	62	107	68
Cédulas hipotecarias	21	37	32	47	20	8	8	29
Cédulas territoriales	3	6	8	8	0	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	76	22	18	29	9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	1	0	0	1	0
Bonos de titulización	54	82	101	108	30	23	37	13
Programas de pagarés	80	83	106	88	21	11	29	13
De titulización	3	3	3	2	1	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	86	20	11	28	13
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	9	1	2	2	4
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	414.254	523.131	648.757	476.276	134.468	90.554	133.727	76.611
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	14.300	10.120	1.685	1.245	9.819
Cedulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.820	0	0	800	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	10.490	3.744	4.215	1.927	9.775
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	163	68	0	1.429	0	0	1.429	0
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	135.253	34.386	11.736	60.473	14.158
tramo nacional	28.746	30.886	94.049	132.730	32.993	10.607	60.473	14.158
tramo internacional	40.298	60.722	47.578	2.522	1.393	1.129	0	0
Pagarés de empresa ²	264.360	334.457	442.433	311.738	86.118	72.868	66.853	41.760
De titulización	2.768	1.993	465	2.843	48	94	2.568	1.292
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	308.895	86.070	72.774	64.285	40.468
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	1.246	100	50	1.000	1.100
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	12.950	1.945	1.575	7.120	6.433
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	86.161	9.170	2.200	946	928	0

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.

3 Datos disponibles: 28 de febrero de 2009.

Recuadro 4: Las diferencias entre los *spreads* de los CDS y los *spreads* de los bonos

La literatura sobre la valoración de riesgo de crédito establece que, dada la misma duración, los *spreads* de los bonos con respecto a los activos sin riesgo y los *spreads* de los CDS deberían estar muy próximos. Esta relación se basa en condiciones de no arbitraje entre los mercados de bonos y CDS aplicados en modelos de valoración de riesgo de crédito basados en la intensidad. De esta teoría de valoración podemos concluir que ambos *spreads* deberían ser equivalentes como medio de medir el riesgo de crédito de un emisor. Otros trabajos encuentran que ambos *spreads* están cointegrados y que en largo plazo deberían converger mediante procesos de reversión a la media¹.

En la práctica, la diferencia de *spreads* entre los dos instrumentos no siempre es próxima a cero. Es normal encontrar periodos de tiempo donde el *spread* del bono es mayor que el del CDS y viceversa. Estas diferencias, que se han visto acentuadas en el último año con la irrupción de la crisis (véase gráfico), permiten concluir que ambos instrumentos no son equivalentes a la hora de medir el riesgo de crédito de un emisor como consecuencia de diferentes factores:

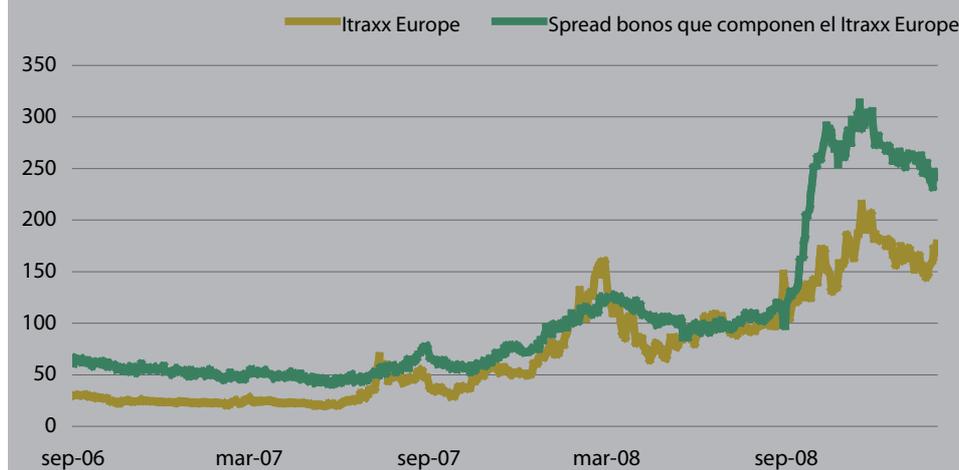
- Diferencias de liquidez entre los mercados de CDS y de bonos. Ambos instrumentos llevan en sus *spreads* una prima por liquidez. Los CDS suelen ser más líquidos debido a que no es necesario desembolsar una cantidad elevada de di-

nero a la hora de crear una posición. La diferencia de liquidez es especialmente importante en momentos en los que existen importantes tensiones en los mercados de crédito. En esos momentos, la demanda de protección se dispara y se hace principalmente a través del mercado de CDS, ante la mayor dificultad de establecer posiciones cortas en los mercados de bonos. Es frecuente que en episodios de fuertes tensiones en el mercado de crédito los diferenciales de los CDS estén por encima de los diferenciales observados en los mercados de bonos.

- El CDS es una cobertura imperfecta del riesgo de crédito del emisor. La mayoría de los CDS que se suscriben en Europa son del tipo *Modified Modified Restructuring* (MM). Con este tipo de CDS, los compradores están cubiertos contra cualquier reestructuración de la deuda del emisor, incluida la bancarrota. Sin embargo, en el porcentaje de estos CDS que se liquidan por diferencias la tasa de recuperación está fijada normalmente en el 40% del nominal del contrato. Por tanto, en caso de que suceda alguno de los eventos contemplados en el contrato del CDS, el comprador recibirá una cantidad que puede ser mayor o menor de la que provendría de la verdadera tasa de recuperación de la deuda del emisor.
- El riesgo de contraparte presente en los mercados de CDS. Los contratos de CDS establecen que cuando alguno de los eventos contemplados suceden, el vendedor de la protección debe entregar un bono o compensar con una cantidad fijada al comprador. Esto supone para el vendedor de protección el desembolso de una gran cantidad de recursos en un corto periodo de tiempo, lo que le puede llevar a la bancarrota. Es habitual que los *spreads* de los CDS de un emisor estén por debajo de los *spreads* de sus bonos cuando hay en este mercado la creencia de que existe un riesgo evidente de contraparte.
- La opción implícita que posee en los CDS el vendedor de protección al poder entregar el bono que él elija (*cheapest to deliver*) de entre una cesta en caso de que un emisor quiebre. Esta opción implícita tiende a aumentar el *spread* que se paga por un CDS en relación con el *spread* pagado por un bono.

Como se puede ver en el gráfico inferior, en los últimos meses se han combinado periodos donde el *spread* de los bonos ha estado por encima del CDS y viceversa. Dependiendo del periodo, se puede concluir cómo han influido los diferentes factores expuestos anteriormente. Así, en los dos primeros meses de 2008 el *spread* del CDS estaba claramente por encima del *spread* del bono y es razonable pensar que en esos momentos de tensiones en el mercado de crédito (quiebra de Bear Stearns, etc.) los inversores optaran por el mercado de CDS como modo de cubrirse ante posibles eventos negativos de crédito, por lo que las discrepancias entre los *spreads* se podrían atribuir a las diferencias en la liquidez de ambos instrumentos. Sin embargo, a partir de septiembre, los *spreads* de los bonos han estado por encima de los CDS a pesar de la persistencia en las tensiones de los mercados de crédito. Es probable que en este periodo los inversores recurrieran en menor medida al mercado de CDS (y, por tanto, dan lugar a *spreads* menores) para cubrirse ante el evidente deterioro crediticio de los bancos de inversión, que normalmente actúan como contraparte en este mercado.

Itraxx Europe (CDS) y spreads de bonos corporativos (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, Markit y elaboración propia.

(1) Haibin Zhu (2004), *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market*. BIS Working Papers n° 160.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁸

El patrimonio del conjunto de fondos de inversión de carácter financiero cerró el año¹⁹ en 179,6 mil millones de euros, lo que supone un descenso cercano al 30% con respecto al ejercicio anterior (véase cuadro 13). El aumento de la incertidumbre de los inversores, la rentabilidad negativa de la mayor parte de los instrumentos financieros con riesgo y la competencia por el pasivo de las entidades bancarias siguieron propiciando la sustitución de participaciones de fondos de inversión por depósitos bancarios. Para el conjunto de los fondos, el descenso del patrimonio se debió en un 85% a los reembolsos y el resto a la pérdida de valor de la cartera, que se produjo fundamentalmente como consecuencia de los fuertes descensos mostrados por los instrumentos financieros de renta variable.

En términos absolutos, los descensos de patrimonio más voluminosos se produjeron en las categorías de renta fija (cerca de 19 mil millones de euros), fondos globales (17,7 mil millones) y renta variable internacional (cerca de 15 mil millones euros), aunque por causas algo diferentes dependiendo de la vocación. En el caso de la renta fija y de los fondos globales, casi toda la pérdida de patrimonio fue provocada por la elevada cifra de reembolsos de los partícipes. De hecho, las categorías de renta fija concentraron el 63% de los reembolsos totales (205,8 mil millones de euros). Por su

El patrimonio de los fondos de inversión descendió cerca de un 30% en 2008, hasta los 180 mil millones de euros, como consecuencia del incremento de los reembolsos, ...

...y se concentró en las categorías de renta fija, fondos globales y renta variable internacional.

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

19 Información hasta noviembre de 2008.

parte, en el caso de la renta variable internacional, los reembolsos y la pérdida de valor de la cartera contribuyeron de manera similar al descenso del volumen gestionado. Todas las vocaciones con algún porcentaje significativo de renta variable mostraron rendimientos negativos en el conjunto del ejercicio, es decir, sólo en las vocaciones de renta fija y los garantizados de renta fija fueron positivos.

El descenso en el número de partícipes (superior a los dos millones) también fue sustancial...

...mientras que el número de fondos aumentó ligeramente.

Igualmente notable fue el descenso en el número de partícipes, que se redujo en más de dos millones a lo largo de 2008, hasta finalizar ligeramente por encima de los 6 millones. Las categorías de renta fija perdieron más de medio millón de partícipes, las de renta variable internacional casi 400 mil y 350 mil los fondos globales.

A pesar de esta evolución, el número de fondos de inversión se incrementó ligeramente desde los 2.926 a finales de 2007 hasta los 2.936, como consecuencia del aumento en las categorías de renta fija (30 fondos más) y, en menor medida, de los garantizados (13 más). En el resto de categorías de fondos, su número descendió.

Principales magnitudes de los fondos de inversión

CUADRO 13

Número	2008					
	2006	2007	I	II	III	IV ⁶
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.942	2.950	2.932	2.936
Renta fija ¹	606	600	609	614	616	630
Renta fija mixta ²	212	204	203	197	195	196
Renta variable mixta ³	222	207	206	205	204	204
Renta variable nacional	118	123	123	122	117	117
Renta variable internacional ⁴	467	481	477	482	469	463
Garantizado renta fija	220	251	256	251	255	261
Garantizado renta variable	559	590	592	601	600	593
Fondos globales	418	470	476	478	476	472
Patrimonio (millones de euros)						
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	179.604,6
Renta fija ¹	116.511,9	113.234,1	116.544,0	107.349,4	100.931,9	94.278,1
Renta fija mixta ²	15.314,5	13.011,9	10.551,0	8.488,5	7.175,8	5.996,7
Renta variable mixta ³	10.149,2	8.848,0	6.811,6	5.990,9	5.092,8	4.102,6
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	5.369,9	4.584,1	3.612,5	2.749,0
Renta variable internacional ⁴	24.799,6	22.698,4	14.962,8	13.433,5	10.472,7	7.856,0
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	19.253,8	19.841,0	20.968,0	21.469,5
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	38.521,4	36.633,2	33.782,8	31.176,7
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	22.029,4	18.931,4	15.269,2	11.976,0
Partícipes						
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089	6.026.860
Renta fija ¹	2.960.879	2.763.442	2.620.712	2.498.451	2.389.795	2.228.281
Renta fija mixta ²	524.827	493.786	434.935	359.904	319.445	279.989
Renta variable mixta ³	357.013	331.214	289.184	263.926	236.645	216.285
Renta variable nacional	317.386	288.210	219.842	204.259	180.472	169.765
Renta variable internacional ⁴	1.258.426	1.089.868	942.733	907.345	758.463	691.529
Garantizado renta fija	497.540	549.108	552.116	542.500	552.515	546.583
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.639.760	1.575.766	1.513.064	1.422.055
Fondos globales	937.843	822.277	721.097	671.141	569.690	472.373
Rentabilidad⁵(%)						
Total fondos de inversión	5,59	2,73	-1,96	-0,56	-0,79	-1,82
Renta fija ¹	1,95	2,71	0,54	0,57	0,48	0,47
Renta fija mixta ²	4,18	1,93	-2,32	-1,29	-1,29	-3,93
Renta variable mixta ³	10,34	2,69	-7,56	-2,91	-4,73	-13,22
Renta variable nacional	33,25	8,02	-12,01	-7,66	-9,73	-25,25
Renta variable internacional ⁴	14,98	2,13	-15,06	-2,73	-11,31	-26,17
Garantizado renta fija	0,83	2,78	1,02	-0,01	0,80	1,51
Garantizado renta variable	4,66	2,44	-2,56	-1,94	0,42	1,44
Fondos globales	4,01	1,47	-2,56	-0,29	-2,17	-5,86

1 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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.

5 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007 y 2008. La rentabilidad del cuarto trimestre de 2008 (que no está completo) está trimestralizada para permitir comparaciones.

6 Datos hasta noviembre.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, en diciembre se produjo otro acontecimiento de carácter inesperado, el fraude de las inversiones Madoff, que tuvo una repercusión directa limitada en las IIC españolas (véase recuadro 5 para un análisis detallado del impacto de Madoff desde el punto de vista de la regulación y la supervisión de IIC). En una nota de prensa del 16 de diciembre, la CNMV publicó el grado de exposición directa de las IIC españolas a los productos afectados por el fraude de Madoff, con la última información disponible hasta el momento (31 de octubre de 2008). En dicha fecha, el volumen de activos expuestos era de 106,9 millones de euros, es decir, un 0,05% del patrimonio global de las IIC. De ellos, 56,5 millones de euros correspondía a fondos (0,03% de su patrimonio) y 50,4 millones a SICAV (0,2% sobre su valor patrimonial). El número de IIC afectadas ascendía a 224; de ellas 39 fondos de inversión (7 IIC de IIC de IL) y 185 SICAV. La exposición media para los fondos que mantenían posiciones era de un 4,7% y de un 3,2% para las SICAV.

El fraude de las inversiones Madoff afectó a 224 IIC españolas y tuvo un impacto limitado que ascendió al 0,05% del patrimonio conjunto de las IIC.

Recuadro 5: El impacto de Madoff en las IIC desde la perspectiva de la regulación y supervisión de IIC

La presunta estafa piramidal o esquema Ponzi llevada a cabo por Bernard Madoff a través de su firma de intermediación Bernard L. Madoff Investment Securities ha tenido un impacto muy profundo en la industria de gestión de IIC, puesto que han sido principalmente los fondos de inversión expuestos a las estrategias Madoff (fondos *feeder* de estas estrategias, tanto UCITS como *hedge funds*), los principales vehículos transmisores del fraude a los inversores.

Las operaciones de Madoff, en la práctica o de facto, constituían una actividad de gestión de carteras por delegación de los gestores de IIC en la que, adicionalmente, confluía también la custodia de activos, por delegación de los depositarios de los fondos.

Considerando la normativa europea sobre IIC en relación a las actividades Madoff, la Directiva de UCITS establece que la gestora y el depositario deben ser entidades distintas y actuar con independencia y en interés de los inversores. Adicionalmente, debe señalarse la necesidad de controles por parte de la gestora respecto a las entidades en que se delega y controles del depositario respecto a la actividad de la gestora y la actividad de sus entidades subcustodias.

En España, la transposición de la Directiva UCITS ha dado lugar a un desarrollo normativo más detallado. De este modo, se incorpora la prohibición expresa de delegar actividades de gestión en los subcustodios. Por otra parte, el depositario debe realizar un informe sobre la calidad crediticia del subcustodio y los posibles riesgos del mismo. Asimismo, el depositario debe controlar las cuentas de efectivo abiertas en un intermediario (por ejemplo tener firma). Por último, el depositario debe replicar y controlar la evolución del valor liquidativo del fondo.

En lo que se refiere a la normativa sobre *hedge funds*, la regulación española de IICIL establece la necesaria verificación de una serie de aspectos cualitativos, cuantitativos y operaciones en la selección de inversiones, aspectos que deben ser revisados periódicamente (verificaciones conocidas como *due diligence*).

En definitiva, el caso Madoff plantea importantes cuestiones para la reflexión desde un punto de vista de la supervisión y regulación no sólo de IIC, sino en general de la custodia de activos. No en vano se ha puesto de manifiesto el alto grado de complejidad que los sistemas de custodia de activos han adquirido en unos merca-

dos financieros caracterizados por una amplia sofisticación y globalidad, lo cual sin duda aflorará iniciativas de trabajo en este ámbito, como el reciente anuncio de la Comisión europea de revisar la implementación de las normas sobre depositarios de la Directiva de UCITS en los distintos miembros.

El análisis de la liquidez de las inversiones de las IIC puso de manifiesto un descenso en el volumen de las inversiones menos líquidas, que se concentraban en titulizaciones y renta fija financiera de rating inferior a AA.

La supervisión de la liquidez de las inversiones de los fondos de inversión sigue siendo una prioridad de la CNMV, teniendo en cuenta la complejidad del marco financiero actual. Las últimas estimaciones efectuadas sobre las inversiones de la cartera de renta fija privada, que es donde, a priori, los problemas de liquidez pueden resultar mayores, indican que el volumen de activos de liquidez reducida²⁰ se situaría en torno a 14.458 millones de euros en noviembre de 2008 (8,6% del patrimonio total de los FI), lo que supone una reducción superior a los 6.800 millones sobre la última estimación. De la cifra total de activos menos líquidos, aproximadamente dos terceras partes estarían relacionados con titulizaciones y el resto con renta fija financiera de rating inferior a AA. Pese a que el volumen de activos de liquidez reducida se ha moderado de manera apreciable, la CNMV mantiene un seguimiento permanente de aquellos fondos y gestoras en los que el volumen de estos instrumentos financieros es elevado con respecto a su patrimonio total.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida		Total
	Millones de euros	% s. total	Millones de euros
Renta Fija Financiera de rating AAA/AA	456,8	2,9	15.528,3
Renta Fija Financiera de rating inferior a AA	4.520,6	35,1	12.874,1
Renta Fija no Financiera	128,7	3,1	4.190,7
Titulizaciones	10.351,7	88,4	11.709,3
Titulización AAA	8.183,7	86,7	9.434,4
Resto titulizaciones	2.168,0	95,3	2.274,9
TOTAL	15.457,8	34,89	44.302,3
% sobre patrimonio FI	8,6	-	24,7

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre de 2008.

En un marco que no favorece la entrada de recursos en la industria de la inversión colectiva...

Las perspectivas a corto plazo sobre la industria de inversión colectiva siguen siendo débiles, ya que concurren varios factores que no favorecen la entrada de recursos en la misma. Por una parte, se encuentra el deterioro del entorno económico y financiero nacional que, además de afectar a los recursos disponibles de los inversores, mantiene la incertidumbre de los mismos, favoreciendo la inversión en instrumentos financieros con escaso riesgo como los depósitos bancarios o la deuda pública²¹. Los últimos acontecimientos extraordinarios producidos a raíz de la quiebra de Lehman Brothers o el fraude de las inversiones Madoff no han hecho sino acentuar estas tendencias.

...la CNMV seguirá haciendo hincapié en asegurar la idoneidad de las políticas de valoración de las sociedades gestoras y de la información que se ofrece a los inversores.

La CNMV seguirá haciendo hincapié en los trabajos de valoración de la liquidez de las inversiones de los fondos de inversión y en asegurar la idoneidad tanto de las políticas de valoración adoptadas por las sociedades gestoras de IIC como de la información que se ofrece a los inversores.

20 Dentro de la cartera de renta fija privada que excluye la inversión en pagarés de empresa y las inversiones en instrumentos financieros de vida residual inferior a un año, se ha tomado la información de un difusor de información de referencia y se ha definido como activo menos líquido aquel cuya diferencia entre el promedio de precios indicativos de un conjunto de contribuidores y el promedio de precios ejecutado es superior a un 5% en un determinado momento.

21 Siempre que se mantenga el título hasta el vencimiento.

IIC inmobiliarias

La situación de las IIC inmobiliarias españolas reviste en estos momentos gran complejidad, especialmente en el caso de los fondos de inversión inmobiliarios (FII). El fuerte aumento de los reembolsos solicitados por los inversores a lo largo de 2008 ha presionado sobre la liquidez de estas IIC, que por su propia naturaleza es menor que la de otras IIC. Esta se ha visto además mermada, en el marco económico actual, por la escasa actividad en el mercado inmobiliario, como consecuencia del intenso proceso de ajuste en el que se encuentra inmerso.

Esta situación dio lugar a un descenso progresivo en el volumen gestionado de los fondos de inversión inmobiliaria a lo largo de 2008, que ha alcanzado los 1.100 millones de euros en el conjunto del año y situado el patrimonio de estas IIC en torno a los 7.500 millones de euros en noviembre (véase cuadro 15). El descenso en el número de partícipes también fue significativo: entre enero y noviembre éste se aproximó a los 50.000, dejando el número de inversores por debajo de los 100.000.

Las rentabilidades del conjunto de FII también se fueron moderando a medida que avanzaba el ejercicio 2008, aunque no fueron negativas hasta el último trimestre del mismo.

De los nueve FII existentes en la fecha de cierre de este informe, dos se encontraban en proceso de liquidación y otros dos (los de mayor tamaño) han tenido que realizar modificaciones importantes en sus regímenes de reembolsos. La gestora del fondo Santander Banif Inmobiliario, que es el más grande en términos de patrimonio²², solicitó en el mes de febrero a la CNMV autorización para suspender los reembolsos durante un periodo de dos años por falta de liquidez para atender las solicitudes recibidas²³. Esta medida, que fue posteriormente autorizada por la CNMV²⁴, permitirá a la gestora aplicar un plan ordenado de venta de activos del fondo con el fin de obtener la liquidez necesaria para atender los reembolsos solicitados. Además, la gestora ha previsto que se procedería a la disolución del fondo en los siguientes casos:

- Antes de que finalice el plazo de dos años, si una vez efectuado el pago de los reembolsos el patrimonio del fondo se situara por debajo del mínimo legal, fijado en 9 millones de euros.
- Una vez transcurrido el plazo de dos años, si no hubieran sido satisfechos íntegramente los reembolsos pendientes.

En el caso del segundo fondo de inversión inmobiliaria por tamaño, BBVA Propiedad FII²⁵, su gestora optó por dar a los inversores la posibilidad de recuperar su inversión a finales de 2008, antes de suspender el régimen de reembolsos por un periodo de

El fuerte aumento de los reembolsos de las IIC inmobiliarias ha presionado sobre la liquidez de estas IIC que, además, se ve mermada por la escasa actividad en el mercado inmobiliario.

El resultado ha sido un descenso acusado del patrimonio y del número de partícipes de estas instituciones en 2008, ...

...y también de su rentabilidad.

Como consecuencia del incremento de los reembolsos, los dos FII de mayor tamaño han suspendido el régimen de reembolsos durante dos años. Una de ellos contempla la disolución del fondo si en este periodo no puede satisfacer los reembolsos pendientes.

22 Su patrimonio representa cerca del 46% del patrimonio conjunto de los FII.

23 La normativa española contempla los mecanismos necesarios para hacer frente a situaciones en las que estos fondos deban atender reembolsos significativos que puedan ocasionar dificultades de pago, teniendo en cuenta la menor liquidez de los activos en los que invierten.

24 En marzo, la gestora envió una nueva comunicación a la CNMV en la que, entre otros, confirmaba la autorización de la CNMV para suspender el reembolso de las participaciones del fondo desde el 28 de febrero de 2009 hasta el 28 de febrero de 2011 e indicaba que destinará un importe equivalente al 10% del patrimonio del Fondo al pago a prorrata de los reembolsos solicitados hasta el 27 de febrero de 2009 en dos plazos. También indicó que dadas las condiciones actuales del mercado inmobiliario, es previsible que el grueso de las ventas de los activos del fondo se produzca a partir del segundo semestre de 2010.

25 Su patrimonio representa más del 20% del patrimonio conjunto de los FII.

dos años. La entidad financiera BBVA decidió adquirir participaciones del fondo, lo que le permitió atender todas las solicitudes de reembolsos presentadas.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2008			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	7	7	9	9	9	9	9	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	144.197	141.037	135.307	97.784
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.489,5
Rentabilidad ¹ (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,16	0,87	0,35	-1,12
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	9	8	8	8	8
Participes	121	256	749	843	839	839	938	938
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	349	359,2	363,8	365,3

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre.

1 Rentabilidad del cuarto corresponde al periodo octubre-noviembre trimestralizado.

Las IIC continuarán teniendo dificultades de liquidez si se mantiene un volumen de reembolsos tan elevado.

Es previsible que las IIC inmobiliarias sigan teniendo dificultades de liquidez en el futuro más próximo si se mantiene un volumen de reembolsos tan elevado en este sector. Por ello, es posible que algunos fondos opten por modificar o restringir sus regímenes de reembolsos para favorecer la venta ordenada de sus activos. Estos pueden verse acentuados por el previsible descenso de la rentabilidad de estos fondos como consecuencia del descenso de los precios inmobiliarios y de los efectos de algunas tasaciones extraordinarias.

IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre también afrontan un periodo complejo tanto por los obstáculos que está encontrando la operativa que requieren algunas estrategias de estas IIC...

El marco de actuación para las IIC de inversión libre también se ha complicado notablemente en los últimos meses. Por una parte, la operativa de estas entidades se ha visto obstaculizada por las dificultades para obtener financiación, que resulta importante para el desarrollo de algunas estrategias, por las restricciones a la operativa de ventas en corto en algunas jurisdicciones y, finalmente, por las fuertes turbulencias en los mercados financieros.

...como por el incremento de las solicitudes de reembolsos por parte de los inversores, especialmente en las semanas más recientes. Algunas gestoras han optado por modificar sus folletos (régimen de preavisos, prorrateos, reembolsos parciales, etc.)

Por otra parte, las IIC de inversión libre también han sido objeto de numerosos reembolsos por parte de los inversores. En febrero, nueve gestoras de IIC de inversión libre comunicaron a la CNMV²⁶ que habían afrontado reembolsos por un valor superior al 20% del patrimonio del fondo. De las nueve comunicaciones, cuatro estaban relacionadas con IIC de inversión libre y cinco con IIC de inversión libre²⁷. Los reembolsos han sido más difíciles de afrontar en algunas IIC de inversión libre, cuyas IIC subyacentes han sufrido restricciones o suspensiones en los regímenes de reembolsos. En estas condiciones, algunas gestoras han optado por modificar sus folletos. Los cambios más habituales tienen que ver con la modificación del régimen de preavisos, el prorrateo para reembolsos superiores a determinado porcentaje del patrimonio y el establecimiento de reembolsos parciales o únicamente por la parte líquida de la cartera.

26 En cumplimiento del artículo 28 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre por el que se aprobó el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva.

27 Con anterioridad sólo se habían producido otras tres comunicaciones de este estilo (en enero de 2009, octubre de 2008 y julio de 2008).

El número total de IIC de IIC de IL permaneció en torno a cuarenta a lo largo del ejercicio y el número de IIC de IL en torno a 25. No obstante, cinco instituciones (4 IIC de IIC de IL y 1 IIC de IL) se encuentran en periodo de liquidación después de que las sociedades gestoras respectivas hayan comunicado a la CNMV su intención de dar de baja la institución.

El patrimonio conjunto de estas instituciones fue creciendo hasta superar los 2.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2008, pero a final de año descendió hasta los 1.800 millones de euros, como consecuencia del fuerte descenso de la rentabilidad promedio de estas instituciones (véase cuadro 16) y del incremento del volumen de reembolsos. El número de partícipes, que aumentó notablemente en el conjunto de las IIC de IIC de IL hasta septiembre, también sufrió un ligero retroceso a final de año. En noviembre, el número total de partícipes superó los 11.100 frente a algo más de 5.000 de finales de 2007.

Dada la previsible continuidad de las dificultades para obtener financiación, la escasez de liquidez en algunos mercados y la mayor percepción de riesgo de los inversores, cabe predecir que el patrimonio y el número de partícipes desciendan adicionalmente en el futuro próximo.

Al menos en los tres primeros trimestres del año, el número de este tipo de instituciones, ...

...su patrimonio y su número de partícipes fueron estables o mostraron crecimientos moderados.

Sin embargo, las condiciones de los mercados financieros y la mayor percepción de riesgo de los inversores ralentizarán el desarrollo del sector.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2007				2008			
	II	III	IV	I	II	III	IV	
IIC de IIC de inversión libre								
Número	22	30	31	38	39	41	40	
Partícipes	1.456	3.142	3.950	5.488	8.582	9.739	9.596	
Patrimonio (millones de euros)	600,2	829,2	1.000,0	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.252,1	
Rentabilidad ¹ (%)	1,08	-2,14	1,22	-2,31	2,2	-7,56	-13,75	
IIC de inversión libre								
Número	9	17	21	25	23	25	25	
Partícipes	183	251	1.127	1.335	1.429	1.583	1.576	
Patrimonio (millones de euros)	152,0	210,2	445,8	546,3	603,9	597,7	550,3	
Rentabilidad ¹ (%)	3,18	-2,2	-1,31	-1,95	1,48	-0,29	-6,92	

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre.

1 Rentabilidad del cuarto corresponde al periodo octubre-noviembre trimestralizado.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se está viendo sensiblemente afectada por el impacto de la crisis financiera sobre los precios de los activos, las decisiones de inversión de los agentes y el volumen de contratación en los mercados. La ralentización de sus principales líneas de negocio, a saber, la intermediación de órdenes de compra y venta en los mercados, la colocación y el aseguramiento de las emisiones y las suscripciones y reembolsos de participaciones de IIC han dado lugar a notables caídas de los ingresos y propiciado un incremento sustancial en el número de entidades en pérdidas.

En el caso de las **sociedades de valores**, los beneficios agregados antes de impuestos entre enero y noviembre de 2008²⁸ fueron de 314,5 millones de euros, lo que representa un descenso del 53% respecto al mismo periodo del año anterior (véase cuadro

La crisis financiera está erosionando notablemente las principales líneas de negocio de las ESI.

Los beneficios agregados de las sociedades de valores cayeron un 53% en los once primeros meses del año...

28 Se 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".

17). La evolución ha sido, por otra parte, desigual. Las diez entidades que presentaron mayores beneficios (de un total de 49) concentraron el 80% de los resultados agregados totales.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	nov-08	nov-07	% var.	nov-08	nov-07	% var.
I. MARGEN FINANCIERO	146.741	116.110	26,4	8.758	13.853	-36,8
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-46.807	115.337	n.s.	-3.348	443	n.s.
III. COMISIONES NETAS	522.174	729.541	-28,4	137.843	212.041	-35,0
Comisiones percibidas (=1 a 9)	758.915	992.177	-23,5	157.483	279.979	-43,8
1. Tramitación y ejecución de órdenes	539.234	648.148	-16,8	58.846	116.985	-49,7
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	36.179	54.464	-33,6	4.745	2.381	99,3
3. Depósito y anotación de valores	18.929	23.090	-18,0	338	1.524	-77,8
4. Gestión de carteras	15.874	25.135	-36,8	19.093	24.200	-21,1
5. Diseño y asesoramiento	18.860	50.391	-62,6	2.680	1.965	36,4
6. Búsqueda y colocación de paquetes	12	9	33,3	0	0	-
7. Operaciones de crédito al mercado	12	21	-42,9	0	0	-
8. Suscripción y reembolso en IIC	72.225	126.150	-42,7	27.133	67.862	-60,0
9. Otras	57.590	64.769	-11,1	44.648	65.062	-31,4
Comisiones satisfechas	236.741	262.636	-9,9	19.640	67.938	-71,1
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	622.108	960.988	-35,3	143.253	226.337	-36,7
10. Gastos de explotación	334.600	382.756	-12,6	124.429	135.300	-8,0
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	287.508	578.232	-50,3	18.824	91.037	-79,3
11. Amortizaciones y otras dotaciones	74.273	68.197	8,9	5.518	7.280	-24,2
12. Otras ganancias y pérdidas	101.273	157.201	-35,6	12.231	29.869	-59,1
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	314.508	667.236	-52,9	25.537	113.626	-77,5
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	314.508	667.236	-52,9	25.537	113.626	-77,5

Fuente: CNMV.

n.s. No tiene sentido la comparación al ser las magnitudes de distinto signo.

...debido a la moderación de sus comisiones más importantes (por tramitación y ejecución de órdenes y por suscripción y reembolso de IIC).

Las sociedades de valores obtuvieron menores ingresos en su actividad por cuenta ajena, es decir, en su negocio típico de prestación de servicios de inversión a terceros, y también en alguna de sus actividades por cuenta propia, concretamente en su operativa con valores. El descenso de las comisiones percibidas por estas entidades fue superior al 23% en el periodo de referencia²⁹. Destaca la caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (un 17%), que en 2008 supuso más del 70% de las comisiones percibidas por las sociedades de valores. También ha sido sustancial la moderación de los ingresos percibidos por suscripción y reembolso de IIC (casi un 43%), en línea con la debilidad de esta industria y de los derivados de la colocación y el aseguramiento de emisiones (-34%) —debido a la práctica ausencia de emisiones en los mercados primarios—, o el diseño y asesoramiento de operaciones (-63%).

Los márgenes más importantes (ordinario y de explotación) también mostraron caídas significativas.

La evolución comentada de todos los ingresos percibidos por las sociedades de valores dio lugar a un margen ordinario de 622,1 millones de euros, una cifra que resulta un 35% inferior a la de 2007. El descenso fue incluso mayor en el caso del margen de explotación (50%) puesto que los gastos de explotación no descendieron al mismo ritmo que los ingresos, lo que dio lugar a una cierta pérdida de eficiencia de las entidades. Los beneficios obtenidos en actividades extraordinarias también descendieron en términos interanuales.

En el caso de las **agencias de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos acumulado entre enero y noviembre de 2008 fue de 25,5 millones de euros, lo que

29 Enero-noviembre de 2008 respecto al mismo periodo de 2007.

supone un descenso anual del 77%, muy superior al mostrado por las sociedades de valores. La concentración de estas entidades es incluso mayor que la de las sociedades de valores, las siete que presentaron mayores beneficios (de un total de 53) concentraron el 85% de los resultados agregados totales.

Las comisiones percibidas por estas entidades, que legalmente tienen restringida la operativa por cuenta propia y básicamente operan por cuenta ajena, descendieron un 35% hasta los 137,8 millones de euros. Como en el caso de las sociedades de valores, destacan las caídas en las dos vías principales de ingresos: la tramitación de órdenes en los mercados (casi un 50%) y la suscripción y el reembolso de IIC (un 60%).

El margen ordinario agregado de las agencias de valores quedó en 143,3 millones de euros, un 37% menor que el 2007, pero aún mayor fue el descenso del margen de explotación (más del 79%) debido a la escasa contención de los gastos de explotación. Se deduce también para estas entidades una pérdida de eficiencia relativa. Los ingresos obtenidos en actividades extraordinarias también cayeron con fuerza (casi un 60% respecto a 2007).

Como consecuencia de esta evolución en las cuentas de pérdidas y ganancias, los ratios de rentabilidad agregada³⁰ sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financieros descendieron notablemente en 2008 (véase gráfico 12). En el caso de las sociedades de valores, el ROE agregado cayó desde el 63% en 2007 hasta el 27% en 2008, mientras que las agencias de valores mostraron una caída aún mayor (del 62% al 21%). Así, los ratios de rentabilidad quedan lejos de los elevados registros de los últimos años y se acercan a unos niveles similares a los existentes al principio de la década. El análisis de los componentes que explican la variación de la rentabilidad³¹ de las sociedades y agencias de valores muestra que la moderación de la rentabilidad de estos intermediarios tuvo origen en dos factores fundamentalmente: el significativo descenso de la productividad de los activos y la reducción de la eficiencia de estas entidades financieras³². La aportación de los ingresos extraordinarios también fue negativa, pero de mucha menor intensidad (véase gráfico 13).

El descenso de los beneficios agregados de las agencias de valores fue incluso superior que el de las sociedades de valores (un 77% en términos anuales)...

...como consecuencia de la fuerte moderación de los ingresos derivados de las actividades ordinarias...

...y extraordinarias.

Las rentabilidades sobre los recursos propios descendieron tanto en las sociedades como en las agencias de valores desde niveles superiores al 60% en 2007 hasta registros inferiores al 30% en 2008...

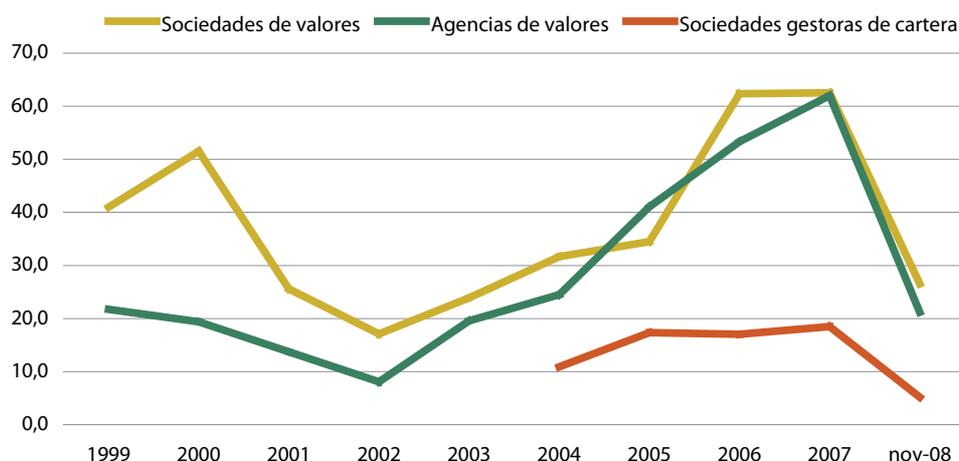
30 Tomando resultados anualizados antes de impuestos hasta noviembre de 2008.

31 Para mayor detalle, véase recuadro en el primer informe sobre los mercados de valores y sus agentes publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV, Trimestre I 2008.

32 Las medidas tradicionales de eficiencia habitualmente se entienden como cocientes entre los márgenes obtenidos por las entidades y los gastos en que han incurrido para obtenerlos. Sin embargo, en un marco como el actual, caracterizado por un fuerte descenso de los precios de la renta variable, y teniendo en cuenta que la tramitación de órdenes en los mercados de renta variable es la principal vía de ingresos de las ESI, se puede argumentar que al menos una parte de la pérdida de eficiencia de las ESI tiene origen en la caída de dichos precios (de hecho, el número de órdenes que tramitaron en los mercados nacionales de renta variable en 2008 creció cerca de un 7%).

ROE antes de impuestos Sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera

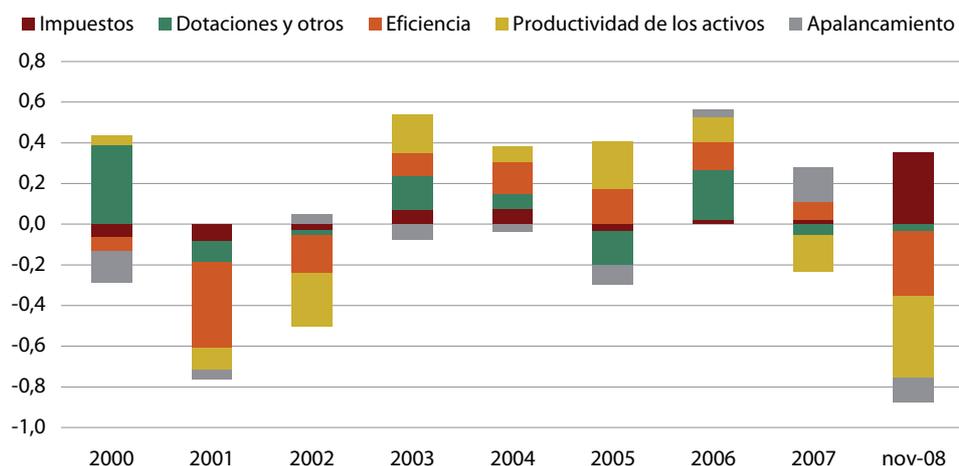
GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Descomposición factorial de la variación interanual del ROE Sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV y elaboración propia.

...al tiempo que aumentaba el número de entidades en pérdidas (de 9 a 31), si bien estaban concentradas en pocas entidades.

Los márgenes de solvencia de las ESI, ya suficientemente holgados, se ampliaron ligeramente en 2008 debido a la acumulación de reservas de las entidades.

En paralelo con el fuerte descenso de las rentabilidades de las empresas de servicios de inversión, se ha producido un incremento notable del número de entidades en pérdidas. Concretamente, a finales de noviembre de 2008, el número de entidades con resultado antes de impuestos negativo ascendió a 31³³ (18 agencias de valores, 10 sociedades de valores, y 3 sociedades gestoras de cartera), una cifra sensiblemente superior a la de finales de 2007, cuando únicamente 9 entidades estaban en dicha situación. Las pérdidas están concentradas en pocas entidades. Así, las cinco entidades con mayores pérdidas aglutinan casi el 70% de las pérdidas totales del sector.

La posición de solvencia de los intermediarios financieros sigue siendo holgada en términos generales. Como se observa en el gráfico 14, el margen de solvencia agregado de las sociedades de valores finalizó 2008 en niveles más holgados que los de 2007 (los recursos propios eran casi seis veces mayores que los exigidos) mientras

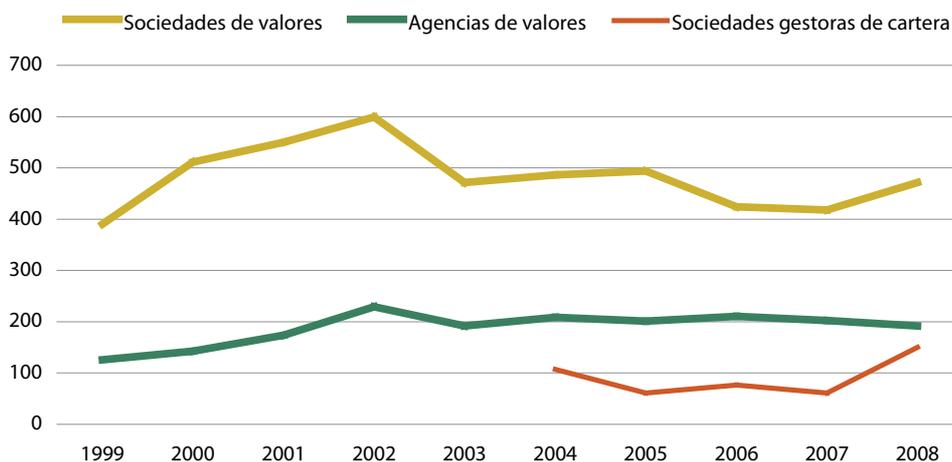
33 De un total de 113.

que el margen agregado de las agencias de valores se mantuvo en niveles similares (los recursos propios eran tres veces superiores a los exigidos). El reforzamiento de los recursos propios de las entidades está directamente relacionado con la acumulación de reservas por parte de las mismas. El número de intermediarios financieros con márgenes de solvencia más ajustados (por debajo del 50%) fue algo inferior al registrado en diciembre de 2007 (11 frente a 14).

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 14

(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Las perspectivas para este conjunto de intermediarios financieros para los próximos meses continúan estando lastradas por la atonía de las principales líneas de negocio, especialmente en el ámbito de la contratación en los mercados financieros. Se vislumbra, por lo tanto, la permanencia de una situación de exceso de capacidad en el sector que invita a las entidades a revisar su estructura de costes y a adoptar, en su caso, las oportunas decisiones estratégicas.

La complejidad del marco actual puede propiciar una cierta reestructuración del sector a medio plazo.

4.3 Otros intermediarios: capital riesgo³⁴

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), durante 2008 se registraron 55 nuevas entidades de capital riesgo. De estas, 25 fueron sociedades de capital riesgo, 21 fueron fondos y 9 sociedades gestoras de ECR. En 2007, el número de ECR registradas en el CNMV aumentó en 61, de las cuales 33 fueron sociedades (SCR), 16 fueron fondos y 12 sociedades gestoras.

El número de entidades de capital riesgo continuó al alza en 2008...

34 Con motivo del cambio normativo contable en el ámbito de las sociedades gestoras de IIC (Circular 7/2008 de 26 de noviembre de la CNMV), en la fecha de cierre de este informe no se disponía de información adecuada para exponer la evolución de estas entidades en el conjunto de 2008, que se realizará, por tanto, en el siguiente número.

Entidades	Situación a 31/12/2007	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2008
Entidades	276	55	9	322
Fondos de capital-riesgo	76	21	2	95
Sociedades de capital-riesgo	134	25	5	154
Sociedades gestoras de ECR	66	9	2	73

Fuente: CNMV.

...a pesar de que tanto los volúmenes de inversión como el número de operaciones descendieron en 2008.

Los datos facilitados por la asociación española de capital riesgo (ASCRI) muestran que la inversión de las compañías de capital riesgo en España alcanzó los 2.948 millones de euros en 2008, un 32,3% menos que en el año anterior, pero sólo un 5,2% inferior al volumen alcanzado en 2006. Esta caída está en consonancia con la producida en el resto de países europeos. El número de operaciones también descendió, si bien con menor intensidad, un 5,7%³⁵ respecto a 2007. Por su parte, las desinversiones ascendieron a 604 millones de euros, lo que supone un retroceso del 62%. El número de operaciones de desinversión fue de 336, cifra un 16% inferior al año anterior.

Las dificultades de acceso a la financiación de estas entidades condicionarán el patrón y el volumen de las inversiones en el futuro próximo.

Existe una gran incertidumbre acerca de la posible evolución futura del volumen de la inversión del sector o del número de operaciones. Por un lado, las entidades con una mayor liquidez están en condiciones de afrontar las compras en mejores condiciones y así poder obtener rentabilidades a medio y largo plazo por encima de la media del mercado. Por otro, las entidades que requieran apalancamiento (operaciones LBO), cuando el coste de financiación de estas operaciones ha aumentado, los plazos de amortización son más cortos y los importes menores, con la recurrencia a préstamos sindicados que pudiera derivarse, deberán sortear las dificultades presentadas en el acceso a financiación ante la contracción crediticia. Únicamente aquellas ECR con mejor historial de resultados tendrán más facilidades para conseguir financiación. Por el momento, las dificultades de financiación del marco actual están obligando a las ECR a cambiar el patrón de sus inversiones hacia operaciones que requieran menor endeudamiento³⁶, a tomar participaciones minoritarias y a adaptarse a las exigencias de unos inversores más selectivos a la hora de confiar su capital a los gestores, con una canalización de la inversión hacia sectores con rentabilidades más predecibles y una regulación más favorable³⁷. Tampoco se descarta la vía de la reestructuración de algunas entidades y un efecto selección positivo de aquellos intermediarios que afronten con mayor solvencia los acontecimientos futuros.

35 Datos provisionales.

36 De hecho, la inversión en operaciones apalancadas ha descendido 22 puntos porcentuales, desde el 54% del volumen total en 2007 hasta el 32% en 2008. Dichas operaciones representaron en 2008 tan solo el 3% del total de operaciones.

37 En este sentido, cabe destacar el volumen de inversión recibido por aquellas empresas pertenecientes al sector de la energía y recursos naturales (34% del total en 2008).

5 La transparencia en los mercados distintos de las acciones

5.1 Introducción: la transparencia y la crisis

El funcionamiento correcto de los mercados financieros requiere la existencia de un nivel adecuado de transparencia, ya que ésta asegura un proceso de formación de precios eficiente y proporciona confianza a los inversores. La difusión de información es importante para reducir la asimetría informativa y, por tanto, evitar la presencia de agentes informados que puedan obtener beneficios a expensas de los no informados. Sin embargo, la transparencia no está exenta de costes. Por una parte, existen costes de implantación de los mecanismos adecuados para recoger la información y difundirla y, por otra parte, las entidades quedan sujetas a la disciplina de mercado, ya que uno de los beneficios de la transparencia es permitir a los inversores enjuiciar el resultado de la actividad de los intermediarios de mercado.

Los participantes necesitan información sobre las características de los activos que se negocian y sobre la propia negociación. Esto supone que haya información sobre las condiciones de demanda y oferta y sobre los resultados del intercambio. Un primer tipo de información relevante afecta a las órdenes existentes, su tamaño y las cotizaciones que se ofrecen/solicitan. Esta información relativa a las condiciones existentes antes de la negociación se conoce como *pre-transparencia*. Un segundo conjunto de variables de interés, como precios cruzados o volúmenes negociados, se determina después de la negociación, por lo que se las asocia al término *post-transparencia*.

Las características de la negociación y la regulación han hecho que el régimen de transparencia existente en general sea diferente en el caso de los mercados de renta variable que en el resto de mercados. Los primeros son mercados centralizados, con una participación minorista importante y la transparencia en ellos está consolidada, algo que no ocurre en los mercados de renta fija y de productos estructurados, cuya negociación suele ser bilateral y, en el segundo de los casos, OTC.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en la transparencia de los mercados de deuda privada y, sobre todo, en los mercados de productos estructurados y CDS, que contribuyeron a la generación y la transmisión de desconfianza en los mercados.

En el ámbito de los mercados de deuda privada, una de las primeras consecuencias de la crisis financiera fue una fuerte contracción de la liquidez en algunos segmentos del mercado que vino acompañada de una ampliación de los *spreads* de compra y venta y, más recientemente, una divergencia notable entre los *spreads* de los CDS y de los respectivos mercados de bonos. Como consecuencia de ello, la valoración de ciertos productos estructurados se hizo más difícil. Por ello, existe el convencimiento de que una mayor disponibilidad de información (especialmente *post* negociación) resultaría positiva en el proceso de restaurar la confianza en los mercados, retomar los niveles de contratación habituales y realizar unas valoraciones creíbles de los productos.

Los diversos análisis de la crisis y de las deficiencias que pudieron agravarla dieron lugar a algunas recomendaciones en diversas materias relacionadas con los mercados

El funcionamiento correcto de los mercados financieros requiere la existencia de un nivel adecuado de transparencia cuya implantación no está, por otra parte, exenta de costes.

Los participantes necesitan información sobre las características de los activos que se negocian y sobre la propia negociación.

Las características de la negociación y la regulación han hecho que la transparencia esté consolidada en los mercados de acciones, pero no en los de renta fija y productos estructurados.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en la transparencia de estos últimos que, ...

...en los mercados de deuda ha dado lugar a una fuerte contracción de la liquidez en algunos segmentos...

...lo que, en definitiva, ha puesto de manifiesto la necesidad de revisar la transparencia de los mercados financieros de renta fija y derivados.

Las recomendaciones del FSF, las propuestas del G-20 o los trabajos de IOSCO apuntan en esa dirección.

En los mercados de deuda privada existe un déficit de información tanto en el ámbito de la pre- como de la post-negociación.

En los mercados de productos estructurados, en la mayoría de los casos, tampoco se dispone de los parámetros básicos en el ámbito de la información post negociación.

En el caso de los ABS el déficit de información se puede atribuir a la falta de un mercado secundario establecido, ...

financieros, entre las que destacan las del Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum, FSF), que en su informe “Mejora de la resistencia institucional y de los mercados” de abril de 2008 llamaba la atención, entre otros temas, sobre la necesidad de aumentar la transparencia *post* negociación en los mercados secundarios, ya que resulta esencial para mejorar la valoración de los productos financieros y constituye una buena fuente de información sobre la transferencia de los riesgos.

Entre las iniciativas que se han emprendido desde el inicio de la crisis destacan las propuestas del G-20 en la cumbre de Washington sobre el papel de la transparencia en los mercados distintos de acciones, especialmente en los productos estructurados, y el trabajo del Task Force de IOSCO sobre transparencia en los mercados y productos no regulados. Adicionalmente, se han realizado estudios dentro del grupo de trabajo de mercados de IOSCO cuyo objeto es analizar los mercados de productos estructurados y las consecuencias derivadas de la exigencia de una mayor transparencia *post* negociación en estos mercados.

5.2 La información existente

En los mercados de deuda privada existe un déficit de información tanto en el ámbito de la *pre-* como de la *post-*negociación. Existe una cierta cantidad de información referente a precios en el ámbito de la *pre-*negociación, disponible a un coste generalmente elevado a través de determinados difusores de información, con lo que esta información no suele llegar al inversor minorista. La información *post-*negociación en los mercados de bonos es proporcionada por los mercados regulados para los instrumentos que se negocian en ellos, por plataformas de negociación entre *dealers* o abiertas a clientes, o por asociaciones, como es el caso de ICMA (International Capital Market Association). En los mercados de bonos la información se controla por los participantes mayoristas y esto implica una asimetría entre los inversores minoristas que negocian a través de intermediarios que disponen de la información que estos les proporcionan y los minoristas que negocian de forma directa, cuya información se limita a la proporcionada por periódicos o Internet o por los mercados regulados, si es el caso. Por lo tanto, la práctica ausencia de información pública en el ámbito de la *post-*contratación, que sólo existe en algunos países para determinados instrumentos que cotizan en las bolsas, ha complicado, especialmente después de la crisis, la valoración de las carteras de los inversores institucionales más importantes (bancos, fondos de inversión, *hedge funds*,...) y también la generación de estadísticas apropiadas.

En los mercados de productos estructurados, en la mayoría de los casos, tampoco se dispone de los parámetros básicos en el ámbito de la información *post* negociación, que deberían incluir el nombre del emisor, el nombre del tramo, el volumen, el precio y la fecha de transacción. En la actualidad, la información disponible según el tipo de producto estructurado es la siguiente:

- Asset Backed Securities (ABS): Existe poca información, lo cual puede atribuirse a la falta de un mercado secundario establecido. Los participantes siguen estrategias de inversión hasta vencimiento y la negociación suele ser bilateral entre los inversores y los *dealers*, los cuales sí parecen tener acceso a información sobre estos productos. En el caso de estos productos, donde el mercado secundario es muy limitado, la instauración de un régimen de información *post* negociación

estandarizado puede contribuir a la formación de precios y a la valoración de productos.

- Collateral Debt Obligations (CDO): La información sobre estos productos es difícil de obtener, incluso para los intermediarios, los cuales utilizan precios indicativos o distintos *benchmarks* para valorar los precios de ejecución. Los *benchmarks* a su vez se pueden basar en precios de bonos o clases de bonos, en modelos de valoración o en herramientas que producen precios *proxy* para diferentes tramos, vencimientos, diferenciales, etc.
- Asset Backed Commercial Paper (ABCP): También en este caso existe un déficit de transparencia, tanto *pre* como *post* negociación. Estos productos normalmente se compran con la finalidad de mantenerse hasta vencimiento y no existe en general negociación posterior a la emisión. En el caso de estos productos se ha echado en falta información sobre los activos subyacentes, en muchos casos de duración superior al propio ABCP, y sobre los compromisos de liquidez que suelen tener con los propios emisores. Hay que considerar que muchos de estos productos forman parte de la cartera de fondos de inversión monetarios con ventanilla de reembolso diaria y dudas sobre la valoración de activos incorporados a la cartera de estos fondos podrían provocar el alejamiento de estos productos por parte de los inversores.
- Credit Default Swaps (CDS): Aunque una mayor información de parámetros *post* negociación (volumen, precio) sería positiva, este mercado dispone de más información de precios que en los de otros productos estructurados.

...en los CDO, la información es difícil de obtener para los intermediarios,...

...en los ABCP existe un déficit de transparencia pre- y post-negociación,...

...mientras que en los CDS la disponibilidad de información es algo mayor.

5.3 La transparencia en la MiFID y en EEUU

En el caso de los mercados europeos, las obligaciones de transparencia vienen recogidas en la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID). Esta Directiva contiene un régimen extenso de obligaciones de transparencia de los mercados de acciones que deben ser cumplidas por los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (MTF) y las entidades financieras que realizan internalización (internalizadores sistemáticos).

En el caso de los mercados europeos, las obligaciones de transparencia se recogen en la MiFID, que contiene un régimen de obligaciones extenso para los mercados distintos de acciones...

Sin embargo, este régimen no se ha extendido a otros mercados distintos de las acciones. La justificación habitual de este tratamiento heterogéneo se encuentra en la naturaleza mayorista de estos mercados. Es frecuente que los mercados de deuda privada no sean de negociación centralizada, sino bilateral, lo que implica la búsqueda de contrapartida y en ellos, generalmente, es importante la presencia de *dealers*. La participación de inversores minoristas es reducida y lo más habitual es que sus decisiones sean de “comprar y mantener” y no realizar una negociación activa.

...que no está extendido a otros mercados distintos de acciones...

La propia MiFID recoge un periodo de estudio para la exención de transparencia en los mercados distintos de acciones. Así, en su artículo 65 se establece la obligación de la Comisión europea de informar, en el plazo de dos años tras la entrada en vigor de la Directiva, al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la posible ampliación de las obligaciones de transparencia *pre* y *post* negociación para instrumentos financieros distintos de las acciones.

...si bien la propia MiFID recoge un periodo de estudio para la exención de transparencia en dichos mercados.

En consecuencia, en 2006 la Comisión europea encargó a CESR que realizase un estudio sobre la situación de los mercados de deuda corporativa. A ese mandato inicial

Por ello, en 2006 la Comisión europea le encargó a CESR que realizase un estudio...

le siguió, a finales de 2006, una petición de asistencia técnica sobre diversas cuestiones que se publicó en agosto de 2007, ya en una situación en la que los mercados financieros sufrían las primeras consecuencias de la crisis.

...en el que no encontró evidencia de fallo de mercado.

Las conclusiones de ese informe de CESR señalaban que no había evidencia de un fallo de mercado que requiriese alguna intervención regulatoria y que, por tanto, no se veía necesario extender las obligaciones de transparencia a otros mercados distintos de acciones.

Sin embargo, a la vista del desarrollo de la crisis financiera, CESR decidió reabrir el estudio de la transparencia.

Sin embargo, a la vista del desarrollo de la crisis financiera, CESR decidió reabrir el estudio de la transparencia en los mercados no de acciones centrándose en su posible contribución al agravamiento de la crisis. Este nuevo estudio ha sido sometido a consulta pública y será aprobado por CESR en el próximo verano. Aunque el estudio no identifica fallos de mercado que exijan la actuación regulatoria, sí señala, a diferencia del estudio precedente, que el aumento de la transparencia tendría un efecto positivo.

La situación europea contrasta con la existente en EEUU, donde está implantado el sistema de información TRACE desde 2002.

La situación europea contrasta con la existente en EEUU, donde el sistema de información TRACE, implantado desde 2002, proporciona información detallada *post*-negociación de un importante conjunto de valores de renta fija. Entre 2002 y 2005 el sistema pasó por tres fases en las que el número de instrumentos financieros se fue ampliando y el tiempo para proporcionar la información fue disminuyendo. Los intermediarios del sistema que realizan operaciones con alguno de estos valores están obligados a proporcionar información de las operaciones OTC, una parte de la cual se hace pública. Para cada transacción, el intermediario debe identificar, entre otros elementos, el bono, el día y hora de la operación, el volumen, el precio, las comisiones establecidas, la contraparte de la operación, etc.

5.4 Los argumentos tradicionales en contra de la regulación de la transparencia

El primer argumento en contra se basa en el carácter mayorista de los mercados...

Habitualmente se esgrimen dos argumentos para posicionarse en contra del aumento de transparencia de los mercados financieros. El primero de ellos niega que exista un fallo de mercado asociado a la falta de transparencia por el hecho de que existe información privada y de que, en la mayoría de los casos, se trata de mercados mayoristas en los que los participantes declaran no tener problemas para obtener información *pre* y *post* negociación a través de servicios de difusión de información.

... pero cada vez hay más minoristas y los institucionales precisan más información.

Sin embargo, la información que existe en el ámbito privado es insuficiente (no existe, por ejemplo, mucha información sobre las transacciones realizadas) y el hecho de que exista información privada no es determinante por sí solo. Por otra parte, aunque es cierto que tradicionalmente estos mercados han tenido un carácter mayorista, existen tres razones que permiten argumentar la necesidad de un aumento de la transparencia. Una es el incremento reciente de la presencia de los inversores minoristas, no sólo en los mercados de deuda sino también en el de productos estructurados. Otra radica en el hecho de que detrás de las operaciones de algunos inversores mayoristas se encuentran minoristas que, como consecuencia de la falta de información, no son capaces de efectuar un seguimiento y evaluación adecuados de las decisiones que toman los intermediarios mayoristas en su nombre. Por último, la complejidad de algunos de los instrumentos financieros ha puesto de manifiesto la necesidad de aumentar la información sobre los mismos, particularmente en lo

que se refiere a las transacciones realizadas, como forma de mejorar el diseño de las estrategias de compra y venta de los inversores.

El segundo argumento en contra del aumento de la transparencia relaciona incrementos excesivos de transparencia con caídas en la liquidez de los mercados. Por el momento, la evidencia empírica del efecto sobre la liquidez de la instauración de regímenes de mayor transparencia no es concluyente. De hecho, algunos análisis efectuados sobre el impacto de la introducción del sistema de información TRACE en Estados Unidos han detectado una cierta disminución de los *spreads bid/ask* de las cotizaciones en los mercados secundarios.

De este modo, no está probado que el aumento de la transparencia expulse a los intermediarios de los mercados reduciendo así su liquidez. Sí parece probable, en cambio, que su sistema de remuneración sufriera algún cambio pasando a recaer más en comisiones de intermediación que en el aprovechamiento del diferencial de precios entre operaciones de compra y de venta.

5.5 Conclusiones

La posición europea oficial respecto a la necesidad de establecer requisitos regulatorios sobre las obligaciones de información *post*-negociación en los mercados distintos de acciones ha cambiado hasta el momento sólo de una manera tibia, a pesar de los hechos puestos de manifiesto durante la crisis financiera.

La postura de los países europeos se encuentra dividida en dos grupos. Algunas autoridades afirman que la crisis no debe cambiar las conclusiones a las que llegó CESR en agosto de 2007 y siguen apoyando la idea de que sea la industria quien, de manera autónoma, posibilite un aumento de la información. Otras, sin embargo, están de acuerdo en señalar que, aunque la falta de *post*-transparencia no es la causa única de la crisis y su mejora tampoco sea la solución a los problemas existentes, no parece coherente defender la situación actual de los mercados de renta fija, productos estructurados y CDS, cuando todas las lecciones de la crisis y recomendaciones de los organismos internacionales señalan la necesidad de mejorar la transparencia. Por otra parte, el argumento que relaciona incrementos de transparencia con caídas de la liquidez de los mercados no ha encontrado, por el momento, evidencia empírica concluyente.

La CNMV sostiene que existen elementos de valoración suficientes para concluir que existen fallos de mercado en el ámbito de la transparencia de los mercados financieros distintos de acciones. Específicamente, no puede negarse la asimetría informativa existente entre los grandes participantes y los inversores minoristas. De este modo, debe considerarse la introducción, de manera coordinada, de medidas que supongan requisitos de transparencia sobre los términos de las transacciones realizadas en los mercados de bonos y derivados relevantes.

El segundo relaciona aumentos excesivos de transparencia con caídas de la liquidez de los mercados, pero la evidencia empírica al respecto no es concluyente.

El aumento de transparencia podría dar lugar a un cambio en los sistemas de remuneración de los intermediarios.

La posición de las autoridades europeas se encuentra dividida en dos grupos.

La CNMV sostiene que existen suficientes elementos de valoración para concluir que existen fallos de mercado, por lo que estima necesario la introducción de requisitos de transparencia, de forma coordinada, en los mercados relevantes de renta fija y derivados.