

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	25
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	41
4	Los agentes de los mercados	46
4.1	Vehículos de inversión	46
4.2	Empresas de servicios de inversión	54
4.3	Sociedades gestoras de IIC	58
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	60
5	Iniciativas recientes sobre la regulación de las ventas en corto	62
5.1	Introducción	62
5.2	Iniciativas en el seno de IOSCO	63
5.3	Iniciativas en el seno de CESR	63
5.4	Últimas decisiones adoptadas por los supervisores de valores	67
5.5	Conclusiones: el futuro de la regulación de las ventas en corto	68

Índice de recuadros

Recuadro 1: Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable	18
Recuadro 2: La nueva arquitectura de la supervisión financiera europea	20
Recuadro 3: La regulación de las agencias de <i>rating</i> en el ámbito europeo	32
Recuadro 4: Cambios recientes en los contratos y en la convención de las primas de riesgo de crédito (CDS)	44
Recuadro 5: Una comparativa entre la propuesta de Directiva europea sobre los gestores de fondos de inversión alternativa, los principios para la regulación de <i>hedge funds</i> de IOSCO y la regulación española al respecto	52

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional ha mostrado algunos síntomas de estabilización a lo largo de los últimos meses. El ritmo de deterioro del crecimiento se ha atenuado e, incluso, algunas economías ya han mostrado tasas positivas en el segundo trimestre de 2009, lo que ha dado lugar a una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2009 y 2010, especialmente en Europa, en Japón y en las economías emergentes asiáticas. Las políticas monetarias y fiscales han mantenido tonos ampliamente expansivos. También han proseguido los trabajos relativos a la reforma de los sistemas financieros a ambos lados del Atlántico y, en particular, las tendentes a reforzar la regulación y favorecer la coordinación entre supervisores.
- En este marco, los mercados financieros internacionales han mostrado un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los mercados de renta variable se han producido recuperaciones notables de las cotizaciones, acompañadas de descensos de la volatilidad, mientras que los de renta fija han registrado caídas sustanciales de las primas de riesgo de crédito. En los mercados interbancarios se han observado nuevos descensos de los *spreads* de tipos de interés entre las operaciones depo y repo.
- En el ámbito nacional, los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 confirmaron que el retroceso del PIB fue menos pronunciado que en el trimestre anterior. Esto fue consecuencia fundamentalmente de la mayor contribución de la demanda exterior. Los componentes de la demanda interna mostraron aún descensos pronunciados y algunos de ellos (los asociados a la inversión no pública) exhibieron una debilidad pronunciada. Se mantiene el deterioro del mercado de trabajo (tanto en número de ocupados como de desempleados), aunque a un ritmo menor, y la ausencia de presiones inflacionistas. Las últimas previsiones de la Comisión Europea indican que el PIB español podría caer un 3,7% en 2009 y un 1% en 2010 (otras estimaciones apuntan a descensos superiores).
- Las entidades depósito continúan operando en un entorno complejo, en el que el incremento del desempleo sigue repercutiendo negativamente sobre las tasas de morosidad. Las condiciones de financiación de estas entidades han mejorado respecto a trimestres anteriores como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo, de los planes de apoyo al sistema financiero y de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema. Los beneficios de las entidades de crédito han descendido en 2009 como consecuencia del empeoramiento del resultado procedente de las operaciones financieras y, sobre todo, del incremento de las pérdidas por deterioro de activos. Los ratios de solvencia permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos, pero algunas entidades se están viendo especialmente afectadas por el deterioro del entorno macroeconómico y financiero. La creación del Fondo de Reestructura-

ción y Reordenación Bancaria (FROB) supone, en todo caso, una forma adecuada de hacer frente a estos riesgos.

- Las empresas no financieras cotizadas mostraron un nuevo descenso en sus beneficios en el primer semestre de 2009 (11% en términos anuales), producto del ajuste del crecimiento, si bien persisten diferencias notables entre sectores. El apalancamiento de estas entidades mostró un ligero incremento en este periodo (desde 1,6 veces su patrimonio en 2008 hasta 1,7) y mejoraron los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades. Por su parte, los hogares, que disponen de menos recursos para invertir en activos a pesar del aumento de su tasa de ahorro, mantienen un sesgo conservador en su cartera de activos financieros. Se percibe, no obstante, un cierto cambio de tendencia caracterizado por desinversiones menos voluminosas en instrumentos de mayor riesgo.
- Las previsiones de las principales instituciones apuntan hacia una recuperación del crecimiento mundial, aunque modesta, desde la segunda mitad de 2009, si bien la posible reversión o suspensión de las diferentes políticas expansivas introduce una elevada dosis de incertidumbre. Los riesgos a la baja sobre las previsiones son numerosos. Entre ellos, destaca la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada en el mercado laboral. En el ámbito nacional, las previsiones indican que la recuperación será algo más lenta que en otras áreas geográficas y sus riesgos están asociados principalmente al deterioro más profundo del mercado laboral y/o de las finanzas públicas.
- Los mercados nacionales de renta variable han mostrado, desde marzo, alzas significativas en sus cotizaciones, descensos en la volatilidad y mejoras de la liquidez, que han sido notables en las empresas financieras y en las relacionadas con la construcción. Desde los mínimos alcanzados en los primeros meses del año, el Ibex 35 ha recuperado un 32% de su valor, aunque éste aún permanece cerca de un 22% por debajo del que tenía antes del inicio de la crisis. Excepto dos valores, todos los componentes del Ibex 35 siguen cotizando por debajo de los niveles anteriores al inicio de la crisis, aunque algunos han experimentado recuperaciones notables en los últimos meses. La ratio precio-beneficios de las acciones españolas se vio impulsada por el repunte de las cotizaciones, con mayor intensidad que en la mayoría de referencias internacionales. La contratación, que había descendido sustancialmente en los primeros meses del año, se recuperó desde el segundo trimestre del mismo (aunque retrocede en términos interanuales). La sostenibilidad de la recuperación del mercado nacional de renta variable está sometida a un grado elevado de incertidumbre y permanece condicionada a la mejoría de la evolución de los indicadores de actividad real y de los resultados de las sociedades.
- Los tipos de interés a corto plazo continuaron su evolución descendente en línea con el tono expansivo de la política monetaria del BCE, aunque el margen de caída es cada vez más reducido. Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009, debido principalmente a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española. Las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, tanto financieros como no financieros, mostraron una tendencia a la baja, similar a la experimentada en otros países. El volumen de emisiones de renta fija en el transcurso de 2009 ha permanecido relativamente estable en tasa interanual, aunque su composición ha variado sustancialmente. El peso relativo de los pagarés y los

bonos de titulización ha disminuido a favor de los bonos simples y las cédulas hipotecarias, impulsados por las diversas medidas de apoyo procedentes del Estado y las posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema.

- El patrimonio de los fondos de inversión (FI) descendió en el primer semestre del año un 5% respecto a los valores de diciembre de 2008, hasta alcanzar los 167 mil millones de euros. Esta variación es de mucha menor cuantía que en trimestres anteriores, como consecuencia de la moderación del volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes y de una ligera revalorización de la cartera. El seguimiento de la liquidez de la cartera de los fondos efectuado por la CNMV se ha basado en tres tipos de actuaciones: la cuantificación del volumen de activos de liquidez reducida, cuya importancia relativa (8,7% del patrimonio total de los FI) no ha mostrado grandes variaciones en el último semestre; la verificación de la idoneidad de la información que las gestoras ofrecen a sus partícipes; y el aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados.
- El elevado volumen de reembolsos sigue complicando la actividad de las IIC inmobiliarias. Algunas de ellas han tenido que modificar sus regímenes de reembolsos y otras han obtenido el respaldo de las entidades financieras matrices de las sociedades gestoras. Las perspectivas para este conjunto de IIC siguen condicionadas por la duración e intensidad del proceso de ajuste del mercado inmobiliario nacional. En el caso de las instituciones de inversión libre, y tras el intenso crecimiento de este sector desde su creación a finales de 2006, la industria inició una etapa de retroceso en el tercer trimestre de 2008, aunque con diferencias notables entre las IIC de IL y las IIC de IL. Las primeras han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y, además, han soportado reembolsos de elevada magnitud (de hecho, más de la mitad de estas instituciones está en proceso de disolución). El retroceso de las IIC de IL en términos de patrimonio y número de partícipes, que ha sido mucho menor, podría estar llegando a su fin, a la vista de las suscripciones netas positivas del segundo trimestre.
- El deterioro de las cuentas de resultados de las empresas de servicios de inversión (ESI) continuó en el primer semestre de 2009, a pesar de que éstas operan en un entorno algo menos complejo que en trimestres anteriores. Sí se observa un descenso menor en algunas de las comisiones más importantes que obtienen. Los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos por las sociedades de valores hasta junio de 2009 (176 millones de euros) fueron un 42% menores que los del año precedente, como consecuencia de la moderación de las comisiones percibidas y los menores resultados por inversiones financieras. El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores fue aún mayor, ya que la magnitud de la caída de los ingresos hizo que estos apenas cubrieran los gastos de explotación de estas entidades en el periodo de referencia. El retroceso de la actividad de prestación de servicios de inversión ha dado lugar a un descenso sustancial de las rentabilidades de las ESI y a un incremento del número de entidades en pérdidas desde diciembre de 2007. A pesar de ello, la posición de solvencia de las entidades del sector continúa siendo, en general, muy holgada. En todo caso, como se ha señalado en informes anteriores, se percibe una situación de exceso de capacidad en el sector que deberá corregirse a través de las oportunas decisiones estratégicas.

- Algo similar puede apuntarse para las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) en cuyas cuentas de resultados se aprecian los efectos del descenso en el patrimonio gestionado, con una caída cercana al 50% en los beneficios agregados (anualizados) y aproximadamente un tercio de las entidades en pérdidas. Como en el caso de las ESI, no es descartable que la consolidación del exceso de capacidad que ello parece indicar, unida a decisiones estratégicas de sus matrices, se traduzca en los próximos ejercicios en una reestructuración del sector.
- A lo largo del último semestre se han producido diversas iniciativas sobre la regulación de las ventas en corto, tanto en el ámbito internacional como en el europeo. En el ámbito europeo, y después de que los supervisores de valores adoptaran a finales de 2008 diferentes medidas que restringían la actividad de las ventas en corto, se produjo un acuerdo en el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) en mayo de 2009 para la adopción de un régimen común de transparencia de posiciones cortas. El futuro de la regulación de la operativa de ventas en corto es algo incierto ya que si bien existe un cierto consenso sobre los beneficios de dicha actividad y se acepta la capacidad de los supervisores para restringirla si ésta amenaza la estabilidad financiera o la integridad del mercado, no existe una posición unánime respecto al grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de ventas en corto descubiertas.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico y financiero ha dado algunos síntomas de estabilización a lo largo de los últimos meses. El ritmo de deterioro del crecimiento se ha atenuado e, incluso, algunas economías ya han mostrado crecimientos positivos en el segundo trimestre de 2009,...

...lo que ha propiciado una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2009 y 2010, especialmente en Europa, Japón y las economías emergentes asiáticas.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2009, el entorno macroeconómico y financiero ha dado algunos síntomas de estabilización. Así se pone de manifiesto en la mejoría experimentada por algunos indicadores que sugieren una clara ralentización en la caída de las tasas de crecimiento en diversas regiones. Diversos analistas e instituciones internacionales apuntan, incluso, la posibilidad de que la recesión mundial haya llegado a su fin en los meses centrales del año. Algunas de las economías de mayor tamaño como Alemania, Francia o Japón han confirmado crecimientos trimestrales positivos de sus productos en el segundo trimestre del año, superando las expectativas del mercado, como consecuencia de una cierta mejora del consumo, de la inversión pública y de las exportaciones.

Con todo, las previsiones de los principales organismos internacionales indican que el descenso del PIB mundial en 2009 podría ser cercano al 1,4%. Se espera que, en el segundo semestre del año, la obtención de crecimientos trimestrales positivos se extienda a la mayoría de economías industrializadas y que, posteriormente, se produzca una aceleración gradual del crecimiento del PIB. No obstante, el crecimiento previsto para 2010 (2,5%) por el FMI se debería, en gran medida, al dinamismo de la actividad en EEUU, Japón y las economías emergentes, mientras que la actividad en la zona del euro se mantendría relativamente débil.

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

Fuente: FMI, OCDE e INE.

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

Una gran parte de la mejoría observada en la situación económica viene explicada por la adopción de medidas expansivas por parte de los diferentes gobiernos que, en muchos casos, han agotado ya el margen de maniobra de sus políticas fiscales. Por ello, las previsiones están sometidas a la incertidumbre asociada a la sostenibilidad de la recuperación una vez que las diferentes medidas de impulso finalicen o se reviertan.

Las presiones inflacionistas continúan siendo prácticamente inexistentes. Las tasas de inflación anuales de las economías desarrolladas han caído por debajo de cero en los últimos meses por el efecto base del precio del petróleo. Las tasas de inflación subyacentes se encuentran entre el 1% y el 2%. Las previsiones indican que en los próximos meses se producirá una cierta recuperación de las tasas de inflación. En este marco, las políticas monetarias han mantenido un tono marcadamente expansivo. En los últimos seis meses, los tipos de interés oficiales de referencia en EEUU, Japón y Reino Unido han permanecido estables en tasas cercanas a cero. En la zona euro, el BCE ha efectuado dos rebajas de 25 puntos básicos, hasta dejar los tipos en el 1,0%. En este periodo de tiempo, los bancos centrales han dado protagonismo a un determinado conjunto de medidas de política monetaria no convencionales que, fundamentalmente, han consistido en la concesión de préstamos a plazos más largos de los habituales y a la compra de determinados activos financieros en los mercados secundarios con el fin de favorecer la reanudación del ciclo de crédito por parte de las entidades financieras y de reducir el coste de financiación de empresas y familias.

Las políticas fiscales también mantienen tonos ampliamente expansivos. Los déficit y deudas públicas se han deteriorado notablemente en algunas economías por razones cíclicas y también como consecuencia de las medidas de impulso adoptadas. Por ello, resulta previsible que los diferentes Estados preparen planes de ajuste presupuestario, que aseguren la estabilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

Las pérdidas declaradas por las entidades financieras hasta la fecha como consecuencia de la crisis¹ ascienden a 1,6 billones de dólares, mientras que el capital captado por las mismas es de 1,3, billones de dólares, la mitad del cual procede del sector

Sin embargo, una parte significativa de la mejoría de la actividad es producto de las medidas expansivas adoptadas por los diferentes gobiernos...

...en un marco caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas, que permite mantener los tipos de interés oficiales en mínimos históricos...

...y por un deterioro notable de las finanzas públicas, por razones cíclicas y como consecuencia de las medidas de impulso adoptadas.

1 Desde el segundo trimestre de 2007 hasta el 14 de septiembre de 2009. Fuente: Bloomberg.

Continúan las medidas de reforma de los sistemas financieros a ambos lados del Atlántico, que afectan tanto a la regulación como a la supervisión de los mismos.

público (véase recuadro 1). En este contexto, las medidas de impulso y reestructuración de los diferentes sistemas financieros han seguido avanzando a lo largo del último semestre. En EEUU, el Gobierno presentó un plan para reformar la regulación del sistema financiero en el que la Reserva Federal aumentaría su capacidad de supervisión y en el que se establecería un control más estricto del riesgo sobre los activos financieros complejos. En el ámbito europeo, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos un informe que delimitara las prioridades del marco futuro de la supervisión y regulación europeas en materia financiera. Entre las recomendaciones más importantes de este informe (conocido como Informe Larosière) destacan la de crear un Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos, cuya función será poner en marcha un sistema efectivo de alerta de riesgos, y un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, que impulsará la coordinación y armonización de las actuaciones supervisoras en los Estados Miembros (véase recuadro 2). En el ámbito nacional, los ejes fundamentales de las medidas han girado sobre los avales del Estado a las emisiones de deuda de las entidades financieras y a los planes de recapitalización de las mismas.

Recuadro 1: Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable

En el último año y medio, diversas instituciones han publicado estimaciones de las pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la actual crisis financiera, que han sido revisadas al alza en diversas ocasiones¹. En concreto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en abril de 2009² una estimación de las pérdidas potenciales que las entidades financieras sufrirían en el periodo que comprende desde finales de 2007 hasta 2010 en sus activos sometidos a riesgo de crédito, cuyas principales magnitudes se recogen en el siguiente cuadro³:

PÉRDIDAS POTENCIALES DEL SECTOR FINANCIERO (2007-2010)

(miles de millones de dólares)	Saldo vivo mantenido por las entidades	Pérdidas potenciales entidades financieras	Pérdidas potenciales bancos	Tasa de fallidos
Valores	16.884	1.967	1.199	11,6%
Créditos	40.835	2.087	1.271	5,1%
TOTAL	40.835	4.054	2.470	7,0%

Fuente: FMI.

Dichas pérdidas pueden clasificarse en función de si se originan por fallidos en los créditos, medidos generalmente a coste amortizado, o en los valores, medidos a valor razonable mayoritariamente. Como muestran los datos del FMI, a pesar de que el saldo mantenido en créditos por las entidades es muy superior al mantenido en valores, las pérdidas potenciales son muy similares entre ambas categorías, es decir, la tasa de fallidos en valores es muy superior a la correspondiente a los créditos.

Este hecho, junto con el incremento significativo de las primas de liquidez existentes en los mercados de valores, ha generado dudas sobre la conveniencia, en términos de estabilidad financiera, de la utilización por parte del sector bancario del criterio del valor razonable⁴ para la contabilización de los instrumentos de deuda cotizados en el mercado de valores. El argumento que subyace es que el descenso de los valores de mercado en situaciones de crisis no se corresponde necesariamente con la pérdida crediticia esperada sino que incorpora otros factores, como primas de liquidez, que

no tendrían un efecto real en forma de minusvalías si los títulos se mantuvieran hasta su vencimiento.

El análisis de los datos del FMI permite hacer algunas matizaciones al respecto, mediante la estimación de la contribución del concepto de valor razonable a las pérdidas totales del sistema. Para ello, es necesario aproximar el porcentaje de las pérdidas totales esperadas en el sector bancario que corresponde a factores reflejados en el valor razonable de los títulos de deuda cotizados que no son generadores de menores flujos de caja futuros provenientes de los préstamos subyacentes. Dicha estimación se realiza sobre la base de las siguientes hipótesis:

- Todos los instrumentos de deuda cotizados se valoran a valor razonable.
- Los préstamos subyacentes en los títulos de deuda cotizados tienen una tasa de falencia igual a la de los préstamos no cotizados que se llevan a coste amortizado.
- Las tasas de fallidos del sistema financiero y de los bancos son las mismas.

Los resultados para el sector bancario a nivel mundial se resumen en el siguiente cuadro:

Bancos mundo (pérdidas potenciales)	Importe total (millones de dólares)	% (tasa de falencia)	Efecto "Fair value" (miles de millones de dólares)	% (efecto "fair value"/pérdidas)
Pérdidas en valores	1.199	11,6%	671,85	56,0%
Pérdidas en créditos	1.271	5,1%	0	0
TOTAL	2.470	7,0%	671,85	27,2%

Fuente: FMI y elaboración propia.

Aceptando las hipótesis planteadas, el 56% de las pérdidas en valores sería consecuencia de factores de mercado, tales como primas de liquidez, que sería esperable que no se materializaran si los instrumentos se mantuvieran hasta vencimiento. De este modo, aproximadamente un 27,2% de las pérdidas esperadas en los bancos de todo el mundo provienen del denominado efecto *fair value* o valor razonable, al contabilizar factores que influyen en el precio de mercado de los valores de deuda pero que no tendrán reflejo como pérdidas crediticias.

Los resultados deben interpretarse con cautela, pues estos podrían variar si se considera que los cálculos de pérdidas de los créditos son demasiado conservadores y que los precios de los valores están previendo una tasa de falencia superior.

En cualquier caso, si el análisis se centra en los bancos de la zona euro⁵, los resultados son similares. En este caso, los cálculos se realizan incluyendo las pérdidas ya reconocidas por las entidades en mayo de 2009, de forma que se permite observar el grado de realización de las pérdidas potenciales.

Bancos zona euro (pérdidas potenciales)	Importe total (miles de millones de dólares)	% (tasa de falencia)	Efecto "valor razonable"	Efecto "valor razonable"/pérdidas	Pérdidas reconocidas en mayo 2009	Pérdidas Reconocidas / potenciales
Pérdidas en valores	218	12,8%	152,55	70,0%	215	98,6%
Pérdidas en créditos	431	3,3%	---	---	150	34,8%
Total pérdidas potenciales	649	4,4%	152,55	23,5%	365	56,2%

Fuente: BCE, FMI y elaboración propia.

En concreto, haciendo un cálculo similar al anterior se observa que la proporción de las pérdidas esperadas para el periodo 2007-2010 que puede atribuirse al concepto de valor razonable se sitúa próximo al 23%. Esto es, la mayor parte de las pérdidas son consecuencia de la materialización del riesgo de crédito actual y no del deterioro de las condiciones en los mercados de valores. Si no se tuvieran en cuenta los valores originados en Estados Unidos en poder de las entidades europeas, cuya tasa de fallidos es más alta, el efecto del valor razonable en las pérdidas esperadas de los bancos de la zona euro se reduciría al 18,8%.

Asimismo, los datos del BCE permiten obtener conclusiones sobre el momento en que los distintos tipos de pérdidas se materializan en el balance de las entidades. Los datos del primer trimestre de 2009 muestran que las pérdidas aún no reconocidas se concentran de forma casi absoluta en los créditos. Así, puede afirmarse que la contabilización a valor razonable permite un reconocimiento temprano de las pérdidas, correspondiendo a factores diferentes de las futuras pérdidas crediticias a lo sumo un 25% del total de pérdidas –siempre que las tasas proyectadas de falencia para los créditos no sean mayores de lo previsto, en cuyo caso el efecto del valor razonable por factores distintos a las pérdidas crediticias sería menor–.

- 1 Véase recuadro 1 del Boletín de la CNMV del primer trimestre de 2009.
- 2 *Global Financial Stability Report, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, April 09
- 3 Con posterioridad a la fecha de cierre del informe, el FMI ha publicado nuevas estimaciones de pérdidas potenciales de los bancos que no suponen un cambio en el importe total de las mismas pero que dan lugar a una reducción significativa del efecto “valor razonable”.
- 4 En lugar del criterio de coste amortizado.
- 5 Según los datos publicados por el Banco Central Europeo en su *Financial Stability Review* de junio de 2009. La tasa de fallidos de los créditos con origen en Estados Unidos, utilizada para calcular el efecto del valor razonable en los valores procedentes de dicho país mantenidos por los bancos europeos, se ha obtenido del *Global Financial Stability Report* del FMI de abril de 2009.

Recuadro 2: La nueva arquitectura de la supervisión financiera europea

La crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes deficiencias tanto en el ámbito de la regulación como en el de la supervisión en materia financiera. Para subsanarlas, la comunidad internacional, principalmente bajo el impulso del G-20, ha puesto en marcha diversas iniciativas destinadas, sobre todo, a prevenir el riesgo sistémico y, en su caso, medirlo y gestionarlo de modo correcto. En este contexto, la Comisión Europea encargó un informe a un grupo de expertos, liderado por Jacques de Larosière, cuyas propuestas fueron publicadas en febrero de 2009. El Informe, adoptado en su mayor parte por la Comisión Europea en su comunicado de mayo de 2009, considera que existen deficiencias notables en el ámbito de la regulación y una heterogeneidad excesiva de normas y prácticas supervisoras.

El informe propone un profundo cambio en la estructura de supervisión de la UE que se materializarán en la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRC, European Systemic Risk Council) y de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS, European System of Financial Supervision).

El ESRC se encargará de identificar riesgos sistémicos, así como de dar aviso y recomendaciones de actuación a las autoridades correspondientes. Este organismo

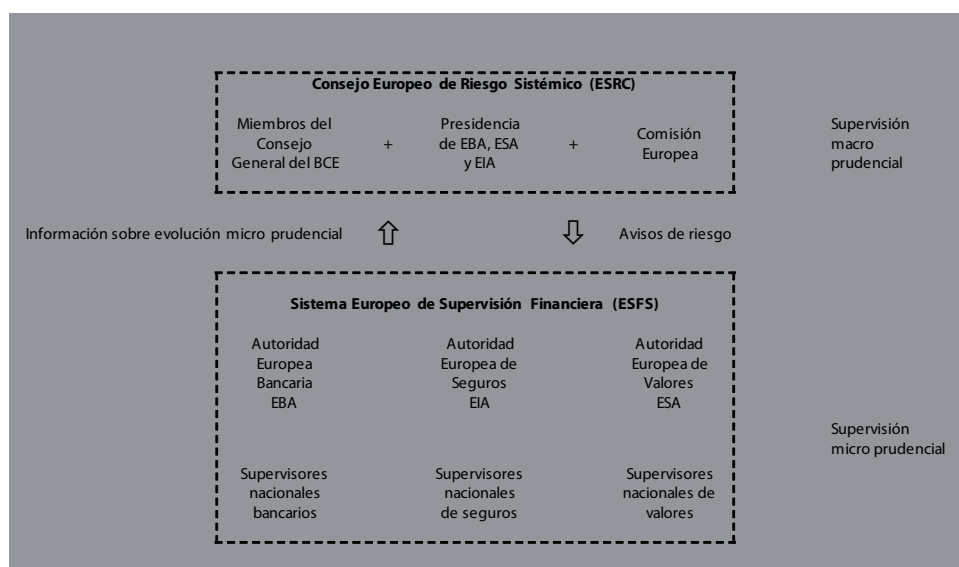
estará presidido por el presidente del BCE y compuesto por los miembros del Consejo General del BCE, los presidentes de los comités supervisores sectoriales (CESR, CEBS y CEIOPS) y un representante de la Comisión Europea.

El ESFS se centrará en la supervisión microprudencial y la protección de los inversores y su diseño tendrá en cuenta las insuficiencias detectadas en las tareas de los comités de nivel 3 de Lamfalussy y las ineficiencias de la estructura legal actual. Este sistema funcionará de forma descentralizada y estará formado por tres nuevas autoridades supervisoras de ámbito europeo (que sustituirán a los actuales comités de nivel 3 de Lamfalussy), las autoridades supervisoras nacionales actualmente existentes (que seguirán encargándose del día a día de la supervisión) y los colegios de supervisores para grandes entidades transfronterizas que ya contempla la Directiva de Requerimientos de Capital.

Las nuevas autoridades supervisoras dispondrán de una capacidad de actuación (dotación de poderes legales para la toma de decisiones vinculantes) de la que carecen los actuales comités de nivel 3, siendo sus principales objetivos el desarrollo de un único conjunto de estándares técnicos comunes, la mejora de la supervisión de entidades supranacionales y garantizar la cooperación y la aplicación consistente de la normativa entre los supervisores nacionales.

Como se ha indicado, las autoridades nacionales mantendrán un peso básico en el día a día de la supervisión, pero el Informe prevé un importante avance en la armonización de estándares técnicos, competencias y prácticas supervisoras. En cuanto a la supervisión de entidades transfronterizas, ésta requiere, según el Informe, la expansión del uso de los colegios de supervisores, de forma que las principales entidades financieras transfronterizas que operan dentro de la UE tengan un colegio supervisor. También se asignará a las nuevas autoridades la supervisión de las agencias de *rating*, dado su carácter transfronterizo.

El Informe Larosière contempla dos etapas para desarrollar estos cambios. En la primera (2009-2010), los supervisores nacionales deberían fortalecer la calidad de su supervisión e iniciar un proceso adecuado para alinear las competencias de los diferentes supervisores nacionales y establecer un conjunto de reglas y sanciones consistentes entre los Estados Miembros de la UE. Este último proceso debería estar concluido a principios de 2013. En la segunda etapa (2011-2012) debería constituirse el ESFS, transformando legalmente los comités de nivel 3 en las tres nuevas autoridades supervisoras: de valores (ESA - European Securities Authority), de banca (EBA - European Banking Authority) y de seguros (EIA - European Insurance Authority). La Comisión Europea, en un comunicado de mayo de este año, hizo pública su intención de acelerar este proceso, indicando que en 2010 el nuevo marco para la supervisión financiera debería estar ya en funcionamiento, y ya el 23 de septiembre adoptó un importante borrador de propuestas legislativas que permitirá la creación del nuevo Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y la instauración del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, formado por los supervisores nacionales y las tres nuevas autoridades supervisoras de ámbito europeo (ESA, EBA y EIA).



Los mercados financieros han mostrado un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los de renta variable se han producido recuperaciones notables de las cotizaciones junto con descensos de la volatilidad...

La evolución de los mercados financieros en el año en curso –y fundamentalmente desde marzo– refleja un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los mercados de renta variable se han producido recuperaciones notables en las cotizaciones, que respondieron a la percepción de una cierta mejora del panorama macroeconómico y también al precio atractivo de algunas sociedades tras las fuertes caídas de los últimos meses. Así, los principales índices de renta variable mundial, que desde el comienzo de la crisis habían perdido entre el 50% y el 60% de su valor, recuperaron desde los mínimos de marzo gran parte de esta pérdida. El Nikkei y el Euro Stoxx 50 recobraron más del 30% y el 40%, respectivamente, de la pérdida, el Dow Jones cerca del 50% y el Ibex 35 algo menos del 60%. El aumento de los precios fue particularmente notorio en el sector financiero y en los sectores cíclicos, como automoción o recursos naturales. La recuperación de las cotizaciones vino acompañada de un descenso acusado de las volatilidades históricas² de los principales índices, que en la fecha de referencia de este informe³ oscilaban entre el 15% y el 20%. El fuerte descenso de la contratación (superior al 45% en términos anuales en casi todas las plazas más importantes salvo en algunas asiáticas) genera algo de incertidumbre sobre la sostenibilidad de esta evolución alcista. Su consolidación previsiblemente requeriría la aparición de más noticias favorables en el ámbito de los resultados empresariales (especialmente de las entidades financieras) y en otros indicadores relevantes de actividad real.

2 Definida como la desviación típica anualizada de las rentabilidades diarias correspondientes a las veinte últimas sesiones hábiles.

3 Información hasta 15 de septiembre.

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09	II-09	III 09 (hasta 15 de septiembre)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ¹
Mundo										
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-42,1	-12,5	19,7	16,2	21,7	-9,5
Zona Euro										
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-44,4	-15,4	16,0	18,4	16,2	-9,8
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-45,2	-12,2	13,3	19,9	19,3	-10,8
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-40,4	-15,1	17,7	17,1	17,0	-7,2
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-42,7	-12,8	11,9	19,5	16,6	-10,0
Mib 30	17,5	13,9	19,0	-8,0	-48,7	-15,6	20,4	17,4	19,3	-14,7
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	25,2	18,4	26,1	6,4
Reino Unido										
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-31,3	-11,5	8,2	18,7	13,7	-3,1
Estados Unidos										
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-33,8	-13,3	11,0	14,6	10,3	-11,3
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-38,5	-11,7	15,2	14,5	16,5	-11,7
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-40,5	-3,1	20,0	14,6	33,3	-3,5
Japón										
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-42,1	-8,5	22,8	2,6	15,3	-16,4
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	-10,0	20,2	0,3	8,5	-20,8

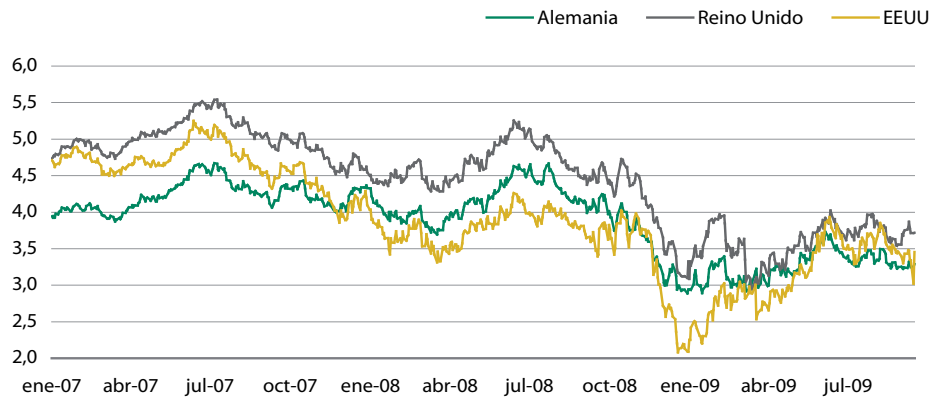
Fuente: Datastream.

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

En los mercados de deuda, lo más reseñable de los últimos meses ha sido el fuerte apuntamiento de la curva de tipos tanto en EEUU como en Europa, que es producto tanto de la continua tendencia a la baja de los tipos de interés a corto plazo (que se mueven en línea con los tipos oficiales de referencia) como del notable aumento de los tipos de interés a largo plazo. El repunte de estos últimos (véase gráfico 1) respondió en un primer momento a la preferencia por activos de mayor riesgo (y, por tanto, a las desinversiones en activos refugio) y, posteriormente, al incremento de las primas de riesgo soberano, sobre todo en las economías que han presentado mayores aumentos de déficit y deuda. En las últimas semanas, no obstante, los tipos de interés a más largo plazo parecen haberse estabilizado. En el ámbito de la renta fija privada, el descenso de la incertidumbre de los agentes se ha traducido en una caída sustancial de las primas de riesgo de crédito. Así, desde mediados de marzo las primas de riesgo de crédito de las empresas norteamericanas de mayor calidad crediticia han descendido desde 265 pb hasta 104 pb (desde 700 hasta 270 las de menor calidad) y las de las empresas europeas han caído desde 200 pb hasta 85 pb en las de mayor calidad y desde 1.100 hasta 520 en las de menor⁴.

... y en los de renta fija, se han producido caídas sustanciales de las primas de riesgo de crédito, como consecuencia de la moderación de la incertidumbre de los agentes.

4 Los índices de referencia son el CDX y el Itraxx, en sus modalidades de *Investment Grade* y *Cross Over*.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

Las señales de normalización en los mercados interbancarios han dado lugar a nuevos descensos, sobre todo en EEUU, de los spreads de tipos de interés entre las operaciones depo y repo.

Los mercados interbancarios también han dado señales de normalización, especialmente en EEUU. Tanto los tipos de interés a diferentes plazos como los *spreads* de tipos de interés entre las operaciones depo y repo han continuado a la baja en los últimos seis meses. En el caso norteamericano, este diferencial para el plazo de tres meses ha tomado valores inferiores a los 10 pb, por debajo de los que tenía al comienzo de la crisis (entre 15 y 20). En el caso europeo, este diferencial se redujo progresivamente desde marzo hasta los 35 pb de septiembre (con anterioridad a la crisis su valor era inferior a 10).

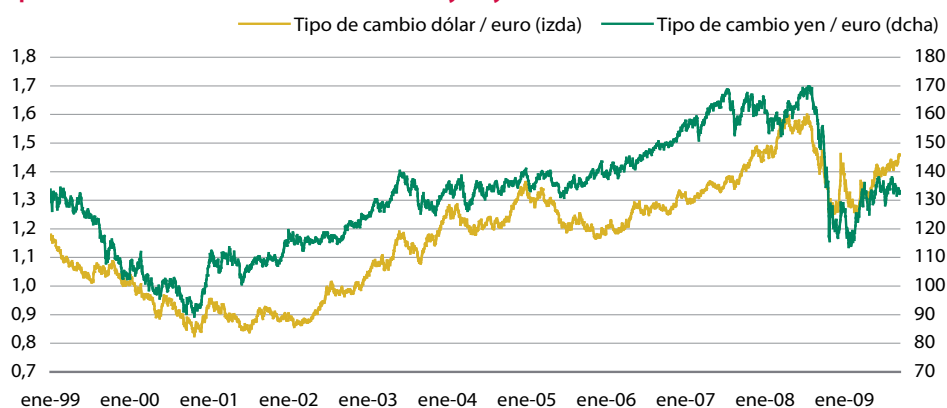
Los mercados de divisas han mostrado un comportamiento algo más errático, pero se han revertido algunas de las tendencias observadas en 2008.

Los mercados de divisas continúan mostrando un comportamiento algo errático, si bien se han revertido algunas de las tendencias observadas desde finales de 2008 hasta las primeras semanas de 2009. Así, el dólar, que se había apreciado notablemente respecto al euro en dicho periodo, inició una tendencia depreciatoria, aunque irregular, a principios de marzo, desde valores inferiores a 1,30 dólares por euro hasta superar los 1,40 dólares por euro. Del mismo modo, el yen, que también se había apreciado notablemente frente al euro, cambió de tendencia desde los máximos alcanzados a finales de enero. El tipo de cambio ha pasado del entorno de 115 yenes por euro hasta más de 130 yenes por euro a mediados de septiembre. Una parte de este movimiento depreciatorio del yen estaría relacionado con la reanudación de las inversiones asociadas al *carry trade*⁵, producto de los reducidos tipos de interés en la economía japonesa.

5 La operativa de *carry trade* consiste en rasgos generales en endeudarse en una divisa perteneciente a una zona de tipos de interés reducidos e invertir simultáneamente en otra divisa que presente mayores tipos de interés.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 han confirmado que el retroceso del PIB es cada vez menos pronunciado. No obstante, la consecución de tasas de crecimiento positivas, ya observadas en otras áreas geográficas, podría demorarse hasta mediados del año próximo. El descenso del PIB español en el segundo trimestre fue del 1,1% (el cuarto retroceso consecutivo), frente al 1,6% mostrado en el trimestre anterior. La caída interanual del PIB fue del 4,2% (3,2% en el primer trimestre). La demanda nacional experimentó un nuevo descenso (drenó 7,3 puntos de crecimiento) mientras que la contribución de la demanda exterior neta mejoró ligeramente (desde los 2,9 puntos porcentuales en el primer trimestre hasta los 3,1 en el segundo). Por el lado de la oferta, el ajuste recayó en la industria y en la construcción.

El análisis más detallado de los componentes de la demanda revela que el gasto de los hogares descendió en este periodo (-5,9% interanual), aunque algo menos que en los trimestres precedentes. Los determinantes del consumo (renta disponible y riqueza) siguieron debilitándose, pero los indicadores de confianza mejoraron. La tasa de ahorro continúa al alza, superando el 14% de la renta disponible. El consumo de las Administraciones Públicas continúa siendo el componente más dinámico de la demanda interna (5,1% interanual). La formación bruta de capital fijo incrementó su caída en el segundo trimestre (del -15,2% al -17,0% interanual), si bien el descenso trimestral fue más atenuado, de forma similar al comportamiento del gasto de los hogares. La demanda de bienes de equipo presentó la tasa más negativa (-28,9% interanual) en consonancia con la debilidad de la producción industrial y de las importaciones. La inversión en construcción descendió un 12%, medio punto más que en el trimestre anterior. La obra en infraestructuras continúa presentando tasas de crecimiento positivas (1,2%), especialmente aquella relacionada con las corporaciones locales y la ligada a la alta velocidad ferroviaria, mientras que la inversión residencial continúa su trayectoria descendente (-25,5% frente a -24,3% del trimestre anterior), como consecuencia de la incertidumbre que ocasiona el intenso ajuste del sector inmobiliario.

En el mercado de trabajo, los últimos datos disponibles (Seguridad Social, INEM, EPA) confirman que prosigue su deterioro, si bien la velocidad del mismo es menor. De acuerdo con los datos de la EPA, el número de ocupados descendió en 145.000

En España, los datos de la Contabilidad Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 han confirmado que el retroceso del PIB es cada vez menos pronunciado...

...aunque es producto de la contribución de la demanda exterior. Los componentes de la demanda interna aún muestran descensos intensos y algunos de ellos (los asociados a la inversión no pública) continúan empeorando respecto a trimestres anteriores.

Se mantiene el deterioro del mercado de trabajo, aunque a un ritmo menor...

personas en el segundo trimestre del año (1,5 millones en el último año), mientras que el número de desempleados aumentó en 126.700 (1,7 millones en el último año). Las tasas de variación anuales del número de ocupados y de desempleados quedaron en el -7,2% y el 73,7%. La reducción del empleo está afectando con mayor intensidad a la industria y la construcción, que concentran el 72% de la caída de empleo en el último año. La tasa de desempleo aumentó en el segundo trimestre hasta el 17,9% de la población activa, cinco décimas más que en el trimestre anterior.

...y la ausencia de presiones inflacionistas. Parece agotarse la tendencia a la baja de la tasa energética, pero se observan descensos en otros componentes menos volátiles del índice.

Las últimas previsiones de la Comisión Europea indican que el PIB podría caer un 3,7% en 2009 y un 1,0% en 2010, al tiempo que alertan sobre los desequilibrios estructurales de la economía española.

Por su parte, la tasa de inflación en términos anuales aumentó en agosto desde el -1,4% hasta el -0,8% debido al agotamiento del descenso de la tasa energética, que fue la causa principal de la notable reducción de la inflación entre julio de 2008 y julio de 2009 (desde el 5,3% hasta el -1,4%). Por otra parte, también ha empezado a percibirse una moderación en el crecimiento de los precios del resto de componentes. De hecho, la inflación subyacente (que excluye la inflación de la energía y de los alimentos no elaborados) ha descendido en el último año desde el 3,5% hasta el 0,4%. El diferencial negativo con la zona euro se mantiene desde hace nueve meses.

Las últimas previsiones de la Comisión Europea estiman que el descenso del PIB español podría ser del 3,7% en 2009 y del 1,0% en 2010. Otras estimaciones indican que el descenso podría ser incluso superior al 4,0%, en un marco de notable deterioro del mercado de trabajo y de las finanzas públicas. Se estima que la tasa de desempleo superará el 20% de la población activa en 2010, y que el déficit público quedará cerca del 9% del PIB en 2009 y del 10% en 2010.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2005	2006	2007	2008	Comisión Europea*	
					2009P	2010P
PIB	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7 (-1,7)	-1,0 (-0,8)
Consumo privado	4,3	3,8	3,7	-0,6	-3,1 (-0,5)	-1,1 (-1,1)
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,5	5,1 (+2,8)	4,7 (+4,5)
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,0	7,2	4,6	-4,4	-14,7 (-8,7)	-8,0 (-4,3)
Bienes de equipo	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,3 (-10,6)	-9,6 (-5,1)
Exportaciones	2,5	6,7	6,6	-1,0	-10,2 (-7,5)	0,1 (-0,5)
Importaciones	7,7	10,2	8,0	-4,9	-14,5 (-9,9)	-2,4 (-0,3)
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,7	-1,4	-0,9	1,4	2,0 (+1,2)	0,7 (-0,1)
Empleo	3,2	3,2	2,9	-0,6	-5,3 (-1,4)	-2,7 (-0,7)
Tasa de paro¹	9,2	8,5	8,3	11,3	17,3 (1,2)	20,5 (+1,8)
IPC armonizado	3,4	3,6	2,8	4,1	0,0 (-0,6)	1,4 (-1,0)
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-7,5	-9,0	-10,1	-9,5	-6,9 (+0,2)	-6,3 (+0,3)
Saldo AAPP (% PIB)	1,0	2,0	2,2	-3,8	-8,6 (-2,4)	-9,8 (-4,1)

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

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en primavera de 2009 (respecto a enero de 2009), salvo las de PIB e inflación para 2009, publicadas en septiembre (respecto a enero).

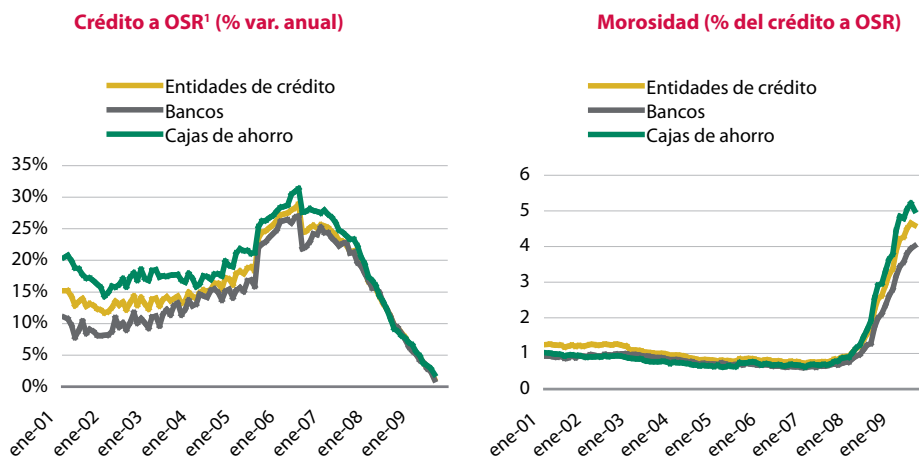
Las entidades depósito siguen operando en un entorno de cierta complejidad en el que el incremento del desempleo continúa afectando negativamente las tasas de morosidad...

Las entidades de depósito españolas continúan operando en un entorno de gran complejidad en el que las dificultades de financiación se han atenuado, pero en el que la reducción de la demanda de crédito y, especialmente, el incremento en el número de desempleados está incidiendo negativamente en la actividad y los resultados de estas entidades. En el primer semestre de 2009, el crédito concedido por las entidades de depósito españolas a familias y empresas continuó la desaceleración

iniciada a principios de 2007. El avance interanual se redujo hasta el 1,2% en junio desde el 5,4% en enero de este año (véase gráfico 3). Por su parte, la ratio de morosidad del conjunto de estas entidades siguió aumentando hasta el 4,6% en junio (3,9% en enero), con más rapidez en los bancos (hasta el 4% en junio desde el 3,2% en enero) que en las cajas de ahorro (5% y 4,5% en junio y enero, respectivamente). De hecho, en estas últimas, dicha ratio disminuyó entre mayo y junio, provocando, por primera vez desde el inicio de la crisis *subprime*, un descenso en la ratio de morosidad del conjunto de entidades de crédito.

Entidades de depósito: evolución del crédito y de la morosidad

GRÁFICO 3



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

1 OSR: Otros Sectores Residentes.

El crecimiento de la morosidad en el último semestre⁶ se concentró, como viene siendo habitual, en la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias, seguida del crédito a las familias para la adquisición y rehabilitación de viviendas y, en menor medida, en la financiación a actividades vinculadas principalmente con la construcción. La diferente composición de la cartera de crédito entre bancos y cajas hizo que estas últimas fueran más sensibles a la mora en los créditos a las actividades inmobiliarias y en la financiación de créditos hipotecarios a las familias. Por su parte, los bancos se vieron más afectados que las cajas en la financiación del resto de actividades productivas distintas de las inmobiliarias y la construcción, así como en los créditos al consumo de bienes duraderos otorgados a los hogares.

Las condiciones de financiación de las entidades de depósito nacionales en los últimos seis meses han mejorado respecto a trimestres anteriores. Este hecho es producto del descenso de la incertidumbre de los agentes, que ha dado lugar a una reducción significativa en las primas de riesgo, de los planes de apoyo al sistema financiero (fundamentalmente mediante la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija a largo plazo) y, finalmente, de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el banco central.

...especialmente en aquellas asociadas a la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias y, en menor medida, al crédito a las familias.

Sus condiciones de financiación han mejorado respecto a trimestres anteriores como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo,...

6 En este caso, los últimos datos de morosidad disponibles por finalidades se refieren a marzo de 2009.

...de los planes de apoyo al sistema financiero (fundamentalmente mediante la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija a largo plazo), y...

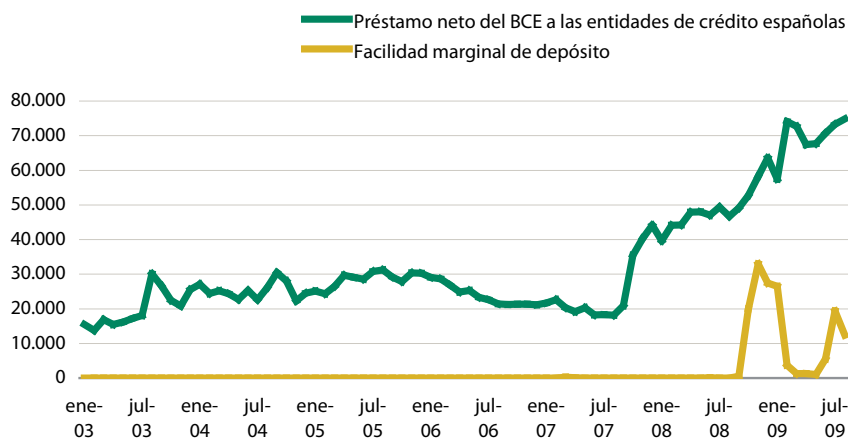
... y de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el banco central.

El importe de las emisiones de deuda efectuado por entidades españolas avaladas por el Estado asciende a 38.465 millones de euros en lo que llevamos de año⁷. Un total de 39 entidades ha realizado un total de 122 emisiones de este tipo.

Por su parte, el importe de los préstamos del Eurosistema captado por las entidades españolas se situaba cerca de los 75.000 millones de euros. Con altibajos, el recurso de las entidades españolas a este tipo de financiación ha sido creciente desde el inicio de la crisis (véase gráfico 4). El último incremento responde parcialmente a la ampliación (efectuada en junio) del plazo hasta un año en las operaciones de financiación con adjudicación plena del BCE. Las entidades continúan dejando una parte significativa de esta financiación (más de 12.000 millones de euros) en la propia facilidad de depósito que ofrece el BCE. La emisión de cédulas hipotecarias por parte de las entidades de depósito también ha cobrado un impulso importante en los últimos meses tras el anuncio del BCE de un plan de adquisición en firme de este tipo de instrumentos. Desde su anuncio en mayo, las entidades españolas han emitido cédulas hipotecarias por importe de 7.195 millones de euros, lo que supone un 32% de lo emitido en 2009.

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

GRÁFICO 4



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

El resultado neto de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2009 fue un 16% inferior al de hace un año por el empeoramiento del resultado de operaciones financieras y el incremento de las pérdidas por deterioro de activos.

El resultado neto de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2009 fue de 4.972 millones de euros, un 16% inferior al de hace un año. Este comportamiento se debió a la evolución negativa del margen bruto (-5,2% interanual), a pesar del crecimiento del margen de intereses (un 24,1% interanual), que se vio mermado por el empeoramiento en el resultado de otras operaciones financieras. El segundo factor más importante que impactó en la cuenta de resultados fue el incremento en las pérdidas por deterioro de activos (4.149 millones de euros en el primer trimestre de 2009 frente a 2.238 millones de euros en el mismo periodo del año anterior). La rentabilidad de los recursos propios (ROE), con datos de finales de 2008, se situó en el 12,9%, inferior al 19% en 2007.

La ratio de solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas se situó en el 11,3% en diciembre de 2008, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) lo hizo en el 8,4%. Estos niveles son algo mayores que los de hace un año (10,6% y 7,5%, respectivamente) y permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos. No obstante, algunas entidades se encuentran especialmente expuestas al

7 Hasta el 15 de septiembre.

deterioro del entorno macroeconómico y financiero relevante. En este sentido, la creación del Fondo de Reestructuración y Reordenación Bancaria (FROB) para reforzar la solvencia y asegurar el funcionamiento de las entidades de crédito⁸ supone una forma adecuada de hacer frente a esos riesgos.

Las empresas no financieras cotizadas siguen mostrando un descenso relativamente pronunciado en sus beneficios como consecuencia del ajuste del crecimiento económico, si bien las diferencias entre sectores han sido especialmente relevantes en el primer semestre de 2009, al observarse tendencias contrapuestas entre ellos. Así, el beneficio agregado del conjunto de empresas no financieras cotizadas quedó cerca de los 14.900 millones de euros en los seis primeros meses del año, lo que representa un descenso del 11% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior (véase cuadro 4). La moderación del beneficio se centró casi por completo en las empresas del sector energético, que pasaron de obtener unos beneficios de 12.166 millones en el primer semestre de 2008 a cerca de 6.750 millones en 2009 (-45%), mientras que las empresas industriales contribuyeron en menor medida (sus beneficios conjuntos se redujeron desde los 1.752 millones de euros hasta 493 millones de euros). Por el contrario, las empresas pertenecientes al sector del comercio y los servicios incrementaron sus beneficios un 3,8% hasta los 6.228 millones de euros y, lo que es más relevante, las empresas pertenecientes al sector de la construcción e inmobiliarias, que sufrieron en 2008 el ajuste más severo, pasaron de obtener unas pérdidas agregadas superiores a los 3.150 millones de euros en 2008 a unos beneficios de 1.465 millones de euros en 2009. No obstante, conviene resaltar que la disparidad entre las empresas de este último sector es notable: el deterioro de la cuenta de resultados prosigue en un conjunto no desdeñable de ellas.

Las ratios de solvencia permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos, aunque algunas entidades están especialmente afectadas por los riesgos derivados del deterioro del marco económico y financiero. El FROB atenúa dichos riesgos.

Las empresas no financieras cotizadas siguen mostrando un descenso pronunciado en sus beneficios, si bien persisten diferencias notables entre sectores.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1508	1509	1508	1509	1508	1509
Energía	14.782	14.984	10.660	10.111	12.166	6.749
Industria	3.506	2.200	2.444	1.129	1.752	493
Comercio y servicios	15.274	14.381	9.445	8.652	5.999	6.228
Construcción e inmobiliario	707	2.736	-727	1.289	-3.154	1.465
Ajustes	-470	-360	-326	-220	-30	-40
TOTAL AGREGADO	33.799	33.941	21.496	20.961	16.733	14.895

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el semestre.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció hasta los 323.117 millones de euros en junio de 2009 (un 4,4% más que a finales de 2008),

8 Se establecen tres fases: (i) solución privada por parte de la entidad de crédito afectada, proceso no regulado en este RD-L, (ii) adopción de medidas para afrontar debilidades que puedan afectar a la viabilidad de las entidades de crédito con participación de los Fondos de Garantía de Depósitos y (iii) los procesos de reestructuración con intervención del FROB. Tendrá una dotación inicial de 9.000 millones de euros, con una financiación mixta a cargo de los Presupuestos Generales del Estado (6.750 millones de euros) y de las aportaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito (2.250 millones de euros). El FROB se dotará con los remanentes del FAAF. Adicionalmente, en cumplimiento de sus fines, el FROB podrá captar financiación con aval del Estado en los mercados de valores emitiendo títulos de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar otras operaciones de endeudamiento, por un importe que en 2009 no podrá superar en tres veces su dotación.

En el primer semestre de 2009, el endeudamiento conjunto de estas sociedades creció un 4,4%, lo que se explica casi completamente por el incremento de la deuda de las empresas energéticas,...

... pero mejoraron los indicadores de la carga financiera que soportan las empresas, salvo en aquéllas pertenecientes al sector de la construcción y las inmobiliarias.

lo que representa 1,7 veces su patrimonio (1,6 veces en 2008). Como se observa en el cuadro 5, el mayor incremento de endeudamiento en términos absolutos y relativos se produjo en las empresas energéticas. Su volumen de deuda agregada creció un 25% en el primer semestre del año hasta quedar cerca de los 103.000 millones de euros y concentra casi la tercera parte de la deuda del total de entidades. Por el contrario, el volumen de deuda de las empresas pertenecientes al sector del comercio y servicios y, especialmente, el de las empresas constructoras e inmobiliarias descendió en este periodo de tiempo, un 3,1% y un 12,3% respectivamente. A pesar del descenso de la financiación externa de estas últimas, su ratio de apalancamiento aumentó desde 3,8 veces su patrimonio en diciembre de 2008 hasta 4,3 veces como consecuencia de la reducción de su patrimonio.

Los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades han mejorado en los últimos seis meses (salvo en las empresas industriales) como consecuencia de la moderación de los tipos de interés. El volumen de beneficios antes de intereses e impuestos agregado (EBIT) supera la carga financiera en 2,6 veces. La situación más ajustada, aunque ha mejorado ligeramente, se encuentra en las empresas relacionadas con la construcción e inmobiliarias, ya que sus beneficios no cubren la totalidad de los gastos financieros (representan la mitad de los mismos).

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

Millones de euros		2005	2006	2007	2008	1509 ⁵	
Energía	Deudas	58.586	59.191	69.172	82.608	102.933	
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,9	0,8	0,9	1,1	
	Deudas/ EBITDA ¹	2,4	2,2	2,5	2,8	3,4	
	EBIT ² / Carga financiera	4,0	4,7	4,1	3,7	3,8	
Industria	Deudas	12.760	15.684	13.312	15.645	15.880	
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8	
	Deudas/ EBITDA	2,1	2,1	1,8	2,7	3,6	
	EBIT / Carga financiera	6,5	5,7	5,9	3,4	2,5	
Construcción e inmobiliario	Deudas	48.324	111.000	138.933	119.788	105.056	
	Deudas/ Patrimonio	2,2	3,1	3,1	3,8	4,3	
	Deudas/ EBITDA	6,5	11,5	10,8	31,9	19,2	
	EBIT / Carga financiera	2,8	2,0	1,2	0,0	0,5	
Comercio y servicios	Deudas	55.710	91.522	96.941	112.322	108.831	
	Deudas/ Patrimonio	1,7	2,5	1,7	2,1	2,1	
	Deudas/ EBITDA	2,7	3,6	3,0	3,6	3,8	
	EBIT / Carga financiera	3,4	2,4	3,2	2,9	3,1	
Ajustes ³	Deudas	-7.942,0	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-9.583,0	
	TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	167.438	266.198	300.967	309.561	323.117
	Deudas/ Patrimonio	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7	
	Deudas/ EBITDA	2,9	3,9	4,0	4,6	4,8	
	EBIT / Carga financiera	3,8	3,3	3,0	2,0	2,6	

Fuente: CNMV.

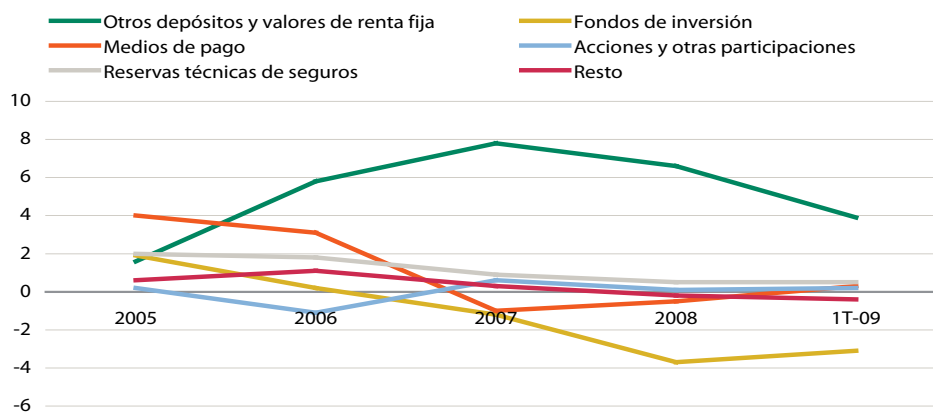
- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales 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 Critería Caixacorp, se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.
- 5 El EBITDA se ha anualizado para calcular la ratio Deudas/EBITDA.

Los distintos indicadores de posición patrimonial de los hogares mantienen las tendencias observadas desde el inicio de la crisis: incremento de la tasa de ahorro (que está por encima del 14% de la renta bruta disponible), descenso de la ratio de endeudamiento hacia tasas del 125% de la renta bruta disponible (tras máximos superiores al 130% en 2007 y 2008) y caída de la riqueza de los hogares, que responde a la caída del precio de los activos financieros y, sobre todo, del de los inmuebles. La adquisición de activos financieros, que continúa la tendencia a la baja iniciada en 2007 debido a la menor disponibilidad de recursos, alcanzó el 1,3% del PIB en el primer trimestre de 2009⁹ (frente al 2,8% del PIB en 2008 o el 7,4% del PIB en 2007). La cartera de los inversores minoristas ha reducido en los últimos trimestres su sesgo eminentemente conservador, como consecuencia de la relativa estabilización de los mercados. Así, a pesar de que en las inversiones de los hogares siguen primando los activos con poco riesgo, se observa un cierto cambio de tendencia entre los depósitos a plazo y los fondos de inversión: los recursos que se dedican a los primeros son mucho menos voluminosos, mientras que las salidas de los segundos también han atenuado su ritmo (véase gráfico 5).

Los hogares siguen ahorrando cada vez más, pero el menor recurso a la financiación externa ha reducido los recursos disponibles para invertir en activos. La cartera de los inversores minoristas sigue teniendo un sesgo conservador, aunque disminuyen las desinversiones en instrumentos de mayor riesgo.

Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 5



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

9 Datos acumulados de cuatro trimestres.

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T08	4T08	1T09	2T09 ⁸	3T08	4T08	1T09	2T09 ⁸
Rta. fija ¹	17.342,5	24.475,2	18.299,3	15.572,6	24.503,3	32.332,9	19.963,9	19.433,2
Rta. fija mixta ²	239,0	739,4	361,9	515,0	1.437,2	1.946,2	806,2	549,3
Rta. vble. mixta ³	272,4	192,9	71,0	156,3	900,0	854,7	493,0	284,4
Rta. vble. euro ⁴	461,621	576,2	362,1	489,3	1.610	1.151,9	751,4	515,9
Rta. vble. intercal ⁵	621,78	336,1	390,8	598,4	1.642	965,6	506,3	592,0
Gar. rta. fija	2.692,4	2.974,9	3.180,6	3.783,2	1.785,4	3.760,4	3.587,1	3.300,3
Gar. rta. vble ⁶	1.549,5	785,4	636,5	1.369,3	3.924,0	4.715,6	2.372,5	2.944,0
Fondos globales	738,3	997,5	600,6	971,5	3.570,2	3.670,3	1.538,5	588,0
De gestión pasiva ⁷				62,1				307,8
Retorno absoluto ⁷				567,8				627,3
IIC de IL	8,2	21,6	23,5	40,7	14,5	47,6	108,3	7,5
IIC de IIC de IL	165,9	161,5	35,5		101,5	215,9	294,6	
TOTAL	24.091,6	31.260,7	23.961,8	24.085,5	39.487,6	49.661,1	30.421,8	29.142,2

Fuente: CNMV.

- Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.
- La información de suscripciones y reembolsos de las IIC de IL corresponde a los meses de abril y mayo. La información desagregada (suscripciones y reembolsos) para las IIC de IIC de IL está disponible únicamente para cada trimestre completo. Las estimaciones efectuadas para el 2T09 indican que, hasta mayo, este conjunto de IIC soportó unos reembolsos netos cercanos a los 72 millones de euros.

Recuadro 3: La regulación de las agencias de *rating* en el ámbito europeo

La evaluación del riesgo realizada por las agencias de *rating* en los últimos años ha sido de vital importancia en la reducción de asimetrías informativas entre los oferentes y demandantes de los productos financieros que calificaban, favoreciendo de esta manera su colocación. Adicionalmente, las calificaciones otorgadas por las agencias han sido empleadas con fines regulatorios para establecer las ponderaciones de las diferentes clases de riesgo en los activos, determinando así las exigencias de capital, o para imponer límites a la inversión en determinados tipos de activos por parte de inversores institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras,...). La actividad del sector está altamente concentrada. Tres grandes agencias cubren el 95% del mercado.

Las agencias de *rating* poseen una compleja estructura de incentivos que se deriva del hecho de que es el emisor y no el inversor el que abona los honorarios de las agencias. Esto puede dar lugar a una excesiva generosidad en las agencias a la hora de calificar los instrumentos emitidos por su cliente. La crisis *subprime* puso de

manifiesto otros problemas adicionales en el funcionamiento de las agencias que se derivan, fundamentalmente, de las calificaciones de los productos estructurados (se transformaban paquetes de préstamos en títulos y posteriormente se vendían tras su calificación por una agencia de *rating*), que resultaron altamente imprecisas y no estimaban correctamente los efectos de la materialización de algunos escenarios adversos.

La crisis financiera propició a escala mundial la aparición de diversas iniciativas para fortalecer la regulación del régimen de registro y supervisión de las agencias, que tradicionalmente habían estado sometidas a un régimen de control basado en la autorregulación. En el marco europeo, la necesidad de introducir una cierta regulación en el ámbito de las agencias de *rating* ha dado lugar a la redacción de un Reglamento, que está pendiente de su aprobación formal y que entrará en vigor previsiblemente a finales de octubre del presente año. El Reglamento restringe el uso de *ratings* con fines reglamentarios a aquellos que hayan sido emitidos por una agencia registrada con domicilio en la UE o en terceros países¹. Además, impone a los emisores la obligación de mencionar si el *rating*, en caso de contratarlo, ha sido emitido por una agencia registrada o no en los folletos informativos publicados con motivo de las ofertas públicas de venta de valores o de su admisión a negociación en un mercado regulado.

La regulación establece condiciones para la emisión de *ratings* y normas relativas a la organización y actuación de las agencias, con los objetivos de²:

- a) Fomentar su independencia y evitar conflictos de interés, a través, entre otras, de las siguientes normas:
 - a.1) Un mínimo de dos consejeros independientes en sus consejos de administración, cuya remuneración no dependa de los resultados de la agencia.
 - a.2) No deberán prestar servicios de consultoría o asesoramiento, salvo aquellos que no generen conflictos de interés con la emisión de calificaciones.
 - a.3) Deberán publicar los nombres de las entidades calificadas que supongan más del 5% de sus ingresos anuales.
 - a.4) La retribución de sus empleados no debe estar vinculada a los ingresos que obtengan de las entidades calificadas.
 - a.5) Imposición de una rotación obligatoria de los analistas de manera escalonada e individual.
- b) Mejorar la fiabilidad de las metodologías, modelos e hipótesis fundamentales empleadas en la elaboración de los *ratings*, principalmente mediante:
 - b.1) Modelos rigurosos, sistemáticos y constantes, validados con experiencia histórica.
 - b.2) La adopción de medidas por parte de las agencias para que la información usada en la elaboración de *ratings* proceda de fuentes fiables y sea de suficiente calidad.
 - b.3) Seguimiento de sus *ratings* y metodologías y revisión cuando se produzcan cambios sustanciales en los mismos.

c) Aumentar la transparencia con las siguientes obligaciones:

- c.1) Publicación permanente de información sobre sus actividades (lista de servicios auxiliares, metodologías, código de conducta,...). La información pública sobre sus metodologías permitiría a los usuarios de los *ratings* comprobar y valorar su fiabilidad, sin perjuicio de no publicar información comercial reservada que desincentive la innovación.
- c.2) Diferenciación de los *ratings* sobre instrumentos financieros estructurados del resto. Además, proporcionarán a CESR información periódica y estandarizada sobre la evolución de sus *ratings* emitidos. CESR creará un registro central con esta información a disposición del público.
- c.3) Publicación de un informe anual de transparencia acerca de su estructura legal, política de mantenimiento de registros, mecanismos de control interno e información financiera de sus ingresos, distinguiendo las actividades de *rating* de las auxiliares.

El Reglamento atribuye a las autoridades competentes del Estado de origen de la agencia el registro y supervisión de las agencias, si bien permite la participación del resto de autoridades nacionales mediante la creación de colegios de supervisores. Además, en el caso de que los miembros del colegio discrepen en las medidas a adoptar, el Reglamento impone la intervención de CESR y de un mediador, establecido a su vez por CESR. Por tanto, el Reglamento asigna a CESR una labor de coordinación entre la supervisión de los colegios y la de las autoridades competentes, permitiendo una supervisión europea, si bien las opiniones de CESR o del mediador no son vinculantes para las autoridades competentes que tienen el poder de adoptar la decisión final. En este sentido, y para evitar decisiones no uniformes entre autoridades nacionales, resultará imprescindible la cooperación fluida en el marco del colegio. No obstante, la arquitectura de supervisión prevista en el Reglamento se considera temporal, previendo reformas de amplio alcance en el modelo de supervisión dadas las conclusiones del Informe Larosière. De hecho, se aboga por un modelo más centralizado que asigne a un único órgano europeo –previsiblemente una transformación de CESR– el registro y supervisión de las agencias de *rating*.

A partir de la entrada en vigor del Reglamento, las filiales de las agencias establecidas en España se someterán a la supervisión de la CNMV, que tendrá que cooperar estrechamente con el Banco de España y con el resto de supervisores de valores europeos para garantizar una supervisión adecuada y global de las agencias de *rating*.

1 Establece dos procedimientos para que los emisores europeos usen a efectos reglamentarios los *ratings* emitidos por agencias domiciliadas en terceros países. Ambos tratan de garantizar la equivalencia de sus respectivos marcos jurídicos y supervisores. Uno de ellos, el sistema de refrendo, está dirigido a las grandes agencias con una vinculación importante con la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de los Estados Miembros de la UE. El otro, de certificación, está previsto para ser utilizado por agencias pequeñas que no tienen previsto establecer filiales en la UE.

2 Las normas recogidas en el Reglamento están basadas, en gran medida, en los estándares de cumplimiento voluntario recogidos en el Código de Conducta para Agencias de *Rating* elaborado por IOSCO.

2.3 Perspectivas

Las previsiones de las principales instituciones internacionales indican que el descenso del crecimiento habría tocado fondo en los meses centrales de este año y que, con posterioridad, comenzará una recuperación gradual del crecimiento del PIB a escala mundial, aunque con tasas muy modestas, salvo en las economías emergentes. Una fuente de incertidumbre que afecta a las previsiones es su dependencia del efecto de las diferentes políticas y medidas de impulso adoptadas por los distintos gobiernos para sortear la recesión, que no pueden prolongarse de manera indefinida. La elección del momento para suspender o revertir dichas políticas reviste una elevada complejidad: una retirada antes de tiempo de las políticas de impulso podría volver a deprimir el crecimiento y un retraso sustancial podría generar un incremento excesivo en las tasas de inflación.

Aunque se puede vislumbrar algunos riesgos al alza sobre las previsiones, asociados al hecho de que los estímulos gubernamentales sean más efectivos de lo inicialmente previsto o a la posibilidad de que las entidades financieras resuelvan sus problemas de forma más rápida, lo cierto es que los riesgos a la baja son numerosos y significativos. Entre ellos destacan la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada del mercado laboral, una pérdida de confianza asociada al deterioro de las finanzas públicas, un recrudecimiento de las presiones proteccionistas y la generalización de expectativas deflacionistas. Todo ello podría propiciar una reavivación de las turbulencias en los mercados financieros.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste de la economía española irá perdiendo intensidad, pero que la recuperación será algo más lenta que en otras economías desarrolladas. Los riesgos fundamentales asociados al escenario previsto tienen que ver con la posibilidad de que se produzca un deterioro más profundo del mercado laboral, especialmente cuando las medidas adoptadas por el Gobierno comiencen a perder intensidad, con la posibilidad de que las finanzas públicas se deterioren por encima de lo previsto dando lugar a problemas de sostenibilidad de la deuda y, finalmente, con el hecho de que continúen las dificultades en algunas entidades financieras y experimenten problemas de recapitalización. En este sentido, la aprobación del FROB atenúa sensiblemente la relevancia de este último factor de riesgo.

Como en el resto de economías, las políticas de demanda prácticamente han agotado sus márgenes de maniobra y son las políticas de oferta las que deben tomar el protagonismo con el fin de impulsar la competitividad de la economía y elevar el PIB potencial de la misma.

Las previsiones de las principales instituciones apuntan hacia una recuperación del crecimiento mundial modesta, si bien la reversión o suspensión de las diferentes políticas expansivas introduce una elevada dosis de incertidumbre.

Los riesgos a la baja sobre las previsiones son numerosos. Entre ellos, destaca la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada en el mercado laboral.

En el ámbito nacional, las previsiones indican que la recuperación será algo más lenta que en otras áreas geográficas y sus riesgos están asociados principalmente al deterioro más profundo del mercado laboral y/o de las finanzas públicas. El FROB atenúa los riesgos asociados al sector financiero.

Las políticas de oferta deben tomar el protagonismo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

En lo que va de año¹⁰, especialmente desde el mes de marzo, los mercados financieros nacionales han mostrado síntomas de recuperación en línea con el resto de

10 La fecha de cierre del informe corresponde al 15 de septiembre.

Los mercados nacionales de renta variable han mostrado, desde marzo, alzas significativas en sus cotizaciones, descensos en la volatilidad y mejoras de la liquidez...

..., que han sido notables en las empresas financieras y en las relacionadas con la construcción. Los sectores más cíclicos han mostrado la peor evolución en lo que va de año.

Desde los mínimos alcanzados en los primeros meses del año, el Ibex 35 ha recuperado un 32% de su valor, aunque éste aún permanece cerca de un 22% por debajo del que tenía antes del inicio de la crisis.

los mercados internacionales, con alzas significativas en las cotizaciones bursátiles, descensos de la volatilidad y mejora de las condiciones de liquidez.

Así, el Ibex 35, que inició su recorrido alcista a mediados de marzo, repuntó un 25,2% en el segundo trimestre y un 18,4% en lo que va de tercero. La ganancia acumulada en 2009 (26,1%) es superior a la mostrada por las principales plazas internacionales de referencia a excepción del Nasdaq (véase cuadro 2). Los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización se han revalorizado un 29,9% y un 19,5% respectivamente en lo que llevamos de año. Los índices FTSE Latibex Top y All Share han mostrado crecimientos muy superiores a lo largo de 2009 (48,4% y 65,2%, respectivamente), e iniciaron la recuperación un trimestre antes.

Las entidades financieras y las sociedades ligadas al sector de la construcción han liderado la recuperación de las cotizaciones (véase cuadro 7). También son notables las revalorizaciones en el sector de bienes industriales, de bienes de consumo discrecional y de seguros. Las pérdidas más significativas del año en curso se producen en los sectores más cíclicos, como el de bienes de consumo básico, en las empresas relacionadas con la producción y el suministro de fuentes energéticas (petróleo, gas y utilities) y en las sociedades inmobiliarias.

En el cuadro 8 se expone para cada componente del Ibex 35 en la fecha de elaboración de este informe el valor mínimo alcanzado por la cotización de cada sociedad desde el inicio de la crisis (se normalizan todos los valores haciendo su cotización igual a 100 el 31 de julio de 2007), el valor actual de la misma y, por diferencia, la recuperación desde dichos mínimos. Se observan varios resultados interesantes. En primer lugar, el Ibex 35, que alcanzó un mínimo de 46 puntos (es decir, llegó a perder un 54% de su valor desde el verano de 2007), mostraría en la actualidad cerca de 78 puntos, es decir, habría recuperado casi 32 puntos, pero su valor aún sería un 22% inferior al existente antes de comenzar la crisis.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 7

Índices	2005	2006	2007	2008	I-09 ¹	II-09 ¹	III-09 (hasta 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	25,2	18,4	26,1	6,4
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	-16,2	24,4	19,3	24,2	3,4
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-12,5	23,8	10,3	19,5	-5,2
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-6,0	19,5	15,7	29,9	-13,4
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	16,6	27,6	11,0	65,2	0,7
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	6,4	27,5	9,4	48,4	-7,6
Sectores²									
Petróleo y gas	29,1	18,3	1,8	-30,8	-32,4	12,6	12,5	-14,4	-29,2
Químicas	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	-15,5	13,2	14,2	9,3	-42,1
Materiales básicos	20,0	69,3	-17,2	-45,4	-20,9	37,6	21,0	31,7	3,1
Construcción y mat. de construcción	50,4	61,6	-12,0	-51,0	-7,9	28,6	7,7	27,5	-0,2
Bienes industriales y servicios	18,4	28,4	6,9	-41,9	-6,4	17,0	13,7	24,5	9,9
Salud	19,0	40,7	19,2	-45,0	-5,5	29,2	-1,4	20,4	-20,7
Utilities	27,2	42,0	18,5	-31,0	-23,6	1,5	14,5	-11,2	-21,2
Bancos	19,2	27,6	-4,5	-47,9	-23,4	48,8	25,7	43,2	10,2
Seguros	39,9	44,7	-13,3	-25,0	-32,6	41,6	27,1	21,3	1,4
Inmobiliaria	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-36,3	-10,9	41,3	-19,7	-39,6
Servicios financieros	58,6	91,1	-35,6	-44,3	-9,6	31,3	7,5	27,5	4,5
Telecomunic. y medios de comunic.	-0,7	29,4	26,3	-31,4	-6,2	8,9	15,8	18,3	9,8
Consumo discrecional	24,8	21,2	-7,7	-39,2	-12,3	22,6	17,2	26,0	21,7
Consumo básico	19,0	12,9	6,9	-22,5	-19,4	2,3	11,9	-7,8	-23,4

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

Por entidades, se observa que los valores más reducidos en las cotizaciones a lo largo de la crisis se han producido, con carácter general, en sociedades pertenecientes a los sectores de la banca y de la construcción, con descensos superiores al 75% en muchos casos (Sacyr perdió casi el 85% de su valor y OHL el 80%). Por el contrario, las sociedades relacionadas con la industria energética y, sobre todo, las comunicaciones mostraron mínimos mucho más elevados. Entre las recuperaciones más importantes destacan las de los dos grandes bancos (Santander con 52 puntos y BBVA con 43 puntos), una entidad aseguradora (Mapfre con 47 puntos), dos sociedades industriales (Técnicas Reunidas con 50 puntos y Acerinox con 37 puntos) y una constructora (OHL). Sólo dos valores del Ibex 35 poseen cotizaciones superiores a las existentes con anterioridad al inicio de la crisis (Telefónica y Red Eléctrica Corporación).

Aunque sólo dos valores del Ibex 35 cotizan por encima de los niveles anteriores al inicio de la crisis, algunos de ellos han mostrado recuperaciones sustanciales en los últimos meses.

Evolución de la cotización de los componentes del Ibex 35 desde el inicio de la crisis

CUADRO 8

31/07/2007=100

Sociedad	Mínimo	Valor actual ¹	Recuperación desde el mínimo	Ponderación (%)
SACYR-Vallehermoso	15,6	36,3	20,6	0,4
OHL	20,6	57,7	37,1	0,3
Telecinco	22,2	43,9	21,8	0,3
Gas Natural	23,5	40,5	17,0	1,3
Grupo Ferrovial	24,3	39,6	15,3	0,7
Abengoa	24,5	59,1	34,5	0,4
Banco Popular	25,2	53,7	28,5	2,1
BBVA	25,8	68,6	42,8	11,7
Gamesa	26,8	54,3	27,4	1,0
FCC	27,5	42,1	14,6	0,6
Arcelor Mittal	27,8	61,3	33,5	1,0
Técnicas Reunidas	28,7	78,3	49,7	0,4
Acciona	29,1	50,7	21,7	1,2
Cintra	30,5	63,4	32,9	0,5
Banco Santander	30,8	83,1	52,2	22,4
Banesto	32,3	58,7	26,4	0,3
BME	32,3	60,1	27,8	0,5
Iberia	36,1	57,8	21,7	0,4
Banco de Sabadell	37,4	61,6	24,3	1,5
Iberdrola Renovables ²	38,8	65,2	26,4	0,7
Critería ²	39,0	65,7	26,7	1,2
Mapfre	40,6	87,4	46,8	0,8
Repsol	41,7	65,2	23,6	5,4
Acerinox	42,2	78,9	36,7	0,8
Iberdrola	43,3	63,8	20,6	8,5
Endesa	44,7	71,4	26,7	0,3
Bankinter	45,7	73,1	27,4	1,0
Abertis	49,1	77,6	28,6	2,2
Inditex	53,4	87,1	33,7	3,8
ACS	58,7	81,5	22,8	2,5
Enagás	60,9	80,3	19,5	0,9
Grifols	66,5	82,6	16,2	0,7
Indra	68,5	86,9	18,4	0,7
Telefónica	73,6	107,8	34,1	22,2
Red Eléctrica	81,6	100,7	19,1	1,2
Ibex 35	46,1	78,3	32,3	100,0

Fuente: Thomson Datastream, Sociedad de Bolsas y elaboración propia.

Las sociedades se han ordenado de menor a mayor según el valor mínimo alcanzado y se han sombreado las que han mostrado una recuperación superior a la del Ibex 35.

¹ Datos a 15 de septiembre.

² Las variaciones de Critería y de Iberdrola Renovables están calculadas desde el 10/10/2007 y el 13/12/2007, respectivamente.

La ratio precio-beneficios de las acciones españolas se vio impulsada por el repunte de las cotizaciones, con mayor intensidad que en la mayoría de referencias internacionales, ...

... favoreciendo la aproximación de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo a su valor promedio de los últimos años.

Por su parte, la volatilidad y las condiciones de liquidez del mercado han mejorado notablemente desde marzo.

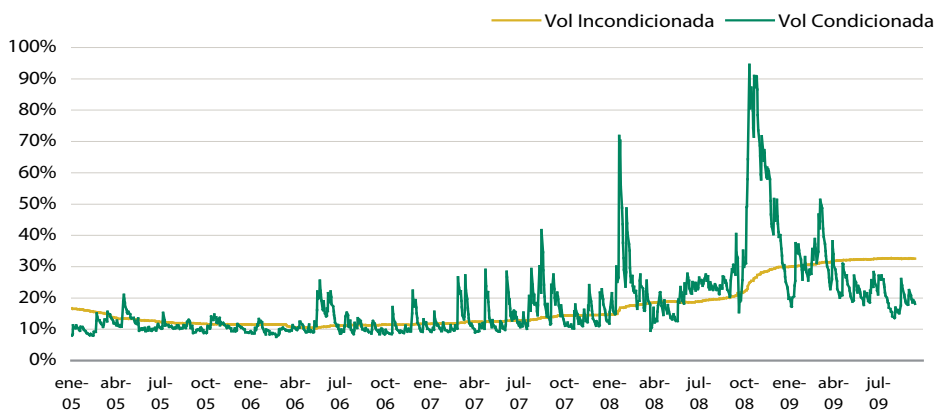
La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas aumentó intensamente desde el 8,2 a finales del primer trimestre hasta el 12,1 a mediados de septiembre, como consecuencia del repunte de sus precios. De esta forma, dicha ratio vuelve a valores de principios de 2008. El crecimiento fue mayor que el mostrado por las principales bolsas de referencia internacionales, si bien dicha ratio se sitúa por debajo de aquéllas, a excepción del Euro Stoxx 50.

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 descendido sustancialmente en el segundo y tercer trimestre de este año, hasta el 4,4%, compensando en su totalidad el fuerte movimiento alcista que inició a mediados de 2008 y que le llevó al máximo de febrero (8,7%). Este movimiento, explicado principalmente por el aumento del PER, ha acercado el valor de la prima de riesgo a su media de los últimos años (4,4% desde 2005).

La volatilidad del mercado de renta variable español continúa su pauta de normalización después de los máximos alcanzados en octubre del ejercicio anterior, superiores al 90%, y se sitúa en valores ligeramente inferiores al 20% a mediados de septiembre (véase gráfico 6). Por su parte, la sensibilidad de la volatilidad de los rendimientos del índice de renta variable nacional ante descensos en los precios se ha mantenido en los mismos niveles que a finales del primer trimestre de 2009 (véase gráfico 7). También se observa una mejora notable desde marzo en las condiciones de liquidez del mercado de renta variable, medidas a través del spread *bid-ask*, cuyo promedio mensual se sitúa en valores similares a los existentes antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 8).

Volatilidad histórica. Ibex 35

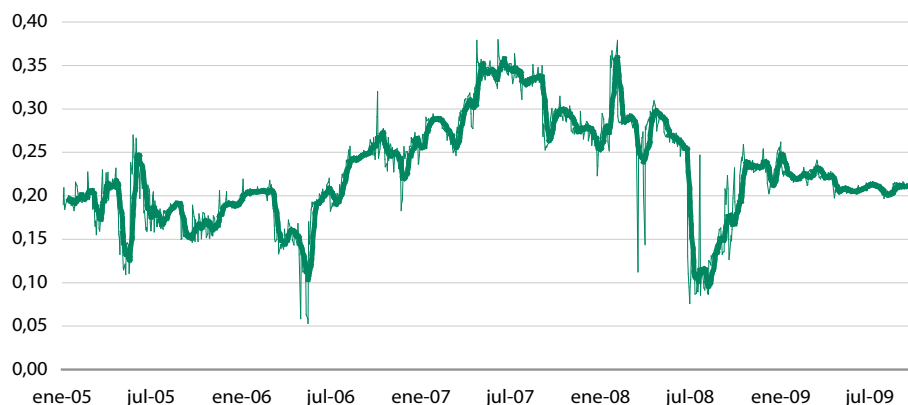
GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

Asimetría de la volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

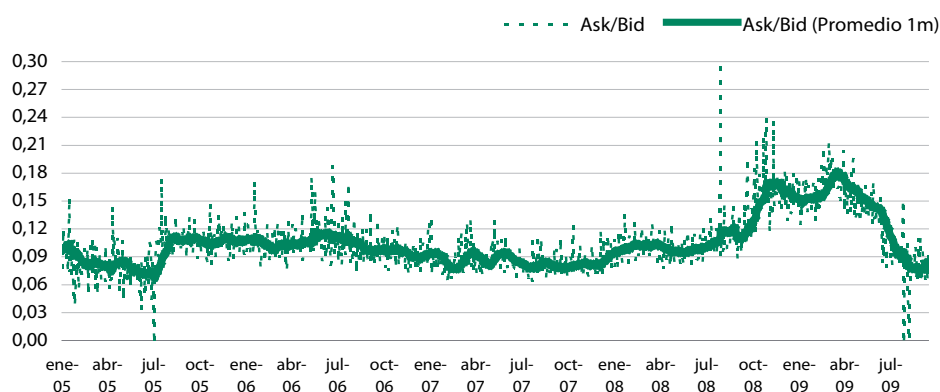
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico (*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

(*) 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 Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

Tras un notable descenso a lo largo de 2008 y el primer trimestre de 2009, la contratación en el mercado bursátil español repuntó en el segundo trimestre de 2009 (en promedio diario) hasta los 3.639 millones de euros (desde los 2.931 millones de euros en el primer trimestre). En el tercer trimestre de 2009, volvió a mostrar una tendencia a la baja (especialmente desde agosto) que moderó la contratación diaria hasta niveles próximos a los 3.258 millones de euros¹¹. La ratio de rotación, calculada como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo) está en sintonía con esta evolución.

La contratación en el mercado bursátil español repuntó en el segundo trimestre del año, tras los descensos mostrados en los últimos trimestres. En lo que va de tercer trimestre, registró una nueva caída, aunque mantiene niveles superiores a los de principios de año.

11 El promedio diario de contratación en el mercado bursátil fue de 6.590 millones de euros en 2007 y de 4.895 millones en 2008.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	I-09	II-09	III-09 ¹
Total bolsas	854.145	1.154.294	1.667.219	1.243.387	184.654	225.638	179.193
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	1.235.330	183.367	224.385	178.220
Corros	5.899	5.318	1.154	207	19	27	12
de los que SICAV ²	4.864	3.980	362	25	7	3	7
MAB ³	-	1.814	6.985	7.060	1.178	1.109	883
Segundo Mercado	26	49	193	32	1	1	0
Latibex	557	723	868	758	89	115	78
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)	57,4	58,4	61,6	65,5	61,7	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

El entorno de normalización y recuperación de los mercados financieros no se ha traducido, por el momento, en una recuperación sustancial de las emisiones de renta variable.

Las señales de normalización de los mercados financieros y, concretamente, la recuperación de los precios bursátiles no se han traducido en un incremento notable de las emisiones de valores de renta variable. La reanudación de las emisiones de valores de las entidades (principalmente financieras) se ha centrado sobre todo en instrumentos de renta fija. Así, las emisiones de renta variable en lo que va de 2009 han ascendido a 9.072 millones de euros, lejos aún de las cifras de ejercicios anteriores a la crisis, aunque superiores a las registradas en los tres primeros trimestres del año pasado (7.150 millones de euros).

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 10

	2005	2006	2007	2008	2009		
					I-09	II-09	III-09 ²
IMPORTE EFECTIVOS ³ (millones de euros)	3.282	29.219	69.650	16.349	5.932	2.060	1.080
Ampliaciones de capital	3.125	26.760	67.582	16.340	5.932	2.060	1.080
De ellas, mediante OPS	0	645	8.503	292	0	0	0
Tramo nacional	0	303	4.821	292	0	0	0
Tramo internacional	0	342	3.681	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157	2.459	2.068	10	0	0	0
Tramo nacional	55	1.568	1.517	10	0	0	0
Tramo internacional	102	891	551	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES ⁴	51	84	99	54	9	14	10
Ampliaciones de capital	49	75	90	53	9	14	10
De ellas, mediante OPS	0	8	8	2	0	0	0
De ellas, liberadas	16	20	19	18	1	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	2	0	0	0

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

2 Datos disponibles: 15 de septiembre 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.

Persiste incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación del mercado nacional de renta variable.

A pesar de la notable recuperación de las cotizaciones de los valores de renta variable, la incertidumbre que rodea la sostenibilidad de la misma es elevada, como lo demuestra la heterogeneidad de las previsiones que realizan los analistas. La debilidad de la contratación, a pesar de experimentar un crecimiento modesto en el segundo

trimestre del año, evidencia la fragilidad de la mejoría de este mercado, por lo que a corto plazo no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias, aunque de menor intensidad. La publicación de indicadores de actividad real que confirmen el cambio de tendencia del ciclo económico y la información acerca de los resultados de las sociedades cotizadas (especialmente financieras) correspondientes al segundo semestre serán relevantes para mantener la pauta de normalización de estos mercados.

3.2 Los mercados de renta fija

En los últimos meses, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada de los mercados nacionales han mantenido la senda descendente que muestran desde el cuarto trimestre de 2008 en línea con el tono marcadamente expansivo de la política monetaria del BCE. Sin embargo, el margen de maniobra es cada vez más reducido, de modo que los descensos desde marzo han oscilado entre los 50 y los 70 pb dependiendo del plazo. Así, en el ámbito de la deuda pública, los tipos de interés (en promedio) de las letras del Tesoro en agosto en los plazos de tres, seis y 12 meses fueron del 0,4%, 0,5% y 0,7%. En la renta fija privada, los tipos de interés en los mismos plazos fueron del 1,0%, 1,2% y 1,5%.

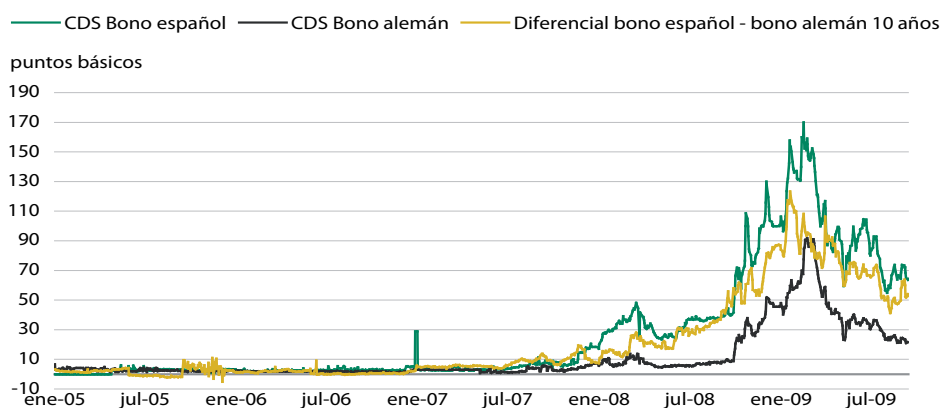
Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009 (salvo en el mes de junio), aunque con menor intensidad en los plazos más largos. Buena parte de este descenso se podría atribuir a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española, como indica el retroceso sustancial del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, que actualmente oscila por encima de los 50 pb desde el entorno de 80 pb de finales de marzo, y el notable recorte de la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 9) de más de 50 pb, situándose por debajo de 70 pb. Otros factores que pueden contribuir al descenso de los tipos de la deuda pública a largo plazo están relacionados con la debilidad de la actividad económica nacional y las dudas sobre el momento y la intensidad de su recuperación, todo ello en un marco de ausencia de presiones inflacionistas.

Los tipos de interés a corto plazo continúan su evolución descendente en línea con el tono expansivo de la política monetaria del BCE. Sin embargo, el margen de caída es cada vez más reducido.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009, debido principalmente a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y, en menor medida, a la debilidad de la actividad económica nacional y la incertidumbre sobre el inicio e intensidad de su recuperación.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de septiembre.

Los tipos de interés de la deuda privada a largo plazo aumentaron en el segundo trimestre y descendieron ligeramente en el tercero, ...

En cambio, los tipos a más largo plazo de la deuda privada aumentaron en el segundo trimestre del año para descender ligeramente en el tercero. En conjunto, el promedio de los tipos de interés de la deuda a tres años pasó del 3,24% en marzo al 3,17% en septiembre, con sendos incrementos de 0,27 y 0,35 puntos porcentuales en los tipos a cinco y diez años en el mismo periodo, hasta el 4,27% y 5,11%, respectivamente (véase cuadro 11).

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09
Corto plazo: pagarés de empresa ²									
3 meses	2,58	3,78	4,97	3,45	5,24	3,45	1,70	1,28	0,97
6 meses	2,74	3,91	4,91	3,54	5,45	3,54	1,86	1,52	1,23
12 meses	2,93	4,00	4,85	3,68	5,63	3,68	2,10	1,80	1,47
Medio y largo plazo ³									
3 años	3,15	4,04	4,59	3,79	5,39	3,79	3,24	3,40	3,17
5 años	3,48	4,14	4,65	4,17	5,48	4,17	4,00	4,46	4,27
10 años	3,89	4,26	4,94	4,73	5,65	4,73	4,76	5,24	5,11

Fuente: AIAF.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de septiembre corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

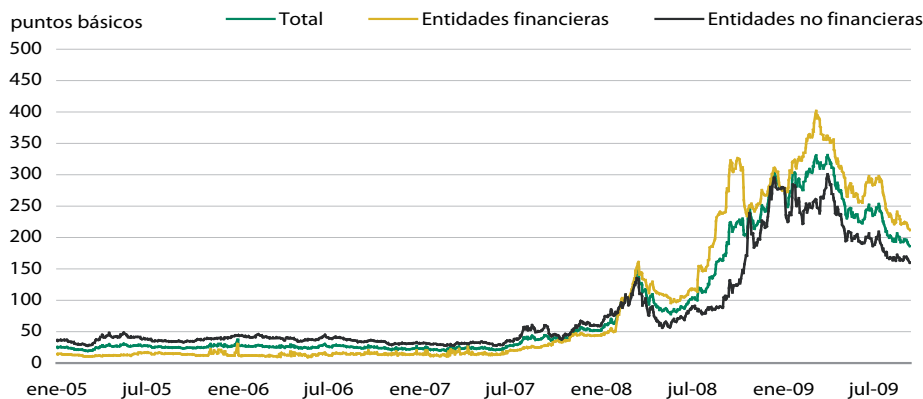
3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

... mientras las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, tanto financieros como no financieros, mostraron una tendencia a la baja, similar a la experimentada en otros países.

Las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles mostraron una tendencia bajista similar a la observada en otras áreas geográficas. El promedio de las primas del conjunto de emisores, que alcanzó un máximo de 325 pb en marzo, se redujo hasta los 180 pb a mediados de septiembre, unos niveles similares a los existentes antes de la quiebra de Lehman Brothers, pero históricamente elevados. Los descensos fueron similares en las entidades financieras y en las no financieras.

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

GRÁFICO 10



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

1 Media simple.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV alcanzaron un importe de 297 mil millones de euros en lo que va de 2009¹², ligeramente por debajo de los

12 Hasta el 15 de septiembre.

329 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2008¹³. Aunque el volumen de emisiones es relativamente parecido en términos anuales, su composición muestra una variación notable. Así, la importancia relativa de las emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización ha descendido sustancialmente (en conjunto suponen más del 70% de las emisiones frente al 94% de 2008), mientras que las de bonos y cédulas hipotecarias ha aumentado desde el 5% en 2008 hasta el 24% en lo que va de 2009. La emisión de bonos simples ha sido cercana a los 50 mil millones de euros, una cifra casi cinco veces superior al total emitido en 2008. Su dinamismo responde a una cierta reanimación de las emisiones de las entidades como consecuencia de la mejoría de sus condiciones de financiación y, sobre todo, a la concesión de avales públicos a emisiones de este tipo de instrumentos por parte de entidades financieras. De hecho, las emisiones avaladas han concentrado casi el 80% del total de las emisiones de bonos en el conjunto del año. Por su parte, el mercado de cédulas hipotecarias se ha visto estimulado desde principios de año tanto por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) como, recientemente, por el programa de compra de este tipo de instrumentos por parte del Eurosistema. Estas emisiones ascienden a 22.569 millones de euros (7,6% del total) y superan los 14.300 millones de euros emitidos en el conjunto de 2008.

El volumen de emisiones de renta fija en lo que va de 2009 ha permanecido relativamente estable, aunque su composición ha variado sustancialmente. El peso relativo de los pagarés y los bonos de titulización ha disminuido a favor de los bonos simples y las cédulas hipotecarias, favorecidos por las diversas medidas de apoyo procedentes del Estado y las posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema.

Emisiones brutas de renta fija registradas¹ en la CNMV

CUADRO 12

	2005	2006	2007	2008	2009		
					I-09	II-09	III-09 ²
NÚMERO DE EMISIONES	263	335	334	337	111	180	88
Cédulas hipotecarias	21	37	32	47	31	11	9
Cédulas territoriales	3	6	8	8	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	76	31	106	47
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	4	1	0	1	0	1	1
Bonos de titulización	54	82	101	108	21	26	12
Programas de pagarés	80	83	106	88	20	16	11
De titulización	3	3	3	2	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	86	20	15	11
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	9	8	19	8
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	414.254	523.131	648.757	476.276	116.427	130.129	50.180
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	14.300	10.474	10.175	1.920
Cédulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.820	0	500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	10.490	15.492	28.249	4.845
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	163	68	0	1.429	0	300	200
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	135.253	27.358	31.035	7.786
tramo nacional	28.746	30.886	94.049	132.730	27.358	28.484	6.581
tramo internacional	40.298	60.722	47.578	2.522	0	2.551	1.206
Pagarés de empresa ³	264.360	334.457	442.433	311.738	61.552	49.697	34.242
De titulización	2.768	1.993	465	2.843	1.334	1.227	799
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	308.895	60.218	48.470	33.443
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	1.246	1.550	10.173	1.187
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	12.950	8.484	5.571	1.082
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	86.161	9.170	0	2.559	1.450

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

2 Datos disponibles: 15 de septiembre de 2009.

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

13 Cabe señalar el fuerte aumento del volumen de emisiones de renta fija en el exterior por emisores españoles. En los tres primeros trimestres de 2009 (con datos hasta el 15 de septiembre) la magnitud de dichas emisiones superó los 103 mil millones de euros, un 20,1% más que en el mismo periodo de 2008. Las emisiones de largo plazo ascendieron a 32,6 mil millones de euros y las de corto plazo a 70,8 mil millones de euros.

Recuadro 4: Cambios recientes en los contratos y en la convención de las primas de riesgo de crédito (CDS)

Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato de compraventa de protección frente a un riesgo de crédito (evento de crédito) de una determinada compañía (entidad de referencia). El comprador se compromete a pagar una prima periódica hasta el vencimiento del contrato o hasta que se produzca el evento de crédito, en cuyo caso tiene el derecho de entregar al vendedor una obligación (bono o préstamo) emitida por la entidad de referencia a cambio de su valor nominal¹. El valor nocional de las primas de riesgo de crédito ha crecido progresivamente desde menos de 1 billón de dólares en 2001 hasta cerca de 40 billones de dólares en 2008 (con un máximo de algo más de 60 billones en 2007).

La crisis financiera ha permitido identificar algunas deficiencias en el funcionamiento de estos mercados, lo que ha generado un consenso sobre la necesidad de acometer reformas que supongan una mejora de su infraestructura. Así, resultaría conveniente la disminución del valor nocional de las posiciones pendientes, la reducción al máximo de los retrasos en la confirmación de las operaciones y, sobre todo, promover la compensación de posiciones en cámaras de contrapartida central (CCP).

Estos cambios requieren una mayor estandarización de los contratos. En este sentido, dos protocolos recientemente aprobados por la ISDA (International Swaps and Derivatives Association) pueden suponer un avance importante para la homogeneización de este tipo de instrumentos. El primer protocolo, conocido como Big Bang, entró en vigor el 8 de abril de este año y supuso cambios de ámbito global en los contratos de estos instrumentos y modificaciones en la convención de los CDS norteamericanos. El segundo protocolo, calificado como Small Bang, es una extensión del anterior y el producto de la necesidad de mantener en Europa la reestructuración de la deuda de una entidad de referencia con problemas de impago como evento de crédito, así como la aplicación de cambios en la convención de los CDS europeos, muy similares a los vistos en los CDS norteamericanos. Los cambios en los contratos entraron en vigor el 31 de julio y los cambios en la convención fueron implementados en Europa el 20 de junio.

Los cambios más importantes que introdujeron ambos protocolos fueron los siguientes:

Cambios globales en los contratos:

Big Bang	Small Bang
<p>1. Creación de Comités de Determinación regionales con capacidad para dictar resoluciones vinculantes sobre si un evento de crédito ha acontecido, en cuyo caso determina también si ha de celebrarse una subasta, los términos de la misma y la cesta de bonos elegible. Incluye doce representantes por el lado de los vendedores de protección, seis por parte de los compradores de protección y un representante de la ISDA. Se establece un comité en cada una de las siguientes zonas: América; Europa, Oriente Medio y África; Japón; Asia (ex-Japón) y Australia y Nueva Zelanda.</p>	<p>1. Liquidación mediante subastas en los eventos por reestructuración de deuda. Después de una reestructuración, sin necesidad de pronunciamiento por el Comité, cada contrato, en función de su vencimiento, se agrupa en una de nueve cestas con distintos vencimientos (0-2,5; 2,5; 5; 7,5; 10; 12,5; 15; 20 y 30 años). El Comité determina si para cada cesta se celebrará una subasta y las obligaciones de referencia asociadas, mientras que las partes del contrato deben elegir si lo accionan².</p>

<p>2. Predeterminación del mecanismo de subastas en la mayoría de contratos, excepto aquellos términos específicos que dependen de la particularidad del evento de crédito.</p>	<p>2. Capacidad decisoria del Comité de Determinación en tales eventos. Decide si un evento de crédito por reestructuración ha ocurrido o no. También determina los bonos o préstamos (activos de referencia en el CDS) que forman parte de cada cesta. Para ello, dispone de dos semanas después del evento de reestructuración.</p>
<p>3. Modificación de la fecha efectiva para accionar un evento de crédito, que deja de ser el siguiente día hábil a la fecha de la operación. En su lugar, para toda posición abierta en cualquier día, la protección comenzará 60 días antes de ese día en caso de un evento de crédito, y 90 días antes del mismo cuando ocurra un evento de sucesión.</p>	<p>3. Limitación del tiempo para accionar la liquidación de los contratos después de un evento de reestructuración. Compradores y vendedores de protección tendrán cinco días hábiles para accionar sus contratos. Si no lo hacen, no podrán acudir a otra subasta para accionar un posterior evento de crédito para esos mismos contratos.</p>

Cambios en la convención de los CDS norteamericanos y europeos:

Big Bang: CDS norteamericanos	Small Bang: CDS europeos
<p>1. Cambio en los pagos periódicos (cupones o <i>spreads</i>). Los pagos periódicos realizados por el comprador de protección al vendedor de protección sobre el nominal del contrato cotizaban en la mayoría de CDS con exposición individual, de forma que el valor presente del CDS al comienzo del contrato fuese cero para el comprador y para el vendedor (par spread). Bajo la nueva convención, los cupones son fijados a 100 o 500 pb anuales con una prima por adelantado (<i>upfront fee</i>).</p>	<p>1. Los pagos periódicos se establecen como cupones fijos de 25, 100, 300, 500, 750 o 1000 pb anuales más una prima por adelantado. La razón principal de esta multitud de precios en Europa respecto a Norteamérica es producto de la mayor diversidad en la cotización de los CDS en Europa.</p>
<p>2. Las fechas elegidas para el pago de los cupones (y para la finalización de los contratos) son las del International Monetary Market (IMM): 20 de marzo, 20 de junio, 20 de septiembre y 20 de diciembre. Bajo la anterior convención, la fecha del pago del primer cupón dependía de la fecha de la operación.</p>	<p>2. Se adopta la convención norteamericana del pago completo del cupón del protocolo Big Bang para CDS norteamericanos.</p>
<p>3. Eliminación de la reestructuración de la deuda de la entidad de referencia como evento de crédito. La legislación de EEUU en materia de quiebras hace innecesario este tipo de evento. Se considera que los compradores de protección ya tienen adecuada protección a pesar de que en sus contratos no se incluya la cláusula de reestructuración de deuda como evento de crédito. De hecho, la mayoría de los CDS norteamericanos <i>high yield</i> se negocian sin esta cláusula.</p>	<p>3. La cláusula de reestructuración ante un evento de crédito seguirá siendo MMR (Modified Modified Restructuring) para <i>CDS europeos</i> corporativos y soberanos. La práctica totalidad de los contratos europeos se negocian actualmente bajo esta convención. Los distintos tratamientos en materia de bancarrotas corporativas en Europa y sus escasas semejanzas a las leyes federales de bancarrota de EEUU hacen que la reestructuración como evento de crédito sea necesaria para proteger apropiadamente a la rama compradora de un CDS europeo ante este acontecimiento.</p>

En general, estos dos protocolos suponen cambios importantes en la estructura operacional, de negociación y legal del mercado de CDS, favoreciendo la consistencia, estandarización y fungibilidad de los contratos y, en última instancia, la eficiencia del proceso de compensación en una CCP.

- 1 Cuando no dispone de ella, la liquidación se efectúa por diferencias, recibiendo el nominal contratado menos una tasa de recuperación predeterminada en el contrato o determinada vía subasta de la obligación de referencia.
- 2 De este modo, en esencia se mantiene la operativa que prevalecía bajo las antiguas convenciones en los contratos MMR (Modified Modified Restructuring), el estándar europeo, y MR (Modified Restructuring), el estándar norteamericano, que imponían limitaciones en las obligaciones que se podían entregar en caso de un evento de reestructuración con base en sus vencimientos. La convención MR era más restrictiva que la MMR en cuanto al conjunto de obligaciones que se podían entregar en caso de que ocurriera el evento.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁴

El patrimonio de los fondos de inversión moderó notablemente su ritmo de descenso en el primer semestre de 2009, hasta 167 mil millones de euros, un 5% inferior al patrimonio registrado en 2008. La caída tuvo su origen en los reembolsos efectuados por los partícipes, aunque estos fueron de menor cuantía que en trimestres anteriores.

El patrimonio conjunto de los fondos de inversión de carácter financiero finalizó el primer semestre del año en 167,2 mil millones de euros, lo que supone un descenso del 5% respecto al ejercicio anterior (véase cuadro 13). El patrimonio de los fondos de inversión acumula ocho trimestres consecutivos de caídas, aunque su ritmo de descenso se ha moderado notablemente (en 2008 cayó un 31%). La caída del patrimonio tuvo su origen en el volumen de reembolsos efectuados por los partícipes. Estos, sin embargo, fueron menos cuantiosos que en 2008, como consecuencia del descenso de su incertidumbre y del menor atractivo relativo de otras inversiones alternativas, especialmente de los depósitos. El valor de la cartera de los fondos retrocedió en el primer trimestre del año, pero en el segundo trimestre recuperó lo perdido como consecuencia de las revalorizaciones bursátiles. En el conjunto del semestre, la variación del valor de la cartera de los fondos fue positiva.

¹⁴ 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.

Principales magnitudes de los fondos de inversión

CUADRO 13

	2007	2008	2008	2008	2009	2009
Número			III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.932	2.912	2.830	2.735
Rta. fija ¹	600	629	616	629	631	612
Rta. fija mixta ²	204	195	195	195	193	190
Rta. vble. mixta ³	207	202	204	202	191	181
Rta. vble. euro ⁴	247	237	239	237	235	193
Rta. vble. interncal ⁵	357	330	347	330	304	271
Gar. rta. fija	251	260	255	260	249	253
Gar. rta. vble ⁶	590	590	600	590	586	610
Fondos globales	470	469	476	469	441	208
De gestión pasiva ⁷						69
Retorno absoluto ⁷						148
Patrimonio (millones de euros)						
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,3	167.161,0
Rta. fija ¹	113.234,1	92.813,1	100.931,9	92.813,1	91.473,0	86.711,3
Rta. fija mixta ²	13.011,9	5.803,0	7.175,8	5.803,0	5.282,6	5.421,8
Rta. vble. mixta ³	8.848,0	3.958,8	5.092,8	3.958,8	3.301,7	3.480,1
Rta. vble. euro ⁴	16.589,7	5.938,9	7.853,3	5.937,0	4.778,1	4.946,0
Rta. vble. interncal ⁵	13.948,1	4.254,7	6.231,9	4.256,6	3.808,8	4.108,3
Gar. rta. fija	17.674,4	21.150,3	20.968,0	21.281,7	20.952,0	21.664,1
Gar. rta. vble ⁶	42.042,1	30.873,7	33.782,8	30.742,4	29.433,3	29.120,6
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	15.269,2	11.072,8	9.799,9	3.350,7
De gestión pasiva ⁷						2.714,5
Retorno absoluto ⁷						5.643,6
Partícipes						
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	6.520.089	5.923.346	5.626.786	5.498.325
Rta. fija ¹	2.763.442	2.204.652	2.389.795	2.204.652	2.145.607	2.067.091
Rta. fija mixta ²	493.786	277.629	319.445	277.629	247.833	241.097
Rta. vble. mixta ³	331.214	209.782	236.645	209.782	194.064	187.244
Rta. vble. euro ⁴	577.522	377.545	412.239	377.545	339.285	270.079
Rta. vble. interncal ⁵	800.556	467.691	526.696	467.691	431.575	419.928
Gar. rta. fija	549.108	538.799	552.515	538.799	525.387	540.428
Gar. rta. vble ⁶	1.715.144	1.402.948	1.513.064	1.402.948	1.339.367	1.339.321
Fondos globales	822.277	444.300	569.690	444.300	403.668	96.581
De gestión pasiva ⁷						91.738
Retorno absoluto ⁷						244.818
Rentabilidad⁸(%)						
Total fondos de inversión	2,63	-4,21	-0,79	-0,96	-0,32	2,43
Rta. fija ¹	2,68	2,06	0,48	0,45	0,23	0,55
Rta. fija mixta ²	2,01	-7,14	-1,29	-2,43	-1,51	3,48
Rta. vble. mixta ³	2,79	-22,21	-4,73	-9,02	-5,66	9,86
Rta. vble. euro ⁴	6,05	-39,78	-10,04	-17,45	-13,02	23,34
Rta. vble. interncal ⁵	1,31	-41,71	-11,95	-20,82	-6,60	20,08
Gar. rta. fija	2,80	3,29	0,80	1,45	1,14	0,94
Gar. rta. vble ⁶	2,46	-2,61	0,42	1,50	1,11	0,85
Fondos globales	1,58	-8,64	-2,17	-3,88	-1,33	4,90
De gestión pasiva ⁷						16,50
Retorno absoluto ⁷						1,54

Fuente: CNMV.

Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzó el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro:

- Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.
- Rentabilidad anual para 2007 y 2008 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2008 y 2009.

El descenso del patrimonio se concentró fundamentalmente en las categorías de renta fija pura. Otros movimientos significativos en el patrimonio de algunas vocaciones fueron producto del reciente cambio de clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión.

En términos absolutos, los descensos más cuantiosos de patrimonio se produjeron en las categorías de renta fija pura (véase cuadro 13), que no se beneficiaron de los incrementos de precio de los instrumentos de renta variable y, además, sufrieron unos reembolsos netos en el primer semestre del año por un importe superior a los 5.500 millones de euros. La categoría de fondos globales también muestra una caída importante en su patrimonio, que tiene origen principalmente en el cambio de clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión¹⁵. Actualmente, existe una nueva vocación de fondos (“de retorno absoluto”) que agrupa a fondos que anteriormente estaban clasificados como fondos globales. El patrimonio de esta nueva categoría de fondos de inversión era cercano a los 5.600 millones de euros al finalizar el primer semestre de 2009. Entre las ganancias de patrimonio más relevantes destaca la de los fondos garantizados de renta fija (cerca de 400 millones de euros en el semestre).

El descenso en el número de partícipes fue de menor intensidad que en trimestres precedentes...

El número de partícipes de los fondos de inversión también continuó descendiendo, aunque con menos intensidad que en trimestres precedentes. Al finalizar el primer semestre de 2009, el número total de partícipes en fondos de inversión quedó ligeramente por debajo de los 5,5 millones, lo que supone 425 mil menos que a finales de 2008 (el descenso de partícipes en 2008 fue superior a los 2,1 millones).

... mientras el número de fondos acusó un descenso más intenso, especialmente en las categorías de renta variable.

El número de fondos de inversión descendió hasta los 2.735 al finalizar junio, lo que supone 177 fondos menos que en 2008. Este comportamiento tuvo su origen fundamentalmente en el elevado número de fusiones entre fondos producidas en el primer semestre de 2009, que ascendió a un total de 224. Con los inconvenientes derivados de las reclasificaciones de las vocaciones de los fondos ya comentados, se puede afirmar que las mayores caídas se han producido en las categorías de renta variable.

El seguimiento de la liquidez de los instrumentos que forman la cartera de los fondos de inversión se ha basado en tres tipos de actuaciones:...

El seguimiento de la liquidez de los instrumentos financieros que componen las carteras de los fondos de inversión, que es prioritario en el marco de supervisión de la CNMV, se ha basado en tres tipos de actuaciones: cuantificación de los instrumentos menos líquidos de la cartera de los fondos, verificación de la idoneidad de la información que las sociedades gestoras ofrecen a sus partícipes y aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados financieros (especialmente los de renta fija privada).

...1) la cuantificación del volumen de activos de liquidez reducida, cuya importancia relativa (8,7% del patrimonio total de los FI) no ha mostrado grandes variaciones en el último semestre,...

Las últimas estimaciones efectuadas indican que el volumen de activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos de inversión ascendía a 14.584 millones de euros al finalizar el segundo trimestre de 2009, lo que supone casi 900 millones de euros menos que a finales de 2008. La importancia relativa de estos activos mostró variaciones muy leves (8,7% del patrimonio total de los fondos de inversión en junio de 2009, frente al 9,1% en marzo de 2009 y el 8,6% en diciembre de 2008). El 43% de estos activos menos líquidos correspondían a titulizaciones, el 31% era renta fija financiera de *rating* inferior a AA y el 24% era renta fija financiera de *rating* AAA/AA (véase cuadro 14). Además de la relativa estabilidad temporal de la magnitud de este tipo de instrumentos, destaca la disminución de su concentración en las gestoras que tenían mayores proporciones de activos menos líquidos.

La CNMV ha prestado especial atención, durante los últimos seis meses, a la idoneidad de la información que las gestoras han proporcionado a sus partícipes respecto a

¹⁵ Entró en vigor el 1 de abril de 2009.

su exposición a activos afectados por la crisis de liquidez, fundamentalmente en los informes periódicos (coincidiendo con la entrada en vigor de los nuevos contenidos para la información pública periódica de las IIC).

En el ámbito de los fondos garantizados, la CNMV ha impartido determinadas directrices a las gestoras, con el objetivo de asegurar la adecuación de las estructuras subyacentes en este tipo de fondos a las condiciones existentes en determinados segmentos de los mercados de renta fija privada. De esta manera, las entidades promotoras han optado por constituir, de manera adicional a la garantía aportada por un tercero, una garantía financiera pignoratícia en forma de depósito de efectivo o de valores de deuda pública. La eventual disposición de dicha garantía se produciría en el supuesto de que el fondo se viera obligado a vender ciertos activos y el valor de realización de los mismos fuese inferior a su valoración a efectos del cálculo del valor liquidativo del fondo. Ello constituye, en última instancia, una garantía adicional o suplementaria plenamente ejecutable y permite disminuir la volatilidad de estos fondos.

...2) la verificación de la idoneidad de la información que las gestoras ofrecen a sus partícipes y...

...3) el aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados financieros.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s. total de la cartera		
	nov-08	mar-09	jun-09	nov-08	mar-09	jun-09
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> AAA/AA	456,8	3.062,6	3.504,4 ¹	2,9	18,3	19,0
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.520,6	4.639,2	4.504,1	35,1	40,4	37,4
Renta Fija no Financiera	128,7	396,3	260,7	3,1	8,9	5,4
Titulizaciones	10.351,7	7.309,3	6.314,4	88,4	81,1	78,6
Titulización AAA	8.183,7	5.291,8	4.491,1	86,7	79,5	76,3
Resto titulizaciones	2.168,0	2.017,5	1.823,3	95,3	85,6	84,9
TOTAL	15.457,8	15.407,5	14.583,6	34,9	36,9	33,6
% sobre patrimonio FI	8,6	9,1	8,7			

Fuente: CNMV.

1 De esta cantidad, 2.185 millones de euros corresponden a emisiones avaladas por el Estado.

Las perspectivas a corto plazo sobre la industria de la inversión colectiva son algo más favorables que en trimestres anteriores. A pesar de que el deterioro macroeconómico y financiero sigue mermando la disponibilidad de recursos para invertir, sí se observa una mayor preferencia por instrumentos de mayor riesgo en línea con el descenso de la incertidumbre de los agentes. Además, los depósitos bancarios, que a lo largo de los dos últimos años han detruido una cantidad notable de recursos de la industria de fondos de inversión debido a sus elevadas rentabilidades, ya no muestran estos tipos de interés tan elevados, por lo que resultan menos atractivos para el inversor. En este marco, en el que las condiciones de liquidez de los fondos de inversión no se han deteriorado, es razonable esperar que el ritmo de reembolsos continúe ralentizándose en los meses que restan de 2009.

En un entorno de menor aversión al riesgo y unas condiciones de liquidez más favorables, el ritmo de reembolsos podría seguir su pauta de ralentización en los meses venideros, en detrimento de la inversión en depósitos bancarios, con rentabilidades menos atractivas.

IIC inmobiliarias

La situación de las IIC inmobiliarias mantiene un cierto grado de complejidad como consecuencia del volumen de peticiones de reembolsos que siguen recibiendo. Las dificultades para atender dichos reembolsos aumentan en este tipo de IIC por su propia naturaleza (el tipo de activos en que invierten las hace menos líquidas) y por el entorno económico actual, caracterizado por un fuerte ajuste en el sector residencial.

El elevado volumen de reembolsos sigue complicando la actividad de las IIC inmobiliarias.

Algunas de ellas han tenido que modificar sus regímenes de reembolsos y otras han obtenido el respaldo de las entidades financieras matrices de las gestoras.

Prosigue el descenso del número, patrimonio y partícipes tanto en los fondos de inversión inmobiliaria (FII)...

...como en las sociedades de inversión inmobiliaria (SII).

Las perspectivas para este conjunto de IIC, sometidas a un grado elevado de incertidumbre, siguen condicionadas por la duración e intensidad del proceso de ajuste del mercado inmobiliario nacional.

El incremento de los reembolsos ha dado lugar a algunas modificaciones en los regímenes de reembolsos en algunas de ellas. En el primer semestre del año, dos fondos de inversión inmobiliaria (FII), uno de ellos de gran tamaño, solicitaron a la CNMV la suspensión de los reembolsos por falta de liquidez para atender las solicitudes recibidas. Otros fondos han evitado la suspensión de los reembolsos gracias al respaldo obtenido por las entidades financieras matrices de las sociedades gestoras de dichos fondos.

En este contexto, el número de FII era de ocho al finalizar el primer semestre de 2009, uno menos que en diciembre de 2008. El patrimonio de los FII se redujo hasta los 6.547 millones de euros, casi 860 millones menos que a finales del ejercicio anterior, y el número de partícipes descendió hasta algo menos de 90.000 (6.900 menos que en 2008). La rentabilidad de los FII se mantiene en terreno negativo (acumula tres trimestres de descenso) en línea con la evolución del precio de los activos inmobiliarios. No obstante, la rentabilidad del segundo trimestre de 2009 fue menos negativa que en los precedentes (véase cuadro 15).

Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) se mantuvo en nueve a lo largo del primer semestre del año. Su patrimonio descendió hasta los 258 millones de euros en junio de 2009 (372 millones en 2008) y el número de partícipes quedó en 770 (937 a finales de 2008).

Las perspectivas a corto plazo para este conjunto de IIC siguen marcadas por un grado elevado de incertidumbre. El volumen de reembolsos podría ir desacelerándose a lo largo del año como en otras IIC, lo que beneficiaría especialmente a aquéllas que están sufriendo mayores dificultades de liquidez. Sin embargo, no es previsible que se produzcan entradas notables de recursos en estos fondos, al menos hasta que el mercado inmobiliario dé señales más claras sobre la finalización de su proceso de ajuste.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2005	2006	2007	2008	2008		2009	
					III	IV	I	II
FONDOS								
Número	7	9	9	9	9	9	9	8
Partícipes	118.857	150.304	145.510	96.361	135.307	96.361	95.284	89.461
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	5,30	0,65	0,35	-1,71	-4,5	-1,23
SOCIEDADES								
Número	6	8	9	9	8	9	9	9
Partícipes	256	749	843	937	938	937	938	770
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	371,9	363,8	371,9	369,1	258,0

Fuente: CNMV.

IIC de inversión libre

Tras el intenso crecimiento del sector de la inversión libre desde su creación a finales de 2006, la industria inició en el tercer trimestre de 2008 una etapa de retroceso que es sustancialmente heterogénea entre las IIC de IIC de IL y las IIC de IL.

Tras la fuerte expansión del sector de la inversión libre desde su nacimiento a finales de 2006, las turbulencias de los mercados, las dificultades de acceso a la financiación, la iliquidez de algunas inversiones de estos fondos y las restricciones temporales en la operativa de ventas en corto dieron lugar a una etapa de retroceso en esta industria (en términos de patrimonio y de partícipes) que comenzó en el tercer trimestre de 2008. La evolución ha sido, no obstante, notablemente heterogénea entre las IIC de IIC de IL y las IIC de IL. Las primeras han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y,

adicionalmente, han sufrido reembolsos de elevada magnitud. Las segundas han retrocedido pero a un ritmo mucho menos intenso e, incluso, en el segundo trimestre de 2009 se ha observado un aumento en el número de patrimonio y de partícipes, derivado de las suscripciones netas positivas en este segmento de IIC.

Así, aunque el número de IIC de IIC de IL finalizaba el segundo semestre del año sin variación respecto a diciembre de 2008 (40 instituciones), 21 de ellas¹⁶ estaban en proceso de disolución al finalizar dicho semestre¹⁷ por recibir cuantiosas peticiones de reembolso y otras cinco habían notificado a lo largo del año al menos un hecho relevante por recibir peticiones de reembolso superiores al 20% de su patrimonio. El número de partícipes descendió desde los 8.516 a finales de 2008 hasta los 5.630 en junio de 2009. Las rentabilidades obtenidas por las IIC de IIC de IL, que habían sido muy negativas en el segundo semestre de 2008 por el mal comportamiento de las IIC extranjeras en las que habían invertido, se tornaron positivas en la primera mitad de 2009.

Por su parte, el número de IIC de IL era de 26 al finalizar el primer semestre de 2009 (dos más que a finales de 2008). De ellas, cinco estaban en proceso de liquidación y otras cuatro habían comunicado al menos un hecho relevante por recibir peticiones de reembolso superiores al 20% de su patrimonio. El número de partícipes ha oscilado entre 1.500 y 1600 desde hace un año y su patrimonio finalizó el primer semestre de 2009 en 480 millones de euros, frente a los 539 de diciembre de 2008. Lo más relevante es el incremento trimestral tanto del patrimonio como del número de partícipes en estos fondos en el segundo trimestre del año, que interrumpe la tendencia a la baja de los seis meses anteriores.

Las perspectivas para la industria de inversión libre son, por el momento, algo inciertas. El elevado número de instituciones en liquidación hace esperar un descenso sustancial de su patrimonio en lo que resta de ejercicio, especialmente en el ámbito de las IIC de IIC de IL. Una vez que finalice este proceso, los reembolsos podrían ralentizarse (como de hecho ya parece observarse en las IIC de IL) lo que, unido a la cierta normalización de los mercados financieros, podría evitar un retroceso mayor del sector en 2009 e incluso permitir una cierta expansión del mismo en 2010.

Las IIC de IIC de IL han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y, además, han sufrido reembolsos de elevada magnitud. Todo ello ha hecho que más de la mitad de estas IIC esté en proceso de disolución.

Las IIC de IL también han tenido que afrontar reembolsos sustanciales pero, en términos generales, su retroceso ha sido mucho menor. De hecho, en el segundo trimestre del año las suscripciones netas ya fueron positivas.

Aunque las perspectivas del sector son inciertas, es posible que la cierta normalización de las condiciones de los mercados evite un retroceso mayor del sector en 2009.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2007				2008			2009
	IV	I	II	III	IV	I	II ¹	
IIC de IIC de inversión libre								
Número	31	38	39	41	40	40	40	
Partícipes	3.950	5.488	8.582	9.739	8.516	5.646	5.630	
Patrimonio (millones de euros)	1.000,0	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.021,1	775,2	759,8	
Rentabilidad ² (%)	1,22	-2,31	2,2	-7,56	-9,89	1,34	1,733	
IIC de inversión libre								
Número	21	25	23	25	24	26	26	
Partícipes	1.127	1.335	1.429	1.583	1.589	1.551	1.602	
Patrimonio (millones de euros)	445,8	546,3	603,9	597,7	539,4	451,4	480,0	
Rentabilidad ² (%)	-1,31	-1,95	1,48	-0,29	-3,59	-0,4	0,08	

Fuente: CNMV.

1 Dato de abril.

2 Rentabilidad trimestral no anualizada. La rentabilidad asignada al segundo trimestre de 2009 corresponde a la rentabilidad mensual del mes de abril trimestralizada.

16 Concentran cerca de una tercera parte del patrimonio de las IIC de IIC de IL de abril de 2009.

17 De ellos, 10 no habían adoptado el acuerdo de disolución pero sí lo habían comunicado a la CNMV.

Recuadro 5: Una comparativa entre la propuesta de Directiva europea sobre los gestores de fondos de inversión alternativa, los principios para la regulación de *hedge funds* de IOSCO y la regulación española

Aspectos principales de la propuesta de Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos

En el contexto de la crisis financiera actual, y a raíz de las distintas propuestas que están siendo debatidas en distintos ámbitos europeos e internacionales (Grupo Europeo para la Supervisión Financiera, G-20, IOSCO, Foro de Estabilidad Financiera), la Comisión Europea publicó el pasado 30 de abril de 2009 una propuesta de Directiva para armonizar los requisitos para las entidades que gestionan y administran fondos de inversión alternativos (FIA), cuyo objetivo principal es tener información para el seguimiento y control del riesgo sistémico. Los FIA son definidos como fondos que no están bajo la regulación de la Directiva 85/611/CEE (Directiva UCITS). Quedarían incluidos, por tanto, los *hedge funds*, los fondos de capital riesgo, los fondos inmobiliarios, los fondos de materias primas, los fondos de infraestructura y, en general, cualquier otro fondo que no cumpla la Directiva UCITS.

La propuesta de Directiva es de aplicación a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) y no a los FIA como tales. De este modo, los GFIA deberán obtener autorización por parte de su autoridad competente y deberán contar con mecanismos de control y gestión de riesgos, de normas de conducta, de valoración y salvaguarda de activos y unas obligaciones de transparencia tanto hacia sus inversores como hacia su autoridad competente. Además, se exigen requisitos específicos para determinados GFIA que gestionen FIA apalancados y los que adquieran participaciones de control en sociedades.

La propuesta de Directiva permite que un GFIA autorizado en su Estado Miembro de origen pueda comercializar sus FIA a inversores profesionales (según la definición establecida en la MiFID) en cualquier otro Estado Miembro de la UE. No obstante, la propuesta de Directiva no otorga derechos en relación con la comercialización de FIA a inversores minoristas, quedando dicha comercialización sujeta a la regulación nacional de cada Estado Miembro. Asimismo, se permite que los GFIA puedan gestionar FIA establecidos en otros Estados Miembros (pasaporte de la gestora).

También se prevé que los GFIA establecidos en la UE puedan gestionar y comercializar FIA domiciliados en terceros países (fondos *offshore*) en un plazo transitorio de tres años desde la fecha límite de la transposición de la Directiva. Asimismo, y también con el periodo anteriormente señalado, se podrán autorizar a GFIA establecidos en Estados no miembros de la UE a comercializar sus fondos siempre que el marco regulatorio y los acuerdos entre supervisores con dicho Estado no miembro sean equivalentes a los que establece la propuesta de Directiva y los GFIA europeos gocen de un acceso comparable al mercado de dicho tercer Estado.

Regulación actual en España de los GFIA e impacto de la propuesta de Directiva

La mayoría de medidas que recoge la propuesta de Directiva en relación con la gestión de *hedge funds* ya están vigentes en España, a través del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Los requisitos concretos para las gestoras de *hedge funds* se establecieron en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre y, en determinados aspectos, son más exigentes que los que prevé la propuesta de Directiva.

También existe una regulación española sobre los fondos de capital riesgo y su gestión (Ley 25/2005, de 24 de noviembre). No obstante, es preciso señalar que la propuesta de Directiva va más allá en cuanto a determinadas obligaciones de transparencia de las gestoras de capital riesgo, obligaciones que no están actualmente en vigor en España.

Lo que sí constituye una verdadera novedad para la regulación española es la posibilidad de que los GFIA españoles (SGIIC y SGECR) puedan gestionar FIA establecidos en otros Estados Miembros de la UE o en terceros Estados. Asimismo, también es novedosa la posibilidad de la libre comercialización en España de FIA domiciliados en otros Estados Miembros de la UE a inversores profesionales sujeta únicamente al procedimiento de notificación a la autoridad competente de origen. De igual modo, también los FIA españoles podrán ser libremente comercializados en cualquier otro Estado Miembro de la UE con la previa notificación a la autoridad competente española.

Principios para la regulación de *hedge funds* de IOSCO

IOSCO publicó en junio de 2009 un informe sobre la industria de *hedge funds* que recoge los seis principios fundamentales que deberían guiar, a su juicio, a los reguladores de cada país para legislar de forma armonizada los riesgos regulatorios y sistémicos del sector. Estos principios han sido elaborados por un grupo de trabajo creado el pasado noviembre por el G-20.

Según este grupo de trabajo, los *hedge funds* y/o las gestoras de *hedge funds* deberían estar registradas obligatoriamente. Estas entidades tendrían que cumplir con una serie de requisitos normativos relacionados con los estándares organizativos y operacionales; los conflictos de interés y otras reglas de conducta; la transparencia informativa a los inversores y la regulación prudencial.

Además, los prime brokers y los bancos que proporcionan liquidez a los *hedge funds* también deberían estar registrados de forma obligatoria y tendrían que implementar sistemas de gestión de riesgo y controles para monitorizar su exposición al riesgo de contraparte con los *hedge funds*. Tanto los *hedge funds* como los prime brokers tendrían que proveer a los reguladores de la información relevante en términos de riesgos sistémicos, lo que incluye la identificación, el análisis y la disminución de los mismos.

IOSCO también recomienda a los reguladores que fomenten y tengan en cuenta el desarrollo, implementación y convergencia de las buenas prácticas de la industria cuando sea conveniente. Asimismo, los reguladores deberían cooperar y compartir información entre sí para facilitar la supervisión eficiente y efectiva de la industria desde una perspectiva global y para ayudar a identificar los riesgos sistémicos, la integridad del mercado y otros riesgos que pueden surgir de las actividades o exposiciones de los *hedge funds* en sus actividades transfronterizas.

Todos estos principios generales promulgados por IOSCO se recogen tanto en la propuesta de Directiva (lo que está dentro de su ámbito de aplicación), como en la regulación española al respecto.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión están operando en un entorno algo menos complejo que, por el momento, no ha propiciado un giro sustancial en sus cuentas de resultados...

...aunque sí se percibe un deterioro menor en algunas de las comisiones que obtienen.

Los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos por las sociedades de valores en el primer semestre del año (176 millones de euros), fueron un 42% menores que los del año precedente...

...como consecuencia de la moderación de las comisiones percibidas y los menores resultados por inversiones financieras. Se incrementó el deterioro de las comisiones asociadas a la contratación en los mercados y a la comercialización de IIC, pero se moderó la caída de las comisiones asociadas a la colocación y el aseguramiento de emisiones.

El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores fue aún mayor, ya que la caída de los ingresos ha sido de tal magnitud que apenas pueden cubrir los gastos de explotación de estas entidades.

Las empresas de servicios de inversión (ESI), que realizan diversas funciones relacionadas con los mercados de valores, han comenzado a operar en un entorno menos complejo como consecuencia de la cierta normalización de las condiciones en los mercados financieros. A pesar de ello, sus cuentas de resultados agregadas no han mostrado, en términos generales, un giro sustancial respecto al patrón de los últimos trimestres. Únicamente se aprecia una cierta ralentización en el ritmo de deterioro de algunos ingresos.

La debilidad de la contratación en los mercados financieros en los primeros meses del año y la atonía de la industria de IIC continúan repercutiendo negativamente en las dos principales fuentes de ingresos de estas entidades. En el caso de las sociedades de valores, el incremento de las emisiones en los mercados primarios, especialmente de las emisiones avaladas de entidades financieras, ha moderado el ritmo de caída de los ingresos por colocación y aseguramiento de emisiones, pero su variación interanual se mantiene en terreno negativo.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades de valores ascendieron a 176,4 millones de euros en los seis primeros meses de 2009, lo que supone un 41,5% menos que en el mismo periodo de 2008¹⁸. El descenso tuvo origen en la notable caída del margen bruto (-62,8%) que respondió a la moderación de las comisiones percibidas (-21,7%) y a los menores resultados por inversiones financieras¹⁹ (véase cuadro 17). Los gastos de explotación descendieron con menos intensidad (-21,7%).

En el conjunto de comisiones percibidas por estas entidades destaca la moderación de los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, que en los seis primeros meses del año quedaron en 274,3 millones de euros (-20,2% interanual) y de los ingresos por comercialización de IIC, que ascendieron a 27,5 millones de euros (un 50,5% menos que en el mismo periodo de 2008). Con todo, la importancia relativa de los primeros sigue siendo muy elevada, ya que suponen el 70% de las comisiones totales percibidas por estas entidades. Las comisiones percibidas por colocación y aseguramiento de emisiones ascendieron a 21,6 millones de euros, lo que supone un descenso del 14% respecto a 2008. El ritmo de deterioro de estas comisiones parece haberse ralentizado como consecuencia del mayor dinamismo de las emisiones en los mercados primarios. Finalmente cabe señalar el elevado importe de las comisiones obtenidas por asesoramiento en materia de inversión²⁰, que en el primer semestre del año alcanzó los 28,6 millones de euros.

El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores es significativamente mayor que el de las sociedades. El beneficio agregado de estas entidades en los seis primeros meses de 2009 prácticamente se anuló (144.000 euros), frente a los casi 16 millones de euros del primer semestre del ejercicio anterior. El margen bruto

18 Las estadísticas que se presentan para las ESI de 2009 no son completamente comparables respecto a las cifras de 2008, debido al cambio contable introducido en las mismas a partir de diciembre de 2008. Este cambio se deriva de la entrada en vigor de la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV para adaptar los cambios contables de las ESI al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad.

19 Estos resultados no son completamente comparables con la antigua partida "Beneficios netos en valores", ya que su contenido ha sido modificado en virtud de los nuevos criterios de valoración.

20 La comparativa interanual no es posible por razones de cambio contable.

agregado quedó ligeramente por encima de los 65 millones de euros en el primer semestre del año (-25,5% interanual), muy poco por encima de los casi 62 millones de euros que suponen los gastos de explotación. Los gastos por amortizaciones, dotaciones e impuesto de sociedades redujeron el resto del resultado hasta el valor ya comentado.

Las comisiones percibidas por las agencias de valores ascendieron a 72,3 millones de euros, lo que supone un retroceso del 24,0% respecto al mismo periodo de 2008. A pesar de que los ingresos agregados por todos los conceptos presentados en el cuadro 17 presentan descensos interanuales de cierta cuantía, es preciso comentar algunas diferencias observadas con respecto a las sociedades de valores. Así, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes descendieron un 11,1% en el primer semestre del año, lo que contrasta con la caída superior al 51% del conjunto de 2008. También se ha reducido el ritmo de deterioro de las comisiones por comercialización de IIC (-42,7% en el primer semestre de 2009 frente a -57,4% de 2008). Por el contrario, las comisiones asociadas a las emisiones en los mercados primarios se deterioraron con mayor fuerza. Los ingresos por gestión de carteras ascendieron a 9,3 millones de euros. Su ritmo de descenso se mantiene estable.

Las comisiones percibidas por estas entidades se retrocedieron un 24% respecto al año anterior, si bien sus patrones de deterioro mostraron diferencias sustanciales respecto a las sociedades de valores.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-09¹)

CUADRO 17

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-08	jun-09	% var.	jun-08	jun-09	% var.
1. Margen de intereses	22.373	98.211	339,0	6.039	1.679	-72,2
2. Comisiones netas	368.472	263.558	-28,5	82.530	63.582	-23,0
2.1. Comisiones percibidas	501.817	393.081	-21,7	95.111	72.250	-24,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	343.910	274.323	-20,2	33.728	30.001	-11,1
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	25.112	21.567	-14,1	3.010	1.081	-64,1
2.1.3. Depósito y anotación de valores	11.477	7.911	-31,1	394	166	-57,9
2.1.4. Gestión de carteras	9.893	4.858	-50,9	11.966	9.284	-22,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	12.781	28.642	124,1	1.550	1.033	-33,4
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	9	6	-33,3	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	7	10	42,9	0	3	-
2.1.8. Comercialización de IIC	55.621	27.509	-50,5	17.156	10.010	-41,7
2.1.9. Otras	43.007	28.256	-34,3	27.307	20.673	-24,3
2.2. Comisiones satisfechas	133.345	129.523	-2,9	12.581	8.668	-31,1
3. Resultado de inversiones financieras	973.352	51.163	-94,7	-926	102	-
4. Diferencias de cambio netas	-252.335	-5.750	97,7	-230	113	149,1
5. Otros productos y cargas de explotación		6.132	-		-382	-
MARGEN BRUTO	1.111.862	413.314	-62,8	87.413	65.094	-25,5
6. Gastos de explotación	236.825	185.524	-21,7	73.205	61.891	-15,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	23.822	5.143	-78,4	4.226	1.249	-70,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros ²	573.826	36.436	-93,7	437	16	-96,3
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	277.389	186.211	-32,9	9.545	1.938	-79,7
9. Otras ganancias y pérdidas	24.322	11.395	-53,1	6.374	110	-98,3
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	301.711	197.606	-34,5	15.919	2.048	-87,1
10. Impuesto sobre sociedades	0	21.165	-	0	1.904	-
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	301.711	176.441	-41,5	15.919	144	-99,1
11. Resultado de actividades interrumpidas		0	-		0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	301.711	176.441	-41,5	15.919	144	-99,1

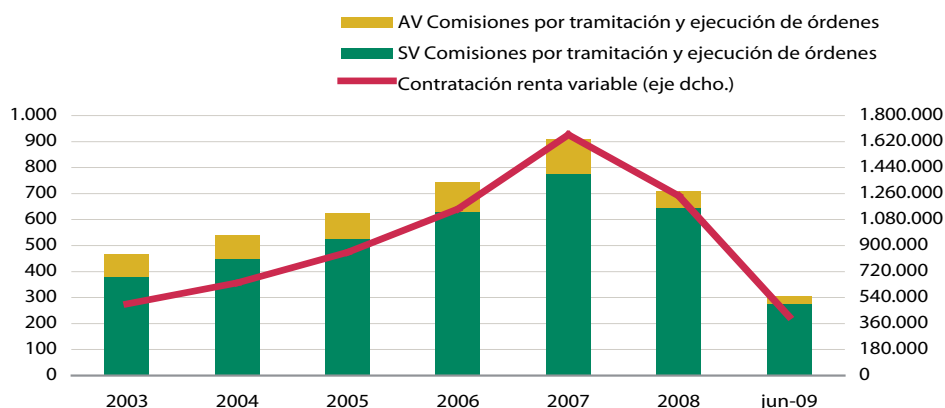
Fuente: CNMV.

- 1 Salvo una entidad de la que únicamente se disponía de datos de mayo en la fecha de elaboración del informe.
- 2 En 2008, se ha incorporado en esta celda el importe de la partida "Pérdidas netas por provisiones por minusvalías".

Comisiones percibidas por las ESI por tramitación de órdenes frente a contratación en los mercados nacionales de renta variable

GRÁFICO 11

(millones de euros)



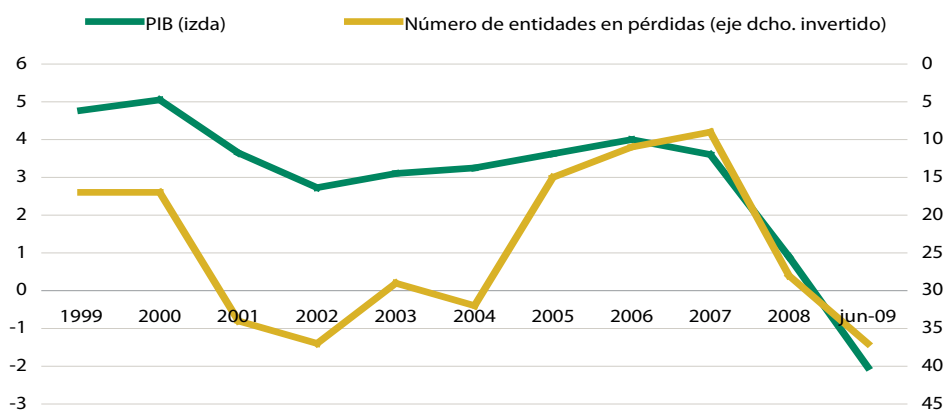
Fuente: CNMV. Datos de 2009 agregados desde enero hasta junio.

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión ha dado lugar a un incremento notable del número de entidades en pérdidas desde diciembre de 2007...

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión propició un aumento progresivo del número de ESI en pérdidas desde diciembre de 2007 (cuando había dos entidades en dicha situación) hasta el primer trimestre de 2009 (con 44 entidades). En el segundo trimestre de 2009 se detuvo dicha tendencia, pues el número de entidades en pérdidas se redujo hasta 37²¹ (de un total de 109), que correspondían a 23 agencias de valores, 12 sociedades de valores y dos sociedades gestoras de cartera. El volumen agregado de las pérdidas de estas entidades representaba el 7,3% de los resultados agregados de las ESI (4,1% en diciembre de 2008 y 12,0% en marzo de 2009).

Número de ESI en pérdidas y PIB (% var. anual)

GRÁFICO 12



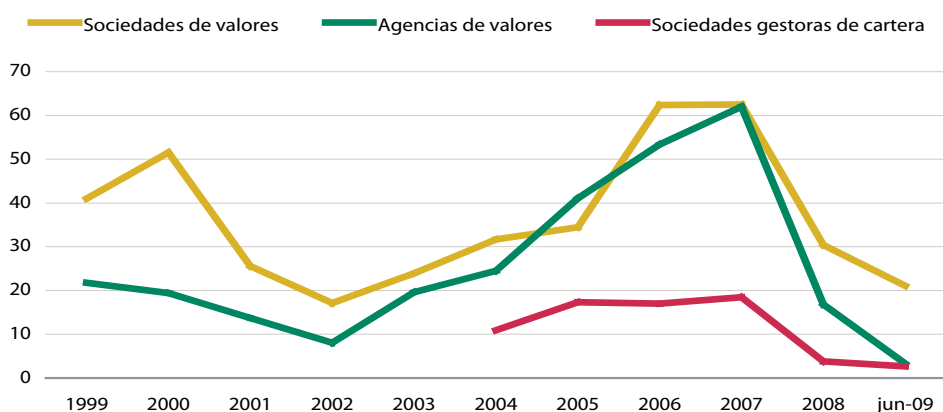
Fuente: CNMV e INE. El dato de PIB del segundo trimestre corresponde al promedio de las tasas interanuales de los cuatro últimos trimestres.

21 En la fecha de elaboración de este informe no estaba disponible la información de una entidad.

ROE antes de impuestos

GRÁFICO 13

Sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera



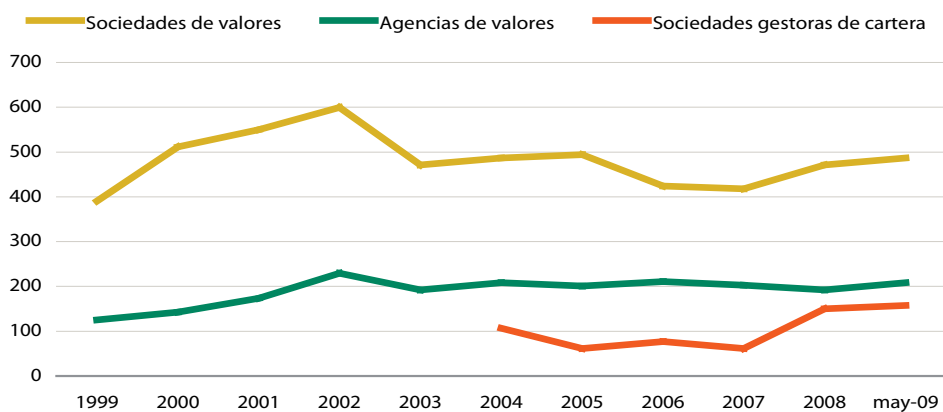
Fuente: CNMV y elaboración propia. Las rentabilidades de junio de 2009 están anualizadas.

En este marco de descenso de la actividad de las ESI, las ratios de rentabilidad agregada sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financieros se deterioraron nuevamente en el primer semestre de 2009 como consecuencia del notable descenso de los resultados y también del fortalecimiento de sus recursos propios (véase gráfico 13). Así, el ROE agregado de las sociedades de valores descendió desde el 30,4% en diciembre de 2008 hasta el 21,1% en junio de 2009. La moderación de la rentabilidad fue aún mayor en el caso de las agencias de valores, que pasó desde el 16,8% hasta el 3,3% en los mismos periodos.

...y a un descenso notable en las rentabilidades obtenidas por estas entidades.

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

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV y elaboración propia.

La posición de solvencia de las ESI se ha visto ligeramente fortalecida en los últimos trimestres ya que las entidades que han obtenido beneficios han destinado la mayor parte de los mismos a reforzar sus recursos propios mediante la constitución de reservas. Así, los recursos propios de las sociedades de valores eran casi seis veces superiores a los recursos propios exigibles en mayo de 2009 (gráfico 14) y algo más de tres veces en las agencias de valores. Únicamente dos entidades (agencias de valores no miembros de bolsa) presentaban déficit de recursos propios. El número de entidades con márgenes de solvencia más ajustado (inferior al 50%) disminuyó desde 10 en diciembre de 2008 hasta 7 en mayo de 2009.

Por el contrario, su posición de solvencia se ha visto ligeramente favorecida debido a la política de reforzamiento de los recursos propios mediante la constitución de reservas.

Las perspectivas para estas entidades en los próximos meses son algo más favorables como consecuencia del incremento de las cotizaciones y de las emisiones en los mercados de renta fija financiera, aunque no se descarta que algunas de ellas puedan experimentar ciertas dificultades.

Las perspectivas a corto plazo para este conjunto de entidades son algo menos desfavorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la recuperación cotizaciones en los mercados de renta variable y del incremento de las emisiones en los mercados de renta fija financiera. La reducción del número de entidades en pérdidas apuntaría en esta misma dirección. Además, las entidades continúan estando bien capitalizadas en términos generales por lo que, por el momento, están en buenas condiciones para afrontar un periodo relativamente prolongado de pérdidas. Sin embargo, en una industria notablemente heterogénea, es posible que ante un deterioro adicional del marco en el que operan estas entidades algunas de ellas puedan experimentar mayores dificultades en el desarrollo de su negocio.

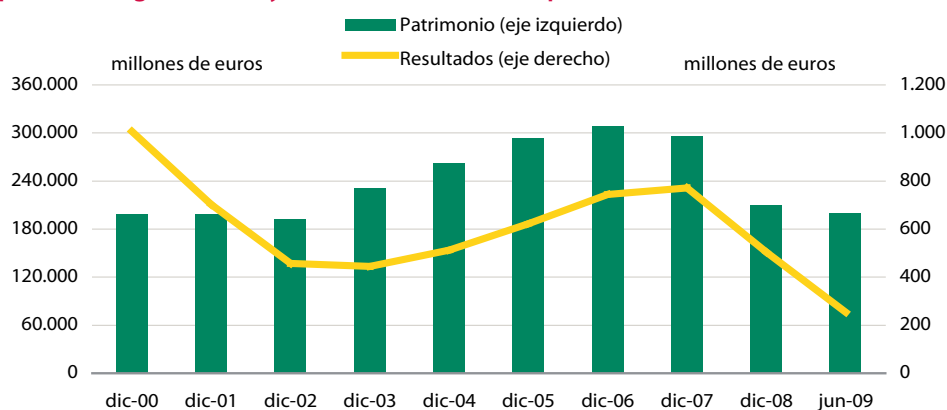
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC continuó a la baja en el primer semestre del año (aunque el descenso fue de mucha menor cuantía que en trimestres previos)...

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al primer semestre de 2009 indican que el patrimonio conjunto gestionado por estas entidades²² ascendía a algo más de 199 mil millones de euros en dicha fecha. Esta magnitud supone un retroceso de 9.600 millones de euros respecto a la cifra de diciembre de 2008, si bien es de mucha menor cuantía que en trimestres previos (el descenso del patrimonio gestionado por estas instituciones cayó en casi 87 mil millones de euros en el conjunto de 2008). Tras tres ejercicios de descenso, el patrimonio gestionado por las SGIIC ha retornado a los niveles existentes al principio de la década (véase gráfico 15).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos¹

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

1 Resultados de 2009 anualizados.

...dando lugar a una caída notable en los beneficios agregados percibidos por estas entidades...

Como consecuencia de la moderación del patrimonio gestionado, se produjo un descenso en los ingresos percibidos por la gestión de las IIC, que dio lugar a una caída sustancial en el beneficio agregado de estas entidades. El resultado antes de impuestos agregado (anualizado) en la primera mitad de 2009 alcanzó los 253 millones de euros, aproximadamente la mitad de lo que obtuvieron en el conjunto de 2008 (véase cuadro 18). El número de SGIIC en pérdidas creció desde 34 a finales de 2008 hasta 39 en junio (de un total de 120 SGIIC).

22 En la fecha de elaboración de este informe no estaba disponible la información de tres sociedades gestoras.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 34% de 2008 hasta el 17,3% en el primer semestre de 2009 (en términos anuales) como consecuencia del notable descenso de los resultados. El nivel de fondos propios permaneció estable en este periodo, tras el significativo aumento de 2008.

Dadas las perspectivas existentes para la evolución del patrimonio de las IIC gestionadas (con expectativas de mantenimiento o de ligera reducción), podría esperarse que el número de SGIIC en pérdidas se mantenga en los niveles actuales, consolidando cierto exceso de capacidad en el sector. Tal circunstancia, unida a la posible reestructuración en el mapa de entidades de crédito (en cuyos grupos se integran casi la mitad de las gestoras), y a la eventual utilización del pasaporte comunitario a la actividad de gestión de IIC por parte de los grupos extranjeros con presencia en España, hacen que no resulte descartable un proceso de reestructuración del sector de SGIIC en los próximos años.

...y, finalmente, a un retroceso sustancial en su rentabilidad.

No es descartable que la consolidación del exceso de capacidad en el sector (derivado de las expectativas sobre el patrimonio gestionado), unida a decisiones estratégicas de sus matrices, se traduzca en los próximos ejercicios en una cierta reestructuración del sector.

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
jun-09 ¹	253,5	17,3

Fuente: CNMV.

1 Resultados antes de impuestos y ROE anualizado.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ²	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.020	2.302	1,10	70,8
jun-09	199.397	1.675	0,84	70,2

Fuente: CNMV.

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

2 Los datos de 2009 están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

El número de entidades de capital riesgo registradas en la CNMV continuó aumentando a lo largo de 2009.

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR) de la CNMV, desde final de 2008 hasta el 31 de agosto de 2009 se registraron doce nuevas entidades de capital riesgo. De ellas, cinco fueron fondos de capital riesgo (FCR), otras cinco fueron sociedades de capital riesgo (SCR) y dos fueron sociedades gestoras de ECR (SGEGR). En este mismo periodo de tiempo se produjeron cinco bajas (véase cuadro 20), con lo que el número total de ECR quedó en 329.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2009

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2008	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2009
Entidades	322	12	5	329
Fondos de capital riesgo	95	5	1	99
Sociedades de capital riesgo	154	5	3	156
Sociedades gestoras de ECR	73	2	1	74

Fuente: CNMV.

El patrimonio de los fondos de capital riesgo descendió en 2008 un 6,9% respecto a las cifras de 2007...

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2008 a un total de 2.578 millones de euros, lo que supone un descenso del 6,9% respecto a las cifras de 2007 (véase cuadro 21). La distribución del patrimonio por tipo de inversor no es completamente comparable entre los ejercicios 2007 y 2008 como consecuencia del cambio contable que ha sufrido la información que las entidades remiten a la CNMV²³. Respecto a los conceptos que sí son comparables entre ambos periodos, cabe señalar que, en el conjunto de personas jurídicas, las entidades de crédito (especialmente las cajas de ahorro) siguen siendo las instituciones que ostentan la mayor participación en el patrimonio total con un 23%, algo menos que en 2007 (26,6%). Les siguen en importancia las Administraciones Públicas, con un 11,2% del patrimonio total de los FCR. La importancia relativa del patrimonio en manos de las personas físicas sigue siendo minoritaria (7,0% del patrimonio total de 2008).

...mientras que el capital social de las sociedades de capital riesgo retrocedió cerca de un 30% en el mismo periodo.

Por su parte, el capital social de las SCR quedó en 3.650 millones de euros al finalizar el ejercicio 2008, lo que supone un retroceso del 30% respecto a las cifras del año anterior. Los mayores suscriptores de capital de estas entidades siguen siendo las empresas no financieras, aunque su importancia ha descendido desde el 48% hasta el 41%, y las entidades de crédito, que mantienen (entre bancos y cajas de ahorro), cerca del 25% del capital de estas entidades.

Los activos totales de las entidades de capital riesgo crecieron un 3,5% en 2008 hasta los 11.943 millones de euros como consecuencia, exclusivamente, del incremento de entidades registradas. El apalancamiento del sector aumentó desde el 0,7% hasta el 2,2% en 2008.

Los activos totales de las ECR crecieron un 3,5% a lo largo de 2008, hasta alcanzar los 11.943 millones de euros. De ellos, el 80% correspondía a SCR y el 20% a FCR. El aumento del volumen de activos se debió exclusivamente a las nuevas entidades registradas a lo largo del año (sin ellas, se habría producido un descenso de los activos cercano a los 300 millones de euros). Del activo total, las ECR mantenían invertidos en actividades de capital riesgo a finales del año 2008 un total de 6.816 millones de euros, lo que supone un retroceso del 9,5% respecto a las cifras de 2007. Del total invertido, el 82% correspondía a inversiones de las SCR y el resto de los FCR. En el conjunto de entidades de nueva creación en 2008, el volumen de inversión de las

23 Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.

SCR representaba el 69% del total, frente al 31% de los FCR. El apalancamiento del sector (calculado como la ratio de acreedores a largo plazo sobre el pasivo total) aumentó para el conjunto de entidades de capital riesgo desde el 0,7% en 2007 hasta el 2,2% en 2008. Este comportamiento fue producto del incremento del apalancamiento de las SCR desde el 0,9% hasta el 2,7% (el apalancamiento de los FCR permaneció en niveles prácticamente inexistentes, 0,1%). El apalancamiento de las nuevas entidades creadas en 2008 fue nulo en el caso de los FCR, y del 5,4% en el caso de las SCR.

Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros

	FCR		SCR	
	2007	2008	2007	2008
Personas Físicas				
Residentes	237,79	181,45	182,56	46,90
No Residentes	0,18	1,15	1,05	0,26
Personas Jurídicas				
Bancos	134,22	191,17	1.026,03	466,35
Cajas de Ahorro	603,30	398,70	307,17	422,05
Fondos de Pensiones	266,85	266,43	26,62	24,20
Compañías de Seguros	61,97	55,67	17,53	15,73
Sociedades y Agencias de Valores	0,03	0,00	3,22	0,88
IIC	58,86	31,93	40,44	9,70
Entidades de capital riesgo nacionales		27,63		39,49
Entidades de capital riesgo extranjeras		123,65		7,98
Administraciones Públicas	331,46	289,10	134,48	120,41
Fondos Soberanos		20,27		
Otras empresas financieras	512,83	252,19	684,06	679,63
Empresas no financieras	280,47	367,00	2.512,33	1.500,38
Entidades extranjeras		286,04		32,69
Otros		85,58		282,91
Instituciones Académicas ¹			1,22	
Mercados de Valores ¹			0,62	
Otros ¹	264,92		289,92	
Plusvalías realizadas disponibles ¹	16,92		0,26	
TOTAL	2.769,81	2.577,96	5.227,51	3.649,56

Fuente: CNMV.

1 Conceptos pertenecientes a la antigua clasificación contable existente hasta 2007.

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) para el primer semestre de 2009 revelan una reducción significativa en el volumen de inversión del sector, que alcanzó los 678 millones de euros, un 49% menos que en el primer semestre de 2008. Se retoman así las cifras existentes en 2004. Las continuas dificultades de acceso al crédito bancario frenaron especialmente las grandes operaciones de compra de compañías (no se cerró ninguna operación por importe superior a los 100 millones de euros de capital, frente a dos en 2008). Las operaciones de tamaño medio también sufrieron un retroceso notable (se cerraron 14 operaciones de más de 10 millones de euros de capital frente a 25 en el mismo periodo de 2008). Del mismo modo, el número de operaciones apalancadas ascendió a 12, frente a 16 y 28 en el mismo periodo de 2008 y 2007, respectivamente.

La escasez de deuda ha vuelto a dar una importancia relativa superior a las operaciones de capital expansión, que concentraron en el primer semestre del año el 47% del

Los datos facilitados por ASCRI para el primer semestre de 2009 apuntan hacia una reducción significativa del volumen de inversión del sector. Las dificultades de acceso al crédito continúan frenando las operaciones de mayor tamaño...

...e impulsando las operaciones de capital en expansión y, en general, aquellas que requieren menos financiación.

volumen de la inversión y el 59% del número de operaciones. Por lo que respecta a las desinversiones, éstas alcanzaron un volumen de 269 millones de euros (316 millones en el primer semestre de 2008).

El menor acceso a la financiación seguirá condicionando el volumen y la composición de la inversión de estas entidades en los próximos meses, aunque no se observan problemas de liquidez en las mismas.

Todo parece indicar que las dificultades de acceso a la financiación seguirán condicionando los volúmenes de inversión del sector de capital riesgo en los próximos meses y que seguirán primando las operaciones de tamaño medio y pequeño que requieren menos recursos. No obstante, y a pesar de que la captación de nuevos fondos es complicada en el marco actual, no se observan problemas de liquidez en las entidades de capital riesgo, que disponen de suficientes recursos para continuar realizando inversiones sustanciales en los próximos meses.

5 Iniciativas recientes sobre la regulación de las ventas en corto

5.1 Introducción

La identificación por parte de los reguladores de valores de prácticas especulativas en los mercados que podrían estar generando espirales desestabilizadoras sobre algunos valores propició desde finales de 2008 la revisión de la normativa de las ventas en corto en las principales jurisdicciones...

Desde el comienzo de la crisis, los mercados de valores de todo el mundo se han visto sometidos a una elevada volatilidad y, en algunos casos, se han observado súbitas depreciaciones de los valores de las empresas del sector financiero que contribuyeron a ampliar la desconfianza sobre la viabilidad de algunas entidades.

En este contexto, algunos reguladores de valores identificaron prácticas especulativas en los mercados que podrían estar generando espirales desestabilizadoras. Ello conllevó la revisión de la normativa de las ventas en corto en los principales mercados.

En la mayor parte de los casos las actuaciones de los supervisores se centraron inicialmente en la prohibición de las ventas en corto descubiertas, es decir, las que se producen cuando se venden valores de los que no se dispone. Éste fue el caso de Estados Unidos, Francia e Italia. En otros países se introdujeron medidas más restrictivas. Éste fue el caso del Reino Unido, donde se prohibió temporalmente la construcción o ampliación de posiciones cortas mediante cualquier tipo de operativa. En la mayor parte de las jurisdicciones se introdujeron, además, obligaciones de transparencia de posiciones cortas significativas.

...que se centró en la prohibición de esta operativa (en alguna o todas sus modalidades) y/o en la introducción de determinadas obligaciones de transparencia.

En España, la legislación vigente prohíbe las ventas en corto descubiertas. Por ese motivo, la CNMV decidió reforzar la prioridad otorgada a la supervisión de esta normativa e introdujo la obligación por parte de los participantes en el mercado de comunicar las posiciones cortas cuando éstas superaban el 0,25% de la capitalización de las empresas cotizadas del sector financiero.

En los últimos meses se han producido acuerdos relevantes en el seno de IOSCO y de CESR que se revisan a continuación.

En general, las medias introducidas en las distintas jurisdicciones han adolecido de una elevada heterogeneidad. No obstante, en los últimos meses se han producido acuerdos en el ámbito de IOSCO y, sobre todo, de CESR que persiguen alcanzar una mayor armonización de las normas que rigen la operativa de ventas en corto. A continuación se revisan los avances recientes en esta materia.

5.2 Iniciativas en el seno de IOSCO

IOSCO ha auspiciado la creación de un grupo especial con el objetivo de elaborar directrices o principios para una regulación efectiva de la práctica de las ventas en corto. IOSCO aconseja una acción reguladora concertada para intentar eliminar las diferencias existentes y desarrollar un enfoque más global hacia la regulación de las ventas en corto. El resultado ha sido la elaboración de un documento que contiene cuatro principios a los que se incorporan recomendaciones. Los principios y recomendaciones son los siguientes:

- a) La venta en corto debe estar sujeta a controles para reducir o minimizar la inestabilidad que sus efectos pueden producir en los mercados. Para ello se recomienda adoptar un sistema estricto de liquidación, incluyendo la compraventa forzosa de operaciones que produzcan o vayan a producir incidencias en la liquidación.
- b) Debe existir un sistema ágil de información de ventas en corto al mercado y a los supervisores. Para ello se recomienda la adopción de un modelo de transparencia, ya sea de posiciones o de ventas en corto.
- c) Debe adoptarse un sistema de control y cumplimiento de la normativa de ventas en corto. A tal efecto, el supervisor debe ser capaz de realizar las siguientes funciones: inspeccionar y controlar de forma regular las incidencias en la liquidación, exigir el mantenimiento de registros de ventas en corto (en aquellas jurisdicciones en las que se opere el sistema de *flagging*), tener la posibilidad de realizar requerimientos de información relativos a la actividad de venta en corto a todos los participantes del mercado, establecer instrumentos de análisis de la información obtenida sobre ventas o posiciones cortas para identificar conductas potenciales de abuso de mercado y riesgo sistémico y asegurar que existen mecanismos de cooperación con otros reguladores para facilitar la investigación de casos transfronterizos.
- d) deben permitirse excepciones para ciertas prácticas que facilitan el correcto funcionamiento del mercado. Se recomienda definir claramente las actividades no sujetas a restricciones o prohibiciones.

IOSCO aconseja una acción reguladora concertada y el desarrollo de un enfoque más global. Los principios y recomendaciones que hace son los siguientes:

- la venta en corto debe estar sujeta a controles,...

- debe existir un sistema ágil de información de ventas en corto al mercado y a los supervisores,...

- debe adoptarse un sistema de control y cumplimiento de la normativa de ventas en corto,...

- deben permitirse excepciones para ciertas prácticas.

5.3 Iniciativas en el seno de CESR

Los supervisores europeos, en vista de la turbulenta situación de los mercados de finales de septiembre de 2008, adoptaron varias disposiciones (en su mayor parte temporales) restringiendo la actividad de venta en corto. Éstas iban desde la imposición únicamente de obligaciones de transparencia hasta la prohibición total de la realización de ventas en corto (en algún caso sólo la venta descubierta y, en otros, tanto la cubierta como la descubierta). En este contexto se enmarca el acuerdo del Comité Ejecutivo de 22 de septiembre de 2008 que estableció la obligación de publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social de empresas del sector financiero y recordó la prohibición de la venta descubierta para todas las acciones negociadas en bolsa.

Los supervisores europeos, que a finales de 2008 adoptaron diversas medidas restringiendo la actividad de venta en corto, ...

5.3.1 Régimen de transparencia propuesto por CESR

...alcanzaron un acuerdo a finales de mayo de 2009 en el seno de CESR respecto a los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo.

A finales de mayo de 2009 y tras varios meses de trabajo, CESR alcanzó un acuerdo respecto a los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo (el documento ha sido puesto a consulta pública hasta el 30 de septiembre). Con ello se pretende, por un lado, dar prioridad a las medidas de transparencia para la regulación de la actividad de ventas en corto y, por otro, facilitar al mercado un régimen armonizado de comunicación que aliviase a los participantes el coste de atender al cumplimiento de obligaciones impuestas en diferentes modelos. Todo ello, sin perjuicio del derecho de cada regulador de mantener o introducir cualquier medida limitadora o restrictiva y sin dejar de lado la búsqueda futura de acuerdos de mayor alcance sobre la regulación de las ventas en corto.

El modelo de comunicación y publicación de posiciones cortas adoptado por CESR contiene los siguientes elementos:

El modelo adoptado por CESR para la comunicación y publicación de posiciones cortas contiene los siguientes elementos:

- Establece diferentes umbrales de notificación de posiciones cortas en función del destinatario de la comunicación (supervisor o mercado),

- 1) **Umbrales de notificación.** Se notificarán al supervisor, sin publicación, aquellas posiciones cortas superiores al 0,1% e inferiores al 0,5% del capital social de un emisor. Las posiciones superiores al 0,5% del capital social se comunicarán al supervisor y se publicarán para conocimiento del mercado, incluyendo la identidad del titular de la posición. Asimismo se comunicarán al supervisor todos los cambios de posición de un 0,1% del capital social del emisor, antes y después de alcanzar el umbral del 0,5%, si bien serán publicados aquellos que produzcan un cambio en la posición abierta del titular por encima del 0,5%. Se valoró también la inclusión en la propuesta de una comunicación pública y periódica por parte del supervisor de la suma agregada y anónima de posiciones individuales inferiores al 0,5%, para facilitar más información sobre el nivel de posiciones cortas en un determinado valor. Esta posibilidad finalmente se desestimó por dificultades operativas para su ejecución.

- que, no obstante, podrían ser modificados en el futuro si se considera conveniente.

CESR reconoce que el establecimiento de unos umbrales que se adecuen perfectamente a todos los mercados y jurisdicciones es una tarea complicada (dada la disparidad en volúmenes de negociación, capitalización y capital flotante de los valores cotizados) y admite que los porcentajes propuestos podrían ser objeto de ajustes en el futuro. No obstante, para la elección de los umbrales, se tuvo en cuenta la experiencia de los supervisores con mayor número de comunicaciones recibidas (del Reino Unido, España y Francia). Por ejemplo, en España la media y la mediana de las primeras comunicaciones por titular fue de un 0,43% y un 0,32%, respectivamente. Se consideró asimismo que los umbrales debían contener una cifra fácilmente retenible y por ello se escogió el nivel de 0,5% para la divulgación pública de las posiciones cortas. Para la fijación del umbral del 0,1% se estimó conveniente el conocimiento por parte del regulador de dichas posiciones para detectar a aquellos participantes cuyas posiciones individuales no son lo suficientemente relevantes como para que sean reveladas al mercado.

Una alternativa al régimen adoptado hubiera sido el modelo de marcaje (flagging), pero adolece de dos inconvenientes relevantes.

Una alternativa al régimen adoptado hubiera sido el modelo de marcaje (*flagging*) de operaciones de ventas en corto. Éste conlleva el conocimiento por parte del intermediario vendedor de que la operación ejecutada es una venta en corto y el envío de dicha información, en cada operación individual, al operador del mercado, para su eventual publicación. Sin desdeñar los efectos beneficiosos del *flagging* para la determinación de la tendencia de un valor y para la provisión al mercado y a los supervisores de información en tiempo real sobre ventas en cor-

to, este modelo tiene dos inconvenientes relevantes. En primer lugar, requiere un aumento extraordinario de costes en infraestructura para su implementación (únicamente Grecia en el ámbito de los miembros de CESR opera con este sistema), que recaerían directamente en los intermediarios. En segundo lugar, dicho sistema no facilita información sobre el nivel de posiciones cortas abiertas en un valor, ni tiene en cuenta las posiciones bajistas realizadas en el mercado de derivados OTC. Finalmente, el anonimato del vendedor en corto que conlleva el sistema de *flagging* puede acarrear una menor efectividad en caso de una eventual imposición de restricciones a las ventas en corto agresivas.

2) **La obligación de comunicación y publicación recae en las posiciones cortas sobre el capital de todas las compañías cotizadas en los mercados del Área Económica Europea (AEE).** El régimen de transparencia mencionado se extiende a todos los emisores cuyas acciones coticen o hayan sido admitidas a cotización en mercados regulados y Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) del AEE. No existen razones objetivas para restringir la aplicación del régimen únicamente al sector financiero (en esencia, si pensamos que la obligación de comunicar posiciones cortas es beneficiosa para el mercado, no sería de recibo limitarla a sectores determinados, aunque en su origen se centrasen estas medidas en el financiero debido al potencial sistémico de las empresas que lo componen). La inclusión de la mención a los SMN se realizó para evitar el “arbitraje regulatorio” y la desventaja competitiva que supondría para los mercados regulados una eventual excepción de aplicación del modelo a aquellas compañías que sólo cotizasen en SMN.

- La obligación de comunicación recae sobre las posiciones cortas de todas las compañías cotizadas en los mercados del Área Económica Europea.

3) **Las posiciones a comunicar lo serán siempre en términos netos, incluyendo para su cómputo las posiciones en contado y en productos derivados.** A pesar de que el documento no desciende a tal nivel de detalle, se entiende que para el cálculo de la posición en instrumentos derivados debe considerarse la delta ajustada de cada uno de los instrumentos.

- Las posiciones a comunicar lo serán en términos netos (incluyendo posiciones en contado y en productos derivados).

4) **La obligación de comunicar se establece para cada entidad legal.** El concepto de “entidad legal” a efectos de la obligación de comunicación será perfilado una vez que se hayan recibido los comentarios de la industria al documento a consulta. Una opción barajada es que la obligación de comunicación recaiga a nivel de fondo individual. Dentro de un grupo inversor, por ejemplo, es muy probable que existan diferentes entidades legales con posiciones cortas netas (fondos, sociedades etc.). Otra alternativa es imponer la comunicación a la persona física o jurídica que toma las decisiones para una o varias entidades legales (fondos).

- La obligación de comunicar se establece para cada entidad legal.

5) **La comunicación de la posición debe realizarse, como máximo, en la sesión siguiente a la que surja la obligación de comunicar.** La información sobre posiciones cortas debe ser comunicada al supervisor y difundida al mercado lo antes posible. Retrasar ambas devalúa innecesariamente su contenido, afectando negativamente tanto a la potencial adopción de medidas por parte del supervisor como a las decisiones de inversión de los participantes del mercado. La experiencia obtenida hasta ahora por parte de la CNMV respecto al cumplimiento de esta obligación (D+1) es relativamente satisfactoria, si bien es necesario vigilar el grado de cumplimiento en caso de que los titulares de posiciones cortas comiencen a deshacerlas al descender del umbral de comunicación existente. Es conveniente apuntar que el régimen de comunicación propuesto no pretende ni puede ofrecer información sobre posiciones cortas intradiarias. La aplicación de

- La comunicación de la posición debe realizarse, como máximo, en la sesión siguiente a la que surja la obligación de comunicar.

un sistema de comunicación en tiempo real de posiciones cortas con información intradía (acercándonos al sistema de *flagging*) sería muy costosa y difícil de implementar, sin garantizar necesariamente que la información que se facilite ofrezca una idea exacta del nivel de posicionamiento en corto sobre un valor.

- Únicamente los creadores de mercado y figuras asimilables quedan exceptuados de la obligación de comunicar.

6) **Únicamente los creadores de mercado y figuras asimilables, en el ejercicio de dicha función, quedan exceptuados de la obligación de comunicar.** Las funciones de creador de mercado han sido definidas en el documento a consulta (si bien únicamente a efectos ilustrativos). Algunos países han considerado incluir en la excepción diferentes formas de provisión de liquidez asimilables en algunos casos a la creación de mercado. En este sentido la CNMV considera que no debe hacerse una interpretación demasiado extensiva de dicha función. CESR comprende que la actividad de un creador de mercado necesita de cierta flexibilidad en el mantenimiento de posiciones largas y cortas. Sin embargo, tal como se manifiesta en el documento a consulta, no se otorgará la excepción a aquellos creadores de mercado que mantengan de forma continua y sistemática posiciones cortas significativas al término de una sesión.

- La remisión de la comunicación deberá realizarse al supervisor del mercado más relevante en términos de liquidez.

7) **La remisión de la comunicación deberá realizarse al supervisor del mercado más relevante en términos de liquidez,** siguiendo el criterio del artículo 25,3 de la MiFID, en contraposición al criterio determinado por la Directiva de Transparencia (artículo 21,1, criterio del Estado Miembro de origen) para la comunicación de derechos de voto. La decisión se basa en el hecho de que no sería lógico tener una autoridad competente para la supervisión de los mercados y el desarrollo de facultades de investigación e inspección y otra diferente para la recepción de la comunicación de la posición corta. El documento a consulta pone asimismo de relieve la necesidad de cooperación efectiva entre supervisores.

- El umbral de comunicación se rebaja al 0,25% en situaciones de ampliación de capital.

8) **Por último, el umbral de comunicación se rebaja al 0,25% en situaciones de ampliación de capital,** al reconocerse que el emisor tiene unas necesidades de protección mayor en este tipo de situaciones y al haberse detectado en otras jurisdicciones intentos de manipulación de las cotizaciones en este contexto. El umbral inferior del 0,1% sigue manteniéndose para la comunicación al supervisor. Es posible algún ajuste en los umbrales como consecuencia de la consulta, ya que existen pequeñas ampliaciones de capital que no requerirían una protección especial y, por ende, una disminución en el umbral de comunicación.

La formulación definitiva sobre los modelos de comunicación se realizará después de recibir los comentarios de la industria al documento de consulta.

Se han mantenido asimismo discusiones sobre el modelo de comunicación de posiciones cortas. Una formulación definitiva se realizará una vez se reciban los comentarios de la industria al documento a consulta. El modelo que se propone intentará replicar las características de los ya existentes en algunos miembros de CESR, para no hacer incurrir en costes adicionales a aquellos obligados a remitir la comunicación. Las características generales serían las siguientes:

- a) La responsabilidad de la remisión de la comunicación recae en el titular de la posición, si bien se puede aceptar que su agente o intermediario envíe las comunicaciones en su nombre.
- b) El contenido mínimo de la notificación contendría la identidad del titular de la posición, el nombre del emisor sobre el que se ha abierto la posición, el tamaño o importe de ésta y la fecha en la que se originó la obligación de comunicar.

5.3.2 Otros aspectos: venta en corto descubierta e incidencias en la liquidación y medidas de emergencia

CESR continúa trabajando en otros aspectos de la operativa de ventas en corto, en particular:

- a) La elaboración de una serie de medidas de contingencia a adoptar por los supervisores en casos de emergencia. Estas medidas deberían al menos facilitar la imposición de requisitos temporales de transparencia (mas allá de las medidas generales propuestas en el documento sobre el régimen armonizado) y posibilitar la prohibición de restringir ciertas actividades de negociación (*trading halts*) y/o modalidades de venta en corto, cubierta o descubierta. Las circunstancias propuestas para activar las medidas de emergencia serían, entre otras, la evidencia de ventas en corto “abusivas”, la caída agresiva de precios en un sector determinado, la situación de grandes pérdidas en el valor de la acción de un emisor que pudiese amenazar la estabilidad financiera y la existencia de una volatilidad excesiva en un sector o emisor que pusiera en riesgo la confianza en la inversión realizada.
- b) La realización de un análisis para determinar la relación entre incidencias en la liquidación y la actividad de ventas en corto en descubierto. A juicio de la CNMV, existen suficientes elementos que sustentan la existencia de relación directa. Los datos sobre la liquidación de la negociación de los que dispone refuerzan dicha correlación. Además, el sistema de liquidación del mercado español se encuentra, por sus características especiales, en mejor situación para valorar dicha relación que la mayoría de los demás sistemas (en los que para la determinación de la relación el supervisor tiene que realizar una investigación *ad hoc* en cada caso).

Asimismo, CESR continúa trabajando en otros dos aspectos de la operativa de ventas en corto:

1) La elaboración de medidas de contingencia a adoptar por los supervisores en casos de emergencia y

2) La realización de un análisis para determinar la relación entre incidencias en la liquidación y la actividad de ventas en corto en descubierto.

5.4 Últimas decisiones adoptadas por los supervisores de valores

Durante el verano de 2009 se han producido en algunas jurisdicciones algunos cambios legislativos, modificaciones o prórrogas en la normativa que regula la venta en corto y acontecimientos que merece la pena resaltar.

En EEUU, la SEC estableció el 27 de julio como definitiva la regulación temporal (Rule 204T, que expiraba el 31 de julio) que intenta reducir los efectos dañinos de la actividad de la venta en corto descubierta, imponiendo a los intermediarios la obligación de tomar prestadas inmediatamente (o asegurarse de tener acceso al préstamo de valores) las acciones que venden y que se encuentran “marcadas” (*flagged*) como venta en corto. Dicha regulación intenta desincentivar la realización de la venta en corto descubierta. En cuanto a las obligaciones de transparencia, la SEC informó que se encontraba en negociaciones con varios operadores de mercado con estatuto de autorregulación (Self Regulatory Organizations) para publicar a través de sus páginas web los volúmenes de operaciones de venta en corto.

La FSA británica publicará próximamente las opiniones y reacciones a su documento de consulta sobre ventas en corto.

En Italia la CONSOB anuló, con efectos de 31 de julio, la interpretación de no considerar como valor disponible para aceptar ventas en corto aquél cuyo origen proviniese de un préstamo de valores (prohibición de facto de venta descubierta). Dicha

A lo largo del verano de 2009 se han producido cambios legislativos, modificaciones o prórrogas relevantes en la normativa que regula las ventas en corto en algunas jurisdicciones importantes: SEC (EEUU), FSA (Reino Unido), CONSOB (Italia), SFC (Hong Kong) y AMF (Francia).

interpretación es únicamente válida ahora en el supuesto de ventas realizadas durante una ampliación de capital.

La SFC de Hong Kong publicó un documento para consulta pública, con fecha 31 de julio, en el que se requerían opiniones sobre el establecimiento de un régimen de transparencia de posiciones cortas (en los mercados de Hong Kong opera ya el sistema de *flagging*).

La AMF francesa ha prorrogado por 6 meses (hasta el 31 de enero de 2010) las medidas adoptadas en septiembre de 2008 y ha declarado que esperará a los resultados del documento de CESR para proponer un régimen permanente. No obstante, ha manifestado públicamente su posición respecto a los aspectos a incluir en la futura regulación. En este sentido, la AMF se muestra preocupada por la correlación entre venta en corto descubierta e incidencias en la liquidación. Asimismo, propone implantar las mismas obligaciones de liquidación para SMN y mercados regulados y el establecimiento de acuerdos de préstamo de valores entre el participante que vende en corto y las entidades prestamistas antes de la ejecución de la venta (venta en corto descubierta).

5.5 Conclusiones: el futuro de la regulación de las ventas en corto

El consenso alcanzado en CESR respecto al modelo común paneuropeo de transparencia basado en la comunicación y publicación de posiciones cortas constituye un éxito y supone un paso importante para futuros acuerdos en la materia. En este sentido, las siguientes tareas a desarrollar deberían centrarse, por un lado, en la implementación del régimen de transparencia acordado y, por otro, en el desarrollo de un modelo que armonice el resto de la regulación de la actividad de la venta en corto.

Existe un punto de partida común, respecto a dos aspectos, que puede servir de base para la futura regulación. Por un lado, se reconoce que la venta en corto, en condiciones normales, es una actividad beneficiosa²⁴ que favorece la eficiencia del mercado y reduce la existencia de burbujas especulativas. Por otro lado, también existe consenso en aceptar la capacidad de los supervisores para, en situaciones excepcionales, restringir dicha actividad o incluso prohibirla si la estabilidad financiera o la integridad del mercado se ven amenazadas.

La parte central del debate afecta al grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de venta en corto descubierta. Numerosos observadores señalan que esta operativa contribuye a la aparición de espirales bajistas y a generar incidencias en el proceso de liquidación de las operaciones. Estos observadores señalan que sería asimismo difícil identificar aquellos beneficios de esta operativa que no pudieran lograrse a través de las ventas en corto cubiertas. En contra de esta opinión se han manifestado observadores que piensan que los efectos estabilizadores de la venta en corto se reducen sensiblemente si se exige la disponibilidad previa de los valores que se venden y que existen mecanismos eficaces para asegurar la disciplina de la liquidación incluso cuando se permite la venta en corto descubierta. La experiencia española muestra que la prohibición de las ventas en corto descubiertas no parece reducir la eficiencia del mercado y ciertamente limita el riesgo de incidencias en la

El consenso alcanzado en CESR en materia de transparencia constituye un éxito y abre el camino para desarrollar un modelo que armonice la regulación de la actividad de la venta en corto.

Sin embargo, a pesar de que hay un cierto consenso sobre los beneficios de esta actividad y sobre la capacidad que deben tener los supervisores para restringirla en determinados casos...

...no hay, por el momento, un acuerdo sobre el grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de venta en corto descubierta.

24 Para un mayor detalle sobre los efectos positivos y negativos de la operativa de *short selling*, véase el artículo de Rodrigo Buenaventura del boletín trimestral de la CNMV correspondiente al cuarto trimestre de 2008 "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)".

liquidación de operaciones. Ahora bien, las peculiaridades del sistema de liquidación español, en el que la firmeza de las operaciones se alcanza en el momento de la contratación, impiden sacar conclusiones definitivas sobre la relevancia de la restricción de las ventas en corto descubiertas para contener el riesgo de incidencias en la liquidación en el proceso de post-contratación.