



## BOLETÍN TRIMESTRAL DE LA CNMV: NUEVO INFORME SOBRE “LOS MERCADOS DE VALORES Y SUS AGENTES: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS”

Lunes, 5 de octubre de 2009

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha publicado hoy su “Boletín Trimestral” correspondiente al tercer trimestre de 2009 en el que se incluye el informe “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, de periodicidad semestral.

Desde la anterior publicación del citado informe, correspondiente al primer trimestre de 2009, el entorno macroeconómico y financiero internacional ha dado algunos síntomas de estabilización. El ritmo de deterioro del crecimiento se ha atenuado e, incluso, algunas economías de nuestro entorno ya han mostrado crecimientos positivos en el segundo trimestre de 2009, lo que ha dado lugar a la revisión al alza de las tasas de crecimiento para este año y 2010. No obstante, las políticas monetarias y fiscales siguen siendo ampliamente expansivas y para este año se espera aún un descenso del PIB mundial cercano al 1,1%, según las previsiones más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI) posteriores al cierre de este informe. Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste en España irá perdiendo intensidad, pero que la recuperación será algo más lenta que en otras economías desarrolladas y que sus riesgos están asociados principalmente a un deterioro más profundo del mercado laboral y de las finanzas públicas.

En este contexto, los mercados financieros internacionales han mostrado un comportamiento mucho más estable que en 2008, especialmente a partir del segundo trimestre. La renta variable ha tenido una notable recuperación, acompañada de un descenso de la volatilidad y una mejora de la liquidez. No obstante, aún existe un elevado grado de incertidumbre y la sostenibilidad de la recuperación permanece condicionada a la mejoría de la evolución de los indicadores de actividad real y de los resultados de las sociedades.

En España, el Ibex 35 acumula, hasta el 15 de septiembre, fecha de cierre de este informe, una ganancia del 26%. Las entidades financieras y las empresas constructoras han liderado dicha recuperación, si bien son también notables los avances en las empresas de bienes industriales, bienes de consumo discrecional y seguros. Las pérdidas más significativas las registran sociedades inmobiliarias y empresas energéticas.

La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas ha experimentado una notable mejoría desde el 8,2 del primer trimestre al 12,1



de mediados de septiembre, volviendo a los niveles de principios de 2008. Por su parte, la volatilidad se sitúa en niveles inferiores al 20% después de los máximos de 90% alcanzados en octubre de 2008. También se observa desde marzo una mejora notable en las condiciones de liquidez, aunque la contratación, que repuntó en el segundo trimestre, ha descendido de nuevo en el tercero.

En renta fija, tanto pública como privada, se han registrado caídas sustanciales de las primas de riesgo de crédito. Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV hasta el 15 de septiembre de 2009 alcanzaron un importe de 297 mil millones de euros, una cifra algo inferior a los 329 mil millones del mismo periodo de 2008, y con una composición bastante diferente. El peso relativo de las emisiones de pagarés de empresas y bonos de titulización descendió notablemente (pasando del 94% en 2008 al 74% del total de las emisiones en lo que va de año), mientras que el de bonos y cédulas hipotecarias aumentó desde el 5% al 24% debido, sobre todo, a la concesión de avales públicos para la emisión de bonos de entidades financieras, al Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) y al programa de compra del Eurosistema para las cédulas hipotecarias.

El patrimonio de los fondos de inversión financiera españoles experimentó en el primer semestre del año un descenso del 5% respecto al año anterior, hasta alcanzar los 167 mil millones de euros. Esta variación es inferior a la de periodos anteriores, debido al menor volumen de reembolsos efectuados por los partícipes y a una ligera revalorización de la cartera.

El número de partícipes de los fondos de inversión continuó descendiendo, aunque con menor intensidad que en trimestres anteriores. Al final de primer semestre de este año, el número total quedó por debajo de los 5,5 millones, lo que supone 425 mil menos que a finales de 2008.

Por su parte, las IIC inmobiliarias continúan atravesando un periodo no exento de dificultades por el aumento de peticiones de reembolso y el fuerte ajuste que está experimentando el sector residencial. Ello ha obligado a algunas gestoras a modificar los regímenes de reembolso e, incluso, en algunos casos, a suspenderlos.

Cabe destacar la heterogénea evolución entre los fondos de inversión libre y los fondos de fondos de inversión libre. Mientras el patrimonio de los primeros retrocede de manera ligera durante el semestre, llegando a aumentar en el último trimestre, los segundos han sufrido el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras y han experimentado importantes salidas de capital.

En esta coyuntura, la labor supervisora de la CNMV con respecto a las IIC se ha basado en tres tipos de actuaciones: cuantificación de los instrumentos menos líquidos, verificación de la idoneidad de la información remitida a los partícipes y adecuación de las estructuras subyacentes de los fondos garantizados a las condiciones de los mercados, especialmente los de renta fija. Las perspectivas a corto plazo sobre la industria de la inversión colectiva son algo más favorables que en trimes-

tres anteriores ya que se observa una mayor preferencia por instrumentos de mayor riesgo, en línea con el descenso de la incertidumbre.

Las cuentas de resultados de las empresas de servicios de inversión (ESI) continuaron deteriorándose durante el primer semestre de 2009, a pesar de contar con un entorno menos complejo. Los beneficios agregados hasta junio de las sociedades de valores ascendieron a 176 millones de euros (42% menos que en 2008) como consecuencia de la moderación de las comisiones percibidas y los menores resultados por inversiones financieras. En las agencias de valores, la caída de los ingresos hizo que apenas se cubrieran los gastos de explotación (el beneficio agregado fue de 144.000 euros).

Pese a estos datos, la posición de solvencia de las ESI se ha visto 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. Las ESI continúan estando bien capitalizadas en términos generales, aunque, al tratarse de una industria muy heterogénea, es posible que ante un deterioro adicional de la actividad alguna de ellas pueda experimentar mayores dificultades en el desarrollo de su negocio. Algo similar puede apuntarse a las sociedades gestoras de IIC donde, como en el caso de las ESI, no es descartable que la consolidación del exceso de capacidad se traduzca en una reestructuración del sector en los próximos ejercicios.

En el ámbito internacional se han llevado a cabo diversas iniciativas sobre la regulación de las ventas en corto, hasta ahora abordada de forma individual en gran número de jurisdicciones. A nivel europeo, CESR presentó en mayo una iniciativa para la adopción de un régimen común de comunicación al supervisor de todas las posiciones cortas netas sobre cualquier valor cotizado cuando éstas varíen más de un 0,1% y de comunicación al mercado cuando éstas asciendan o descendan del umbral del 0,5%. Para la elección de estos umbrales, CESR tuvo en cuenta la experiencia de los supervisores con mayor número de comunicaciones recibidas, como Reino Unido, España y Francia. En concreto, en España, la media y la mediana de las primeras comunicaciones por titular se situaron en 0,43% y 0,32%, respectivamente.

No obstante, no existe una posición unánime sobre el grado de tolerancia que debe aplicarse a las ventas en corto descubiertas, si bien a nivel internacional existe un consenso sobre los beneficios de esta operativa y se acepta la capacidad de los supervisores para restringirla si está amenazada la estabilidad del sistema o la integridad del mercado. Por otra parte, cabe destacar la próxima entrada en vigor del Reglamento Europeo de agencias de calificación que trata de solucionar los problemas que la crisis ha dejado al descubierto. Sus objetivos son: fomentar la independencia de las agencias, evitar conflictos de interés, mejorar la fiabilidad de las metodologías, modelos e hipótesis y aumentar la transparencia.

El Reglamento atribuye a las autoridades competentes de los Estados el registro y supervisión de las agencias, si bien permite la participación



del resto de autoridades nacionales mediante la creación de colegios de supervisores. En el caso de discrepancia del colegio, se prevé la intervención de CESR, que tiene una labor de coordinación, y un mediador nombrado por CESR. A partir de la entrada en vigor del Reglamento, la supervisión de las filiales de las agencias establecidas en España corresponderá a la CNMV, en estrecha coordinación con el Banco de España y el resto de supervisores europeos. No obstante, una vez que se diseñe el sistema europeo de supervisión derivado del Informe Larosière, es posible que se tienda hacia un modelo más centralizado de supervisión que asigne a un único órgano europeo -previsiblemente una transformación de CESR- el registro y supervisión de estas agencias.

En el último año y medio, a raíz de la crisis financiera, se ha generado un intenso debate sobre la conveniencia, en términos de estabilidad financiera, de la utilización por parte del sector bancario del criterio de valor razonable, en lugar del de coste amortizado, para la contabilidad de los instrumentos de deuda cotizados en los mercados 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.

Estimaciones realizadas por la CNMV reflejan que alrededor de tres cuartos del total de los dos billones y medio de dólares de pérdidas del sector financiero internacional, que el FMI había estimado para el periodo 2007-2010, provienen de la materialización del riesgo de crédito y sólo una cuarta parte se debe al deterioro de las condiciones en los mercados de valores. Por tanto, la mayor parte de las pérdidas totales que las entidades financieras han reportado o se prevé que reporten no están relacionadas con la aplicación del concepto de valor razonable. Asimismo, puede argumentarse que la aplicación de dicho concepto contable permite un conocimiento temprano de las pérdidas.

Por último, el Boletín Trimestral de la CNMV contiene diversos análisis, informes y estudios. En el presente número se incluye un artículo sobre los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas, elaborado por Soledad García y Ángel Domínguez; otro sobre la evolución económico financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2008 de Belén de Anta y Carolina Moral y un tercero acerca la organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central de Javier González Pueyo. Asimismo, contiene una revisión de la Directiva sobre abuso de mercado por Cristina Ribó y Rodrigo Buenaventura. El Boletín también incluye un anexo legislativo y otro estadístico.

Todas las publicaciones, incluyendo el Boletín de la CNMV y el nuevo informe, están disponible en la página *web* de la CNMV/ Publicaciones y Otros Documentos/ Publicaciones de la CNMV o directamente en la dirección: <http://www.cnmv.es/publicaciones/publicaciones2.htm>