

INFORME DE  
MERCADO  
**2011**



---

LA BOLSA ESPAÑOLA  
CUMPLE **180** AÑOS

# ÍNDICE

<b>1</b>	Entorno económico .....	PÁGINA <b>13</b>
<b>2</b>	Recortes generalizados en las cotizaciones. La capitalización se resiente pero sigue elevada en el entorno de los 950.000 millones de euros .....	PÁGINA <b>23</b>
<b>3</b>	Liquidez de los valores españoles .....	PÁGINA <b>33</b>
<b>4</b>	La captación de recursos de capital a través de la Bolsa registra importes elevados y sirve de apoyo a pequeños y grandes proyectos.....	PÁGINA <b>43</b>
<b>5</b>	La retribución total al accionista crece un 45% en 2011.....	PÁGINA <b>52</b>
<b>6</b>	Los resultados empresariales se reseienten con diferente intensidad .....	PÁGINA <b>55</b>
<b>7</b>	Los ETFs: se amplía la gama de referencias disponibles y las opciones estratégicas para el pequeño inversor.....	PÁGINA <b>59</b>
<b>8</b>	Mercados de renta fija: la deuda soberana europea ocupa el centro del huracán .....	PÁGINA <b>61</b>
<b>9</b>	Opciones y futuros 2011: difícil y volátil ejercicio con un aumento del 50% en el número de contratos negociados de futuros sobre acciones.....	PÁGINA <b>67</b>
<b>10</b>	La compensación, liquidación y registro en 2011 .....	PÁGINA <b>69</b>
<b>11</b>	La transparencia y los mecanismos de los mercados regulados al servicio de un sistema financiero más seguro .....	PÁGINA <b>72</b>
	<b>ANEXO I</b> .....	PÁGINA <b>76</b>
	<b>ANEXO II</b> .....	PÁGINA <b>83</b>



# RESUMEN DEL AÑO

El año 2011 en los mercados de valores ha estado marcado por una permanente incertidumbre sobre la capacidad de las economías desarrolladas para consolidar la recuperación iniciada en 2010 y volver a una senda sostenible de crecimiento. El riesgo latente de reducción del ritmo de crecimiento económico global a medida que se agotan los impulsos monetarios y fiscales en los países desarrollados se ha materializado durante el segundo semestre del año, al tiempo que se agudizaba la crisis fiscal en muchos de estos países. Las expectativas de mínimo crecimiento han acentuado las dudas sobre la digestión de los grandes volúmenes de deuda acumulados por el sector público y por los sectores privados y sobre la situación del sector bancario en los países desarrollados. Cuatro años después del inicio en 2007 de las tensiones que han acabado afectando a todos los ámbitos de la economía mundial y con especial intensidad a la actividad financiera y bancaria, la situación aún no se ha estabilizado.

Enmarcado en los parámetros anteriores, el principal foco de tensión financiera mundial en 2011 ha sido el área euro. La arquitectura financiera y política de la moneda única se ha revelado insuficiente para afrontar momentos de gran inestabilidad como los vividos en los mercados por la deuda soberana de Portugal, España, Italia, Bélgica e incluso Francia al final del año. Siguiendo los pasos de Grecia e Irlanda en 2010, Portugal perdía en mayo el acceso a los mercados de deuda pública y se acordaba su rescate por la Unión Europea y el FMI. Posteriormente, a finales de julio, la Unión Europea y el FMI anunciaban un segundo rescate de Grecia cuya negociación dentro de la UE se ha dilatado hasta finales de año y que trae consigo una "quita" para los tenedores privados de deuda pública griega del 50%. La deuda de España e Italia, por su parte, experimentaba fuertes descensos especialmente durante la segunda mitad del año hasta situar su diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán a 10 años por encima de los 5 puntos porcentuales en algunos momentos del ejercicio rompiendo niveles record de la prima de riesgo desde el nacimiento de la moneda única. Ya en diciembre, en un intento de poner freno a los riesgos de desintegración del área del euro, la gran mayoría de los países del área llegaban a un acuerdo marco para iniciar una nueva etapa basada en reglas fiscales muy estrictas y cesión de soberanía fiscal.

La denominada crisis de deuda soberana ha acentuado los riesgos de liquidez y solvencia de las entidades bancarias del área euro, ya debilitadas por cuatro años de dificultades y, en medio de una profunda desconfianza por parte de los inversores, ha precipitado medidas de recapitalización generalizada de entidades bancarias.

Los acontecimientos citados se han dado dejado sentir con especial intensidad en España donde la Bolsa y la Deuda Pública han reflejado con descensos de precios y volatilidad la combinación de factores externos e internos que impulsan el riesgo país, es decir la combinación de debilidad económica, elevado déficit fiscal, endeudamiento exterior y constatación de la fragilidad de una parte del sistema bancario.

## Índices

Ha sido un año difícil para los mercados bursátiles mundiales que veían diluirse a medida que avanzaba el año las expectativas de vuelta a los niveles previos a la crisis. Los índices de ámbito mundial arrojaban pérdidas del 8,5% hasta la segunda semana de diciembre quebrando así la recuperación bursátil que comenzaba con sustanciales ganancias en 2009 y continuaba en 2010.

Como no podía ser de otro modo, los índices de Europa continental quedaban de forma generalizada por debajo de la referencia media mundial del 8,5% con castigos muy relevantes como el del Athes de Grecia (-52%), el ATX austríaco (-35%), o menos significativos como el FTSE MIB de Italia (-25%), el PSI portugués (-21%), el Bel-20 belga (-20%), el DAX alemán (-18%) o el CAC 40 francés (-18%). El Euro Stoxx 50 perdía un 18%. En el caso de España el principal indicador bursátil, el IBEX 35, encadenaba un nuevo ejercicio con pérdidas (-16% hasta el 16 de diciembre), penalizado como en 2010 por el aumento del riesgo país.

## Liquidez

Los volúmenes de negociación registrados en 2011 en la Bolsa española superarán los 900.000 millones de euros, con un descenso cercano al 10% sobre el año anterior como consecuencia, en buena medida, de las medidas tomadas por el organismo supervisor del mercado de valores español de prohibir de forma transitoria las “ventas en corto” (“short selling” en terminología anglosajona) sobre algunos valores cotizados.

En un entorno turbulento, el modelo de mercado ha vuelto a funcionar con solvencia a la hora de proporcionar liquidez, transparencia, valoración y garantías a los inversores a través de mecanismos de mercado soportados en plataformas tecnológicas muy avanzadas. Durante los últimos años las horquillas de liquidez de las acciones españolas cotizadas (el spread o distancia entre el mejor precio de oferta y el mejor de la demanda) han disminuido sensiblemente y permanecen sistemáticamente en niveles muy estrechos y eficientes aún cuando, como ha sucedido este año, las condiciones de mercado acentúan la volatilidad y se producen fricciones como las provocadas por la citada prohibición temporal de las “ventas en corto”. La horquilla media del IBEX 35 hasta el mes de noviembre se sitúa en el 0,09% con un aumento en los meses de agosto y septiembre hasta niveles superiores al 0,10%.

La liquidez del mercado se aprecia, también un año más, en los volúmenes de negociación de acciones de los principales valores españoles cotizados en un marco de referencia europeo y en el hecho de que esta liquidez se concentre en la Bolsa española, su mercado de referencia. Con datos hasta noviembre del índice EuroStoxx 50, las acciones de Santander, Telefónica y BBVA se sitúan entre los cinco valores más líquidos del área euro por volumen de contratación en su mercado de admisión, Repsol se sitúa en el puesto 6, Iberdrola en el puesto 16 e Inditex, recién incorporado al índice de los 50 principales valores del área euro en el mes de septiembre, en el 27.

## Capitalización

La capitalización del mercado español se situaba al cierre de noviembre ligeramente por encima de 950.000 millones de euros, un 11% menos que al cierre de 2010. Los sectores más castigados en términos de pérdida de valor hasta noviembre han sido Telecomunicaciones y tecnología, y Materiales básicos, industria y construcción, reflejando el impacto del aumento del nivel de riesgo país de la economía española en los precios de las compañías cotizadas.

El número de compañías admitidas en todos los segmentos de la bolsa española cierra noviembre en 3.274, inferior al del año anterior por la desaparición de algunas SICAVs cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

## Resultados y Dividendos

Los resultados de las compañías cotizadas españolas han reflejado el deterioro de la actividad económica en España y en todo el mundo y no han podido consolidar la recuperación iniciada en 2010. No obstante, la caída del 21% en los beneficios generados (26.924 millones de euros) por el conjunto de las compañías domesticas cotizadas en el mercado principal al cierre del tercer trimestre de 2011 está muy influida por resultados extraordinarios del año anterior y ofrece algunas lecturas positivas como el hecho de que las ventas de las compañías industriales y de servicios hayan aumentado un 7,5%, que las ventas en el exterior de las compañías del IBEX 35 vuelvan a alcanzar un máximo superior al 50% o que el resultado de las compañías medianas cotizadas aumente casi un 4%.

Un año más, y esa ha sido la tónica durante los años de crisis financiera, vuelve a ser reseñable el esfuerzo realizado por las cotizadas para remunerar a sus accionistas a través de dividendos y otras fórmulas cada vez más adaptadas a las necesidades de sus propietarios con el objetivo de fidelizarlos y, a la vez, tratar de señalar la solidez de su posición competitiva y su confianza en expectativas futuras positivas. En los 11 primeros meses del año 2011 las compañías cotizadas han retribuido a sus accionistas con 33.247 millones de euros, un 45% más respecto al mismo período del año anterior. A falta de los pagos del último mes del año, en el ejercicio 2011 se marcará un nuevo record histórico de remuneración a los accionistas en la Bolsa española. Del montante total de la retribución destaca el aumento de los pagos en especie efectuados bajo la fórmula de dividendo opción (scrip dividend) por importe de casi 4.000 millones de euros en los cuales el accionista elige cobrar el dividendo en forma de acciones de la compañía, bien de nueva emisión, bien procedentes de la autocartera.

## Financiación: Ampliaciones y Ofertas Públicas

Muy relevante esta siendo el papel de los mercados bursátiles en el escenario vigente de dificultades para el acceso a la financiación bancaria y de convencimiento de que el volumen de endeudamiento de los agentes económicos debe reducirse y que el recurso excesivo al crédito no aporta solidez al crecimiento económico sostenido.

Así, a pesar de las incertidumbres, el peso de la financiación en forma de capital continúa aumentando y las empresas cotizadas en la Bolsa española han ampliado capital por un valor de mercado efectivo de 14.594 millones de euros, superando el volumen

alcanzado en todo el año 2010. Muchas de estas ampliaciones están relacionadas con operaciones corporativas relacionadas con la reordenación y saneamiento que está sufriendo el sector bancario en España y persiguen fortalecer sus fondos propios y adaptarse a las nuevas regulaciones en materia de capital.

Dentro de ese marco también se encuadran algunas de las principales salidas a Bolsa del año, las protagonizadas por Bankia y Banca Cívica a través de una Oferta pública de suscripción de acciones nuevas que han inyectado fondos a estas entidades procedentes de las antiguas Cajas de Ahorros por valor de 3.692 millones de euros. Relevante por su novedad ha sido la incorporación al mercado de la cadena de supermercados DIA tras la distribución de la totalidad de sus acciones entre los accionistas de la francesa Carrefour, antiguo propietario mayoritario de la empresa. Y en enero comenzaba a cotizar una de las principales compañías aéreas del mundo, IAG, fruto de la fusión de la española Iberia y la inglesa British Airways.

En 2011 hasta noviembre el total de nuevos flujos de inversión canalizados por la Bolsa española a través de ofertas públicas de venta y suscripción, ampliaciones de capital y nuevas admisiones a cotización ha superado los 37.331 millones de euros, una de las cifras más elevadas de los últimos años que refuerza el papel y la utilidad del mercado bursátil en la difícil coyuntura económica actual.

## **MAB**

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, mercado promovido por BME y diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas empresas a los mercados de valores, ha conocido en 2011 su tercer año de funcionamiento efectivo. A mitad de diciembre son 17 las compañías cotizadas, cinco más que en 2010, y continúa ganando reputación y solidez como alternativa de financiación dentro de un escenario económico español en el cual se anticipan restricciones a la financiación bancaria de las empresas de menor tamaño.

Además de las cinco incorporaciones (Eurospes, Catenon, Lumar, Sequoya y Griñó), se han llevado a cabo cuatro operaciones de ampliación de capital de empresas cotizadas en el mercado por importe de 19 millones de euros. La combinación que ofrece el MAB de financiación, liquidez para los accionistas, valoración permanente o reconocimiento público de las compañías lo convierte en un mecanismo muy útil para potenciar el desarrollo del tejido productivo local y nacional y así lo han reconocido diferentes instancias públicas que lo han apoyado con incentivos fiscales o ayudas económicas a las empresas.

## **Latibex**

El empeoramiento de las condiciones de la economía mundial y las tensiones financieras centradas en Europa también han afectado negativamente a las perspectivas de las economías latinoamericanas y han encontrado reflejo en Latibex, el mercado en euros para valores latinoamericanos de la Bolsa española. Su índice principal, el Latibex Top perdía hasta mitad de diciembre un 18%. La incorporación de la colombiana Grupo de Inversiones Suramericana daba entrada a un nuevo país en el mercado que cuenta ya con empresas de seis de los principales países de América Latina.

## Tipos de interés y Deuda Pública

Los mercados de Deuda pública europea han continuado ocupando en 2011 el centro de las tensiones financieras mundiales. La incertidumbre sobre la deuda pública de países del área euro con posición fiscal más crítica y crecimiento débil se ha exacerbado produciendo nuevos episodios de tensión de enorme magnitud en el marco de la ya larga crisis financiera mundial que comenzó en 2007.

A los rescates coordinados por la Unión Europea y el FMI de Grecia e Irlanda en 2010, se han unido el de Portugal y un segundo rescate de Grecia en 2011 provocando un contagio en cadena en los mercados secundarios de Deuda pública con especial incidencia en las emisiones de Italia y España que veían desplomarse sus precios y disminuirse sus rentabilidades aumentando el riesgo de pérdida del acceso a los mercados de financiación por parte de los dos países.

En España, las tensiones sobre la deuda pública se han reflejado en los tipos de interés y en los volúmenes de contratación que, de acuerdo con datos de la Central de Anotaciones de Deuda Española supervisada por el Banco de España y cuya liquidación se realiza en Iberclear, superará en 2011 el record alcanzado el año pasado con cerca de 7 billones de euros en operaciones de compraventa simple al contado. La operativa electrónica en este mercado, canalizada mayoritariamente a través de la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública de BME, también superará en 2011 el volumen record de negociación en Bonos y Obligaciones del año pasado con más de 80.000 millones de euros.

Por su parte, los tipos de interés han continuado subiendo en 2011 y han seguido sujetos a una volatilidad desconocida en este tipo de instrumentos financieros. Los tipos de los bonos de referencia a 10 años iniciaban el ejercicio en el 5,45% y el 25 de noviembre alcanzaban un máximo del 6,67%, tipo record desde el nacimiento del euro. No obstante, lo más relevante del año no es esta subida de tipos en términos absolutos sino la comparación con nuestra referencia natural en el área euro, los bonos alemanes a 10 años. El diferencial entre las rentabilidades de ambos bonos, la prima de riesgo, se ha ido amplificando a lo largo del año hasta situarse a mitad de diciembre cerca de los 4 puntos porcentuales tras haber alcanzado en algunos momentos los 5 puntos porcentuales. El aumento de la prima de riesgo de los bonos de referencia españoles a 10 años frente a la referencia alemana se ha convertido en el indicador de los graves problemas de restricción financiera y de aumento del coste de financiación de las Administraciones Públicas a los que se enfrenta la economía española.

## Deuda Corporativa

A pesar de las dificultades que sufren los mercados de emisión de deuda, es reseñable el comportamiento del mercado primario de Deuda corporativa. El volumen de admisiones de nuevas emisiones de deuda corporativa alcanza a finales del mes de noviembre los 234.836 millones de euros, con un incremento del 14,2% respecto al volumen alcanzado a finales del mes de noviembre del pasado año. Destaca el segmento de corto plazo, representado por los pagarés de empresa que ha experimentado un importante crecimiento en los últimos meses a consecuencia del intenso uso que las entidades bancarias han hecho de este instrumento de cara a la captación de recursos de inversores particulares.

Por su parte, la actividad negociadora en el mercado de Deuda Corporativa ha sido muy intensa con un volumen que ha superado los 5 billones de euros hasta finales de noviembre, con un crecimiento del 64,2% sobre el pasado año.

Ha sido 2011 el primer año completo de funcionamiento del Sistema de Negociación de Deuda (SEND), la plataforma electrónica abierta con especial orientación a particulares creada con el objetivo de aportar mayor transparencia a la renta fija española, especialmente de cara a los particulares, haciendo posible a los miembros del mercado el cumplimiento de los requerimientos que la normativa reciente plantea y garantizando al cliente que se buscarán los precios y condiciones más favorables para ejecutar su orden.

## **Futuros y Opciones**

Tras un inicio de año tranquilo, el mercado español de opciones y futuros sobre renta variable ha reflejado a partir de agosto con toda su crudeza las tensiones que han sufrido los mercados financieros a través de la volatilidad implícita en los precios de los instrumentos derivados cotizados, con picos por encima del 60% como en los peores momentos de la crisis financiera. El volumen total de contratos negociados hasta noviembre supera los 59 millones, un 3% menos que en el mismo período de 2011 a pesar del efecto de las restricciones impuestas a la operativa conocida como venta a corto o "short selling" en vigor desde el mes de agosto y cada vez más cuestionada por las fricciones y efectos indeseados que expande entre los distintos mercados de productos e instrumentos financieros tanto de contado como de derivados.

En el ámbito regulatorio, los mercados de productos derivados han continuado ocupando un papel central a lo largo de 2011 y tanto en EEUU como en Europa, los organismos reguladores han expresado su firme voluntad de encauzar la negociación de estos productos desde el mercado OTC de negociación bilateral a plataformas electrónicas de mercados organizados como vía para una creciente estandarización de los mismos y para que se compensen a través de cámaras de Cámaras de Contrapartida Central (CCP). Los datos del Banco Internacional de Pagos referidos al primer semestre de 2011 volvían a confirmar que casi el 90% del volumen notional vivo de los contratos de productos derivados existentes en el mundo corresponde a derivados OTC negociados bilateralmente y ajenos a mercados organizados y cámaras de compensación.

## **ETFs y Warrants**

El número de Fondos Cotizados a disposición del inversor en la Bolsa española continúa creciendo y ya son 74 los ETFs existentes con un volumen de activos bajo gestión superior a los 32.267 millones de euros. Las últimas incorporaciones completan la oferta de estrategias que tradicionalmente estaban restringidas al inversor institucional como por ejemplo las de doble apalancamiento o las que permiten tomar exposición en el mercado en situaciones bajistas.

También en el mercado de warrants continúa aumentando el abanico de alternativas de inversión a disposición de los inversores. Hasta noviembre se habían admitido cerca de 8.500 emisiones nuevas de warrants y turbo warrants, un 24% más que en 2010.

## Derivados sobre electricidad

En el mes de marzo ha comenzado a funcionar MEFF Power, que ofrece servicios de Cámara de Contrapartida Central (CCP) para los derivados sobre energía eléctrica. El mercado español de opciones y futuros, MEFF, ya viene prestando diversos servicios de gestión de riesgos a empresas del sector eléctrico desde 2006 y ha sido gestor de subastas de opciones de energía primaria. A lo largo del año se han incorporado a este servicio nuevos miembros entre los principales operadores del mercado eléctrico, bancos de inversión e intermediarios hasta alcanzar un total de 24 miembros.

## Trade repositories

Si en 2010 la Bolsa española dio pasos importantes en la implementación y puesta en marcha del primer registro europeo de operaciones de derivados OTC (trade repositories) bajo el nombre de REGIS-TR, en 2011 la principal novedad ha sido el lanzamiento de un servicio para el mercado de divisas y la potenciación del servicio para derivados sobre tipos de interés.

## Iniciativas legislativas

2011 ha vuelto a ser un año especialmente intenso en medidas regulatorias tanto coyunturales como estructurales para hacer frente a la difícil situación económica que atraviesa España y, en especial, para fortalecer la confianza en su sistema financiero.

Entre las medidas excepcionales destaca la reforma de la Constitución española para garantizar el principio de estabilidad presupuestaria, reforzar el compromiso de España con la Unión Europea y garantizar la sostenibilidad económica y social.

No menos importantes han sido las nuevas reformas del sector financiero español que giran en torno a dos bloques fundamentales: reforzar el capital de las entidades del sistema financiero español y adaptar el Fondo de Recapitalización Ordenada Bancaria (FROB) como instrumento público para facilitar el cumplimiento de las nuevas normas de capital exigidas a las entidades crediticias. Adicionalmente, ya en los últimos meses del año, se ha creado el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito que unifica en uno solo los tres existentes con anterioridad.

En el ámbito de las infraestructuras de los mercados de valores, se ha iniciado el proceso de adaptaciones normativas necesarias para llevar a cabo la reforma de mayor calado del sistema de compensación, liquidación y registro de los mercados de valores españoles desde 1992. La principal novedad será la introducción en los servicios de post-contratación de acciones de la figura de la entidad de contrapartida central.

# CIFRAS DEL AÑO

## INDICADORES DE MERCADO

	30/12/2009	30/12/2010	16/12/2011	Variación 2011*	Máximo**	Fecha	Mínimo**	Fecha
IBEX 35	11.940,00	9.859,10	<b>8.203,40</b>	-16,79%	11.113,00	17 feb.	7.640,70	12 sept.
IBEX 35 con dividendos	21.360,10	18.598,80	<b>16.418,10</b>	-11,72%	21.133,80	17 feb.	15.011,80	12 sept.
IBEX MEDIUM CAP	10.719,90	10.120,30	<b>7.668,30</b>	-24,23%	11.158,50	2 feb.	7.369,00	24 nov.
IBEX SMALL CAP	7.327,60	5.985,50	<b>4.565,20</b>	-23,73%	7.157,30	6 abr.	4.416,70	25 nov.
IBEX TOP DIVIDENDO	2.657,50	2.296,10	<b>2.095,10</b>	-8,75%	2.628,80	17 feb.	1.929,20	24 nov.
FTSE4Good IBEX	10.628,90	9.021,50	<b>7.663,30</b>	-15,06%	10.149,70	17 feb.	7.018,60	12 sept.
FTSE Latibex Top	5.012,30	5.498,70	<b>4.448,30</b>	-19,10%	5.745,70	12 en.	3.930,90	4 oct.
FTSE Latibex Brasil	14.061,00	15.443,10	<b>11.364,90</b>	-26,41%	16.387,10	12 en.	10.036,50	4 oct.
Tipos de Interés a 10 años	3,96%	5,45%	<b>5,62%</b>	-	6,67%	25 nov.	4,93%	17 ag.
Tipo de cambio dólar / euro	1,44	1,34	<b>1,30</b>	-	1,49	4 may.	1,29	11 en.

(\*) Hasta el 16 de diciembre de 2010 (\*\*) Calculados s/datos de cierre de sesión

## VOLÚMENES DE CONTRATACIÓN

	Año 2009	Año 2010	Año 2011 (hasta noviembre)	Variación 2011*
Renta Variable	897.187	1.037.277	<b>865.953</b>	-10,33%
Deuda Corporativa	3.691.803	3.658.057	<b>5.059.574</b>	64,22%
Renta Fija Bursátil	74.541	74.633	<b>64.789</b>	4,04%
Deuda Pública**	2.441.413	4.635.019	<b>6.553.282</b>	56,85%
Contratos Futuro	53.172.060	29.544.370	<b>32.137.382</b>	27,20%
Contratos Opción	39.885.174	40.679.792	<b>27.146.867</b>	-24,30%

(\*) Sobre el mismo período del año anterior

(\*\*) Operaciones simples de contado sobre Deuda Pública anotada

## CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS

	30/12/2009	30/12/2010	30/11/2011	Variación 2011*
Capitalización Renta Variable	1.107.006	1.071.633	<b>954.213</b>	-10,96%
Saldo vivo Deuda Pública	511.212	580.687	<b>630.656</b>	8,61%
Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF	870.981	850.186	<b>867.503</b>	-2,39%

(\*) Sobre el cierre del año anterior

## Entorno económico

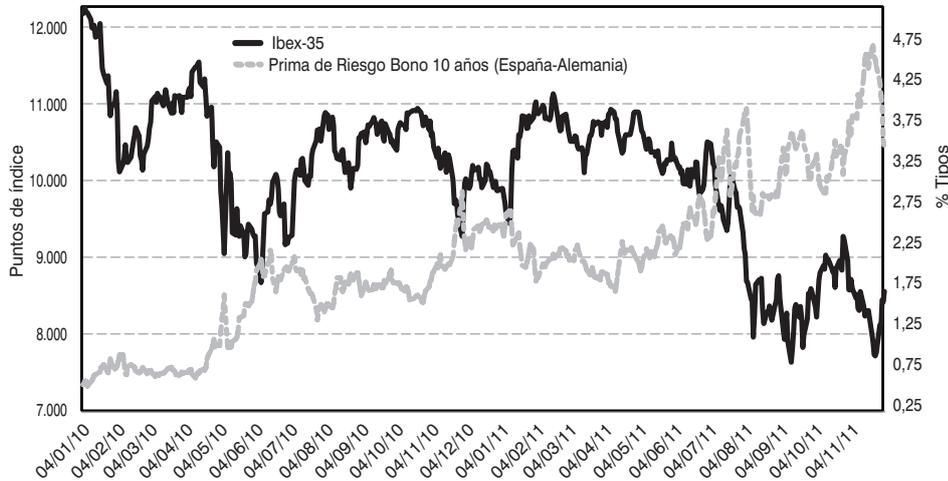
Las inestables condiciones de entorno han marcado significativamente el devenir volátil y mayoritariamente negativo de los precios en los mercados de valores en 2011. El espejismo de inicio de superación de la crisis que nos ofrecían los datos de 2010 ha desaparecido en 2011 ante la fuerza de los hechos: faltan herramientas políticas y económicas globales que sean eficaces para construir un nuevo camino de crecimiento económico acompasado para todas las economías avanzadas simultáneamente. Los mercados de capitales, en su condición de exponente público del grado de confianza que se otorgan a los planes trazados por políticos e instituciones, están sancionando con dureza la falta de determinación de estos últimos para superar desequilibrios y fricciones que exigen sacrificios o renunciaciones sin cuya asunción la superación de la crisis económica a escala global será un proceso mucho más dilatado en el tiempo. Como veremos son necesarias medidas concretas pero el éxito o fracaso de las mismas tiene mucho que ver con una gran cuestión de confianza.

El desencuentro o descoordinación entre partes se ha escenificado este ejercicio de forma muy clara en Europa. La crisis de deuda soberana en la zona euro ha sido y es el polvorín sobre el que se ha fraguado en 2011 un radical cambio a peor de las expectativas económicas a escala internacional. Lo que definitivamente hizo virar bruscamente el signo positivo que las Bolsas venían registrando en 2011, hasta la primavera, fue un incremento de las probabilidades de materialización del riesgo de desaparición de la divisa de referencia de un área que aporta cerca de un 20% del PIB mundial (cerca de 12,2 billones de dólares sobre un total de 62). Aunque con algo menos de intensidad, a tenor del golpe de timón ejercido por los gobiernos de Alemania y Francia en los últimos días, este riesgo aún persiste y es evidente su impacto negativo sobre el escenario económico internacional. En términos relativos la eurozona posee un mercado de capitales, mayor que Estados Unidos, equivalente al 484% de su PIB (según el FMI, un 24% de los 250 billones de dólares que a finales de 2010 estaban materializados en todo el mundo en bonos, acciones y activos bancarios). Además es responsable directa de un 22% mundial de la deuda pública emitida y del 30% de la privada.

Por tanto es fácil de entender porque la crisis de deuda soberana europea ha sido en 2011 el evento negativo más determinante en la retracción generalizada de los niveles de actividad económica sobre lo inicialmente previsto y del progresivo empeoramiento de las perspectivas para la economía mundial en los próximos años, especialmente en 2012, para el conjunto de economías avanzadas pero también con impacto (aunque menor) sobre las emergentes que de momento habían quedado un poco al margen de la crisis.

## IBEX 35 Y PRIMA DE RIESGO DE LA DEUDA ESPAÑOLA 2010- 2011 (2 DICIEMBRE)

(COEF. CORRELACIÓN DE LOS NIVELES EN 2011= -0,86)



Fuente y notas

## Rebaja mundial de las previsiones de crecimiento para 2011 y 2012

En sus más recientes proyecciones y previsiones los gabinetes de las instituciones económicas más relevantes del mundo han rebajado sus expectativas de crecimiento del PIB de forma sensible (en ocasiones en más de un 50% respecto a las realizadas en el primer trimestre del año). Las últimas del FMI apuntan a una desaceleración del crecimiento mundial desde el 5,1% en 2010 hasta tasas del 4% para 2011 y 2012. Estas cifras suponen un recorte en la previsión de crecimiento mundial de tres y cinco décimas respectivamente respecto a las últimas estimaciones realizadas en junio. Las economías emergentes continuarían liderando el avance de la actividad mundial, con un crecimiento agregado esperado del 6,4% en 2011 y del 6,1% en 2012, muy superior al previsto para el conjunto de las economías avanzadas (del 1,6% en 2011 y el 1,9% en 2012). Entre estas últimas destacan las revisiones a la baja efectuadas sobre el crecimiento esperado para la economía estadounidense (-0,9 puntos hasta el 1,8%) y para la economía alemana (-0,7 puntos hasta el 1,3%). Es muy significativo el descenso de las tasas de crecimiento del volumen de comercio mundial que el FMI prevé para los próximos ejercicios: pasa de un crecimiento del 11,7% en 2010 a uno del 5,9% en 2011 y del 4% en 2012.

El generalizado descenso de los precios de las acciones y la elevada volatilidad que han mostrado en los últimos nueve meses tiene pues que ver con este freno a los impulsos de recuperación económica que ya se están trasladando a las cuentas de las principales empresas cotizadas, especialmente en un sector financiero incapaz de retomar la senda normal de sus actividades. El duro ajuste fiscal programado para la mayoría de Estados desarrollados lastra los planes de crecimiento a corto plazo y ha de ejecutarse sin tiempo para que se de el necesario relevo desde un sector privado comprometido sólo con el desapalancamiento y que choca con unos canales de crédito cortocircuitados, todo lo cual aboca a una expectativa de recuperación de la actividad y el empleo muy difícil en los próximos dos o tres años. Simultáneamente,

la falta de mecanismos políticos y económicos efectivos de gobernanza global dejan al descubierto las dificultades para actuar con eficacia frente a una dinámica de mercados de capitales globales inmersos en la que muchos ya califican como crisis financiera más profunda de la historia económica contemporánea. Por tanto, podemos decir que la desconfianza, un cierto grado de desorientación, la falta de acuerdo en la prioridad de las recetas a aplicar y el descontento social han sido y son elementos predominantes en 2011.

**PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI (SEPTIEMBRE /OCTUBRE 2011)**

	Real		Proyecciones	
	2010	2011	2012	
<b>CRECIMIENTO PIB (%)</b>				
<b>Producto mundial</b>	5,1	4,0	4,0	
<b>Economías avanzadas</b>	3,1	1,6	1,9	
Estados Unidos	3,0	1,5	1,8	
Japón	4,0	-0,5	2,3	
Reino Unido	1,4	1,1	1,6	
<b>Eurozona</b>	1,8	1,6	1,1	
Alemania	3,6	2,7	1,3	
España	-0,1	0,8	1,1	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,7	4,5	
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	7,3	6,4	6,1	
América Latina y Caribe	6,1	4,5	4,0	
China	10,3	9,5	9,0	
India	10,1	7,8	7,5	
<b>VOLUMEN DE COMERCIO (% ANUAL)</b>				
	<b>12,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,8</b>	
<b>Importaciones</b>				
Economías avanzadas	11,7	5,9	4,0	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	14,9	11,1	8,1	
<b>Exportaciones</b>				
Economías avanzadas	12,3	6,2	5,2	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	13,6	9,4	7,8	
<b>PRECIOS AL CONSUMIDOR (% ANUAL)</b>				
<b>Economías avanzadas</b>	1,6	2,6	1,4	
Estados Unidos	1,6	3,0	1,2	
Japón	-0,7	-0,4	-0,5	
Reino Unido	3,3	4,5	2,4	
<b>Eurozona</b>	1,6	2,5	1,5	
Alemania	1,2	2,2	1,3	
España	2,0	2,9	1,5	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	2,3	3,7	3,1	
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	6,1	7,5	5,9	

	Real		Proyecciones	
	2010	2011	2012	
<b>TASA DE PARO (% POBL. ACTIVA)(1)</b>				
<b>UE</b>	9,7	9,7	9,8	
<b>Eurozona</b>	10,1	10,0	10,1	
Alemania	7,1	6,1	5,9	
España	20,1	20,9	20,9	
Reino Unido	7,8	7,9	8,6	
Estados Unidos	9,6	9,0	9,0	
Japón	5,1	4,9	4,8	

(1) Datos y previsiones de otoño de la Comisión Europea

<b>BALANZA POR CTA. CR RTE. (% S/PIB)</b>			
<b>Economías avanzadas</b>	-0,2	-0,3	0,1
Estados Unidos	-3,2	-3,1	-2,1
Japón	3,6	2,5	2,8
Reino Unido	-3,2	-2,7	-2,3
<b>Eurozona</b>	0,3	0,1	0,4
Alemania	5,7	5,0	4,9
España	-4,6	-3,8	-3,1
<b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b>	7,0	6,4	6,1

<b>DÉFICIT PÚBLICO EN % S/PIB</b>			
<b>Economías avanzadas</b>	-8,5	-7,9	-6,5
Estados Unidos	-10,3	-9,6	-7,9
Japón	-9,2	-10,3	-9,1
Reino Unido	-10,2	-8,5	-7,0
<b>Eurozona</b>	-6,0	-4,1	-3,1
Alemania	-3,3	-1,7	-1,1
España	-9,2	-6,1	-5,2

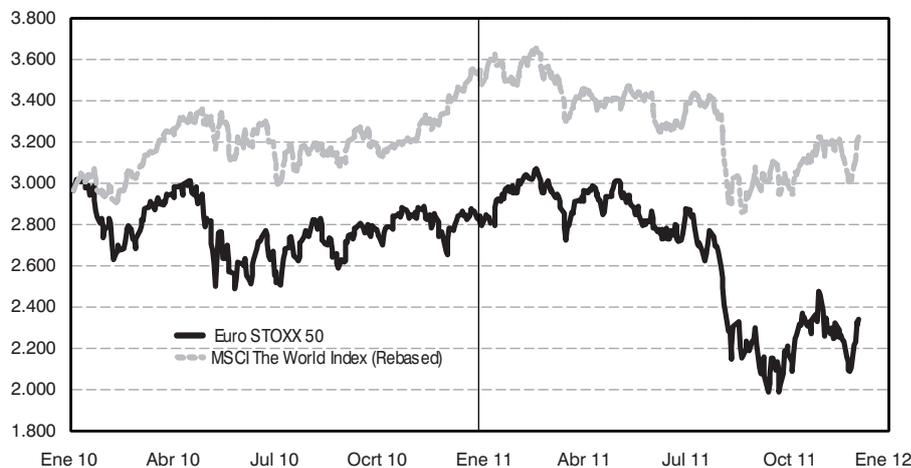
<b>DEUDA PÚBLICA BRUTA EN % S/PIB</b>			
Estados Unidos	94,4	100,0	105,0
Japón	220,0	233,0	238,4
Reino Unido	75,5	80,8	84,8
<b>Eurozona</b>	85,8	88,6	90,0
Alemania	84,0	82,6	81,9
España	60,1	67,4	70,2

## Dudas sobre el euro, crisis de deuda soberana y riesgos para la economía internacional

En la Eurozona estos calificativos son, si cabe, más severos y llegan a poner en duda la viabilidad de la moneda única tal como se conforma en la actualidad. La crisis de deuda soberana amenaza la sostenibilidad de la configuración actual en algunos países y acentúan los riesgos de balance de un gran número de entidades financieras “sistémicas” con evidentes problemas para restablecer un equilibrio patrimonial saludable que les permita continuar con su operativa de financiación y crédito a la economía en condiciones de normalidad.

### EL EFECTO BURSÁTIL DE LA CRISIS DEL ÁREA EURO

EURO STOXX 50 VS. MSCI THE WORLD INDEX. EVOLUCIÓN COMPARADA 2010 - 2011 CON LA MISMA BASE



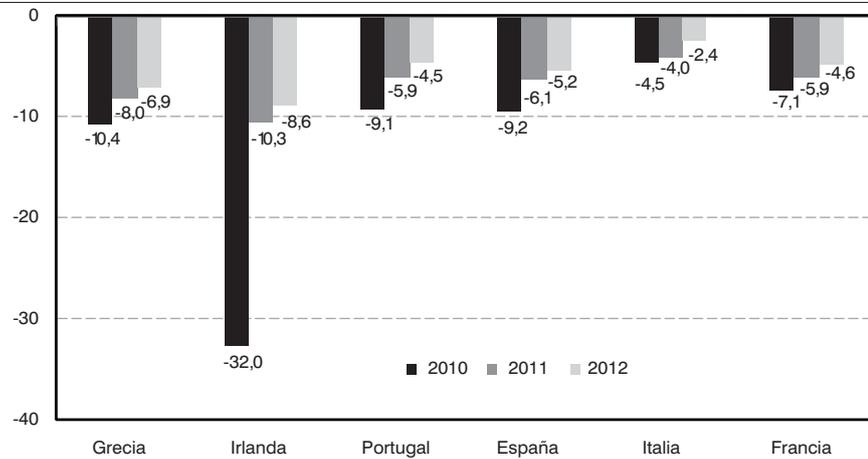
Fuente: Factset

Los planes de recapitalización de la banca y de rescate de países, especialmente el de Grecia, se han sucedido en 2011 y frecuentemente han chocado con la incapacidad política para ceder soberanía a favor de la presunta estabilidad económica y monetaria del área euro. Esta lucha ha provocado en el año relevos de Gobierno forzados por las circunstancias en Portugal, Grecia e Italia. Durante todo el año el G20 se ha mostrado inoperante ante la falta de credibilidad de los Gobiernos y finalmente parece que Alemania y Francia han optado por liderar las acciones para Europa con recetas de austeridad aún a costa de matar parte de sus propias expectativas de crecimiento. El tamaño y la velocidad del ajuste presupuestario que proponen para conformar el nuevo espacio del euro reduce mucho el margen de maniobra para las economías con más problemas (esencialmente las periféricas, España entre ellas) y las acerca más a un posible escenario recesivo. Paralelamente su intransigencia en la posible reformulación del papel, los objetivos y la operativa del BCE en la UME también está provocando encendidos debates, tanto es así que la relajación de la política monetaria adoptada en el último mes por el nuevo presidente de esa institución, Mario Draghi, con la rebaja de medio punto del tipo de intervención (desde el 1,5% al 1%) ha tenido escasa repercusión en el ánimo de los inversores.

## SITUACIÓN PRESUPUESTARIA Y BALANZA EXTERIOR DE LAS ECONOMÍAS DE LA EUROZONA

### DÉFICIT PÚBLICO

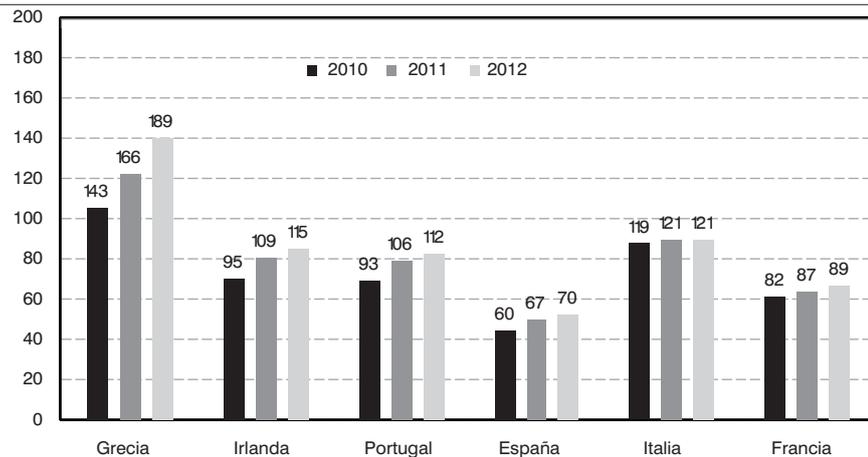
(% PIB)



Fuente: FMI

### DEUDA PÚBLICA BRUTA

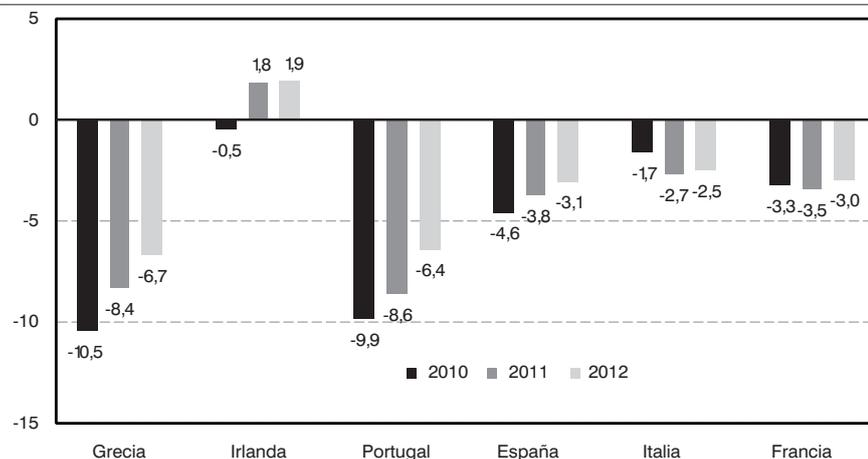
(% PIB)



Fuente: FMI

### DÉFICIT (-) / SUPERAVIT (+) CORRIENTE

(% PIB)



Fuente: FMI

Por el momento nada parece capaz de calmar con contundencia las aguas en los mercados de deuda soberana y las primas de riesgo de economías europeas relevantes siguen seriamente castigadas. Es cierto, no obstante, que en las últimas dos semanas el nivel de presión sobre coste de financiación de la deuda de países como Italia y España ha cedido bastante (del orden de dos o tres puntos porcentuales) tras declarar Ángela Merkel que los planes de rediseño de la UE no contemplan ningún tipo de participación del sector privado de la economía en los programas de ajuste necesarios (no habrá quitas de aceptación obligatoria). Este hecho ha devuelto parcialmente su carácter de tipo de interés sin riesgo al correspondiente a la deuda soberana a largo plazo y ha provocado positivas correcciones tanto en los mercados de deuda como en los de acciones.

Con los mercados interiores francamente deprimidos, en mayor o menor medida, en toda la Unión Europea, con ciertas presiones inflacionarias que han cedido ligeramente desde el verano y acentuadas restricciones en el nivel de gasto público, las economías de la eurozona se enfrenten a un futuro próximo de escaso crecimiento, lo cual ciega las fuentes de ingresos presupuestarios y compromete el suministro de servicios públicos básicos en las condiciones que se venían prestando. Al ser este escenario compartido por muchos países del área con vínculos comerciales muy notables eso implica que individualmente el sector exterior, que durante la crisis se ha mostrado como un factor de contribución positiva al crecimiento, queda muy limitado para compensar la debilidad de la demanda interna. La depreciación del tipo de cambio euro/dólar (actualmente en el entorno de los 1,33 dólares por euro tras alcanzar en algún momento del año los 1,50 dólares) es, tal vez, la lectura más positiva que puede hacerse en estos momentos para las economías del euro por su función de apoyo a un mercado de exportación también amenazado por el menor nivel de actividad que muestran algunos destinos emergentes de importancia.

## **España: difícil equilibrio entre crecimiento económico y desapalancamiento del sistema**

En España sólo cierto dinamismo del sector exterior es capaz de contrarrestar tímidamente un nivel de actividad interior deprimido por el desempleo, la paralela debilidad del consumo y la falta de estímulos inversores desde el sector público y privado. El crecimiento del PIB en 2011 será un exiguo 0,6%-0,8% y para 2012 las previsiones no son excesivamente halagüeñas. Algunos importantes gabinetes de estudios en economía lo cifran incluso negativo en un -0,5% amparándose en expectativas de caídas de todos los epígrafes de consumo e inversión internos de la cuenta de producto nacional y un descenso del nivel de actividad exterior.

La economía española trata de recomponer la figura con reformas y ajustes de calado que se iniciaron en 2009 y han tenido en 2011 su expresión más clara en los recortes del gasto público (modificación constitucional incluida) y la reestructuración efectiva del sector financiero para asegurar su viabilidad, aún por concluir. La elevadísima tasa de paro, la fuerte caída de los ingresos fiscales y la gran carga de deuda de los hogares y las entidades financieras son las principales rémoras de la economía española en el corto y medio plazo.

Los problemas para España se agolpan en varios frentes. Las disquisiciones sobre la viabilidad o no del euro son relevantes pero, con o sin él, con un área monetaria

**ESCENARIO MACROECONÓMICO PARA ESPAÑA 2011-2012**

VARIACIÓN ANUAL (%) SALVO INDICACIÓN

	2011		2012	
	Comisión Europea (noviembre 10)	Funcas (9 de noviembre 10)	Comisión Europea (noviembre 10)	Funcas (9 de noviembre 10)
<b>CUADRO MACROECONÓMICO</b>				
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,5</b>
Consumo de los Hogares	0,7	0,0	0,9	-0,4
Consumo público	-0,9	-1,7	-2,6	-4,0
FBCF	-5,4	-4,9	-0,3	-5,8
Bienes de Equipo	-0,3	1,2	0,9	-1,4
Construcción		-7,8		-8,2
Demanda nacional	-1,0	-1,4	0,0	-2,4
Exportaciones	8,3	9,2	3,8	4,1
Importaciones	1,4	1,5	1,5	-2,2
Saldo exterior (contrib. PIB)	1,8	2,0	0,7	1,9
<b>OTROS INDICADORES</b>				
Empleo	-1,0	-1,6	-0,4	-2,0
Tasa de Paro (% s/ población activa)	20,9	21,5	20,9	23,0
Coste Laboral Unitario	-0,8	-1,8	0,1	-1,0
Tasa de Ahorro Familias (% s/ RBD)	11,8	11,9	11,7	10,4
Saldo B. Pagos c/c (% PIB)	-3,4	-4,0	-3,0	-2,4
Capac o Necesid. Financiación (% PIB)	-2,9	-3,5	-2,9	-1,9
<b>Saldo AA.PP (% PIB)</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,4</b>
<b>Deuda pública bruta (% PIB)</b>	<b>69,6</b>	<b>68,1</b>	<b>69,6</b>	<b>72,3</b>

más o menos extensa, la economía española debe afrontar un período en el que el desendeudamiento privado y la recapitalización de las entidades financieras es un proceso irrenunciable. Ciertamente, los efectos del desapalancamiento sobre la recuperación del PIB son mayores si son acompañados de una depreciación del tipo de cambio de nuestra divisa. Un euro menos fuerte sería positivo para España y para Europa en su conjunto. De forma paralela, la austeridad presupuestaria requerida también impactaría más positivamente en la economía si a la vez se produce un desendeudamiento de los principales agentes económicos, especialmente los que operan en el sector financiero.

Todos los procesos y reformas pendientes son largos por lo que a corto plazo las perspectivas no son las mejores posibles. Muchos de ellos son comunes a otros países, en especial la reducción del sector público y la recapitalización de entidades financieras. Si dejamos a un lado nuestra descomunal tasa de desempleo, dónde reside el verdadero talón de Aquiles de la economía española es en el tamaño relativo del desapalancamiento generalizado que debe realizar toda vez que digiere los efectos de la burbuja inmobiliaria creada durante años.

Según el FMI el ajuste fiscal que España necesita entre 2010 y 2030 es una reducción de tamaño del orden del 11% de nuestro PIB. En este apartado hay países vecinos cuyas necesidades son sensiblemente peores: Reino Unido, Irlanda,

Portugal y Japón entre un 13% y un 15%; Estados Unidos alrededor de un 17%; y Grecia casi un 20%.

También los planes de mejorar el nivel de recursos propios de la banca (recapitalización) es un fenómeno no exclusivamente español. La Autoridad Bancaria Europea ha fijado en 118.000 millones de euros las necesidades de capital de la banca en Europa. De ellos Grecia acapara el grueso con 30.000 millones y a España se le atribuyen 26.000, mientras que a Alemania se le asignan algo más de 13.000. Antes del verano de 2012 estas necesidades deben de estar cubiertas aunque sea necesario apelar a fondos públicos para hacerlo. La reestructuración de nuestro sector financiero y las acciones que están tomando ya las entidades se encaminan al cumplimiento del nuevo objetivo de disponer un nivel de recursos

## Las familias españolas afrontan la crisis: más ahorro financiero y lenta corrección del endeudamiento

La tasa de ahorro de las familias españolas volverá a situarse en 2011 por encima de los niveles previos a la crisis que comenzó en 2007 pero ya lejos de los niveles alcanzados en 2009 cuando llegó a superar el 18% de su renta bruta disponible. En los 12 meses anteriores al 2º trimestre de 2011, últimas cifras disponibles, la tasa de ahorro alcanza el 12,8% de la renta bruta disponible de las familias españolas. El aumento del ahorro de las familias coincide con la reducción de la inversión en vivienda dando lugar a un sustancial aumento del ahorro financiero y, por tanto, de su capacidad de financiación de la economía que en el primer semestre de 2011 llega a los 8.946 millones de euros, el 3,7% del PIB. En 2009 las familias españo-

las proporcionaron capacidad de financiación por valor de 70.000 millones de euros y en 2010 fueron 42.000 millones. En el periodo 2004-2007 las familias españolas tuvieron necesidades de financiación que oscilaron desde los 5.700 millones de 2004 hasta los 25.000 millones de 2007.

El aumento del ahorro financiero está impulsando la mejora del balance financiero de las familias españolas. Así, el valor de sus activos financieros alcanza al cierre del 2º trimestre de 2011 los 1,79 billones de euros, por encima del cierre de 2010 y un 5% superior al cierre de 2008 con un peso muy elevado de los depósitos bancarios a la vista y de ahorro o

### ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (1996- 1º SEMESTRE 2011)

CANTIDADES EN MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJES

	1996	%	2007	%	2008	%	2010	%	1º sem 2011	%
Billetes	46.524	6,71%	87.098	4,55%	89.798	5,26%	93.119	5,24%	91.931	5,12%
Depósitos a la Vista	36.452	5,26%	275.389	14,37%	267.923	15,69%	307.293	17,28%	311.919	17,38%
Depósitos Ahorro/Plazo	243.729	35,17%	366.038	19,11%	445.688	26,10%	458.007	25,75%	467.186	26,04%
Valores a Corto Plazo	4.742	0,68%	8.454	0,44%	6.737	0,39%	1.856	0,10%	2.135	0,12%
Obligaciones	18.624	2,69%	41.519	2,17%	35.019	2,05%	56.999	3,20%	51.377	2,86%
Acciones	140.977	20,34%	618.492	32,28%	409.627	23,99%	405.372	22,79%	417.345	23,26%
Fondos de Inversión	97.508	14,07%	195.564	10,21%	142.626	8,35%	117.524	6,61%	115.117	6,42%
Reservas Fondos Pensiones y Seguros	75.786	10,93%	258.163	13,48%	249.860	14,63%	268.521	15,10%	271.529	15,13%
Otros	28.744	4,15%	65.107	3,40%	60.468	3,54%	70.015	3,94%	65.758	3,66%
<b>Total Activos Financieros</b>	<b>693.086</b>		<b>1.915.824</b>		<b>1.707.746</b>		<b>1.778.706</b>		<b>1.794.297</b>	
Producto Interior Bruto (precios corrientes)	464.255		1.053.537		1.088.124		1.062.591		1.077.321	
Activos Financieros / PIB (%)		149,29%		181,85%		156,94%		167,39%		166,55%

Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España. Diciembre 2011

propios de primera calidad equivalente al 9% del total de activos de balance. Atrás quedan esos tiempos cuando las exigencias eran del 4%, la tenencia de deuda pública no consumía capital y los gobiernos se financiaban sin problemas gracias a la banca mientras se cebaba la burbuja inmobiliaria.

En la actualidad la concentración de riesgo “deuda pública España” en el Balance de las principales entidades financieras nacionales es de las más elevadas del mundo. Los cinco bancos españoles más grandes tienen exposición a la misma por importe de unos 165.000 millones de euros (un 87% de su cartera de deuda pública). Por su parte, el sector financiero español, según las últimas aproximaciones oficiales, tiene comprometidos cerca de 175.000 millones de euros en operaciones ligadas a actividades inmobiliarias.

plazo fijo. No obstante, todavía el impacto de la crisis es visible en los activos financieros de las familias que se sitúan un 6% por debajo del valor alcanzado al cierre del año 2007. Por su parte, los pasivos financieros, las deudas de las familias españolas se situaban al cierre del 2º trimestre de 2011 en 947.000 millones de euros, muy ligeramente por debajo de los 965.000 millones de 2008, una reducción apenas perceptible pero que combinada con el aumento de los activos impulsa la mejora de la posición financiera neta.

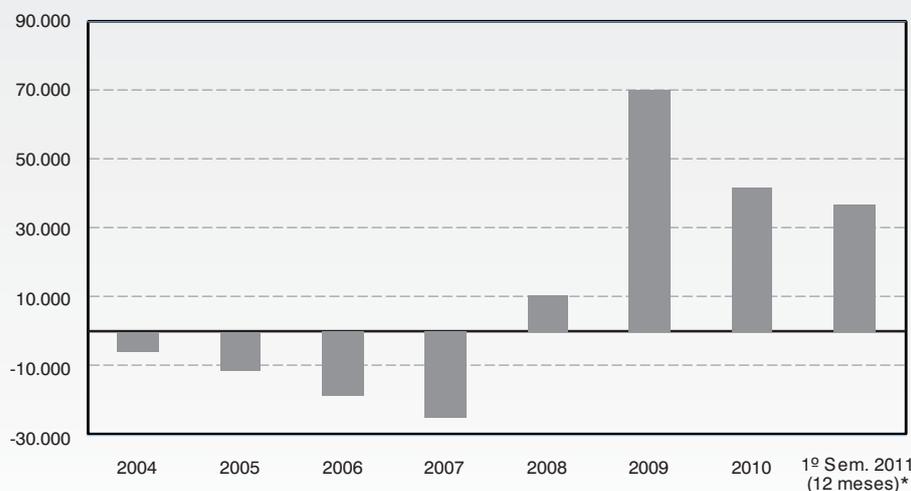
Durante el primer semestre de 2011, respecto al cierre de 2010, aumentan ligeramente los depósitos, las acciones y los seguros y fondos de pensiones. Con-

tinúa deteriorándose la posición en fondos de inversión, el producto financiero en manos de los hogares que sufre el mayor impacto desde el inicio de la crisis.

Los datos de 2011 vienen a apuntalar la tendencia que se inició con la crisis financiera: a pesar de la presión que sufren sobre sus rentas, los hogares españoles han recuperado su posición como generadores de capacidad de financiación de la economía como consecuencia del aumento del ahorro y la disminución de la inversión en vivienda. Con ese excedente están abordando una lenta reducción de su endeudamiento y están aumentando su posición en activos financieros desde el año 2008.

### LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS, PROVEEDORAS DE FINANCIACION

CAPACIDAD (+) / NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR (2004 - 2011). MILLONES DE EUROS



Para armonizar la comparación, el dato del primer semestre de 2011 contiene los datos de 12 meses anteriores.

Nos enfrentamos a un difícil equilibrio entre desapalancamiento y crecimiento económico con perniciosos efectos sobre la normal circulación de los flujos de crédito. Entre 1995 y 2006 el volumen de deuda pública española se redujo en algo más de un 30% mientras que la deuda privada en el sistema creció del orden del 140%. En los últimos 20 años los hogares españoles han incrementado sus deudas 4,4 veces (una vez y media desde 2001). Hoy tienen deudas equivalentes al 92% del PIB. En ese mismo período, las entidades financieras españolas han multiplicado las suyas por 31 veces (casi por 11 desde 2001) y hoy registran en sus cuentas un endeudamiento equivalente al 104% del PIB. Gran parte de todos estos importes (cerca de 1,1 billón de euros) se deben a prestamistas no residentes que, al reducir su exposición a España, obligan a los agentes nacionales a reducir su deuda con ellos más rápidamente que lo que sería conveniente para sus intereses. Todas estas cifras dan una idea bastante afinada de la envergadura del proceso que ya se está acometiendo reduciendo pasivos, desprendiéndose de activos e incrementando los recursos propios. Una labor donde el papel de las Bolsas puede resultar determinante: en 2011 el mercado español de valores de renta variable ha servido a las empresas tanto para obtener financiación como para ampliar la base accionarial por importe efectivo superior a los 37.300 millones de euros, la tercera cifra más alta de todas las Bolsas del mundo.

En el contexto descrito y, a pesar de las tensiones y algunas medidas restrictivas impuestas por los reguladores a la operativa en algunas clases de acciones, en 2011 la Bolsa española ha registrado un razonable nivel de actividad agregado y ha contribuido eficazmente a satisfacer parte de las necesidades de financiación de muchas empresas, así como a encauzar la aportación de fondos de bastantes inversores en los procesos de saneamiento y reestructuración de la Banca y las Cajas en España.

Tal como veremos a continuación, los soportes de la inversión en Bolsa (liquidez, transparencia, valoración, garantías, mecanismos de mercado seguros que corren sobre plataformas tecnológicas muy avanzadas, financiación a la economía, alta rentabilidad por dividendos, buenas oportunidades de inversión,...) han ayudado favorablemente a contrarrestar en buena medida las pulsiones negativas provenientes del agitado entorno.

2

## Recortes generalizados en las cotizaciones. La capitalización se resiente pero sigue elevada en el entorno de los 950.000 millones de euros

En 2011 la alta volatilidad ha vuelto progresivamente a hacerse dueña de las cotizaciones bursátiles tras un primer semestre relativamente tranquilo. La caída de los precios de las acciones es generalizada y en muchos casos significativa, especialmente en las empresas del sector financiero. El movimiento negativo del precio de mercado de muchas acciones españolas parece estar influenciado por el riesgo país, con caídas mayores que lo que correspondería por su nivel de beneficios, sus dividendos y la diversificación de los negocios. Sin embargo, y debido a esta combinación de factores, los atractivos ratios de valoración de las acciones de muchas de estas compañías abren la ventana a buenas oportunidades de inversión.

El primer trimestre de 2011 en las Bolsas vivió la continuidad de las mejoras económicas que se apuntaban durante el año 2010. En España, la implantación del paquete de reformas exigidas por la Comisión Europea en mayo de 2010, la superación por la mayoría de entidades financieras de las pruebas de estrés publicadas en septiembre de ese año y la recuperación de los beneficios empresariales impulsaron al alza los precios de las acciones en los primeros compases del ejercicio.

Sin embargo, tras el rescate de Portugal en la primavera de 2011 comenzó un paulatino período de empeoramiento de las condiciones económicas y financieras en varios órdenes. El riesgo de default griego comenzó a incrementarse y con él la prima de riesgo de economías europeas con tamaño mucho mayor, primero España y después Italia cuya deuda soberana, a juicio de los operadores de mercado, ha resultado a la postre ser más peligrosa que la española para la estabilidad de la Eurozona. La actividad económica en los países desarrollados comenzó a dar síntomas de debilidad antes de iniciar un despegue consistente. El Banco Central Europeo optó por endurecer ligeramente su política monetaria antes de concretarse seriamente los riesgos inflacionarios objetivo de su control. Y, por su parte, el crédito seguía sin fluir adecuadamente mientras las entidades financieras continuaban sin dar síntomas de reequilibrio patrimonial de sus balances y encontraban serias dificultades para financiarse en sus circuitos naturales. El segundo trimestre finalizó con ligeros descensos en las cotizaciones.

Las tensiones en las Bolsas alcanzaron su cénit del año en las primeras semanas del mes de agosto cuando Estados Unidos también pareció estar en riesgo de

## Comparativa internacional: un año difícil para las bolsas internacionales

El freno a los impulsos de recuperación económica sostenida y los nuevos episodios de tensión financiera localizados con especial intensidad en el área euro han marcado un año difícil en términos generales para las Bolsas internacionales que veían

diluirse a medida que avanzaba el año las expectativas de vuelta a los niveles previos a la crisis. Los índices de ámbito mundial arrojaban pérdidas del 8,5% hasta el 8 de diciembre quebrando así la recuperación bursátil que comenzaba con sustanciales ganancias en 2009 y continuaba en 2010.

### RESUMEN DE ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES EVOLUCIÓN EN 2011 HASTA 8 DE DICIEMBRE

EEUU Dow Jones Industrial Average	3,6%
EEUU NASDAQ 100	2,9%
EEUU S&P 500	-1,9%
Irlanda ISEQ Overall	-5,7%
Países Islámicos Dow Jones Islamic World	-7,0%
Reino Unido FTSE 100	-7,1%
Mundo MSCI World Large Cap (Grandes Compañías)	-8,2%
Mundo MSCI The World Index	<b>-8,5%</b>
Mundo Stoxx Global 1800	<b>-8,5%</b>
Mundo MSCI World Mid Cap (Medianas Compañías)	-10,1%
Suiza SMI	-10,8%
Mercados Emergentes MSCI Emerging Markets	-13,0%
Asia Ex-Japón MSCI AC Asia Pacific ex JP	-13,5%
Europa STOXX 600	-13,8%
España IBEX 35	<b>-16,0%</b>
Japon Nikkei 225	-15,3%
Holanda Netherlands AEX	-15,4%
EEUU S&P 500 Bancos	-16,9%
Alemania DAX	-17,8%
Noruega OSE OBX	-17,9%
Europa Euro STOXX 50	-18,1%
Francia CAC 40	-18,6%
Mundo MSCI The World Index / Sector Financiero	-20,6%
Belgica BEL-20	-20,7%
Portugal PSI General	-21,6%
Mundo Stoxx TMI Small / Pequeñas compañías	-21,6%
Latinoamerica Latibex All Share	-23,2%
Italia FTSE/MIB	-24,7%
Area Euro MSCI EMU / Sector Financiero	-29,3%
Europa MSCI Europe / Sector Bancario	-33,3%
Austria ATX	-35,3%
Grecia Athex Composite	-52,1%

Como no podía ser de otro modo, los índices de Europa continental quedaban de forma generalizada por debajo de la referencia media mundial del 8,5% con castigos muy relevantes como el del Athes Composite de Grecia (-52%), el ATX austríaco (-35%), o menos significativos como el FTSE MIB de Italia (-25%), el PSI portugués (-21%), el Bel-20 belga (-20%), el DAX alemán (-18%), el CAC 40 francés (-18%) o el IBEX 35 español (-16%). El Euro Stoxx 50 perdía un 18%.

Por encima de la referencia media mundial (-8,5%) quedaban el FTSE 100 británico (-7%) o el ISEQ irlandés (-6%). En positivo hasta el inicio de diciembre, apenas los indicadores norteamericanos, tanto el Nasdaq (+3%) como el Dow Jones (+3,6%). También en 2011 han decepcionado los indicadores bursátiles de los mercados emergentes: el MSCI EM ha perdido un 13% hasta el 8 de diciembre, cifra similar al indicador de los mercados emergentes asiáticos, mientras el Latibex All Share caía un 23%.

En el ámbito sectorial, un año más vuelve a destacar el negativo comportamiento de los índices bursátiles compuestos de valores financieros y bancarios tanto europeos como norteamericanos. El S&P 500 Banks arrojaba una pérdida del 17%, superada por el indicador del área euro MSCI EMU Sector Financiero (-29%). Por la parte positiva continúa el buen comportamiento bursátil de los valores tecnológicos norteamericanos que impulsan la rentabilidad positiva por tercer año consecutivo del índice Nasdaq.

default si no conseguía aumentar su techo de gasto. La volatilidad se acercó a los peores momentos de la crisis en las Bolsas, con 9 sesiones consecutivas de bruscos descensos diarios de las cotizaciones. De ahí a la actualidad la Bolsa española ha perdido un 16% de su valor arrastrada por la escalada progresiva de las primas de riesgo soberanas y la constatación de la necesidad de nuevas inyecciones de capital masivas (por importe de unos 118.000 millones de euros) en los bancos europeos identificados como de riesgo sistémico. En las últimas semanas la quiebra de la gestora norteamericana MF Global cuyo balance aparecía cargado de deuda soberana europea, ha venido también a demostrar que las dificultades del sector financiero no están superadas y el riesgo no es exclusivo para entidades y economías europeas.

#### EVOLUCIÓN DEL INDICE IBEX 35 DESDE EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA NOVIEMBRE 2007 HASTA NOVIEMBRE 2011



#### El IBEX 35 cae un 16% pero los dividendos compensan 5 puntos

En este contexto, los principales índices del mercado español experimentaron descensos próximos al 20% durante el tercer trimestre de 2011, en línea con otras referencias europeas y en contraste con los moderados descensos del segundo trimestre y las notables revalorizaciones del primer trimestre. Así el IBEX 35, descendió un 19,3% en el tercer trimestre, tras una caída del 2% en el segundo trimestre y una revalorización del 7,3% en el primero. De este modo, en el transcurso de 2011, este índice ha acumulado una caída del 16%. El esfuerzo de las compañías por mantener una política de dividendos atractiva ha permitido que el comportamiento del IBEX 35 con Dividendos sea cinco puntos mejor que el del IBEX 35, lo que pone de manifiesto algo que, en los últimos años se reproduce de forma casi constante: la retribución al accionista en la Bolsa española es muy elevada y sensiblemente mejor en términos relativos que la que se deduce de los datos de otros mercados extranjeros competidores.

## Comportamiento de los índices según tamaño

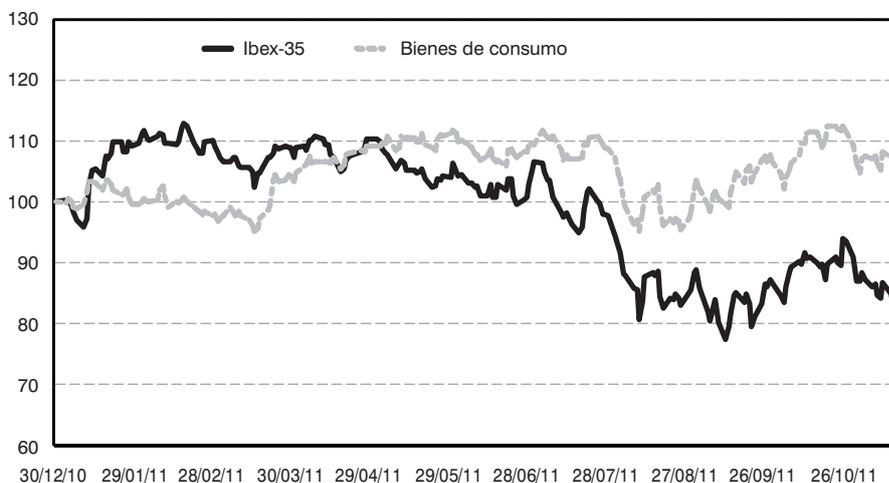
Los índices de renta variable nacional de mediana y pequeña capitalización mostraron un patrón similar al del IBEX 35 a lo largo del primer semestre de 2011, con repuntes en el primer trimestre y descensos en el segundo, si bien las variaciones del índice de las sociedades de pequeña capitalización (IBEX SMALL CAP) fueron más acentuadas, especialmente en el primer trimestre. Así el índice de las sociedades de mediana capitalización (IBEX MEDIUM CAP) avanzó un 6,3% en el primer trimestre y retrocedió un 6,9% en el segundo, descendiendo significativamente un 20,6% en el tercer trimestre. Por su parte, el IBEX SMALL CAP repuntó fuertemente en el primer trimestre un 17,4% y descendió un 8,1% en el segundo, descendiendo también fuertemente un 23,3% en el tercer trimestre. En el período acumulado de 2011 estos índices presentan descensos del 21,1% en el primer caso y del 23,2% en el segundo.

## Análisis sectorial

El retroceso de las cotizaciones en los mercados de renta variable nacional durante el año fue generalizado en todos los sectores, con recortes comprendidos entre el 4% registrado por el sector de Petróleo y Energía y el 25% del sector de Servicios de Consumo, muy influido por las fuertes caídas (del orden del 45% en algunos casos) en los subsectores de Turismo/Ocio, Comercio Minorista y Medios de Comunicación. En el período acumulado de 2011, los mayores retrocesos se han producido en los sectores de Servicios de Consumo (-24,87%) y Servicios Financieros e Inmobiliarios (-23,27%). Las empresas que parecen haber resistido mejor la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros son las pertenecientes al sector Bienes de Consumo con un aumento acumulado del 4,5% en 2011. En cuanto a los subsectores que registran avances, los más reseñables son Textil, Vestido y Calzado con una revalorización próxima al 12% y los Servicios de Inversión y Seguros en torno al 13%.

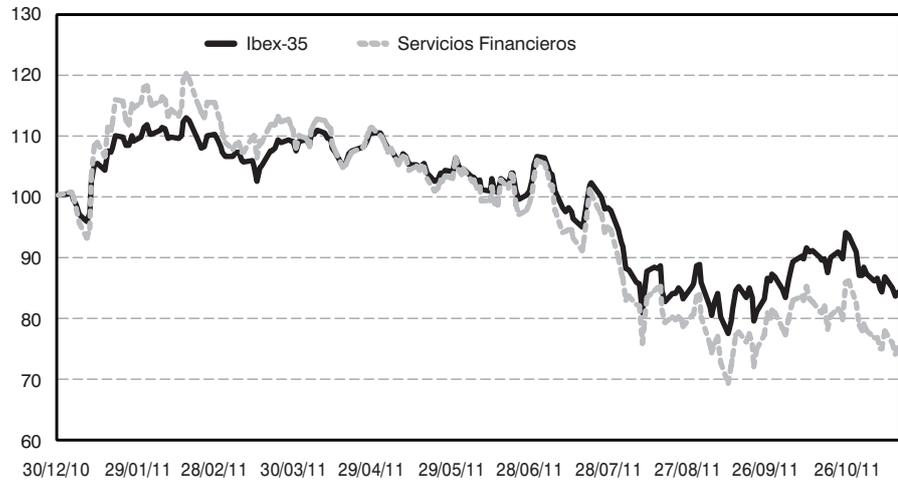
### EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y EL SECTOR BIENES DE CONSUMO EN 2011

BASE 100 30/12/2010



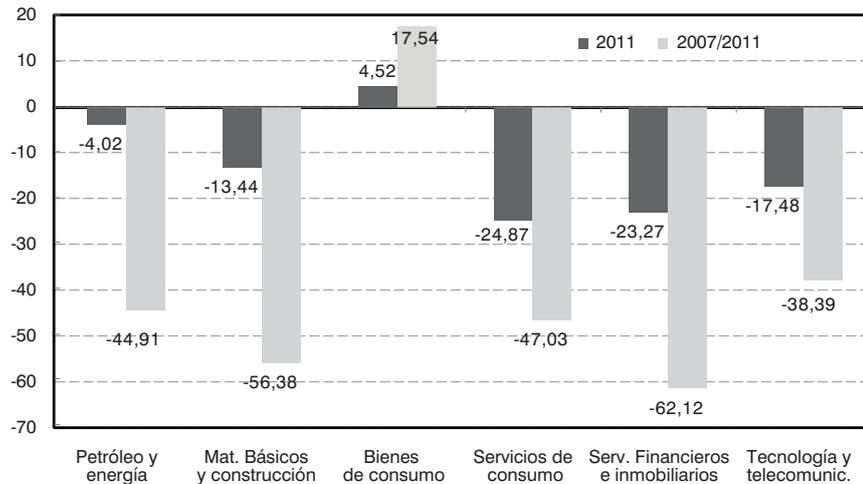
**EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y EL SECTOR SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS EN 2011**

BASE 100 30/12/2010



**EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES SECTORIALES DE LA BOLSA ESPAÑOLA**

(% VARIACIÓN HASTA NOVIEMBRE DE 2011)



**La capitalización cae un 11% pero se mantiene aún 235.000 millones de euros por encima de los mínimos marcados en febrero de 2009.**

Esta tendencia mayoritariamente negativa en el discurrir de los precios ha tenido su reflejo en un valor conjunto del mercado que ha cerrado con una pérdida de valor agregada de 117.420 millones de euros en el cómputo del ejercicio hasta noviembre. La capitalización total de la bolsa española al cierre de este mes era de 954.213 millones de euros, lo que sitúa el valor de mercado de las empresas cotizadas un 11% por debajo del valor alcanzado en diciembre de 2010. No obstante el entorno en el que se desenvuelve la capitalización de la bolsa española se acerca aún al billón de euros y está 234.246 millones de euros por encima de su valor mínimo

alcanzado en febrero de 2009 y el valor de las empresas nacionales es, a su vez, superior en 22.000 millones de euros en la misma comparativa.

Tras los avances observados en el primer semestre del año la capitalización de la bolsa española mostró retrocesos de cierta intensidad que se agravaron notablemente durante los meses de agosto y septiembre. Entre los sectores que más valor de mercado ha perdido se encuentran Petróleo y Energía con una caída en los once meses del 16% (-18.000 millones) especialmente motivada por la exclusión de la compañía Iberdrola Renovables y el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios con un descenso del valor de mercado del 12% (17.664 millones) a pesar de haberse incorporado al grupo tres entidades: Bankia, Banca Cívica y Caixabank, si bien esta última entidad reemplazo a la extinta Critería Caixacorp. Estas caídas han sido parcialmente compensadas por los 4.000 millones de euros ganados por el Sector de Bienes de Consumo, dónde Inditex ha ejercido como principal locomotora del crecimiento a lo largo de todo el ejercicio. El grupo textil español ha revalorizado sus acciones desde principios de año un 10%, situándose en el ranking español de empresas por capitalización en tercer lugar, por detrás de Telefónica y Santander y superando a BBVA.

Las compañías cotizadas españolas han perdido un 11% del valor de mercado que tenían en diciembre de 2010. Este porcentaje es inferior al 16% de caída que experimenta el IBEX 35 durante este año. Esta diferencia se explica por varios factores y uno de los principales es que la capitalización se ha visto reforzada como consecuencia de las salidas a bolsa de las cajas de ahorro, dentro del proceso de reestructuración del sistema financiero español y de algunas ampliaciones de capital

## CAPITALIZACIÓN DESGLOSADA DE LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

	Total	T-1	Petróleo y Energía	Materiales Básicos Ind. y Construcción	Bienes de Consumo	Servicios de Consumo	Servicios Financieros e Inmobiliarios	Tecnología y Telecomunicaciones	MAB	Valores Extranjeros
<b>Año 2007</b>	1.384.779,83	22,10	212.529,71	89.381,52	61.126,07	48.385,47	264.044,97	110.416,89	31.496,64	567.398,56
<b>Año 2008</b>	784.941,94	-43,32	148.809,23	44.471,07	33.549,12	23.628,27	150.095,34	77.785,43	24.648,48	281.954,99
<b>Año 2009</b>	1.107.006,33	41,03	129.567,99	55.384,76	41.996,22	32.660,65	203.262,77	95.147,31	26.549,01	522.437,61
<b>Año 2010</b>	1.071.633,01	-3,20	112.909,56	46.479,71	49.570,41	25.101,67	150.252,32	87.008,88	26.921,80	573.388,67
<b>noviembre-10</b>	1.016.096,72	-2,72	101.958,23	43.429,72	49.685,75	21.694,90	135.888,60	83.802,62	26.378,45	553.258,44
<b>diciembre-10</b>	1.071.633,01	5,47	112.909,56	46.479,71	49.570,41	25.101,67	150.252,32	87.008,88	26.921,80	573.388,67
<b>enero-11</b>	1.103.090,18	2,94	121.851,83	51.001,55	50.005,45	30.110,22	173.270,37	93.333,60	26.833,74	556.683,43
<b>febrero-11</b>	1.128.391,17	2,29	127.409,41	51.633,69	48.800,62	29.472,57	176.001,15	93.114,21	27.063,85	574.895,67
<b>marzo-11</b>	1.117.273,00	-0,99	130.721,49	53.161,87	51.555,69	29.797,85	166.020,76	89.496,63	27.220,43	569.298,28
<b>abril-11</b>	1.108.377,81	-0,80	134.535,96	53.739,85	54.357,63	30.427,64	170.707,07	92.191,62	27.229,30	545.188,74
<b>mayo-11</b>	1.149.358,06	3,70	132.158,51	51.801,68	55.848,65	29.513,62	163.536,40	86.248,72	27.493,56	602.756,92
<b>junio-11</b>	1.132.775,99	-1,44	133.375,91	49.510,48	55.710,11	28.629,25	158.149,43	86.142,63	26.708,05	594.550,13
<b>julio-11</b>	1.097.013,19	-3,16	111.746,30	46.668,79	55.312,71	27.719,09	155.893,77	79.960,60	26.228,32	593.483,60
<b>agosto-11</b>	972.560,11	-11,34	94.818,33	43.623,61	51.897,18	23.417,43	141.289,06	74.902,89	25.004,39	517.607,23
<b>septiembre-11</b>	920.800,73	-5,32	93.597,82	40.550,54	54.390,64	22.883,99	135.706,84	73.363,77	24.828,16	475.478,96
<b>octubre-11</b>	990.920,76	7,62	97.766,30	42.999,69	55.692,75	24.100,62	140.236,20	78.662,08	25.481,22	525.981,90
<b>noviembre-11</b>	<b>954.212,88</b>	<b>-3,70</b>	<b>94.466,73</b>	<b>41.518,72</b>	<b>53.521,40</b>	<b>23.012,22</b>	<b>132.588,75</b>	<b>71.441,29</b>	<b>24.223,02</b>	<b>513.440,75</b>

Incluye: Mercado Continuo, corros de las cuatro Bolsas, MAB y Latibex. T-1: tasa de variación sobre el mismo período inmediatamente anterior.

de los bancos ya cotizados para anticipar el cumplimiento de los nuevos requisitos de capital que establecerá Basilea III.

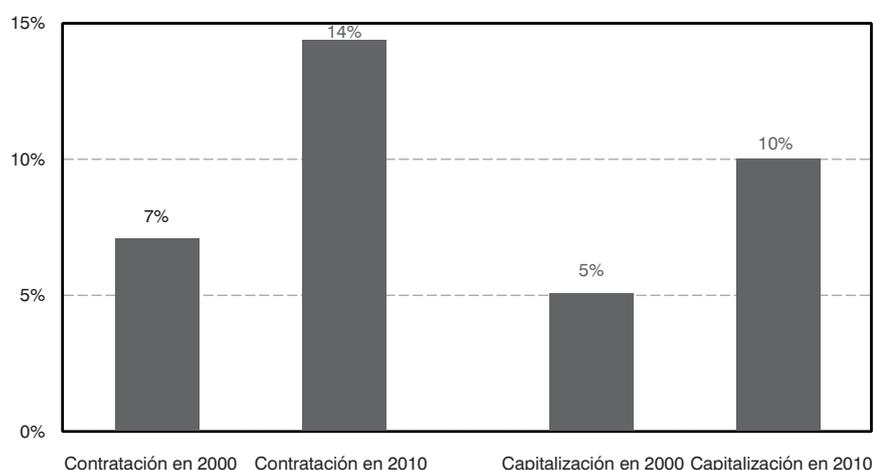
## El número de compañías cotizadas se mantiene estable

A finales de noviembre el número total de compañías admitidas a cotización en todos los segmentos de la bolsa española es de 3.274. Se aprecia una ligera reducción en la cifra total respecto al año anterior, motivada fundamentalmente por la desaparición de algunas SICAV. Una de las lecturas más positivas en este epígrafe es la incorporación de 5 nuevas compañías al segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que alcanza así las 17 sociedades listadas en sus escasos tres años de funcionamiento. La significación de este fuerte crecimiento relativo en esta parcela de la Bolsa española es importante por cuanto eleva el valor del mercado de valores como instrumento de financiación y crecimiento para las empresas en cualquier coyuntura.

## Peso relevante de la Bolsa española en el concierto Europeo

En el ámbito internacional y según los últimos datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas (WFE), las quince primeras bolsas mundiales por capitalización habían recuperado, a cierre del mes de octubre, 16 billones de dólares de los 31 billones perdidos entre el máximo de octubre de 2007 y el mínimo de febrero de 2009. Actualmente la bolsa española registra una ganancia respecto al mínimo marcado en el peor momento de la crisis del 33% (casi 235.000 millones de euros). El peso por valor de mercado en octubre de las compañías cotizadas en la bolsa española era del 10% en el concierto europeo (cinco puntos más que al principio de la década) y del 2,28% en el mundo, según los datos de la WFE.

### PESO DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS ESPAÑOLAS EN LA CONTRATACIÓN Y CAPITALIZACIÓN EN EUROPA



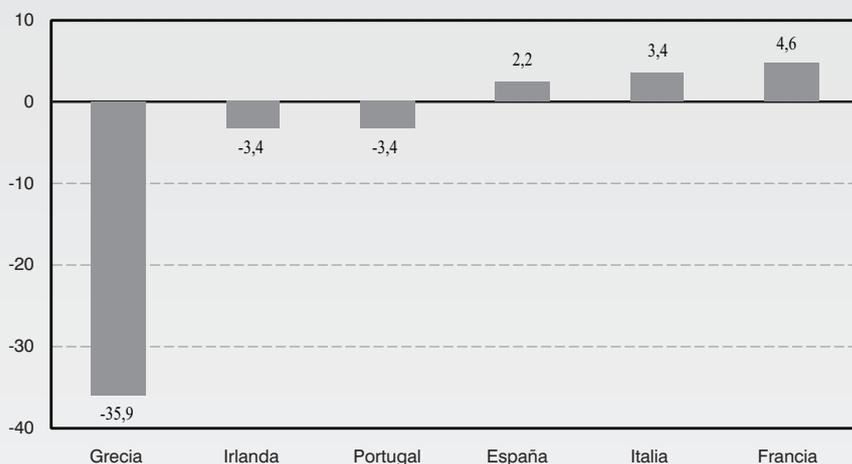
## Fortaleza a medio/largo plazo y ratios de valoración atractivos de la Bolsa española: PER (7,5 veces) y Rentabilidad por dividendo (7,7%)

Los movimientos de los índices bursátiles en la mayoría de las Bolsas del mundo se han movido en tendencias descendentes más o menos unánimes a lo largo de toda la crisis. En el corto plazo (digamos 1 año) estas oscilaciones difieren cuantitativamente a veces más en función de coyunturas particulares relacionadas con eventos que afectan más a unos países o valores concretos. Sin embargo, cuando extendemos el tiempo de comparación se observan

algunas diferencias importantes que obedecen a condiciones más estructurales de cada país o mercado. En este tipo de análisis, los gráficos que se adjuntan a estas líneas muestran claramente como la Bolsa española mantiene una aceptable tasa de variación anualizada del conjunto de los precios de sus compañías cotizadas en los últimos 3 y 10 años. Decimos aceptable porque, a pesar de las fuertes pérdidas de valor de las cotizaciones motivadas

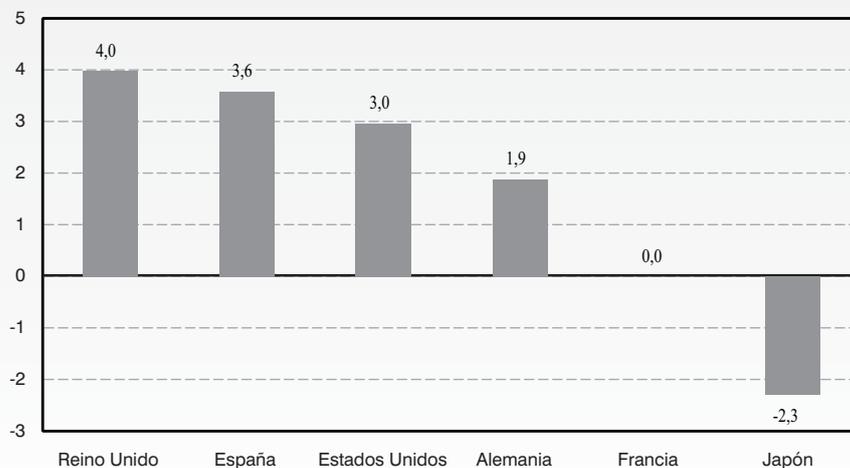
### EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS AFECTADAS POR LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN LOS ÚLTIMOS 3 AÑOS (HASTA NOVIEMBRE DE 2011).

TASA DE VARIACIÓN (%) ACUMULATIVA ANUAL



### EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DESARROLLADAS EN LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS. NOVIEMBRE DE 2001 HASTA NOVIEMBRE DE 2011 (INCLUIDA LA REINVERSIÓN DE DIVIDENDOS).

TASA DE VARIACIÓN (%) ACUMULATIVA ANUAL



Fuente: Morgan Stanley Capital International (Noviembre 2011)

por la crisis, es positiva y, lo que es más relevante, superior a la del grupo de países europeos más afectados por la crisis de deuda soberana en los últimos tres años y también superior al comportamiento de los índices de bolsas pertenecientes a países con economías más desarrolladas en un horizonte temporal de diez años, entre ellos los correspondientes a Alemania y Estados Unidos.

En cuanto a los valores que actualmente arrojan algunos indicadores básicos de evaluación de las bolsas, la española presenta cifras que refuerzan el atractivo de sus compañías para los inversores. Según datos homogéneos de la sociedad de análisis

Morgan Stanley Capital International, al cierre del mes de noviembre de 2011 el conjunto de la Bolsa española presentaba un PER de 7,5 veces (8 veces por debajo de su media histórica), una Rentabilidad por Dividendo del 7,7% (4 puntos por encima de la media) y una relación de Precio/Valor en libros de 1,10 veces (casi 1 punto por debajo de lo que dice la historia). Todos los mercados de valores considerados en el análisis que se visualiza en la tabla siguiente muestran también valoraciones atractivas en la mayor parte de estos indicadores pero ninguno con la contundencia mostrada por las cifras de la Bolsa española. Especialmente en el caso de la Rentabilidad por Dividendo.

#### RATIOS DE EVALUACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS POR MERCADOS

##### RATIO PER EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-10	8,70	17,10	13,30	12,50	15,20	16,50
nov-11	<b>7,50</b>	<b>10,80</b>	<b>9,90</b>	<b>9,30</b>	<b>10,00</b>	<b>13,70</b>
Max 24 años	29,20	26,10	69,00	288,90	76,30	34,60
Mín 24 años	6,10	6,40	Neg	Neg	7,00	11,30
Media 24 años	15,22	15,32	21,89	23,60	22,03	20,27

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (noviembre 2010)

##### RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-10	6,20	3,00	2,60	4,10	3,50	1,80
nov-11	<b>7,70</b>	<b>3,80</b>	<b>3,90</b>	<b>5,80</b>	<b>4,80</b>	<b>2,20</b>
Max 24 años	8,10	6,00	6,30	9,00	6,40	4,00
Mín 24 años	1,40	2,10	1,60	1,20	1,40	1,10
Media 24 años	3,65	3,74	2,83	3,13	3,05	2,25

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (noviembre 2010)

##### RATIO PRECIO / VALOR CONTABLE EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-10	1,30	1,90	1,50	0,90	1,30	2,20
nov-11	<b>1,10</b>	<b>1,60</b>	<b>1,30</b>	<b>0,70</b>	<b>1,10</b>	<b>2,00</b>
Max 24 años	3,61	4,18	4,46	4,31	4,60	5,81
Mín 24 años	0,84	1,20	1,00	0,60	1,00	1,50
Media 24 años	1,97	2,32	2,08	1,83	2,04	2,91

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (noviembre 2011)

---

2 Recortes generalizados en las cotizaciones. La capitalización se resiente pero sigue elevada en el entorno de los 950.000 millones de euros.



## Liquidez de los valores españoles

Los volúmenes de negocio en acciones y otros productos de renta variable anotados en 2011 reflejan que, a pesar de las tensiones y las restricciones, el modelo de mercado ha funcionado con solvencia y la liquidez continúa siendo uno de los puntos fuertes de la Bolsa española.

En un año marcado por una fuerte corrección en las cotizaciones de las acciones negociadas en la Bolsa española, los volúmenes de contratación de es-

### CONTRATACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Periodo	Nº Sesiones	Efectivo (Mill. Euros)	Nº Títulos	Nº Operaciones	Nº Ordenes	Efectivo medio por sesión (Mill. Euros)	Efectivo medio por operación (Euros)
<b>2003</b>	250	494.346	56.944.007.159	14.028.546	28.545.921	1.977,38	35.238,56
<b>2004</b>	251	636.895	58.840.731.099	13.601.664	25.637.545	2.537,43	46.824,79
<b>2005</b>	255	848.209	77.129.637.091	17.092.433	31.901.237	3.326,31	49.624,82
<b>2006</b>	254	1.150.566	87.183.222.987	23.143.452	40.385.557	4.529,79	49.714,52
<b>2007</b>	253	1.665.873	110.723.382.322	34.541.667	69.995.919	6.584,48	48.227,91
<b>2008</b>	254	1.243.168	119.701.200.701	36.937.580	88.957.918	4.894,36	33.655,91
<b>2009</b>	254	897.187	114.201.475.356	31.606.663	94.219.392	3.532,23	28.386,00
<b>2010</b>	256	1.037.277	133.586.756.603	40.456.534	175.640.317	4.051,86	25.639,30
<b>enero-11</b>	21	98.776	23.057.312.775	4.561.225	20.479.138	4.703,62	21.655,60
<b>febrero-11</b>	20	66.465	10.183.920.892	3.819.397	17.796.846	3.323,25	17.401,98
<b>marzo-11</b>	23	81.751	10.281.138.255	4.563.800	20.967.268	3.554,41	17.913,01
<b>abril-11</b>	19	81.750	17.842.763.702	3.508.822	14.355.810	4.302,66	23.298,55
<b>mayo-11</b>	22	82.797	9.013.838.306	3.416.778	18.087.658	3.763,50	24.232,45
<b>junio-11</b>	22	73.350	10.509.888.284	3.493.533	20.682.713	3.334,07	20.995,80
<b>julio-11</b>	21	104.618	21.313.588.946	4.195.525	23.585.071	4.981,82	24.935,68
<b>agosto-11</b>	23	70.790	9.565.667.930	4.428.734	34.598.240	3.077,84	15.984,34
<b>septiembre-11</b>	22	58.742	9.325.249.680	3.708.859	30.183.045	2.670,11	15.838,42
<b>octubre-11</b>	21	78.305	24.449.331.882	3.978.426	28.089.693	3.728,83	19.682,53
<b>noviembre-11</b>	22	68.607	7.889.238.243	3.343.497	30.715.872	3.118,51	20.519,59
<b>Acumul. 2011</b>	<b>236</b>	<b>865.953</b>	<b>153.431.938.895</b>	<b>43.018.596</b>	<b>259.541.354</b>	<b>3.669,29</b>	<b>20.129,74</b>

tos instrumentos de inversión hasta noviembre de 2011 han alcanzado la cifra acumulada anual de 865.953 millones de euros, un 10% inferior a la registrada en el mismo período del pasado año. Un descenso moderado si tenemos en cuenta que la prohibición de realizar ventas en corto sobre las acciones de las compañías cotizadas del sector financiero, impuesta desde el 11 de agosto por la CNMV, ha restringido la operativa bursátil sobre estos valores cuyo peso en la Bolsa española es del 30% en términos de capitalización. El volumen efectivo negociado en valores del sector financiero ha caído un 42% anual hasta noviembre.

En cuanto a volúmenes mensuales destaca julio como mejor mes del año y el único que supera los 100.000 millones de euros de negociación. Las salidas a Bolsa de Bankia, Banca Cívica y DIA contribuyeron a aumentar los volúmenes de negociación de julio.

## Las restricciones a la venta a corto, cuestionadas, afectan a la liquidez de los valores del sector financiero

En 2011 los organismos supervisores de los mercados de valores de algunos países europeos han tomado medidas de prohibición transitoria de las ventas en corto (short selling en terminología anglosajona) sobre algunos valores cotizados con ocasión de las tensiones experimentadas por las Bolsas en el mes de agosto.

En el caso de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) acordaba el 11 de agosto de 2011 la prohibición transitoria de realizar operaciones que supongan posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero: Banca Cívica, BBVA, Banco Sabadell, Banco Valencia, Banesto, Banco Pastor, Banco Popular, Banco Santander, Bankia, Bankinter, Caixabank, CAM, Catalana Occidente, Mapfre, BME y Rentia 4. El acuerdo se sustenta “en la situación de extrema volatilidad que atraviesan los mercados de valores europeos y, en especial, las cotizaciones de acciones de entidades financieras. Esta situación está incidiendo en la estabilidad de los mercados y puede provocar perturbaciones en su funcionamiento”. La medida es similar a la adoptada por otros supervisores europeos y, aunque se impulsa de manera coordinada en el ámbito de la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA), no ha sido adoptada de manera unánime por todos los países. Solo Italia, Francia o Bélgica se unían a España, quedando al margen Alemania o el Reino Unido. Al final de agosto se aplicaba una primera prórroga de la prohibición hasta el 30 de septiembre

y ese día se decidía una nueva prórroga indefinida “hasta que las condiciones del mercado permitan su levantamiento”. A mitad del mes de diciembre, la prohibición sigue vigente.

Desde que entró en vigor la medida los valores del sector bancario español han caído un 6% de acuerdo con su índice sectorial frente al 2,2% del Índice General habiéndose producido también un descenso muy significativo en los volúmenes, un 42% de descenso en la contratación de valores financieros. Así lo reconocía el organismo regulador español, la CNMV, que en una de sus últimas publicaciones indica que esta medida temporal está afectando a los volúmenes y a la calidad de la formación de precios y aclara que se eliminará cuando las condiciones del mercado lo permitan, “la persistencia de su efecto adverso sobre el grado de liquidez de estos títulos pone de relieve la conveniencia de desactivar esta medida temporal tan pronto como las condiciones del mercado lo permitan”.

La puesta en práctica de estas medidas ha vuelto a encender el debate sobre los efectos de la prohibición de las ventas en corto en el normal funcionamiento de los mercados financieros y de valores. Como señalaba en un documentado trabajo el Boletín Trimestral de la CNMV del III Trimestre 2010, “desde un punto de vista teórico, existe un amplio consenso acerca de la idea de que la posibilidad de realizar ventas en corto tiene más efectos positivos

## Récord histórico de operaciones sobre acciones

A pesar de los menores importes negociados que reflejan además el descenso de los precios, el número de negociaciones sobre acciones ejecutadas en el mercado ha seguido avanzando a ritmo de récord también en 2011 con 43 millones de operaciones cruzadas hasta noviembre, lo que constituye la cifra de negociaciones más alta de la historia de la Bolsa. El récord histórico mensual de operaciones se registró en marzo de 2011 con 4,5 millones de operaciones cruzadas. Cifras históricas que también se producen en el número de órdenes tramitadas en el mercado con casi 260 millones de órdenes hasta noviembre. Esta cantidad representa un aumento del 61,5% respecto de noviembre de 2010 y marca récord histórico de número de órdenes por séptimo año consecutivo.

que negativos para los mercados. Así, las ventas en corto proveen de liquidez al mercado, al igual que cualquier otra estrategia que canalice órdenes. Por otro lado, estas operaciones aumentan la eficiencia de mercado, en el sentido de que facilitan la correcta formación de precios, es decir, ayudan a que los precios recojan la nueva información disponible con prontitud. Éstas han sido las conclusiones obtenidas por la mayoría de los trabajos teóricos que se han realizado a lo largo de las últimas décadas". En suma hay un consenso casi unánime en que el uso de la operativa denominada "venta en corto cubierta", es decir con acuerdos de préstamo de los títulos y requisitos estrictos para la liquidación y compensación de las operaciones y una adecuada supervisión de mercado no genera riesgos adicionales en los mercados y, sin embargo, su restricción tiene efectos contraproducentes y disfunciones en el comportamiento de los mismos y sus efectos son especialmente graves en valores con reducida capitalización y alta volatilidad. Trabajos muy recientes también están comenzando a alertar sobre las perturbaciones que causa en las relaciones entre diferentes activos financieros y mercados de distintos países con prohibiciones o no de las operaciones a corto.

Un paso más allá de la práctica de la "venta en corto cubierta" está la denominada "venta en corto descubierta" o "naked short selling" en la cual el inversor que la realiza no tiene en ese momento en su poder títulos

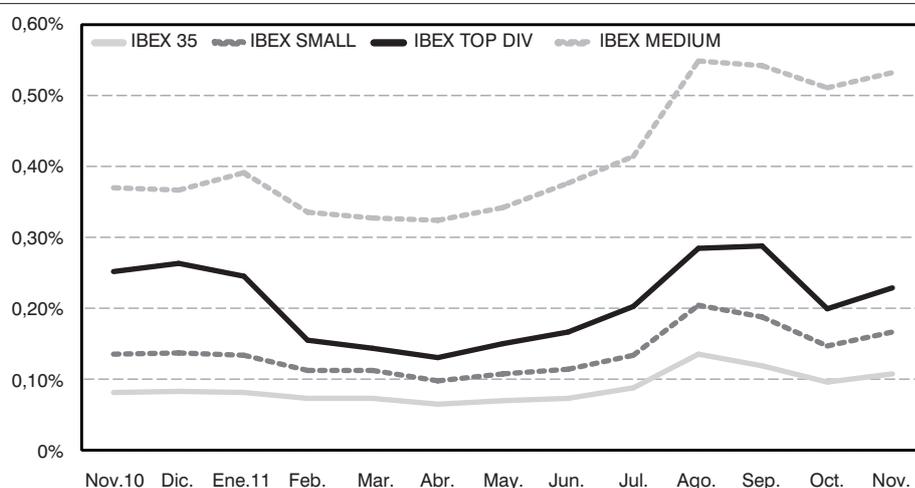
prestados para venderlos y tampoco se ha asegurado de que es capaz de obtenerlos antes de que la operación inicial de venta se liquide. En España, esta práctica está prohibida por los potenciales problemas que pueden generar en el mercado los fallos de liquidación de este tipo de ventas. En el mes de noviembre de 2011 el organismo regulador del mercado de valores italiano, CONSOB, anunciaba la prohibición de realizar operaciones de venta en corto descubierta sobre acciones cotizadas italianas a partir del 1 de diciembre.

En el contexto de la actual crisis financiera, y especialmente a partir del año 2008, los organismos supervisores de los mercados de valores de algunos países decidieron restringir o incluso prohibir las operaciones de venta en corto como presuntas responsables de movimientos a la baja muy violentos de las cotizaciones. De forma alternativa o complementaria, también algunos países, entre ellos España, optaron por la vía de dar transparencia a este tipo de operaciones y así el organismo regulador del mercado de valores español, la CNMV, exigió en 2009 la publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social para las acciones de 20 compañías financieras. Tras posteriores modificaciones hoy permanece la exigencia de comunicación al órgano supervisor (CNMV) de posiciones cortas superiores al 0,2% del capital social del emisor y comunicación abierta al mercado cuando superen el 0,5% del capital de esas 20 compañías financieras.

## Las horquillas se resienten

Dónde tal vez mejor se aprecia el negativo impacto sobre el mercado de la prohibición impuesta por la CNMV es en la evolución de las horquillas de precios. Hasta el mes de julio incluido, la correspondiente a los valores del IBEX 35 osciló en el entorno del 0,06-0,08% para pasar en agosto a niveles del 0,14%, si bien en el mes de noviembre se ha rebajado hasta el 0,109% demostrando, a pesar de todo, la alta preferencia por los grandes valores españoles de muchos inversores. Y es que la liquidez del mercado se mantiene en niveles muy altos y constituye uno de los pilares fundamentales de la Bolsa española frente a nuevas formas de negociación y otras alternativas de inversión.

### GRÁFICO EVOLUCIÓN HORQUILLAS MEDIAS



## Cuatro empresas españolas entre las seis más negociadas de la Eurozona

La liquidez del mercado es visible en los principales valores cotizados. Las acciones de cuatro sociedades cotizadas en la Bolsa española están entre los seis valores más líquidos del área euro: Telefónica, Banco Santander, BBVA y Repsol. De acuerdo con los datos a noviembre del índice paneuropeo EuroStoxx 50, que agrupa los cincuenta principales valores cotizados de las bolsas del área euro, las acciones de estas compañías figuran en primer, segundo, cuarto y sexto puesto por importe anual negociado. Otros valores también incluidos en este índice son: Iberdrola situada en el puesto 16 y en septiembre ha entrado a formar parte de índice Inditex, en el puesto 27. En este ranking sólo se tienen en cuenta el valor efectivo negociado para cada valor incluido en el índice europeo en sus mercados nacionales de origen, normalmente situados en dónde las empresas representadas por los títulos tienen su domicilio social.

En términos de volumen de negociación acumulado hasta noviembre de 2011 los seis valores españoles absorben el 26,6% del total negociado por los 50 valores de índice, por encima de la ponderación de esos valores en el indicador (13,6%) y más aún del peso de la economía española en el área euro en términos de PIB (11,7%).

### RANKING DE CONTRATACIÓN ENTRE ENERO Y NOVIEMBRE 2011 DE LOS VALORES DEL ÍNDICE PANEUROPEO EUROSTOXX 50

Ranking	Nombre valor	Volumen efectivo origen (euros)	Volumen efectivo MTFs (euros)	% ponderación en el Índice (Nov 2011)
1	Telefonica SA	197.017.179.800	1.879.225.266	4,14
2	Banco Santander SA	182.341.475.500	1.856.301.795	3,52
3	UniCredit SpA	123.601.169.900	17.659.114.578	0,95
4	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	109.293.219.000	1.240.735.761	2,25
5	ENI SpA	86.543.592.800	26.770.569.204	2,99
6	Repsol YPF SA	79.241.016.530	766.683.703	1,36
7	Siemens AG	78.520.593.690	44.119.778.127	4,82
8	Intesa Sanpaolo SpA	76.486.064.910	21.141.008.504	1,28
9	Deutsche Bank AG	73.449.340.610	31.741.591.765	1,99
10	Daimler AG	68.114.961.690	31.757.591.482	2,23
16	Iberdrola SA	52.020.094.690	724.267.767	1,35
27	Inditex SA	37.522.930.680	589.504.206	0,99

### RANKING INTERNACIONAL DE NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN LOS MERCADOS REGULADOS

	Enero-Octubre 2011 (Millones de Dólares)	% Variación respecto Enero-Octubre 2010 (en Dólares)	% Variación respecto Enero-Octubre 2010 (en la moneda local)
NYSE USA	15.551.446	2,9	2,9
NASDAQ	10.980.755	0,5	0,5
BOLSA DE TOKIO	3.481.523	10,7	0,4
BOLSA DE SHANGHAI	3.241.211	-4,9	-9
LONDRES Grupo (*)	2.491.015	6,9	-0,7
BOLSA DE SHENZHEN	2.432.033	-9,1	-13,1
NYSE EURONEXT EUROPA	1.879.676	9,5	1,9
BOLSA DE KOREA	1.726.581	32,5	24,9
BOLSA ALEMANA	1.537.414	9,8	2
BOLSA DE TORONTO	1.322.531	19,9	13,1
BOLSA DE HONG KONG	1.274.160	6,0	6,2
BME	1.067.295	-4,4	-10,9
BOLSA AUSTRALIANA	1.037.511	17,9	1,6
BOLSA DE BRASIL	801.494	11,1	2,6
BOLSA SUIZA	783.501	18,1	-2,3
BOLSA DE TAIWAN	779.975	8,0	-0,4
NASDAQ OMX BOLSAS NORDICAS	723.408	13,5	6
TOTAL TOP 17	51.111.529		

Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE). (\*) La negociación de la Bolsa Italiana está incluida en la Bolsa de Londres

Este hecho refrenda y refleja al menos tres elementos relevantes: la fortaleza y el atractivo para los inversores de las empresas españolas cotizadas, el aprovechamiento de las oportunidades de participación que ofrece la Bolsa en procesos de expansión transparentes y ordenados; y, por último, la potencia que aportan en los procesos de inversión los mecanismos de provisión de liquidez adecuados y seguros.

## Otros productos y mercados: ETFs, warrants y Latibex

En 2011, la actividad inversora no sólo se ha visto recortada en las acciones sino también en otros productos de renta variable como los ETFs donde la negociación

### La negociación de alta frecuencia (HFT), paradigma de nuevas formas de acceso a los mercados de valores

La negociación de alta frecuencia (High Frequency Trading o HFT) en los mercados de valores ha irrumpido en las Bolsas con fuerza como paso natural tras la generalización de los mercados electrónicos y la creciente utilización de sistemas de contratación informatizados. Conforme la tecnología de infraestructuras de mercado y la de comunicaciones ha evolucionado, esta forma de negociar en los mercados de valores electrónicos ha ganado peso en los principales centros financieros norteamericanos y europeos a lo largo del último lustro.

Este tipo de negociación se hace de manera exclusivamente automática a través de redes de ordenadores debidamente programadas y conectadas directamente a los sistemas de negociación de productos financieros. La nueva forma de canalizar a gran velocidad órdenes de compra y venta en productos financieros al mercado está generando polémica y, a la vez, atención regulatoria. Por un lado, sus defensores argumentan que HFT supone un avance tecnológico que reduce costes, acelera y mejora la formación de precios, reduce la volatilidad de los mismos, y también estrecha la horquilla de posiciones oferta-demanda (bid-ask spread). Sus detractores argumentan que esta manera de negociar no mejora los costes de ejecución de órdenes, introduce una fuerte discriminación en el acceso a los mercados financieros, aumenta la inestabilidad de los precios, incrementa el riesgo sistémico, y puede incluso poner en peligro el funcionamiento de los mercados.

La nueva regulación en ciernes proveniente de la revisión de la Directiva de Mercados e Instrumentos

Financieros (MiFID) está tratando de recoger específicamente esta operativa para evitar que la HFT pueda perjudicar la transparencia en la formación de precios, la equidad en el acceso al mercado para todos los inversores y, en definitiva y especialmente, la protección del pequeño inversor.

No se ha demostrado que el HFT incremente la volatilidad de los mercados, ni que haya una especial relación entre el HFT y las prácticas de abuso de mercado. El HFT engloba una enorme variedad de estrategias de inversión en los mercados con la característica común de que necesita una enorme velocidad de acceso a los mercados y a su información.

Los hechos acaecidos en el mercado norteamericano en la sesión del 6 mayo de 2010, conocido como el "flash crash" ha incentivado el interés regulatorio sobre esta actividad. En Europa los mercados regulados están preparados tanto en capacidad como en microestructura de mercado para hacer convivir en los libros de órdenes a los diferentes inversores en igualdad de condiciones. Las subastas de volatilidad y las verificaciones en la entrada de las órdenes al mercado minimizan el riesgo de esta operativa en los mercados europeos, aunque la creciente fragmentación de los mercados y la escasa coordinación entre las diferentes plataformas donde los valores se negocian no ayudan en absoluto en el control coordinado de estos flujos de órdenes. Sin duda la futura legislación europea tendrá muy en cuenta estas estrategias que, muy presentes en la realidad actual de los mercados, deben convivir de forma eficiente y segura con otras estrategias.

hasta noviembre desciende un 44% hasta situarse cerca de los 3.200 millones de euros y el número de operaciones (cercano a las 41.000) un 32% reflejando las inestables expectativas que se han cernido durante todo el año sobre los índices bursátiles. El IBEX 35 es el subyacente de las referencias más populares y demandadas de los ETFs que se negocian en España.

En cuanto a los warrants, la evolución de los volúmenes de negociación en 2011 se han mantenido estables con respecto a 2010. Lo más destacado en el ejercicio para estos productos ha sido el gran crecimiento en el número de emisiones admitidas, así como el significativo aumento de nuevos activos subyacentes sobre los que se pueden contratar los warrants. En relación con las emisiones de warrants y turbo warrants admitidas por todos los emisores ascendía, hasta el 5 de diciembre, a 8.475 nuevas emisiones, cantidad que supone un incremento del 24% respecto a las 6.850 admitidas en el mismo periodo del año anterior.

Este crecimiento del número de admisiones ha venido acompañado de una amplia variedad de activos subyacentes, cabe destacar en el presente año la incorporación de más de 20 nuevos tipos de subyacentes diferentes, que corresponden a dos nuevas entidades financieras españolas: Bankia y Caixabank; empresas americanas: American Express, Berkshire Hathaway, Caterpillar, LinkedIn, Research in Motion, Coca-Cola, Ford y Walt Disney; empresas francesas: Saint Gobain, Dia, L'Oreal, Moët Hennessey Louis Vuitton (LVMH), y Peugeot; empresas alemanas: Basf, Fresenius, y Thyssen Krupp; empresas suizas: Glencore y Roche; empresas inglesas: Rio Tinto y Vodafone; y tipo de cambio euro lira turca.

Por último, mencionar que en el caso de mercados como Latibex, la fortaleza que siguen mostrando las economías emergentes latinoamericanas no se han plasmado en 2011 en la continuidad del impulso a las cotizaciones de 2010, principalmente debido a la consolidación de importantes revalorizaciones de años atrás (en 2010 el Índice Latibex Top tuvo una revalorización del 9,70 % y en 2009 fue de más del 79%).

Cabe destacar que durante el mes de febrero de 2011, un nuevo país se incorporó a Latibex. Fue Colombia y lo hizo a través de la Compañía Grupo de Inversiones Suramericana que tras iniciar su cotización en Latibex, amplió a seis el conjunto de países representados en este singular y único mercado para valores latinoamericanos en euros.

El Foro Latibex, que este año celebró su decimotercera edición, logró reunir a 50 empresas con 200 inversores de diferentes nacionalidades, registró 600 asistentes a sus conferencias y propició la celebración de 430 reuniones one on one. Unas cifras muy similares a las del año pasado o incluso en varios casos superiores a pesar de la crisis.

## Los no residentes cada vez con mayor peso en la Bolsa española

La importancia creciente de las compañías cotizadas españolas en el concierto internacional tiene una equivalencia muy visible en la participación accionarial de los inversores no residentes en dichas sociedades, tanto en términos estáticos (propiedad) como dinámicos (negociación). Refiriéndonos al primero de los conceptos, en los últimos años especialmente, la progresiva reducción de la participación en Bolsa del sector financiero español, impulsada por las crecientes necesidades de liquidez y de capital, han sido contrarrestada por un continuo aumento de la participación de los inversores extranjeros en el mercado bursátil español y ya tienen en sus manos cerca del 40% del valor de todas las compañías españolas cotizadas, de acuerdo con los datos relativos a la estructura de la propiedad de las acciones de las empresas españolas cotizadas calculados por el Servicio de Estudios de BME para el año 2010.

El repunte de la participación relativa de extranjeros en la Bolsa española en los últimos tres años también es consecuencia de la toma de control de

empresas españolas importantes en términos de capitalización por parte de compañías extranjeras. Dentro de los inversores nacionales se produce una reducción importante de la participación de los Bancos y Cajas, al nivel mínimo desde que se tienen datos, disminución que no se ve compensada con la ligera recuperación de otros sectores como las familias, que aumentan su participación en casi un punto porcentual, o el ligero ascenso de la inversión colectiva a través de fondos de inversión y pensiones.

La inversión extranjera en valores negociables españoles tiene una participación creciente en la actividad de la Bolsa española. Según la serie histórica los flujos netos en el mercado secundario muestran hasta 2006 signo negativo, signo que cambia a partir de 2007, año en el que empiezan a registrarse saldos positivos, para volver en 2011 a cifras negativas de inversión neta, si bien hasta el mes de junio el saldo negativo es muy leve (-969 millones de euros). Es más, si a los datos de compra-venta en el mercado se le agregan las suscripciones

### PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS

(DATOS EN PORCENTAJE SOBRE EL VALOR DE MERCADO TOTAL AL CIERRE DEL AÑO)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Bancos y Cajas</b>	7,3	7,9	7,1	7,7	8,7	8,6	9,3	9,4	7,6	5,0	4,6
<b>Cías de Seguros</b>	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,2	2,0	2,1	2,0
<b>Inversión Colectiva</b>	4,8	4,9	5,2	5,6	6,3	6,2	7,2	6,0	5,4	5,5	5,6
<b>Administraciones Públicas</b>	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Empresas no Financieras</b>	20,3	21,7	22,0	23,0	23,1	24,7	24,4	25,4	26,0	25,9	26,1
<b>Familias</b>	30,5	28,0	28,3	26,0	24,1	23,6	23,8	20,1	20,2	21,1	22,2
<b>No residentes</b>	34,7	35,0	34,8	35,1	35,2	34,2	32,6	36,8	38,5	40,1	39,2

de nuevas acciones procedentes de ampliaciones y OPVs el saldo al cierre del primer semestre de 2011 es positivo en 989 millones de euros.

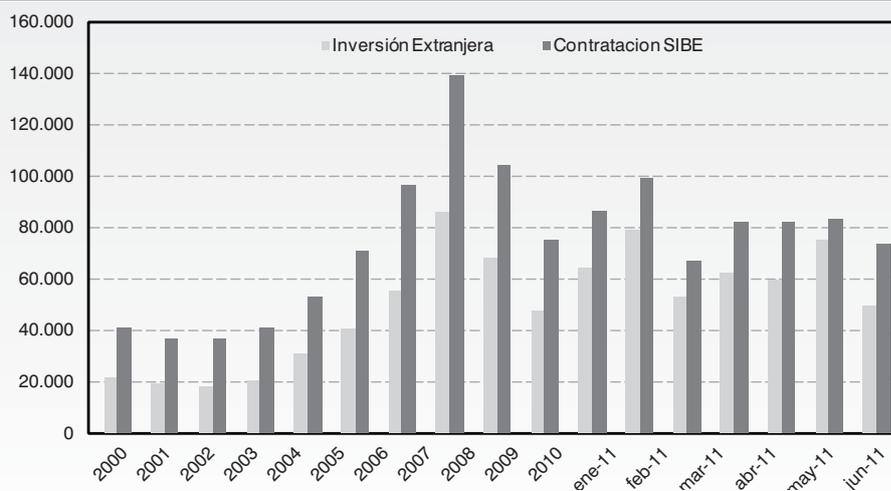
De acuerdo con los últimos datos publicados por la Dirección General de Comercio e Inversiones, la distribución de la inversión extranjera por país de procedencia en 2010 (últimos datos disponibles) no varió con respecto a años anteriores. Los flujos de inversión en acciones cotizadas proceden prácticamente en su totalidad de países de la OCDE (99,8%),

y en especial de la Unión Europea con más del 90%. El Reino Unido sigue canalizando el mayor porcentaje de operaciones, con el 54 % del volumen total.

El sector bancario continúa siendo con gran diferencia el de mayor atractivo para los inversores extranjeros, seguido por los sectores de Transportes y Comunicaciones y de Energía, este último con menor peso relativo. Estos tres sectores concentraron el 83% del volumen negociado por no residentes durante el año 2010.

### EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA (COMPRAS) Y LA CONTRATACIÓN DE LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS. VOLUMENES MEDIOS MENSUALES PARA LOS AÑOS 2 000 A 2010 Y VOLUMENES MENSUALES PARA 2011



Fuente: Dirección General de Comercio e Inversiones y BME



4

## La captación de recursos de capital a través de la Bolsa registra importes elevados y sirve de apoyo a pequeños y grandes proyectos

El valor de los recursos efectivos canalizados en los once primeros meses de 2011 a través de la Bolsa ya sea mediante OPVs/OPSs, procedentes de ampliaciones de capital u otras admisiones se eleva a 37.364 millones de euros. De ellos, 10.392 millones corresponden a las primeras, 14.594 millones corresponden a ampliaciones realizadas durante el año y 3.873 millones se derivan de integración de títulos procedentes de ampliaciones realizadas a finales del pasado año, los restantes 8.505 millones corresponden a otras admisiones.

### **El difícil entorno lleva a las empresas a buscar financiación en el mercado**

A pesar de este convulso ejercicio bursátil, el dinamismo de la base inversora de la Bolsa española aún parece elevado. El buen nivel de actividad se fundamenta en varias razones: la liquidez, el atractivo de las compañías, el acceso al mercado... Soportes de la inversión en la Bolsa española entre los que indudablemente se encuentra el de canalizar recursos a procesos de financiación de diferente envergadura, especialmente en una coyuntura dónde escasea la confianza y el grifo del crédito parece eventualmente cerrado.

Uno de los aspectos más destacados de las realidades y recetas que ha impuesto la profunda crisis económica y financiera que ha golpeado de manera especial a las economías desarrolladas ha sido el convencimiento de que debe reducirse el volumen de endeudamiento del sistema y que el recurso excesivo al crédito no aporta solidez al crecimiento económico sostenido, ni a escala local ni global.

Estas circunstancias han hecho que las empresas hayan aumentado su apelación al mercado en busca de financiación. En los últimos cuatro años, es decir, desde que la actual crisis se pusiera de manifiesto de la forma más virulenta, se ha producido un aumento de las ampliaciones de capital no ligadas a intercambio de activos, es decir, ampliaciones que han sido desembolsadas en efectivo o bien han servido para transformar recursos ajenos en fondos propios. Como pone de manifiesto el gráfico adjunto, en el periodo comprendido desde comienzo de 2008 hasta noviembre de 2011, las empresas han ampliado capital por un importe efectivo próximo a los 40.000 millones de euros, casi un 20% más que en los siete años anteriores.

## Las ampliaciones centran el grueso de las operaciones

En 2011, un año más el mercado ha cumplido con su papel fundamental como fuente de financiación de las empresas. La apelación de los emisores al mercado en busca de financiación ha sido muy elevada. Significativamente alta a través de ampliaciones de capital y nada desdeñable a través de OPSs. En los once primeros meses del año el mercado ha facilitado financiación a las empresas por valor de 14.594 millones de euros. De ellos, 10.889 millones corresponden a ampliaciones de capital de empresas que ya se encontraban en el mercado (10.869,88 millones corresponden a empresas cotizadas en el mercado principal y 18,8 millones a empresas cotizadas en el MAB, en el segmento de empresas en expansión) y los 3.705 millones restantes han sido captados mediante ampliaciones de capital ligadas a los procesos previos al salto al parqué (3.692 millones por empresas que acceden al mercado principal y 13,4 millones por empresas que acceden al MAB, en el segmento de empresas en expansión).

### El acceso de Pymes a los mercados de capitales, una alternativa ante las dificultades de financiación crediticia

Las pymes españolas se encuentran en una encrucijada relevante para afrontar su papel en la economía española en los próximos años como consecuencia del peso que el canal bancario representa sobre su deuda total, que entre 2000 y 2009 alcanza un promedio del 42%, por encima del porcentaje que alcanzan los principales países de Europa. El acceso a su principal vía de financiación ajena, el crédito bancario, se ha deteriorado enormemente desde el inicio de la crisis financiera 2007, como consecuencia de las dificultades del sector bancario y las incertidumbres sobre el impacto de la nueva regulación prudencial sobre las entidades crediticias que obligará a mayores dotaciones de capital y penalizará las operaciones de crédito a Pymes.

En este contexto, el impulso y desarrollo de fórmulas alternativas de financiación para todas las pymes y en especial para aquellas con posibilidad de elevado crecimiento por su potencial para innovar y crear empleo se convierte en una tarea esencial, como apunta el reciente informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores titulado "El acceso de la Pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales".

Apoyar las actividades del capital riesgo y promover el acceso de las Pymes a los mercados de valores son las fórmulas principales que se propo-

nen para la captación de financiación. Además de su potencial para financiar el crecimiento empresarial, la cotización en mercados puede favorecer la resolución de determinados problemas, entre ellos, dar continuidad al negocio mediante reestructuración del accionariado en el caso de las empresas familiares, proporcionar una alternativa de desinversión a socios temporales o inducir mejoras en la gestión de la empresa, mediante el establecimiento del mercado como elemento de referencia. La cotización también otorga visibilidad ante clientes, proveedores y potenciales financiadores y mejora la reputación, al quedar las empresas sujetas a reglas de transparencia y conducta exigida por la regulación de dichos mercados.

El informe supone un respaldo a la decidida apuesta de BME por este tipo de mercados alternativos. Desde su creación en plena sequía crediticia, son ya 17 las empresas que han obtenido financiación a través del acceso al MAB, con un volumen de recursos captados que sobrepasa los 76 millones de euros.

El informe reconoce que el establecimiento de posibles ayudas públicas para estimular a las pymes que quieran acudir a dichos mercados, así como incentivos fiscales y bonificaciones asociadas a la inversión en las fases iniciales de pequeñas empresas en crecimiento serán decisivos para potenciar esta vía de financiación.

**AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MERCADO PRINCIPAL**

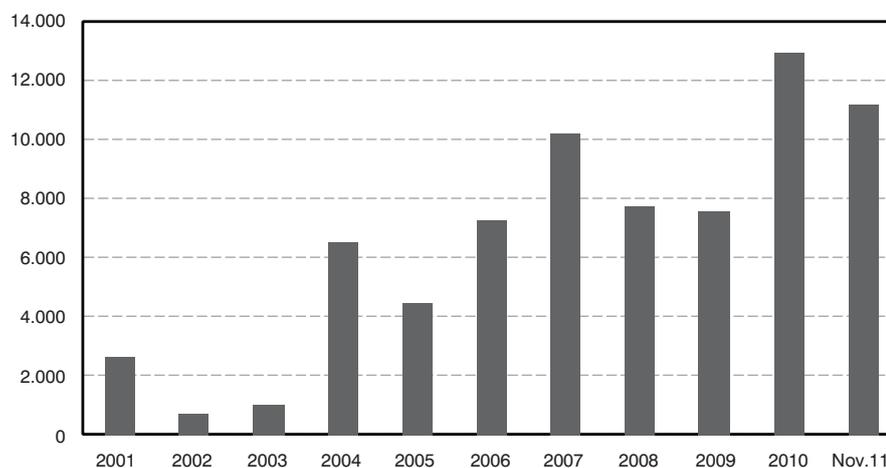
MILLONES DE EUROS

	Operaciones de concentración		Dº de Suscripción negociable		Otras ampliaciones		Conversión		Total	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
2000	2.746,78	54.217,15	1.613,25	10.521,32			82,00	1.165,66	4.442,03	65.904,12
2001	961,50	7.308,09	1.183,65	2.632,02			1,20	7,15	2.146,35	9.947,26
2002	329,40	2.973,02	482,91	321,14	380,48	342,42	37,38	51,04	1.230,17	3.687,62
2003	804,12	6.437,97	638,91	510,60	509,44	521,92	5,45	7,94	1.957,92	7.478,42
2004	758,64	13.523,08	820,13	2.629,85	1.151,29	3.768,50	26,76	172,50	2.756,83	20.093,94
2005	4,35	22,49	493,64	1.929,90	1.496,38	2.479,24	42,13	67,18	2.036,50	4.498,80
2006	150,77	19.480,43	560,45	1.787,99	931,17	5.299,34	56,58	179,47	1.698,96	26.747,23
2007	4.004,79	48.901,46	629,48	2.950,21	541,96	7.142,19	156,55	161,45	5.332,79	59.155,31
2008	659,56	8.278,88	1.049,06	7.491,44	36,71	273,16	3,53	4,27	1.748,86	16.047,74
2009	207,09	3.423,82	1.427,02	5.639,40	234,13	1.938,17	5,78	9,79	1.874,02	11.011,19
2010	91,66	1.102,89	3.574,39	9.091,94	1.937,58	2.283,23	722,08	1.625,56	6.325,71	14.103,61
ene-nov 11	426,92	3.363,84	2.638,38	2.264,55	2.792,46	6.891,80	151,02	2.041,61	6.008,78	14.561,81

Han sido 39 las empresas cotizadas que han acudido al mercado principal en busca de financiación y 4 al MAB. En total han realizado 81 operaciones. A diferencia de años anteriores, en 2011 ha aumentado el peso de las ampliaciones en las que las acciones emitidas se han destinado a atender la conversión de obligaciones convertibles (2.041 millones de euros), el mayor volumen anual de los últimos diez años, la mayor parte han sido emitidas por entidades bancarias. En esta línea y con la finalidad de fortalecer su estructura de balance el BBVA lanza una oferta de canje de Participaciones Preferentes por bonos obligatoriamente convertibles en acciones hasta un máximo de 3.475 millones de euros. Hasta el 23 de diciembre está abierto el plazo de aceptación de la oferta de recompra de Participaciones Preferentes vinculada a una ampliación por un importe máximo de 1.966 millones de euros formulada por el Banco de Santander.

**EFFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA NO LIGADAS A INTERCAMBIO DE ACTIVOS (2001-NOV-11).**

MILLONES DE EUROS



También destacar la ampliación realizada por Iberdrola con desembolso en efectivo y sin negociación de derechos por importe de 1.900 millones de euros a través de la cual ha entrado en su accionariado, con una participación del 6,16%, Qatar Holding Luxembourg II.

Por su parte, el volumen de acciones emitidas con desembolso no monetario, sin alcanzar los elevados volúmenes de años anteriores han vuelto a tomar protagonismo. Son ampliaciones de capital en las que se ha suprimido el derecho preferente de suscripción que tienen los antiguos accionistas ya que los nuevos títulos han sido utilizados como contrapartida en operaciones corporativas. La valoración efectiva de estas operaciones se calcula considerando el valor que adquieren los títulos en el mercado el día de su admisión a cotización y en

## El MAB sigue creciendo: incorporaciones, ampliaciones de capital y novedades

Durante el primer semestre de 2011 continuó el mismo ritmo de incorporaciones que el conseguido en el año 2010. Entre enero y julio, 5 nuevas empresas (Eurospes, Catenon, Lumar, Secuoya y Griño) accedieron al Mercado. Desde el mes de agosto no se ha producido ninguna incorporación, no por falta de empresas, sino por la incertumbre que están viviendo los mercados en estos últimos meses del año. Algunas compañías que están trabajando en el proceso de incorporación están esperando el momento más adecuado para dar el salto al MAB.

En la actualidad cotizan 17 compañías de sectores muy diversos y novedosos, no representados en la Bolsa española, y que capitalizan más de los 450 millones de €. La empresa de mayor tamaño alcanza los 70 millones y la más pequeña 9 millones de €.

### LAS AMPLIACIONES, PROTAGONISTAS

Hay que destacar que durante el año algunas de las empresas incorporadas en 2010 han vuelto a acudir al mercado para levantar nuevos fondos y poder llevar a cabo sus planes de crecimiento y expansión. En concreto, se han realizado 4 ampliaciones de capital y 1 esta en curso. El importe efectivo total conseguido asciende a los 18,8 millones de €.

La primera ampliación de capital del MAB fue la de Let's Gowex, en junio de 2011, por importe de 6,8 millones de €. Gowex está presente en Europa (Madrid, París y Londres) y en Latinoamérica (Buenos Aires, Costa Rica y Panamá) y cotiza en el MAB y Alternext. La ampliación tenía como objetivo una doble finalidad,

por un lado aumentar la base accionarial de la empresa, y captar recursos para continuar con su estrategia de crecimiento y expansión en China y el Sudeste Asiático. Las acciones suscritas en la ampliación fueron 1.422.837 nuevas acciones de 0,05 valor nominal y una prima de emisión de 4,79 €, con lo que el precio resultante fue 4,84 € por acción.

En el mes de julio AB-Biotics y Eurona Wireless también consiguieron fondos por importe de 1,4 millones de € y 1,8 millones de € respectivamente.

El objeto de la ampliación de capital de AB-Biotics era la adquisición de Quantum Experimental por importe de 1,4 millones de €. Se colocaron en el mercado 454.546 nuevas acciones de 0,05 de valor nominal y una prima de 3,10, resultando un precio de 3,15 € por acción. Las nuevas acciones fueron suscritas íntegramente por los socios de Quantum mediante la aportación de 190.000 participaciones sociales de Quantum Experimental de 1 € de valor nominal cada una.

La ampliación Eurona Wireless Telecom fue de 1.851.600 acciones, de 1 € de valor nominal, sin prima de emisión por lo que el importe de la ampliación ascendió a 1.851.600 acciones. Los ingresos de la ampliación irán destinados a operaciones corporativas para consolidar la posición de operador alternativo líder en el mercado español.

En la ampliación de capital de Negocio & Estilo de Vida se suscribieron 336.545 nuevas acciones de 0,01 €

conjunto han alcanzado los 3.364 millones de euros. Lo más destacado ha sido la ampliación realizada por Criteria, cuyo valor de mercado alcanzó los 1.800 millones de euros, las nuevas acciones fueron suscritas íntegramente por la Caixa y desembolsada mediante el traspaso de su negocio bancario. Criteria que pasó a denominarse Caixabank adquirió a partir de ese momento la condición de entidad bancaria.

Por último, un aspecto que va ganando importancia es la utilización por parte de las empresas cotizadas de acciones propias para remunerar a sus accionistas. Una novedosa forma de instrumentar esta política es a través de lo que se conoce como dividendo elección o scrip dividend. En total han sido ocho las compañías que han utilizado esta fórmula para retribuir a sus accionistas.

de valor nominal y con una prima de 2,54 €. El precio de suscripción fue de 2,55 € y el importe efectivo suscrito ascendió a 0,8 millones de €.

En la actualidad AB-Biotics tiene una ampliación de capital en curso por un importe nominal mínimo de 400.958 €.

Es una buena noticia que las cinco ampliaciones se hayan suscrito en los últimos meses, lo que confirma que con independencia de la captación de fondos con motivo de la incorporación, el Mercado puede ayudar a las empresas a obtener los fondos necesarios para continuar con sus planes de expansión de forma recurrente.

#### **NUEVAS INCORPORACIONES PREVISTAS Y MÁS PARTICIPANTES**

Hay algunas empresas que están trabajando para incorporarse en los próximos meses al mercado. Ante la falta de acceso a la financiación crediticia, las empresas medianas y pequeñas encuentran en el MAB una alternativa de financiación vía ampliación de capital, fórmula que tradicionalmente se había destinado solo a las grandes empresas, lo que hace suponer que el número de empresas puede aumentar considerablemente.

Durante 2011 se han dado de alta 3 nuevos Asesores Registrados con lo cual el número de Asesores Registrados asciende a 31. Además, el interés es continuo lo que hace suponer que se irán incorporando nuevas entidades al registro, incluso antes de que finalice el año.

Otra de las novedades que tienen a su disposición las Empresas del MAB para tener mayor visibilidad, conocimiento y seguimiento es el nuevo Servicio de Análisis Independiente, InResearch, promovido por BME y por el IEAF. Alguna empresa del MAB ya se ha adherido al Servicio como es el caso de Gowex y otras están estudiándolo.

Para conseguir la mayor visibilidad de las empresas MAB, BME en el mes de junio organizó el 1º encuentro de empresas MAB donde los directivos de las empresas MAB tuvieron reuniones privadas con un conjunto de inversores especializados, tanto nacionales como extranjeros. El resultado del mismo fue muy satisfactorio.

#### **MÁS ESTIMULOS FISCALES**

Otro punto fundamental para el desarrollo del Mercado es conseguir incentivos fiscales a nivel estatal, ya que los conseguidos hasta ahora han sido a nivel autonómico y solamente para algunas comunidades. Como ocurre en AIM o Alternext, el Estado debería promover la inversión en estas empresas de menor tamaño que acumulan buena parte del potencial de crecimiento económico y creación de empleo, en sectores intensivos en innovación. Para ello había que reconocer a los inversores que arriesguen sus ahorros una ventaja a través de desgravaciones en su cuota y exenciones en plusvalías que se reinviertan. También es necesario incentivar y fomentar la creación de vehículos especializados, similares a los que existen en Francia, con participación pública y privada.

## OPVs/OPSS

Como se ha comentado anteriormente en este ejercicio han adquirido especial relevancia las ofertas públicas de suscripción de acciones (OPSS) que han servido a diferentes propósitos. Seis compañías, como paso previo al inicio de su andadura bursátil han protagonizado este tipo de operaciones. Las dos más voluminosas han sido realizadas por bancos creados por cajas de ahorros lo que ha puesto de manifiesto el papel fundamental que ha desempeñado el mercado en el proceso de reordenación y sanea-

### La bolsa, vía de salida del capital riesgo

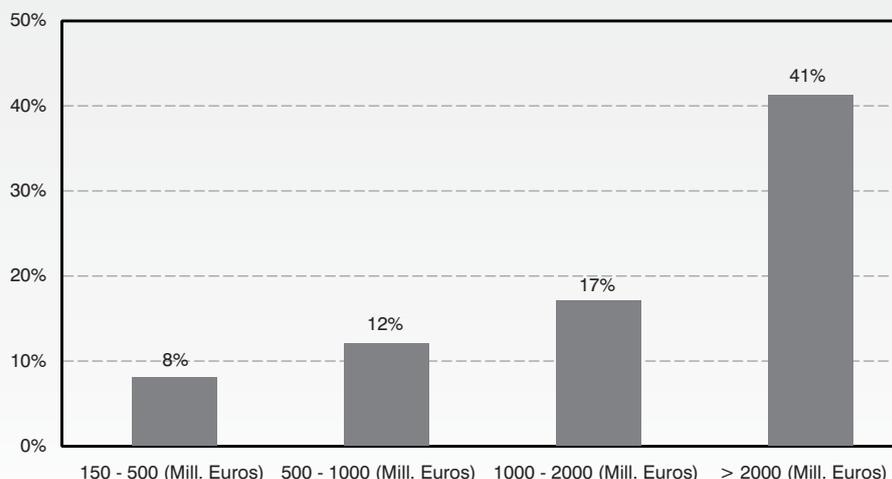
El capital riesgo vuelve con fuerza a la Bolsa para sus desinversiones, sobre todo las de gran tamaño. Cada vez son más los fondos de capital riesgo (private equity) que escogen las salidas a Bolsa, mediante OPV's, para llevar a cabo los procesos de desinversión en sus participadas que caracterizan su actividad.

Entre los ejemplos recientes más exitosos destaca el caso de la compañía española Amadeus, que ha culminado este año la salida de los fondos de "private equity" que participaban en su capital, tras haber vuelto a cotizar en la Bolsa Española en Abril de 2010, después haber sido excluida de cotización en 2005 por los fondos de capital riesgo que la adquirieron en aquel momento. El éxito de la operación se refleja en el hecho de que se ha multiplicado por siete el capital invertido.

De acuerdo con un reciente informe de la consultora Ernst & Young, la tendencia a desinvertir a través de la Bolsa es un fenómeno europeo donde el número de desinversiones de las empresas participadas por el capital riesgo en 2010, 57, ha aumentado significativamente respecto a las 31 de 2009, impulsado principalmente por las salidas a Bolsa. El análisis de las desinversiones realizadas por los fondos de private equity europeos entre los años 2005 y 2010 muestra que las salidas a Bolsa en forma de OPVs representaron solo un 8% en el caso de compañías pequeñas (entre 150 y 500 millones de euros de valor de mercado), algo más en el caso de las medianas y un 41% del conjunto de desinversiones en compañías con un valor de mercado superior a los 2.000 millones de euros. En suma, si la Bolsa es la vía principal para las grandes desinversiones del capital riesgo, el reto está en que pueda ser usada también para las desinversiones en compañías de pequeño y mediano tamaño.

#### DESINVERSIONES DE LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN EUROPA (2005- 2010)

PORCENTAJE (%) DE OPERACIONES DE DESINVERSION EN FORMA DE OPVS EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Ernst & Young

**OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA (OPV) Y SUSCRIPCIÓN (OPS) 2011**

Emisora / Plazo / Fecha de admisión	Tipo de Operación	Nº Títulos colocados en la operación	Precio (Euros)	Volumen Efectivo operación (mill. Euros)	Total nº títulos admitidos en el mercado	% títulos colocados	Precio primer día de contratación (Euros)	Sector / Subsector
<b>EUROESPES</b> Admisión: 16-02-2011	NUEVA ADMISIÓN	-	-	-	5.552.900	-	2,92	Bienes de Consumo Prod. Farmac. y biotec. (MAB Expansión)
<b>CATENON</b> Admisión: 06-06-2011	O.PS.	1.373.628	4	5,00	13.194.978	10,41	3,95	Tecnología y Telecomun. Electrónica y Software (MAB Expansión)
<b>DIA</b> Admisión: 05-07-2011	O.PV.	679.336.000	3,50	2.377,68	679.336.000	100	3,2	Bienes de Consumo Alimentación y Bebidas
<b>LUMAR</b> Admisión: 06-07-2011	O.PS.	468.231	4,60	2,15	1.993.231	23,49	4,69	Bienes de Consumo Alimentación y Bebidas (MAB Expansión)
<b>BANKIA</b> Plazo: Del 29-06 al 15-07-2011 Admisión: 20-07-2011	O.PS.	824.572.253	3,75	3.092,15	1.732.672.253	47,59	3,75	Serv.Financieros e Inmobiliarios Bancos/Cajas de Ahorro
<b>BANCA CIVICA</b> Plazo: Del 30-06 al 15-07-2011 Admisión: 21-07-2011	O.PS.	222.142.800	2,70	599,79	497.142.800	44,68	2,7	Serv.Financieros e Inmobiliarios Bancos/Cajas de Ahorro
<b>Secuoya</b> Admisión: 28-07-2011	O.PS.	476.360	4,20	2,00	7.383.560,00	6,45	4,3	Servicios de Consumo Medios comunicación y publ. (MAB Expansión)
<b>GRIÑÓ ECOLOGIC</b> Admisión: 29-07-2011	O.PS.	1.836.387	2,29	4,21	30.601.387,00	6,00	2,3	Materiales B. Indus y Const Ingeniería y otros (MAB Expansión)

miento del sector financiero español que persigue asegurar el futuro de las entidades, ajustando su tamaño a la nueva realidad económica y social española, asegurando su solvencia y el mercado les ha aportándole financiación. Han sido las entidades Bankia y Banca Cívica las que, como paso previo a su salida a bolsa han protagonizado sendas ofertas públicas de venta de derechos de suscripción de acciones y, en conjunto, han captado 3.692 millones de euros de los que 2.190 millones han sido aportados por inversores no institucionales, es decir, las familias. Las restantes OPS han sido realizadas por empresas de menor tamaño como paso previo a su incorporación al Mercado Alternativo Bursátil, en el segmento de empresas en expansión y en conjunto han captado 13,36 millones de euros.

### **Papel desempeñado por el mercado en la transformación de las Cajas**

Es importante destacar el importante papel desempeñado por el mercado en el proceso de reordenación y saneamiento del sector financiero español que persigue asegurar el futuro de las entidades, ajustando su tamaño a la nueva realidad económica y social española y asegurando su solvencia. Como se ha comentado, con la finalidad de adaptarse al nuevo marco regulador que reforma el sector de las Cajas de Ahorro han comenzado a cotizar en el ejercicio tres bancos creados por cajas de ahorros: CaixaBank, Bankia y Banca Cívica. El primero de ellos lo ha hecho a través de la transformación en banco de la sociedad cotizada Critería, filial del Grupo "la Caixa" y los dos restantes han protagonizado sendas OPS como paso previo.

## Nuevas empresas en Bolsa

En la bolsa española durante los once primeros meses de 2011 han iniciado su andadura bursátil 60 nuevas sociedades. En el Mercado Principal se han incorporado cinco, además de las ya comentadas de Bankia y Banca Cívica, también lo ha hecho la cadena de supermercados DIA, antigua filial española del grupo Carrefour, alcanzando la operación un valor efectivo de 2.378 millones de euros. Como paso previo y para dar cumplimiento al requisito de difusión suficiente exigido por el artículo 9.7 del RD 1310/2005, han sido distribuidas entre los accionistas de Carrefour en concepto de dividendo en especie la totalidad de las acciones de DIA. El éxito en el mercado de esta operación se ha puesto de manifiesto en los elevados volúmenes de contratación alcanzado por las acciones de DIA introduciéndose en el grupo de grandes empresas como prueba su incorporación al IBEX35 a partir del 2 de enero de 2012.

Estas tres salidas a bolsa, según el Observatorio Europeo de OPVs que elabora trimestralmente PwC se sitúan entre las cinco mayores operaciones realizadas en Europa durante el tercer trimestre del año.

---

## Vuelven las obligaciones convertibles en la Bolsa española

### Algunos bancos españoles acuden a los bonos convertibles en acciones para hacer frente a sus compromisos financieros y reforzar su estructura patrimonial

El sector financiero español afronta vencimientos de deuda por 180.000 millones en los próximos dos años y, ante la imposibilidad de emitir deuda en el mercado, la nueva batalla por captar ahorro privado pone en evidencia las dificultades que atraviesa el sector.

Según el informe del FMI del mes de julio pasado, el sector bancario aún puede afrontar sus compromisos pero el panorama se complica en un entorno económico adverso. "Los bancos españoles han conseguido refinanciar la mayor parte de los vencimientos, la cantidad que queda en el resto del año es limitada. Los bancos también cuentan con activos sustanciales para descontar en el BCE. Sin embargo, la ausencia de emisiones de entidades más pequeñas, la caída sostenida del porcentaje de depósitos domésticos en manos de las cajas y las mayores necesidades de financiación en 2012 indican que las presiones para financiarse pueden mantenerse elevadas".

La emisión de bonos convertibles en acciones se ha convertido en uno de los instrumentos financieros de los que se ha servido la banca en los últimos

tres años para solventar estas dificultades de captación de recursos para hacer frente a sus deudas y, simultáneamente, reforzar sus balances frente a las crecientes exigencias de recapitalización de las entidades financieras por parte de las autoridades supervisoras europeas.

Los líderes de la UE alcanzaron a finales de octubre, un principio de acuerdo sobre la recapitalización de la banca europea, que debe alcanzar un core capital o capital de máxima calidad del 9% tras contabilizar a precio de mercado toda la cartera de deuda. Los bancos que no alcancen este nivel tendrán que vender activos o captar capital.

### LAS ÚLTIMAS EMISIONES DE LA BANCA ESPAÑOLA

Algunos bancos españoles como BBVA, Caixa-bank, Bankinter, Banco Pastor, Popular y Banco de Sabadell, han acudido al mercado y han utilizado instrumentos de financiación como los bonos convertibles en acciones.

Durante los años 2009, 2010 y 2011 el sector bancario ha captado recursos por importe de 6.350 millones de euros en obligaciones convertibles a diferentes tipos de interés que oscila entre el 5 y el 8 % según las características de cada emisión.

En enero de 2011, comenzó a cotizar la sociedad holding International Airlines Group (IAG) uno de los mayores grupos aéreos del mundo y que es fruto de la fusión de las compañías aéreas Iberia y British Airways. La operación que comenzó el pasado año culminó con la admisión a cotización de las acciones de la nueva sociedad el 24 de enero. Por último citar a Aperam, sociedad que nace a partir de la escisión del negocio de acero inoxidable de ArcelorMittal.

También ha continuado aumentando el número de sociedades cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil, dentro del segmento de empresas en expansión han sido cinco las compañías que han accedido por primera vez y cincuenta las nuevas SICAV que han comenzado a cotizar en este segmento.

Al cierre de noviembre la Bolsa española registraba 3.274 compañías listadas. De ellas 130 cotizan en el Mercado Principal; 3.082 cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil de las que 17 lo hacen en el segmento de empresas en expansión; 29 son compañías latinoamericanas que cotizan en el Mercado de Valores Latinoamericanos en euros (Latibex) y las restantes 33 son compañías cotizadas en corros electrónicos.

Durante el año 2011, hasta el 30 de noviembre, se han convertido 743.430 obligaciones en acciones de las diferentes entidades bancarias que emiten este tipo de bonos y, como consecuencia, se han admitido en el mercado 275.028.253 acciones nuevas procedentes de estas entidades financieras.

A lo largo del mes de diciembre, BBVA presumiblemente lanzará al mercado una nueva emisión de bonos convertibles. En concreto, el Grupo se dispone a emitir 3.475 millones de euros en obligaciones

convertibles en acciones del Banco. Estas obligaciones, podrán ser suscritas por los titulares de participaciones preferentes de las series A, B, C, D y F emitidas por BBVA Capital Finance. La emisión, se realizará a la par y ofrecerá a los futuros suscriptores una rentabilidad del 6,5%. Con esta iniciativa, y si esta oferta logra una aceptación del 100%, el sector bancario habrá captado recursos por un importe total de 9.825 millones de euros a lo largo de los últimos tres años.

**RELACIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EMITIDAS DE 2009 A 2011**

EMISOR	Fecha Emisión	Vencimiento	Tipo de interés %	Volumen Emitido (mill. Euros)	Volumen Vivo Nov. 2011 (mill. Euros)
BBVA	30/09/2009	15/07/2011	5,00%	2.000	-
Banco Popular	23/10/2009	23/10/2013	5,58 % (1)	700	694
Banco Sabadell	21/07/2009	21/07/2013	6,08% (2)	500	498
Banco Sabadell	11/11/2010	11/11/2013	7,75%	468	464
Banco Popular	17/12/2010	17/12/2013	8%	500	500
Banco Pastor	14/04/2011	14/04/2014	8,25%	252	252
Bankinter	11/05/2011	11/05/2014	7%	230	230
Bankinter	11/05/2011	11/05/2014	7%	175	175
Renta 4	05/04/2011	05/04/2014	5,00%	25	25
CAIXABANK	10/06/2011	10/12/2013	7%	1.500	1.500
<b>Totales</b>				<b>6.350</b>	<b>4.338</b>

(1) Variable: Euribor 3 meses + 4 % 1º año 7 %. (2) Variable: Euribor 3 meses + 4,50% 1º año 7 %

5

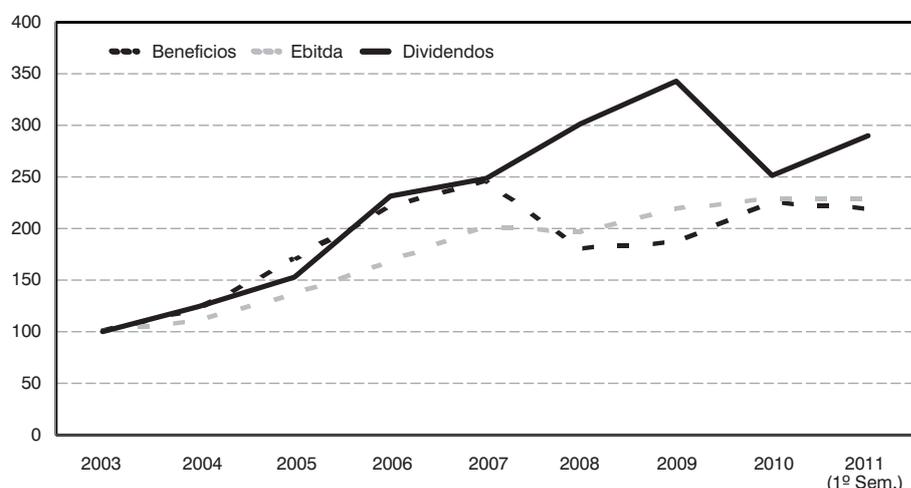
## La retribución total al accionista crece un 45% en 2011

Durante la crisis, las compañías españolas cotizadas han realizado un enorme esfuerzo en términos de remuneración al accionista con el objetivo no solo de fidelizarlo sino también para tratar de señalar la solidez de la posición competitiva de las empresas y sus buenas expectativas futuras. Como puede apreciarse en el gráfico que ilustra la evolución a partir de 2003 de los beneficios, el EBITDA y la remuneración en forma de dividendos de las compañías cotizadas en la Bolsa española, a partir de 2008 los beneficios y el EBITDA frenan su crecimiento mientras los dividendos siguen una trayectoria creciente si bien más oscilante.

Y es que uno de los aspectos más relevantes para los inversores en la Bolsa española durante este año 2011 ha sido nuevamente el gran número de compañías y el importe con que las mismas han retribuido a sus accionistas por diferentes vías. Con una retribución total de 33.247 millones de euros pagados hasta noviembre de 2011 las empresas cotizadas aumentan sus pagos en un 45% respecto al mismo período del año anterior. De este montante 27.801 millones de euros han sido en concepto de dividendo en efectivo, 3.996 millones se han repartido a través de la fórmula dividendo

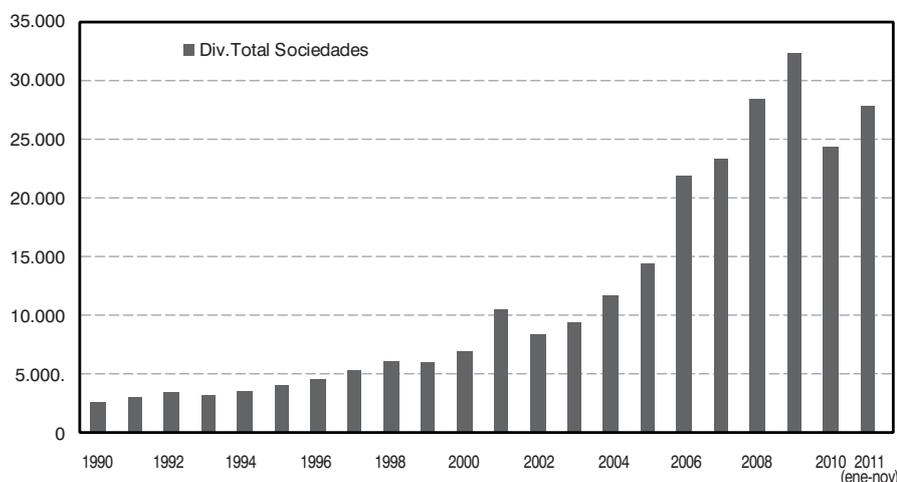
### RESULTADO NETO, EBITDA Y DIVIDENDOS DE LAS COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS COTIZADAS. COMPARACIÓN DE SU EVOLUCION 2003- 2011.

BASE 100 = AÑO 2003



## DIVIDENDOS PAGADOS

(MILL. EUROS)



opción o scrip dividend, 5.432,78 millones se han instrumentado a través de devolución de aportaciones por prima de emisión y 13 millones por reducción de nominal.

La combinación de estas cifras con los generalizados descensos de los precios de las acciones en el mercado ha conducido a un ratio de rentabilidad por dividendo para el conjunto del mercado bursátil español del 7,7%, según datos de la compañía Morgan Stanley Cap. International al cierre del mes de noviembre de 2011. Esta cifra supera en 4 puntos a la media histórica del valor del ratio en los últimos 24 años y se acerca al valor máximo de todo ese período.

### Los dividendos crecen un 24%

Tal como hemos dicho la retribución pagada vía dividendos hasta noviembre del ejercicio en curso asciende a 27.801 millones de euros, lo que implica un aumento del 23,61%, respecto al mismo período del año anterior (teniendo en cuenta los que se han pagado en acciones con la fórmula de scrip dividend).

Del importe global pagado por dividendos entre enero y noviembre de este año, un 30% lo ha pagado la Banca; un 25 % lo ha pagado Telefónica; un 10,50 % ha sido pagado por el sector eléctrico y un 9 % por el Sector Bienes de Consumo. Un dato muy positivo en este capítulo por lo que supone en términos de proyección para algunas pequeñas empresas en el mercado, es el importe pagado en dividendos (3 millones de euros) por nuevas empresas del MAB: Gowex, Altia y Commcenter. Las empresas del MAB en total han retribuido a sus accionistas un importe de 7,16 millones de euros lo que duplica la cifra de dividendos pagados en este mercado durante el mismo período del año anterior.

En 2011 muchas empresas del mercado principal, la mayoría del sector bancario (Santander, BBVA, Popular, Critería Caixabank o Bankinter) así como Gas Natural, Gamesa e Iberdrola, han optado por la fórmula de scrip dividendo. Para instrumentar esta alternativa las compañías hacen una ampliación de capital y ofrecen tres opciones a sus accionistas: cobrar la retribución en acciones, vender los derechos en el mercado

**RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA**

DIVIDENDOS Y OTROS PAGOS EFECTUADOS POR LAS EMPRESAS COTIZADAS. IMPORTES BRUTOS (MILLONES DE EUROS)

	Dividendos	Devolución de Primas de Emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total
2003	9.411,50	2.480,76	272,96	12.165,22
2004	11.678,02	2.288,84	208,54	14.175,40
2005	14.435,72	4.463,76	223,99	19.123,47
2006	21.809,71	513,02	761,24	23.083,97
2007	23.338,92	220,40		23.559,32
2008	28.065,00	346,56		28.411,56
2009	33.115,21	763,09	3,83	33.882,13
2010	24.288,33	295,26	9,32	24.592,91
ene-nov 11	27.801,00	5.432,78	13,51	33.247,29

*En 2009, 2010 y 2011, la cifra de dividendos incluye el total pagado bajo la fórmula de dividendo opción o script dividend, tanto lo cobrado por los accionistas que venden su derecho de suscripción a la empresa como el equivalente monetario de los derechos que son ejercitados.*

o vender los derechos a la propia empresa. Los accionistas que han optado por cobrar el dividendo en acciones han recibido una remuneración equivalente a 3.996 millones de euros (un 14% del total pagado en dividendos). De esta cantidad, 3.100 millones de euros han sido satisfechos por el sector bancario.

**Otras fórmulas de retribución**

Otros instrumentos utilizados para retribuir al accionista durante este año han sido la devolución de aportaciones por reducción del capital nominal y los pagos en concepto de devolución de primas de emisión y otros conceptos encuadrados dentro de las reservas, fórmulas suponen pagos en efectivo o en especie, y la amortización de autocartera, mecanismo que implica reducir el número de acciones con lo que el patrimonio se reparte entre menos accionistas.

Durante el periodo enero-noviembre de 2011 ocho sociedades han procedido a repartir un total de 5.432 millones de euros mediante la devolución de primas de emisión de acciones, frente a los 268 millones de 2010, lo que significa volver a los niveles de 2005. Destaca el pago efectuado por el Iberdrola Renovables por un total de 5.069 millones de euros, previa a la fusión con Iberdrola (se llevó a cabo el 11 de julio de 2011), seguido por los 296 millones de Abertis.

Después de cuatro años consecutivos sin devolución de aportaciones vía reducción del valor nominal de las acciones, en el periodo enero-noviembre del 2011 se ha realizado una por Viscofan, por un total de 13 millones de euros.

6

## Los resultados empresariales se resienten con diferente intensidad

El progresivo deterioro de la actividad económica y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento al nivel mundial, unido a la intensificación de las tensiones financieras debido al recrudecimiento de la crisis de deuda soberana en la zona euro en los últimos meses, están marcando la evolución económica de las compañías cotizadas. Su consecuencia inmediata es el retroceso mostrado por el agregado del beneficio generado por estas últimas en los nueve primeros meses del año en curso en la Bolsa española.

En este contexto y en base a la última información financiera facilitada por las empresas a cierre del tercer trimestre el beneficio después de impuestos y minoritario generado por el conjunto de las compañías domesticas cotizadas en el mercado principal de la Bolsa española alcanza los 27.510 millones de euros, lo cual significa un retroceso del 21% respecto a septiembre del pasado año. El fuerte recorte mostrado por la cifra global de beneficios tiene fundamentalmente un doble origen: por un lado la factura que la crisis financiera está pasando a las entidades bancarias cuya rentabilidad se está viendo afectada por el estrechamiento del margen de intereses y el elevado peso de las pérdidas por deterioro de activos y, por otro, el fuerte ajuste mostrado por los resultados de Telefónica. Esta compañía, en el año 2010, recogió en su cuenta de resultados fuertes plusvalías por la revalorización a valor razonable

### CIFRA DE NEGOCIOS Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

	Cifra de negocios (1)			Beneficio neto		
	3º T. 2010	3º T. 2011	Variación	3º T. 2010	3º T. 2011	Variación
<b>Petróleo y Energía</b>	104.032,92	111.457,03	7,14%	8.231,31	7.741,86	-5,95%
<b>Materiales Básicos Industria y Construcción</b>	60.527,31	67.743,57	11,92%	2.719,91	2.853,23	4,90%
<b>Bienes de Consumo</b>	26.062,03	27.869,75	6,94%	2.025,72	1.892,97	-6,55%
<b>Servicios de Consumo</b>	23.580,13	25.150,36	6,66%	1.015,70	1.292,00	27,20%
<b>Servicios Financieros e Inmobiliarios</b>	52.886,76	53.612,92	1,37%	11.652,14	10.244,44	-12,08%
<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	49.202,64	51.952,30	5,59%	9.251,01	3.485,10	-62,33%
<b>TOTAL</b>	<b>316.291,79</b>	<b>337.785,92</b>	<b>6,80%</b>	<b>34.895,79</b>	<b>27.509,60</b>	<b>-21,17%</b>

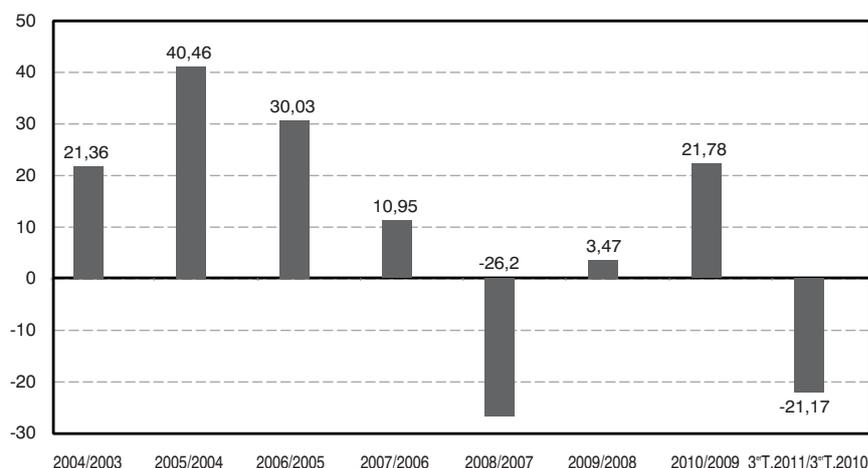
(1) La cifra de negocios de las entidades bancarias corresponde al Margen de intereses. \* No incluyen los datos de los bancos creados por las Cajas de Ahorros para adaptarse a su nueva regulación ni de Banco de Valencia y de la CAM por estar intervenidas.

de su participación en Vivo y este año ha cargado una importante provisión por gastos de reestructuración de plantilla. Tampoco hay que olvidar la incidencia negativa que en los resultados de las compañías industriales y de servicios han tenido los menores resultados por enajenación y deterioro de los instrumentos financieros así como los resultados procedentes de las entidades valoradas por el método de la participación. Al cierre del primer semestre el agregado de estas partidas arrojaba una reducción del 80%.

De la cifra total de beneficios generados por el conjunto de las compañías cotizadas, 1.237 millones han sido generados por las compañías medianas, un 3,72% más que a septiembre del pasado año. Más de la mitad de estas compañías han mejorado su resultado y algunas de ellas han abandonado los números rojos. Si del colectivo IBEX 35 se eliminan los beneficios generados por las entidades bancarias y Telefónica el agregado restante aumenta un 1,6%. También entre las grandes compañías son

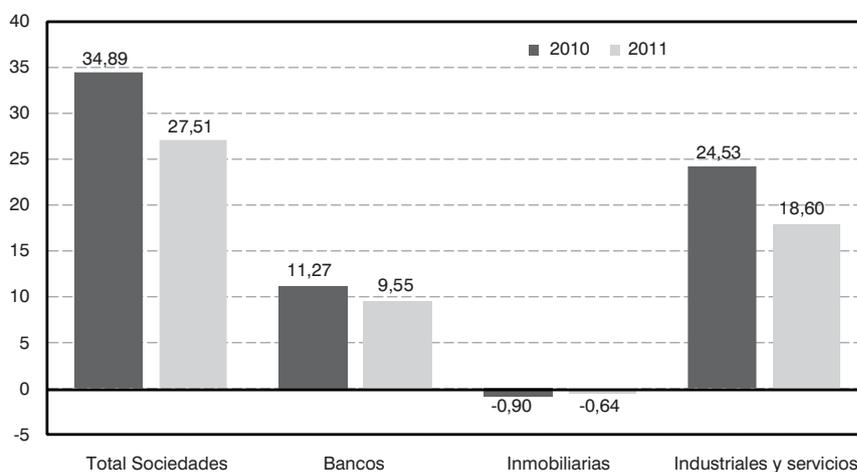
### COMPAÑÍAS COTIZADAS: EVOLUCIÓN ANUAL DEL RESULTADO NETO

TASA DE VARIACIÓN ANUAL (%) DE LAS COMPAÑÍAS DOMESTICAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA



### RESULTADO NETOS DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS POR GRUPOS, AÑOS 2010 Y 2011

DATOS ACUMULADOS A SEPTIEMBRE DE CADA AÑO EN MILES DE MILLONES DE EUROS DE LAS COMPAÑÍAS DOMESTICAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA



más las que ven aumentar su beneficio que aquellas en las que se reduce y ninguna de ellas presenta pérdidas.

## Las dificultades del sector de bancos

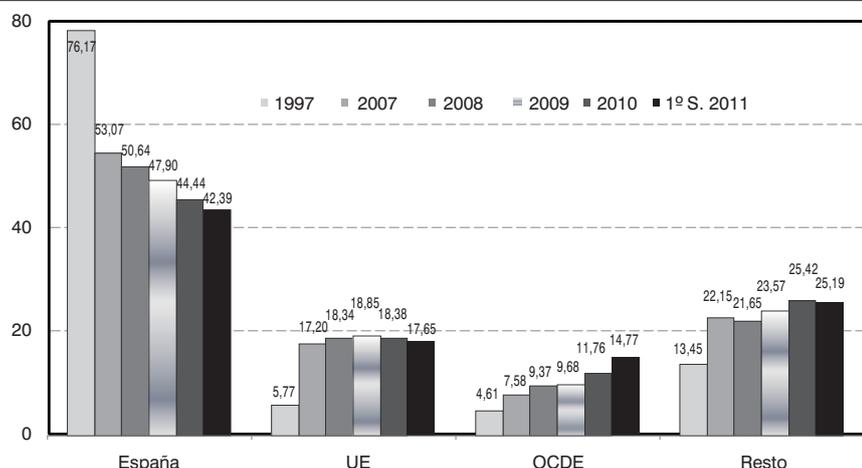
El sector bancario continúa sufriendo los efectos de la crisis de forma más acusada que otros sectores. Un tercer trimestre del año tremendamente marcado por la crisis de deuda soberana en la zona euro ha incidido muy negativamente en las cuentas de los bancos al encarecer la financiación en los mercados mayoristas. A nivel agregado el margen de intermediación o margen de intereses cede un 0,22%, los mayores ingresos netos por comisiones junto a los resultados procedentes de entidades valoradas por el método de la participación han compensado dicho retroceso y hacen que el margen bruto avance un ligero 0,47%. Como consecuencia de los mayores costes de explotación que aumentan un 8,4% el margen neto cede un 5,4%. Las pérdidas por deterioro de activo y provisiones para insolvencias se mantienen en niveles muy similares a las del año anterior lo que hace que, en conjunto, el resultado de explotación de estas entidades muestre un retroceso del 10%.

## Sigue aumentando la diversificación del negocio de muchas compañías

La nota positiva ha sido la evolución mostrada por las ventas. En conjunto, las compañías industriales y de servicios han facturado 285.777 millones de euros, un 7,5% más que en igual periodo del pasado año. A nivel sectorial, a excepción de las inmobiliarias que es el grupo de compañías que más está sufriendo los efectos de la crisis, en todos aumentan los ingresos pese a que el año 2011 se está desarrollando en un contexto de debilidad de la demanda nacional. La apuesta realizada por muchas empresas españolas por avanzar en su expansión internacional se nos antoja fundamental para explicar su evolución actual y contribuye a amortiguar los efectos de la crisis. Con datos del primer semestre, última información disponible sobre la distribución por áreas de la cifra de negocios, la aportación de la facturación internacional a la cifra global de ventas de las grandes compañías industriales y de servicios ya representaba

### DISTRIBUCIÓN POR MERCADOS DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35

% SOBRE DEL TOTAL FACTURADO EN EL MUNDO POR REGIÓN (1997 - 1º SEMESTRE 2011)



el 57,05%, casi tres puntos más que a cierre de 2010. Medidas sobre junio de dicho año las ventas en el exterior registraban un crecimiento del 14,54% lo que sin duda está en la base del aumento mostrado por el volumen de facturación agregado de las compañías industriales y de servicios.

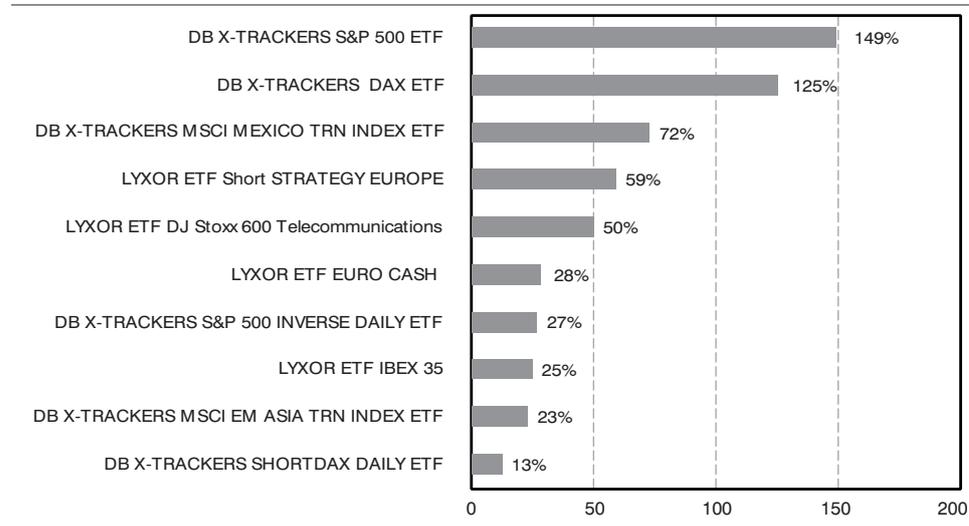
Este aumento en la cifra de ventas ha tenido su reflejo en el resultado bruto de explotación. Considerando el conjunto de las compañías industriales y de servicios la comparativa del resultado bruto de explotación arroja una caída del 8,85%, evolución que se ve claramente afectada por las ya comentadas operaciones llevadas a cabo por Telefónica, compañía de gran peso en el conjunto. Si hacemos el ejercicio de repetir la comparación excluyendo los datos de dicha compañía se observa que el resultado bruto de explotación avanza un moderado 1,9%. Un ascenso que está basado en los mayores ingresos por venta y no en la reducción de costes.



## Los ETFs: se amplia la gama de referencias disponibles y las opciones estratégicas para el pequeño inversor

Aunque ha sido un año difícil, durante el 2011 el segmento de los ETFs ha encontrado espacio para seguir creciendo. Termina el ejercicio con un total de más de 70 referencias cotizadas, lo que supone un crecimiento aproximado algo superior al 10%, cifra que, aún evidenciando una ligera desaceleración, supone la confirmación de que no habrá crisis en este producto y pronto recuperará el dinamismo de los últimos años. Con datos a cierre del mes de octubre de 2011 los activos bajo gestión manejados por los tres emisores que operan en nuestro mercado nacional asciende a 32.267 millones de euros. De este importe, más del 42% corresponde a ETFs que replican a mercados de renta variable europea; un 19% a índices de bolsa de países emergentes (excluido Asia) y un 19% a la renta variable de Japón, China e India. La categoría de ETFs con subyacente índice IBEX 35 acaparan casi un 1% del patrimonio gestionado y los llamados ETFs de segunda generación o de estrategia, dentro de los que se incluyen los inversos y los apalancados, algo más de un 4%.

### TOP TEN ETFS EN LA BOLSA ESPAÑOLA. MAYOR INCREMENTO DE PATRIMONIO EN 2011



Cinco años después de su lanzamiento, las metas han sido muy ambiciosas para los emisores, que se han esforzado en mejorar, no sólo la cantidad, si no la calidad de la gama de los ETFs a disposición de los inversores. No se trata de crecer sólo en número de referencias cotizadas. Las últimas incorporaciones completan la oferta para facilitar el acceso inmediato a mercados y estrategias que tradicionalmente estaban restringidos al inversor institucional. Por primera vez la gama incluye ETFs de estrategia con doble apalancamiento, respondiendo así a la creciente demanda de los participantes que han descubierto en estos fondos un producto muy eficiente para tomar exposición en el mercado en situaciones bajistas o de mayor volatilidad.

Las cifras de actividad hasta noviembre registran un total de 40.163 operaciones realizadas y un volumen de efectivo negociado que alcanza los 3.190 millones de euros. Los más negociados son los fondos cotizados referenciados al IBEX 35, les siguen con muy buen comportamiento, aquellos que amplifican o modifican el movimiento del mercado, los ETFs inversos y apalancados, los monetarios y los de renta variable europea.

A nivel global, según datos de BlackRock a cierre del mes de noviembre, existen en el mundo 2.982 ETFs ofrecidos por un total de 156 emisores y que acumulan un patrimonio bajo gestión que asciende a 1,35 billones de dólares. Estos casi 3.000 fondos cotizados pueden negociarse en más de 40 bolsas de todo el mundo y negocian diariamente un volumen medio de 69 mil millones de dólares. En cuanto a las preferencias de los inversores por las distintas clases de activos, el 79% eligen los ETFs de renta variable, el 19% los de renta fija y algo más del 2% se decantan por los de commodities o materias primas.

8

## Mercados de renta fija: la deuda soberana europea ocupa el centro del huracán

Los mercados de mundiales de Renta Fija, especialmente los de Deuda pública europea, han continuado ocupando en 2011 el centro de las tensiones financieras mundiales pero si cabe con mayor intensidad y riesgo de contagio global que en 2010.

La incertidumbre sobre la deuda pública de países del área euro con posición fiscal más crítica y crecimiento débil se ha exacerbado produciendo nuevos episodios de tensión de enorme magnitud en el marco de la ya larga crisis financiera mundial que comenzó en 2007.

Recordar que en 2010 Grecia y, casi coincidiendo con el cierre del año, Irlanda perdían el acceso al mercado de financiación de deuda pública y llegaban a acuerdos de rescate con la Unión Europea y el FMI, con la contrapartida de un severo programa de reformas y ajustes fiscales.

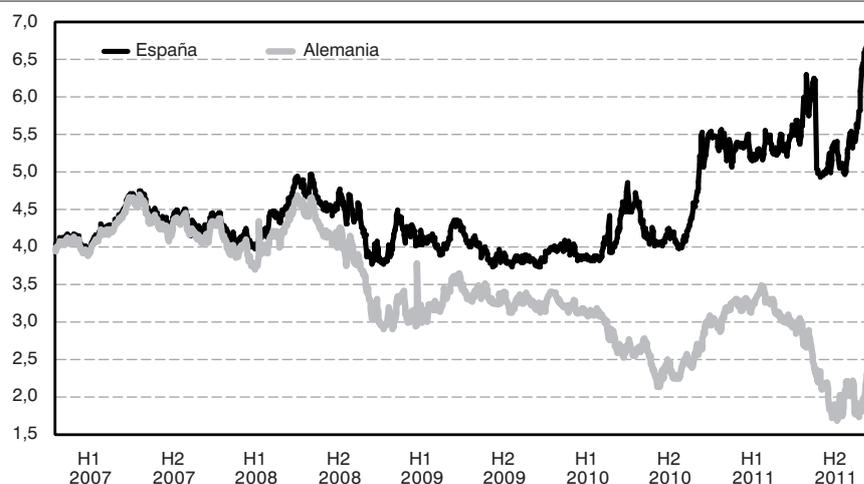
En 2011 los principales focos generadores de incertidumbre han sido Portugal y, de nuevo y con mayor intensidad, Grecia. El 3 de mayo se producía el acuerdo de rescate de Portugal con la Unión Europea, el BCE y el FMI que asciende a 78.000 millones de euros que serán desembolsados en los siguientes tres años. El FMI aporta un tercio de la ayuda mientras el área euro aporta los 2/3 restantes. El 17 de mayo los ministros de economía del euro aprueban la ayuda financiera a cambio de un programa de ajuste fiscal y reestructuración de la economía cuyos detalles se han venido conociendo a partir de ese momento.

Grecia, por su parte, se ha situado en el centro del huracán financiero europeo en 2011. A finales de Julio, la Unión Europea y el FMI anunciaban principio de acuerdo sobre un segundo rescate a Grecia con un programa de ayuda adicional por valor de 109.000 millones de euros, con mejores condiciones en cuanto a tipos y plazos de amortización tanto para los préstamos nuevos como para los anteriores. Pero la gran novedad estaba en la segunda parte del acuerdo: se aprobaba una reestructuración de la deuda pública griega en circulación con participación de los acreedores privados que incluía un canje de títulos ya emitidos por otros con descuentos sustanciales y plazos de amortización más dilatados. Por primera vez, un país del área euro incurriría en un "default" aunque este fuese solo parcial o selectivo.

Tras unos meses enormemente convulsos en los mercados de deuda soberana europea que retrasaron la aprobación efectiva del segundo plan de rescate, el 26 de Octu-

## TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN ESPAÑA Y ALEMANIA (2007-2011)

DATOS DIARIOS HASTA EL 8 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: JCF

bre de 2011 los Jefes de Gobierno de la UE reunidos en Bruselas anunciaban cambios en este segundo plan de rescate de Grecia y acordaban una quita del 50%, muy superior a la inicialmente acordada, de la Deuda pública griega en manos de acreedores privados y un aumento de la dotación del segundo plan de rescate desde los 119.000 millones anteriores hasta los 130.000 millones. A diciembre, los detalles finales todavía están pendientes de acuerdo definitivo.

Como consecuencia de estos episodios, el riesgo de contagio latente se hacía realidad y los tipos de interés de la deuda soberana de España e Italia se disparaban, ampliando a niveles record los diferenciales, la prima de riesgo, con los tipos de interés de la deuda alemana. Los bonos belgas y franceses también se veían afectados aumentando la presión sobre el conjunto del entramado institucional del área de la moneda única.

Las tensiones sobre la deuda soberana europea han afectado también a la banca europea, y mundial, ya muy debilitada después de cuatro años de crisis y se han puesto en marcha planes coordinados de recapitalización apresurada de las entidades bancarias europeas para intentar controlar el riesgo de un frenazo en seco del crédito a la economía.

La espiral que lleva de la crisis de deuda soberana a la crisis bancaria, con ambas retroalimentándose, ha llegado a amenazar durante los meses finales del ejercicio la propia viabilidad del euro, en su formato actual, ante la incapacidad de encontrar soluciones aceptables para todos dentro del marco institucional vigente. Al final del ejercicio se ha intensificado el papel del Banco Central Europeo como soporte de la deuda soberana y de las instituciones bancarias europeas, a la espera de un nuevo diseño institucional.

Las tensiones financieras centradas en la deuda soberana europea y la crisis bancaria, han sido también factores que han inducido la ralentización de la economía mundial junto con la retirada paulatina de las medidas de soporte y reactivación de las economías puestas en marcha en 2009 y 2010 y el deterioro de la confianza de los agentes

económicos. Como respuesta a esta ralentización, a la reducción del crédito a empresas y hogares y aprovechando la ausencia de presiones inflacionistas, el BCE rebajaba en dos ocasiones, el 3 de noviembre y el 8 de diciembre, los tipos de interés de referencia en Europa un cuarto de punto cada vez hasta el 1% e intensificaba su política de provisión ilimitada de liquidez a los bancos del área euro, cada vez a plazos más largos para intentar suavizar las restricciones crediticias y de financiación de las entidades bancarias.

### TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS EN EUROPA DE LOS BONOS CORPORATIVOS BBB 2007 - 2010



Como no podía ser de otro modo, las tensiones sufridas por la deuda soberana también han afectado a los mercados de deuda corporativa, con especial efecto en las emisiones de entidades bancarias pero también aquellas de empresas no financieras.

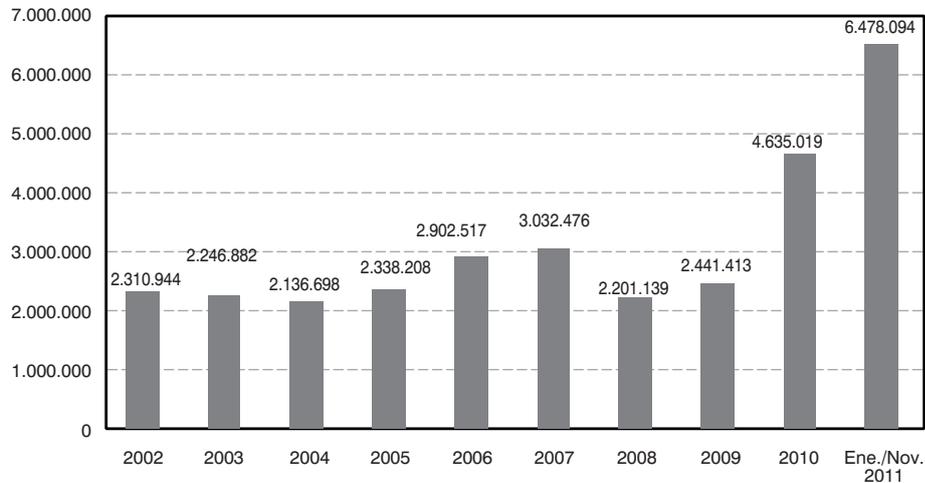
### Los mercados españoles de Deuda pública y corporativa

En España, las tensiones sobre la deuda pública se han reflejado en los tipos de interés y en los volúmenes de contratación que, de acuerdo con datos de la Central de Anotaciones de Deuda Española supervisada por el Banco de España y cuya liquidación se realiza en Iberclear, superará por mucho en 2011 el record alcanzado el año pasado con cerca de 7 billones de euros en operaciones de compraventa simple al contado. La operativa electrónica en este mercado, canalizada mayoritariamente a través de la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública de BME, también superará en 2011 el volumen record de negociación en Bonos y Obligaciones del año pasado con más de 80.000 millones de euros.

Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública española han continuado subiendo en 2011 y han seguido sujetos a una volatilidad desconocida en este tipo de instrumentos financieros. Los tipos de los bonos de referencia a 10 años iniciaban el ejercicio en el 5,45% y el 25 de noviembre alcanzaban un máximo del 6,67%, tipo record desde el nacimiento del euro. No obstante, lo más relevante del año no es esta subida de tipos en términos absolutos sino la comparación con nuestra referencia natural en el área euro, los bonos alemanes a 10 años. Estos comenzaban el año en tipos del 2,98% y el 1 de noviembre tocaban un nivel mínimo del 1,76%, record desde el lanzamiento de la moneda única. El diferencial entre ambos bonos se ha ido amplificando

## VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA DE LA CENTRAL DE ANOTACIONES DE DEUDA ESPAÑOLA

OPERACIONES DE COMPRAVENTA SIMPLE AL CONTADO EN MILLONES DE EUROS

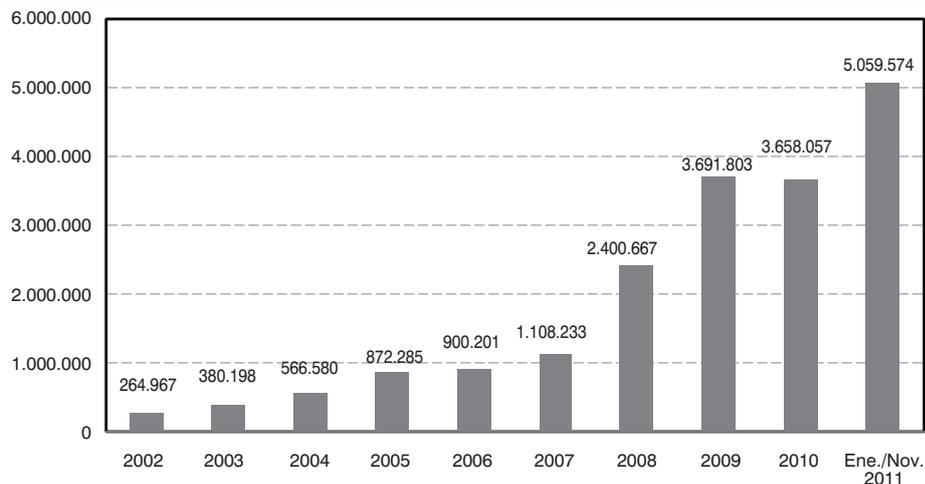


a lo largo del año hasta situarse al cierre de noviembre alrededor de los 4 puntos porcentuales tras haber alcanzado en algunos momentos de ese mismo mes los 5 puntos porcentuales. El aumento de la prima de riesgo de los bonos de referencia españoles a 10 años frente a la referencia alemana se ha convertido en el indicador diáfano de los graves problemas de restricción financiera y de aumento del coste de financiación de las Administraciones Públicas a los que se enfrenta la economía española.

La actividad en el mercado de Deuda Corporativa se ha mostrado consistente, aún en unas circunstancias tan especiales como las actuales, con un volumen de negociación que ha superado los 5 billones de euros (5,05 billones) hasta finales de noviembre, con un crecimiento del 64,2% sobre el pasado año. El número de operaciones realizadas en este mercado también ha crecido respecto al pasado año, un 8,31%

## VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

MILLONES DE EUROS



A pesar de las dificultades que sufren los mercados de emisión de deuda, el mercado primario ha mantenido el pulso en el caso español. Las tensiones que permanecen en los mercados de deuda soberana no han impedido que el primario creciera en lo que va de año respecto a 2010, un ejercicio que ya supuso un período extremadamente duro para los emisores. Concretamente, el volumen de admisiones de nuevas emisiones de deuda corporativa alcanza a finales del mes de noviembre los 234.836 millones de euros, con un incremento del 14,2% respecto al volumen alcanzado a finales del mes de noviembre del pasado año.

Resulta destacable la evolución que ha tenido a lo largo del año el segmento de corto plazo, representado por los pagarés de empresa que ha experimentado un importante crecimiento en los últimos meses a consecuencia del intenso uso que las entidades bancarias han hecho de este instrumento de cara a la captación de recursos de inversores particulares, ya que el ahorro privado se ha convertido en un importante vivero para la financiación (funding) de estas entidades.

De hecho, puede decirse que en los momentos actuales, la adquisición de pagarés por parte de inversores minoristas ha desplazado en cierto modo a los inversores que tradicionalmente venían acaparando la mayor parte de las emisiones que se realizaban: los instrumentos de inversión colectiva, tales como fondos de inversión o de pensiones y las empresas, que colocaban en este activo sus puntas de tesorería.

Como consecuencia de todo ello el saldo vivo de los instrumentos de corto plazo se ha elevado por encima de los 30.000 millones de euros.

Si bien la actividad en la plataforma de negociación de Deuda Pública que gestiona BME ha descendido en 2011 en términos de volumen negociado, en consonancia con las tensiones que se viven en este ámbito, puede decirse que el número de operaciones realizadas por sus miembros ha crecido ligeramente en 2011.

## Actividad del SEND

El Sistema de Negociación de Deuda (SEND), la plataforma de negociación electrónica de Deuda con especial orientación a particulares, ha cumplido año y medio de vida con un balance que resulta satisfactorio. Frente a la falta de pulso que ha caracterizado las escasas iniciativas similares que se han dado en Europa, en nuestro caso podemos decir que se ha registrado un consistente volumen medio mensual y un número de operaciones creciente.

Aunque este tipo de plataformas requieren un largo período de maduración, la evolución registrada en el SEND en 2011 supone la confirmación respecto a los objetivos para los que fue creado: aportar mayor transparencia a la renta fija española, especialmente de cara a los particulares, haciendo posible a sus miembros el cumplimiento de los requerimientos que la normativa reciente plantea y garantizar al cliente que se buscarán los precios y condiciones más favorables para ejecutar su orden bajo la noción de “mejor ejecución” (Best execution) para las órdenes de compra – venta.

De esta forma se aumenta la protección del minorista, para que éste pueda entrar o salir, comprar o vender de forma sencilla, directa y transparente,

ganando en autonomía e independencia respecto a su relación con la entidad en la que tiene depositados los títulos.

Mediante un funcionamiento similar al de la Bolsa para el mercado de acciones, los inversores minoristas ven incrementada su seguridad y rapidez en las transacciones, y obtienen una información más fluida sobre los precios ya que esta plataforma aspira a convertirse en una referencia objetiva, precisa e inmediata en cuanto a los precios de los activos que en ella cotizan.

La situación de falta de confianza por parte de los inversores institucionales tradicionales en los mercados mayoristas está llevando a no pocos emisores a mirar hacia los particulares, planteándose nuevas emisiones dirigidas a este público. El crecimiento del ahorro privado que se viene produciendo contribuye a reforzar este planteamiento.

Por tanto, es de esperar un paulatino y sostenido crecimiento de la actividad en el SEND en la medida en que se perfeccionen sus mecanismos y su operativa, se automaticen aún más los procesos de transmisión y enrutamiento de órdenes y se extiendan al mayor número de clientes.

9

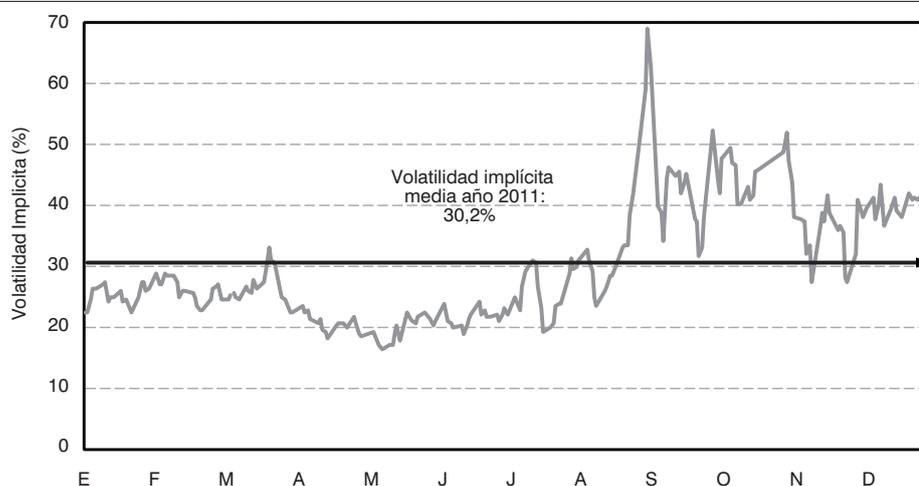
## Opciones y futuros 2011: difícil y volátil ejercicio con un aumento del 50% en el número de contratos negociados de futuros sobre acciones

En 2011 el mercado español de opciones y futuros sobre renta variable ha vuelto a reflejar fielmente las tensiones que han sufrido los mercados financieros a través de la volatilidad implícita en los precios de los instrumentos derivados cotizados. Tras un inicio de año que se puede calificar de tranquilo, a partir del mes de agosto la crisis de la deuda soberana y las caídas en los mercados de acciones disparaban la volatilidad implícita en los precios de las opciones sobre el principal índice de la Bolsa española, el IBEX 35, negociadas en la plataforma electrónica operada por MEFF. Los niveles puntales que se alcanzaron, por encima del 60%, no se conocían desde 2008, en los peores momentos de la crisis financiera. Recordar que la volatilidad anualizada implícita en los precios de cierre de las opciones sobre el IBEX 35 al vencimiento más próximo es un buen indicador de la volatilidad esperada por los inversores en cada momento.

En el ámbito regulatorio, los mercados de productos derivados han continuado ocupando un papel central a lo largo de 2011. Un año más los datos publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y referidos a final del primer semestre de 2011 confirman que un volumen extraordinariamente importante de estos productos se negocia de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado OTC "over the counter") y mantiene encendida la alerta sobre el riesgo sistémico que acumu-

### VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA OPCIONES SOBRE IBEX 35

AÑO 2011 HASTA NOVIEMBRE



lan y la necesidad de mejorar la transparencia de estos mercados. De acuerdo con el BIS al cierre del primer semestre de 2011 el volumen notional vivo de los contratos de productos derivados OTC existentes en el mundo superaba ligeramente los 700 billones de dólares, un 18% más que un año antes y casi un 90% de todos los derivados vivos. El volumen notional vivo de los contratos negociados a través de Bolsas y mercados organizados de todo el mundo se situaba en 83.000 millones de euros, apenas un 10,5% de los derivados totales vivos en el mundo en esa fecha.

Tanto en EEUU como en Europa, los organismos reguladores han expresado su firme voluntad de encauzar la negociación de estos productos desde el mercado OTC de negociación bilateral de estos productos a plataformas electrónicas de mercados organizados como vía para una creciente estandarización de los mismos y para que se compensen a través de cámaras de Cámaras de Contrapartida Central (CCP). Para operaciones sobre derivados OTC con dificultades para ser estandarizadas se pretende impulsar la transparencia a través del uso de registros de operaciones, los conocidos como Trade Repositories.

El año 2011 no ha sido fácil para MEFF como consecuencia de las restricciones impuestas a la operativa conocida como venta a corto o short selling en vigor desde el mes de agosto y cada vez más cuestionada por las fricciones y consecuencias indeseadas que expande entre mercados los distintos mercados productos e instrumentos financieros. No obstante, el volumen total de contratos negociados hasta noviembre supera los 59 millones, apenas un 3% menos que en el mismo período de 2011.

Hasta el mes de noviembre, el producto más destacado en el mercado de derivados de BME han sido los futuros sobre acciones individuales con un aumento del número de contratos negociados del 50%, como reflejo del creciente paso de operativa bilateral de derivados (OTC) a mercados regulados y dejando atrás el bache del año pasado. El resto de productos sobre renta variable se han visto afectados en la última parte del año por las citadas restricciones aunque el número de contratos abiertos en el mercado permanece en niveles muy elevados al cierre del mes de noviembre: 13,4 millones de contratos abiertos de opciones

## CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE

VOLÚMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

	Futuros			Opciones		Total
	Ibex	Mini Ibex	Acciones	Ibex	Acciones	Contratos
<b>2008</b>	7.275.299	3.300.418	46.237.568	8.286.224	18.317.249	83.416.758
<b>2009</b>	5.436.989	3.148.292	44.586.779	4.357.260	35.527.914	93.057.234
<b>2010</b>	6.280.999	3.579.263	19.684.108	3.072.418	37.607.374	70.224.162
<b>enero-11</b>	552.026	293.758	2.294.455	157.204	2.976.319	6.273.762
<b>febrero-11</b>	483.497	276.829	1.176.141	141.692	2.228.910	4.307.272
<b>marzo-11</b>	539.749	329.894	4.535.443	188.279	3.162.814	8.756.179
<b>abril-11</b>	392.095	202.156	1.554.461	134.853	1.355.898	3.639.463
<b>mayo-11</b>	420.892	248.892	1.223.494	173.792	2.249.166	4.316.236
<b>junio-11</b>	467.712	273.604	5.659.271	193.594	2.559.166	9.153.347
<b>julio-11</b>	494.255	293.174	889.904	203.262	1.271.504	3.152.099
<b>agosto-11</b>	560.478	420.054	178.203	176.111	1.505.175	2.840.021
<b>septiembre-11</b>	418.713	223.036	4.161.998	218.778	3.007.802	8.030.327
<b>octubre-11</b>	339.507	164.820	642.294	130.142	1.981.171	3.257.934
<b>noviembre-11</b>	346.905	203.519	1.876.153	201.951	2.929.284	5.557.812
<b>Ene-Nov 2011</b>	<b>5.015.829</b>	<b>2.929.736</b>	<b>24.191.817</b>	<b>1.919.658</b>	<b>25.227.209</b>	<b>59.284.452</b>

10

## La compensación, liquidación y registro en 2011

A lo largo de 2011 la Bolsa española ha continuado registrando altos niveles de actividad en el ámbito de la compensación, liquidación y registro de valores que lleva a cabo Iberclear. Las principales novedades este año han venido de la mano de los diferentes procesos regulatorios en marcha que, en los próximos ejercicios marcarán el desarrollo de estos trabajos en el mercado de valores nacional: se trata de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en el ámbito de la postcontratación y de los avances en el proyecto de plataforma única de liquidación de valores promovida por el Eurosistema denominada Target2 Securities. También se han producido avances positivos en la implantación de Link Up Markets, la iniciativa de integración en los procesos de liquidación en la que BME participa con otros diez Depositarios Centrales, y la consolidación y expansión de las actividades que lleva a cabo RENADE, el Registro Nacional de Derechos de Emisión de gases de efecto invernadero.

En cuanto a las cifras de actividad, el valor de las operaciones bursátiles liquidadas en Iberclear en el año 2011 hasta noviembre, supone un descenso de un 9%, al haberse liquidado 3.713 millones de euros de media diaria, frente a los 4.122 millones hasta noviembre del año 2010. El número de operaciones liquidadas muestra un incremento en media de un 11% sobre igual periodo del año anterior, alcanzando una media mensual de 3,1 millones de operaciones.

Respecto a los saldos registrados a finales del mes de noviembre, estos han experimentado un incremento del 2% en valores cotizados en Renta Fija con respecto al año precedente y un crecimiento del 7,08 % en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la Renta Variable, los saldos se han mantenido más o menos estables a lo largo de los meses, registrándose un descenso de un 2,8% respecto al mes de noviembre de 2010, valorado a precios de mercado.

### **Modificación de la Ley del Mercado de Valores en el ámbito de la postcontratación**

El proceso de reforma del sistema de compensación y liquidación español arranca con el documento para consulta pública titulado "Propuestas de reforma en el

sistema español de compensación, liquidación y registro”, que la CNMV difundió el 14 de enero de 2011 y cuyo plazo para la recepción de comentarios concluyó el 28 de febrero.

Tras recabar las opiniones de los participantes del sector sobre el contenido y el alcance del proyecto propuesto, en los meses siguientes se fueron dando los pasos necesarios para acometer las primeras modificaciones normativas requeridas. Así, el 28 de junio, la Mesa del Congreso de los Diputados acordó encomendar a la Comisión de Economía y Hacienda de dicho Congreso, por el procedimiento de urgencia, la aprobación con competencia legislativa del Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Tras este proyecto se abrió un plazo para la presentación de enmiendas que finalizó el 8 de julio.

Una vez agotado el plazo, el Congreso aprobó el texto del Proyecto de Ley y, después de su paso por el Senado, el pasado 5 de octubre se publicó en el BOE la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La normativa actual ha permitido el desarrollo de un sistema de compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores que ha funcionado de manera muy eficiente en los veinte años que lleva en vigor. La CNMV identificaba en su propuesta original una serie de elementos que sugerían la necesidad de reformas para adaptar nuestro sistema a un nuevo entorno. En un contexto de mayor integración a nivel de la Unión Europea y en aras de una mayor competitividad, resulta conveniente lograr una mayor homologación de los actuales procesos de post-contratación en España con las prácticas o estándares europeos aceptados en esta actividad, lo cual permitirá facilitar la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los existentes en Europa. Además de esta integración, con la reforma se persigue reforzar la robustez del sistema y, con ello, la protección de los inversores.

La reforma del sistema de compensación, liquidación y registro se articula en torno a tres líneas básicas:

- la introducción en los servicios de post-contratación de la figura de la entidad de contrapartida central,
- la eliminación de los actuales mecanismos de aseguramiento en la entrega y
- la eliminación del actual sistema de control basado en referencias de registro para pasar a un sistema basado exclusivamente en saldos.

## **Proyecto Target2 Securities (T2S)**

El proyecto de plataforma única de liquidación de valores promovida por el Eurosistema ha seguido avanzando en su desarrollo a lo largo del año 2011. La planificación ha sido reajustada en octubre, de forma que la fecha prevista de entrada en funcionamiento se ha fijado en junio de 2015, en lugar de septiembre de 2014, como se había anunciado anteriormente. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo también aprobó, a finales del 2010, la política de tarifas que regirá en T2S, sujeta al cumplimiento de una serie de condiciones relativas, entre otros puntos, al logro de determinados volúmenes o a la incorporación a la plataforma de otras monedas distintas del euro.

Una vez definidos los requerimientos de usuario, el Eurosistema ha publicado en este año la documentación funcional que permitirá a los futuros participantes en T2S, Centrales Depositarias, Bancos Centrales Nacionales y Participantes con conexión directa, realizar sus estudios de viabilidad para el proceso de adaptación a la plataforma, así como diseñar y construir los interfaces de comunicaciones entre sus sistemas y T2S. También se ha empezado a conocer el diseño de las soluciones de conectividad que estarán disponibles.

Paralelamente se ha trabajado en la finalización del acuerdo marco (Framework Agreement) que regulará la participación de las Centrales Depositarias en T2S. La elaboración del acuerdo se ha desarrollado a través de tres grupos de trabajo ad-hoc que han contado también con la participación de Iberclear.

## **Link Up Markets**

Durante 2011 Link Up Markets, la iniciativa de liquidación en la que participa BME, junto con otros 9 depositarios centrales, ha continuado promocionando sus servicios a escala mundial y estrechando relaciones con depositarios internacionales, reguladores y diversas entidades del sector financiero.

Coincidiendo con el comienzo del año, Irene Mermigidis fue nombrada nueva Directora General de Link Up Markets, y se ha aumentado la visibilidad de la iniciativa y potenciando los contactos a través de su presencia en las principales conferencias internacionales del sector, entre ellas la Annual Clearing and Settlement Conference, en Londres, la conferencia SIBOS, en Toronto y NEMA Asia, en Singapur.

En términos de actividad, Link Up Markets registró en agosto niveles récord, excediendo el millón de mensajes. El tráfico generado aumentó durante dicho mes un 53% en comparación con el mes anterior y fue 2,5 veces mayor al del mismo período de 2010.



## La transparencia y los mecanismos de los mercados regulados al servicio de un sistema financiero más seguro

En 2011 las diferentes iniciativas y alternativas puestas en marcha en los últimos años por la Bolsa española para aportar transparencia, financiación, seguridad y confianza a los mercados de valores, y al sistema financiero en su conjunto, han mostrado signos de aceptación creciente. Market Data, REGIS-TR, RENADE, Meff Power e InResearch, son algunas que a continuación comentamos. Otras como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para Empresas en Expansión o el SEND (el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) para particulares, han sido objeto de comentario en sus apartados respectivos de este informe correspondientes al ámbito de la renta variable y la renta fija. Para todas ellas los desarrollos y datos de actividad experimentados en 2011 dibujan positivas expectativas de progreso en el futuro.

### **BME Market Data**

BME Market Data es una filial del Grupo BME que ha iniciado sus operaciones en agosto de 2011 con el propósito de gestionar la generación y distribución de la información que se produce en todas las plataformas y mercados de la Bolsa española. La anterior configuración de la distribución de información de mercado en la Bolsa se caracterizaba por la existencia de diversas plataformas técnicas que multiplicaban los costes y las inversiones necesarias para su mantenimiento y evolución.

La intensa transformación vivida por los mercados y la industria de valores en general en los últimos años hunde sus raíces en cambios regulatorios y tecnológicos de calado. Estos cambios han elevado a la actividad de la difusión de información de mercados a una pieza central en el incremento de la seguridad, la transparencia, la protección del inversor y el adecuado cumplimiento de la función de valoración equitativa e informada que llevan a cabo las bolsas como exponentes de los mercados regulados.

El correcto ejercicio de la difusión de información por parte de las Bolsas favorece la integración de mercados, la formación eficiente de precios y se propulsa como un factor de competitividad clave en términos de ganancias de liquidez para los productos cotizados. Hoy la interacción de los diferentes agentes con los mercados de valores se hace con mayor flujo de actividad, más rápida y más compleja y, por tanto, requiere de más y mejor información. Las plataformas de difusión de información habrán de ser capaces de integrar diferentes fuentes de información propietaria y datos contribuidos, dentro de un flujo de datos consolidado, garantizando la transparencia y calidad que precisa el mercado.

Con el inicio de la operativa de BME Market Data, los interesados en información a distintos niveles generada en las diferentes plataformas disponibles en la Bolsa española ya disfrutaban de un formato y un punto de conexión únicos y, con el lanzamiento del nuevo contrato de difusión de información de aplicación a partir del año 2012, pronto tendrán un solo régimen contractual que hará posible una gestión centralizada de todos los contenidos de información de mercado difundidos.

No obstante, las necesidades de los usuarios de la información de BME no son sólo de índole tecnológica o contractual, sino que se extienden a unos contenidos que tienen que ir más allá de los meros precios y volúmenes que tradicionalmente venían ofreciendo los mercados, y que incluyen feeds analíticas, indicadores de riesgo, métricas de liquidez, precios mark to model, reference data, noticias especializadas, etc. Es decir, contenidos que sólo se pueden ofrecer de forma eficiente y a un coste asequible aprovechando las economías de escala derivadas de una gestión centralizada de la información generada por los diferentes mercados que actualmente gestiona BME.

El diseño de estos nuevos contenidos e índices específicamente adaptados a las nuevas necesidades de los inversores -que, cada vez más, requieren paquetes de datos que combinen distintos segmentos del mercado y/o clases de activos para poder tomar decisiones informadas- exige desvincular estos contenidos de los meros flujos de datos de los Centros de Negociación donde éstos se han generado.

En este sentido, el nuevo esquema de gestión de la difusión de información de BME ha permitido el establecimiento de una plataforma neutral donde combinar contenidos propios con contenidos ajenos al Grupo (precios de otros Mercados Regulados, de Sistemas Multilaterales de Negociación, de Internalizadores y de operaciones OTC, datos relacionados con otros proyectos del Grupo, información comunicada por las emisoras de valores...) capaz de ofrecer a los inversores una visión más completa de los mercados, aumentando la transparencia y el nivel de información del que éstos disponen.

En definitiva, con la creación de BME Market Data, la Bolsa española se dota de la precisa unidad de acción en la gestión de los contenidos de información y de las economías de escala necesarias para afrontar el presente y el futuro con la capacidad de innovación, agilidad comercial y eficiencia que demanda el nuevo escenario en el que se desenvuelve las bolsas.

## **REGIS-TR**

REGIS-TR, la iniciativa de liquidación en la que participan BME y Clearstream, cierra en 2011 su primer año de existencia ampliando su gama de servicios y con sólidas perspectivas de futuro. Tras el comienzo de la actividad, a mediados de diciembre de 2010, REGIS-TR ha continuado en 2011 los contactos con instituciones financieras y organismos reguladores y ha asistido a los principales foros nacionales e internacionales para promocionar la iniciativa y participar en los debates del sector.

Algunos de los principales encuentros internacionales en los que ha participado REGIS-TR son la Feria internacional del sector financiero, SIBOS, que este año ha tenido lugar en Toronto y diversas conferencias y eventos organizados por Futures and Options World (FOW). Asimismo, ha participado en 2011 en la International Cash and Treasury Management Conference, en el seno del encuentro anual de la European Association of Corporate Treasurers (EACT).

A finales de noviembre REGIS-TR participó, por primera vez, en un foro de debate por internet o webinar organizado por la publicación especializada E-Forex, para debatir sobre los

diversos aspectos que rodean a la nueva normativa del sector de derivados OTC y el papel de los Trade Repositories.

En lo que respecta a la apuesta de REGIS-TR por aumentar su presencia y provisión de nuevos servicios, REGIS-TR ha quedado entre los candidatos finalistas en el seno de los concursos (Request for Proposal) organizados a instancias de AFME e ISDA, para proporcionar servicios de Trade Repository para divisas y tipos de interés, respectivamente.

La principal novedad, en esta línea, ha sido el lanzamiento, este año, de un servicio para el mercado de divisas y potenciar el *reporting* que actualmente ofrece REGIS-TR para derivados sobre tipos de interés, lanzado en diciembre de 2010. Con el lanzamiento del servicio para derivados sobre divisas, REGIS-TR se anticipa a la obligación para entidades financieras y no financieras a escala mundial de comunicar sus contratos, preparando así a sus clientes para los próximos cambios regulatorios.

Los participantes del mercado podrán cumplir con los requerimientos regulatorios de *reporting* y al mismo tiempo utilizar el sistema como medio electrónico de case y confirmación de sus posiciones.

Las nuevas regulaciones globales, basadas en los compromisos alcanzados con el G-20 y cuya entrada en vigor está prevista para finales de 2012, requerirán un mayor grado de transparencia en el mercado de derivados OTC y la comunicación de las operaciones con derivados a un Trade Repository. La solución tecnológica de REGIS-TR garantizará que los participantes cumplan con las próximas regulaciones y supondrá otras ventajas de valor añadido en eficiencia y reducción del riesgo.

## **MEFF Power**

Desde el mes de marzo de este año, fecha en la que fue creada, ha comenzado a funcionar MEFF Power, que ofrece servicios de Cámara de Contrapartida Central (CCP) para los derivados sobre energía negociados OTC, contribuyendo así a dar mayor fluidez y transparencia al mercado eléctrico y un mayor control de las operaciones OTC, algo que se reclama desde distintos ámbitos para rebajar el riesgo sistémico y aumentar la confianza.

MEFF viene prestando diversos servicios de gestión de riesgos a empresas del sector eléctrico desde 2006 y ha sido gestor de subastas de opciones de energía primaria. A través de esta relación ha podido recoger la demanda que han expresado participantes en el mercado eléctrico español para disponer de los servicios de Cámara de Contrapartida para el mercado OTC, cuyo volumen se ha duplicado prácticamente cada año desde 2006 y ya supera el nivel de consumo de energía eléctrica. Por otra parte, en los mercados de nuestro entorno las CCPs para futuros sobre electricidad liquidan un volumen de entre 2 y 5 veces el consumo.

A lo largo del año MEFF Power ha incorporado nuevos miembros entre los principales operadores del mercado eléctrico, bancos de inversión e intermediarios hasta alcanzar en este momento un total de 24 miembros.

Asimismo, a pesar de las dificultades de los comienzos en un área como ésta, ha logrado atraer un importante volumen de actividad hasta alcanzar en las fechas actuales los 3 TWh registrados. Para comparar esta cifra, basta con decir que el consumo total de electricidad en

España en un año se encuentra en los 250 TWh, por lo que el volumen registrado en MEFF Power superaría el 1% de esta cifra.

## **RENADE: el Registro Nacional de Derechos de Emisión**

El Registro Nacional de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (RENADE) se ha visto marcado en 2011 por la modificación del Reglamento Comunitario en materia de Registros de Derechos de Emisión, modificación ésta que tendrá un gran impacto en la medida en que está previsto que a partir del 1 de enero de 2012 los distintos registros europeos se consoliden en un Registro Único que será gestionado por la Comisión Europea, y en el que Iberclear seguirá realizando todas las labores de gestión de las cuentas pertenecientes a España, así como prestando servicio de atención y de Help Desk a todos los titulares de cuenta que se encuentran adscritos al Registro español.

RENADE sigue manteniendo un marcado carácter internacional con la participación activa en Foros de Administradores de Registro organizados tanto por la Comisión Europea como por Naciones Unidas en los que se ha trabajado en el diseño y coordinación de las futuras pautas por las que se regirá el control del cambio climático durante los próximos años.

## **InResearch**

El pasado 28 de Septiembre, BME y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) presentaron InResearch, un nuevo servicio de análisis financiero independiente para las empresas cotizadas en la Bolsa española. A pesar del escaso recorrido del proyecto, dos compañías (Gowex cotizada en MAB e Iberpapel del mercado continuo) ya han confiado en este servicio para aumentar su cobertura de análisis. Los analistas seleccionados ya han empezado a realizar los análisis oportunos que saldrán a la luz en los próximos meses.

Esta iniciativa persigue ayudar a compañías interesadas en una mayor cobertura de análisis, identificando al analista más indicado para la cobertura de cada valor entre aquellos que integren el registro de analistas de InResearch. El nuevo servicio ofrece a las empresas una serie de ventajas como son la independencia, calidad y difusión de los informes. Todo ello con unos costes muy competitivos dentro del mercado.

La nueva fórmula puede resultar de especial utilidad para las nuevas compañías que están confiando en el mercado alternativo bursátil, MAB, para la obtención de financiación. A día de hoy las 17 compañías que se han incorporado al MAB han conseguido más de 70 millones de euros de capital, incorporando nuevos socios que confían en su proyecto y su gestión en el medio y largo plazo.

Pero, además, este servicio puede complementar el seguimiento de análisis sobre aquellas compañías cotizadas en el mercado continuo con escasa cobertura. El 24% de las compañías del mercado continuo español cuentan con un seguimiento activo por parte de menos de 3 analistas.

Cómo garantía para la prestación de este servicio, InResearch establece un proceso de selección de analistas transparente, profesionalizado y disciplinado en perfecta sintonía con las normas y buenas prácticas sobre análisis financiero que existen en el mercado. Un Comité Técnico de Análisis (CTA) formado por cinco analistas de reconocido prestigio en el ámbito del análisis financiero español gestionará la selección del analista más indicado para la cobertura de cada compañía y velará por la calidad e independencia de los análisis emitidos.



# ANEXO I

## Los cambios regulatorios inundan los mercados financieros

La corriente reguladora desatada a raíz de la crisis financiera es tan amplia y abundante que bien podría afirmarse que nos encontramos a las puertas de una auténtica revolución de las reglas del juego de los mercados financieros. La crisis que lleva cuatro años golpeando el sistema financiero internacional ha creado un clima de desconfianza en el sistema financiero que se ha acentuado por la falta de transparencia en amplias parcelas insuficientemente controladas del sistema y por un enorme efecto de contagio de los problemas entre entidades y mercados muy alejados entre sí tipológica y geográficamente.

Precisamente, en este marco las Bolsas han sido los mercados regulados donde, ni antes ni durante la crisis, se han visto mermados sus altos estándares de transparencia. Es importante que los encargados de promulgar reformas y normas que afecten a los mercados tengan en cuenta este hecho y lo pongan en valor. Algunas de las últimas normas y medidas aprobadas sobre la regulación de la forma de operar de los mercados de valores (algunos apartados de la MiFID y la reciente prohibición de ventas en corto para valores financieros, como ejemplos) han tenido consecuencias negativas sobre la eficiencia, la equidad y la liquidez de las Bolsas. Es una mala noticia para todos que en la persecución de un fin noble y necesario como es dotar de más transparencia y seguridad en los mercados de valores, se deterioren virtudes básicas del funcionamiento ordenado de los mismos. Conviene más reflexión en estos temas para evitar que los remedios sugeridos para mejorar determinadas parcelas de actividad en los mercados se conviertan en enfermedades que debiliten pilares esenciales de la existencia del objeto (los mercados) que se intenta mejorar.

Los mercados de valores europeos han visto como la liquidez se fragmentaba en los últimos años debido a reglas no equitativas de funcionamiento entre centros de negociación, establecidas para promover la competencia. Los efectos de la MiFID han mermado la eficiencia de los mercados porque, además, las reglas de transparencia en la formación y comunicación pública de precios no eran iguales para todos y, por tanto, poco realistas para conseguir arrojar más luz sobre la actividad de todas las plataformas donde se negocian productos financieros de una manera similar. La reforma de la MiFID está en marcha y pretende paliar estos efectos negativos. Pero sin embargo este mismo año, la prohibición de las ventas a corto sobre determinados valores

financieros promulgada simultáneamente en varios países europeos el 20 de agosto (y aún vigente) ha contribuido escasamente a reducir la volatilidad en los precios y, por el contrario, ha perjudicado sensiblemente la liquidez de muchos valores reduciendo con ello las opciones libres de los inversores e interfiriendo negativamente en el proceso de formación de precios que es, necesariamente, menos informado y eficiente para los títulos de las empresas afectadas.

Dicho esto y volviendo a lo ocurrido en 2011 en el ámbito de la regulación de mercados, con objeto de paliar los efectos de la crisis y evitar que vuelvan a repetirse las causas que la han provocado, la comunidad financiera internacional inició hace ya algo más de dos años un proceso de desarrollo regulatorio amplio y todavía no concluido, que afecta a todos los ámbitos que se han identificado como causantes de la crisis: riesgo sistémico, fallos de supervisión, transparencia insuficiente,...La Unión Europea ha querido desempeñar un papel de liderazgo en el desarrollo del plan de acción del G20 (Londres y Pittsburgh) para responder a la crisis financiera y muchas de las medidas adoptadas en 2011 tienen por objeto poner en práctica dicho plan.

## En Europa

A lo largo de 2011, hasta noviembre, se han desarrollado una serie importante de iniciativas legislativas en el seno de la UE (ver tabla adjunta: “La reforma regulatoria en el sector financiero europeo 2011”). Entre las iniciativas puestas en marcha en los últimos meses se encuentran:

- La propuesta de Directiva sobre requisitos de capital (CRD) en aplicación de los principios de Basilea III. La entrada en vigor está prevista en enero de 2013.
- La Comisión Europea presentó el 20 de octubre unas propuestas de revisión de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), a través de la Directiva denominada MiFID II acompañada de un Reglamento MiFIR. La finalidad de estas propuestas es lograr unos mercados financieros más eficientes, resistentes y transparentes, y reforzar la protección de los inversores. (Ver apoyo “Nuevas normas para lograr unos mercados financieros europeos más eficientes y transparentes”).
- También el 20 de octubre, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso del mercado). Con esta propuesta se pretende adaptar las normas de la UE a la nueva realidad del mercado, sobre todo ampliando su ámbito de aplicación a los instrumentos financieros negociados únicamente en las nuevas plataformas y en el mercado extrabursátil, que no contempla actualmente la legislación europea.
- Propuesta de un impuesto sobre transacciones financieras de la U.E. En paralelo la Comisión propone en el marco del G20 el establecimiento de un impuesto a nivel mundial.
- Reglamento sobre la regulación de las ventas en corto, que se aplicará a partir de noviembre de 2012. El objetivo declarado es aumentar la transparencia y reducir los riesgos de manipulación de mercado mediante el control de las ventas en corto.

Sobre la regulación de las ventas en corto, destacar aquí el Acuerdo adoptado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 11 de agosto de 2011, por el que se

prohibió la realización de operaciones que supongan posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero. Esta prohibición, que en un principio fue transitoria y que actualmente se ha prorrogado hasta que las condiciones del mercado permitan su levantamiento, es similar a la adoptada por otros supervisores europeos y que ha sido impulsada de manera coordinada en el ámbito de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

## LA REFORMA REGULATORIA EN EL SECTOR FINANCIERO EUROPEO 2011

REGULACIÓN RELATIVA A PREVENIR EL RIESGO SISTÉMICO	OBJETIVO: PREVENIR EL RIESGO SISTÉMICO	ÓRGANO DE PROCEDENCIA, SITUACIÓN Y TRANSPOSICIÓN O IMPLANTACIÓN
Directiva que regulará los gestores de fondos de inversión alternativa. (concepto que incluye los hedge funds o fondos de inversión libre, los private equity o fondos de capital riesgo y los fondos inmobiliarios o de materias primas)	Controlar la actividad de los gestores de fondos de inversión para lograr una mayor estabilidad de los mercados financieros. Establece el régimen de responsabilidad de los depositarios o sub-depositarios para evitar fraudes como el del caso "Madoff". Pasaporte a fondos de fuera del territorio comunitario	Consejo Europeo: Aprobada el 21 de julio 2011. Transposición/Implantación: julio 2013. Implantación Pasaporte internacional: 2015
Propuesta de Reglamento sobre derivados no negociados en mercados organizados (OTC), contrapartidas centrales y registros de operaciones.	Reducir el riesgo de contrapartida en la operativa OTC	Comisión Europea: Acuerdo definitivo antes de terminar 2011. Implantación: El Reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación.
Propuesta de Reglamento sobre ventas en corto y algunos aspectos de las permutas de riesgo de crédito	Crear un marco armonizado que permita una acción coordinada a nivel europeo; un aumento de la transparencia mediante el control las ventas en corto; y una reducción de los riesgos. El Reglamento no prevé la prohibición de las ventas en corto siempre y cuando se presenten los valores negociados en un plazo de 4 días desde el cierre de la operación. Las posiciones cortas se comunicarán al Supervisor cuando superen el 0,20% del capital y se harán públicas cuando alcancen el 0,5%	Comisión Europea: Propuesta de octubre 2010. Aplicación: El Reglamento será aplicable a partir de julio de 2012.
Acuerdos de Basilea III: Nuevos requerimientos de capital para la Banca. Dos documentos: - Medidas referidas al capital y a los ratios de solvencia. Medidas relativas a la liquidez - Propuesta de Directiva y Reglamento implementando Basilea III	Reforma en profundidad que se dirige a fortalecer las dotaciones de capital de las entidades bancarias y a establecer medidas para combatir el riesgo sistémico.	Acuerdos de Basilea III. Comisión Europea: Directiva sobre requisitos de capital (CDR 4) en aplicación de Basilea III. Implantación: 1 de Enero de 2013.
Propuesta para modificar la Directiva sobre el folleto y la Directiva de Solvencia II	Establecer el alcance de los poderes de las Autoridades Europeas de Valores y Mercados (ESMA) y Seguros y Pensiones (EIOPA), incluyendo el desarrollo de proyectos de normas técnicas y la solución de los desacuerdos entre supervisores nacionales.	Parlamento y Consejo: Negociación texto definitivo. Transposición/Implantación: Entrada en vigor segundo trimestre de 2012.
REGULACIÓN RELATIVA A INCREMENTAR LA TRANSPARENCIA	OBJETIVO: DEVOLVER LA CONFIANZA EN EL SISTEMA INCREMENTANDO LA TRANSPARENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, DE LA BANCA Y DE AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RIESGO.	ÓRGANO DE PROCEDENCIA, SITUACIÓN Y TRANSPOSICIÓN O IMPLANTACIÓN
Doce nuevos tratados internacionales de intercambio de información fiscal. Nueva lista oficial de Paraísos Fiscales de la OCDE	Reducir el número de paraísos fiscales.	Regulación impulsada por el G20. Implantación: Revisión del cumplimiento de los tratados.
Revisión de la Directiva sobre conglomerados financieros (FCD)	Aumentar los poderes de los supervisores financieros nacionales para revisar los conglomerados financieros	Comisión Europea: acuerdo final alcanzado el 5 julio 2011 Aplicación probable: a mediados de 2013
Propuesta de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en la U.E.	La Comisión propone también el desarrollo de un Impuesto sobre Transacciones financiera a nivel mundial en el marco del G20	Comisión Europea: Propuesta Transposición/Implantación: Hacia enero de 2014
Propuesta de Directiva y Reglamento sobre las Agencias de Calificación Crediticia	Reducir la dependencia excesiva con respecto a las calificaciones, mejorando la calidad del proceso de calificación; aumentar la transparencia y la frecuencia de las calificaciones de la deuda soberana; introducir criterios más estrictos de independencia de las agencias para eliminar los conflictos de intereses y responsabilizar a las agencias de las calificaciones que emiten.	Comisión Europea: Propuesta 15.11.11 Transposición/Implantación: El Reglamento en vigor desde Dic. 2010, fue modificado en mayo de 2011. Las nuevas propuestas de transmitirán al parlamento y Consejo para su negociación y adopción.
Revisión de la Directiva sobre transparencia (Directiva 2004/109/CE)	Modificaciones: Los inversores deberán notificar todos los instrumentos financieros que tienen el mismo efecto económico que la posesión de acciones. Se reducen las obligaciones de notificación de las empresas que cotizan en Bolsa; no será necesario que publiquen información financiera trimestral.	Comisión: Propuesta de 25.10.11 Implementación: No se establece ninguna fecha.
Medidas del Fondo Monetario Internacional (FMI) relativas a las agencias de calificación	Reducir la dependencia de las calificaciones crediticias en ciertas operaciones. Eliminar las normas que vinculan las decisiones de compra o venta a las calificaciones. Moderar los efectos que las calificaciones tienen para la estabilidad financiera.	FMI: Informe sobre la estabilidad financiera mundial (octubre 2010)
Documento de la CE relativo a la regulación de las agencias	Aborda la creación de una estructura europea que asuma el papel de las agencias de calificación.	Comisión Europea: Documento a consulta de 05.11.10

## En España

La legislación más importante aprobada en España hasta noviembre de 2011 obedece a los mismos criterios y objetivos perseguidos por la normativa de la UE: paliar los efectos de la crisis, fortalecer y generar confianza en el sistema financiero y, en el caso español, frenar la “sangría” del paro.

Revisión de la MiFID. Ha dado lugar a dos piezas legislativas: - Una Directiva, denominada: MiFID II - Un Reglamento, denominado: MiFIR	Directiva MiFID II: Las materias que trata son las relativas al asesoramiento de inversiones, las normas de conducta y de organización de las empresas de inversión, los requisitos de las plataformas de negociación y las normas relativas al establecimiento en la UE de entidades de terceros Estados. Reglamento MiFIR: regula la transparencia pre y post contractual, el acceso no discriminatorio a la liquidación a través de entidades de contrapartida central y la obligación de que los instrumentos financieros derivados sean negociados en plataformas de negociación.	Comisión Europea: Propuesta revisión el 20 de octubre de 2011. Entrada en vigor de ambas normas: Finales de 2012.
Libro Verde de Gobierno Corporativo. Comisión de revisión del gobierno corporativo de las instituciones financieras, que incluye el funcionamiento y composición de los consejos, la gestión de riesgos, las políticas retributivas, la participación de los accionistas y la supervisión. Las propuestas introducen cambios en la Directiva de Requerimientos de capital y en la MiFID.	Mejorar el gobierno corporativo de las entidades financieras europeas. Buscar cauces que faciliten la gestión más sostenible de las entidades financieras y una reducción de los riesgos de quiebra en el largo plazo.	Comisión Europea: Propuesta incluida en la Directiva de Requerimientos de Capital (CDR) el 20 de julio de 2011. La propuesta incluida en la MiFID el 20 de octubre de 2011. Promulgación: CDR Enero de 2013; la MiFID a finales de 2012.
Principios para el buen gobierno del Comité de Basilea (14 nuevas recomendaciones)	Resaltar la responsabilidad supervisora del Consejo de Administración y sus funciones de control y el papel de los supervisores.	Comité de Basilea
Guía de criterios de retribución. Desarrollo de la Directiva III de Requisitos de Capital	Establece criterios de retribución que los supervisores deberán tener en cuenta en el ejercicio de sus funciones.	Comité Europeo Supervisores Bancarios (CESB): Aprobado el 10.12.10. Entrada en vigor: Enero de 2011
<b>CRECIMIENTO SOSTENIBLE</b>	<b>OBJETIVO: CONSTRUCCIÓN DE UN SISTEMA FINANCIERO EUROPEO SEGURO, ESTABLE Y MEJOR PREPARADO PARA RESITIR CRISIS VENIDERAS, MEDIANTE EL INCREMENTO DE LA RESPONSABILIDAD DE LOS AGENTES DE LOS MERCADOS</b>	<b>ÓRGANO DE PROCEDENCIA, SITUACIÓN Y TRANSPOSICIÓN O IMPLANTACIÓN</b>
Revisión de las Directivas sobre sistemas de garantía de depósitos y la relativa a los sistemas de compensación de los inversores	Incrementar la protección de los inversores y depositantes	Comisión Europea: Julio 2010 Transposición: Diciembre de 2012
La MiFID II: Unificación de legislativa de productos financieros empaquetados -PRIIPS- Directiva de Mediación de Seguros (IMD) Modificación aspectos relativos a los PRIIPS	Proteger al usuario europeo minorista de servicios financieros. Establece un listado de los productos considerados PRIIPS	Comisión Europea: propuesta legislativa febrero 2012
Papeles de trabajo de la CE sobre Mercado Hipotecario único	Crear un mercado hipotecario único e integrado para alentar los préstamos hipotecarios y los préstamos responsables.	Comisión Europea publicó propuesta de Directiva, la evaluación del impacto, y documento de trabajo sobre medidas y prácticas nacionales para evitar la ejecución hipotecaria el 31 de marzo 2011. Implementación: A los dos años de su entrada en vigor.
La revisión de la Directiva de Abuso de Mercado ha dado lugar a dos piezas legislativas: -Un Reglamento que actualiza y refuerza el marco de la Directiva de Abuso de Mercado (MAD) - Nueva Directiva sobre sanciones penales en el sector financiero.	Reglamento: Extender las normas sobre abuso de mercado a las nuevas plataformas y en el mercado extrabursátil. Prohíbe el abuso del mercado en los mercados de derivados. Directiva: Propone sanciones penales a las operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado. Completa la propuesta de Reglamento sobre abuso de mercado reforzando las sanciones administrativas	Comisión Europea: Propuesta de Reglamento y Directiva de 20 de octubre de 2011. Implantación/Transposición: El Reglamento una vez adoptado se aplicará a los 24 meses de su entrada en vigor. La Directiva una vez adoptada, los estados disponen de dos años para transponerla a su legislación.
Comunicación de la CE relativa a la gestión de las crisis bancarias	Mejorar las capacidades de los supervisores nacionales y crear nuevos instrumentos de gestión de las crisis.	Comisión Europea: Comunicación Propuesta: Establecer un régimen europeo de insolvencia armonizado aplicable a los Bancos
Revisión de la Directiva sobre transparencia (Directiva 2004/109/CE) y sobre Contabilidad (Directiva 78/660/CEE y 83/349/CEE)	Fomentar el crecimiento económico mayor y más sostenible. Modificaciones: Se establece una obligación a los inversores de notificar todos los instrumentos financieros que tienen el mismo efecto económico que la posesión de acciones. Se reducen las obligaciones de notificación de las empresas que cotizan en Bolsa; no será necesario que publiquen información financiera trimestral-. Simplificación de las normas de contabilidad para las PYME.	Comisión: Propuesta de 25.10.11. Implementación: No se establece ninguna fecha.

**RELACIÓN DE "NORMAS ANTICRISIS" PROMULGADAS EN 2011.  
PRINCIPALES DISPOSICIONES APROBADAS HASTA EL 3 DE DICIEMBRE.**

Fecha BOE / Disposición	RESUMEN CONTENIDO
12.02.11 R.D.-LEY 1/2011	Medidas urgentes para promover la transición al empleo estable y la recualificación profesional de las personas desempleadas.
19.02.11 R.D.-LEY 2/2011	Reforzamiento del sistema financiero
19.02.11 R.D.-LEY 3/2011	Medidas urgentes para la mejora de la empleabilidad y la reforma de las políticas activas de empleo.
05.03.11 LEY 2/2011	Economía Sostenible
12.03.11 LEY ORGANICA 4/2011	Complementaria de la Ley de Economía Sostenible, por la que se modifican las Leyes Orgánicas 5/2002, de Cualificaciones y de la Formación Profesional; 2/2006, de Educación; y 6/1985, del Poder Judicial.
12.04.11 LEY 6/2011	Modifica la Ley 13/1985, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.
06.05.11 R.D.-LEY 5/2011	Medidas para la regularización y control del empleo sumergido y fomento de la rehabilitación de viviendas
04.06.11 R.D.-LEY 771/2011	Modifica el Real Decreto 216/2008, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.
11.06.11 R.D.-Ley 7/2011	Medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva
17.06.11 LEY 15/2011	Modifica normas financieras para la aplicación del Reglamento del Parlamento Europeo (CE) nº 1060/2009, sobre agencias de calificación crediticia.
07.07.11 R.D.-LEY 8/2011	Medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.
02.08.11 LEY 25/2011	Reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital e incorporación de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
02.08.11 LEY 27/2011	Sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social.
05.08.11 RESOLUCION 28.07.11	Aplicación del artículo 85.7 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
13.08.11 ACUERDO 11.08.11	Posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero. El Acuerdo se prorrogó "sine die" el 28 de septiembre de 2011.
20.08.11 R.D.-LEY 9/2011	Medidas para mejorar la calidad y cohesión del sistema nacional de salud, de contribución a la consolidación fiscal, y de elevación del importe máximo de los avales del Estado para 2011.
30.08.11 R.D.-LEY 10/2011	Medidas urgentes para la promoción del empleo juvenil, el fomento de la estabilidad en el empleo y el mantenimiento del programa de recualificación profesional de quienes agoten su protección por desempleo
17.09.11 R.D.-LEY 13/2011	Restablecimiento del Impuesto sobre el Patrimonio, con carácter temporal.
20.09.11 R.D.-LEY 14/2011	Medidas complementarias en materia de políticas de empleo y de regulación del régimen de actividad de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado.
27.09.11 REFORMA CONSTITUCION ESPAÑOLA	Reforma del artículo 135 de la Constitución Española, de 27 de septiembre de 2011
05.10.11 LEY 31/2011	Modifica la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva
05.10.11 LEY 32/2011	Modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
08.10.11 R.D. 1360/2011	Modifica el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior.
08.10.11 ORDEN 2670/2011	Modifica la Orden de 27 de diciembre de 1991, de desarrollo del Real Decreto 1816/1991, sobre transacciones económicas con el exterior.
15.10.11 R.D.-LEY 16/2011	Se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.
03.12.11 R.D.-LEY 19/2011	Modifica el Real Decreto-ley 16/2011, que creó el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

De entre la larga serie de medidas excepcionales aprobadas este año con el fin de combatir la crisis económica (“normas anticrisis”), dos han sido especialmente relevantes.

En primer lugar, la reforma realizada en el artículo 135 de la Carta Magna española. Con esta reforma se persigue garantizar el principio de estabilidad presupuestaria, reforzar el compromiso de España con la Unión Europea y garantizar la sostenibilidad económica y social española.

La segunda normativa de gran calado aprobada en 2011 ha sido el plan de reforzamiento del sector financiero español. Esta norma que complementa otras actuaciones realizadas en 2010 (reforma del régimen jurídico de las cajas de ahorros y pruebas de esfuerzo realizadas en julio de 2010), gira en torno a dos bloques fundamentales: reforzar el capital de las entidades del sistema financiero español y adaptar el FROB como instrumento público para facilitar la nueva capitalización exigida a las entidades financieras.

En relación al reforzamiento de la solvencia se ha establecido una aplicación adelantada y exigente de los nuevos estándares internacionales de capital de Basilea II, estableciendo un nivel de cobertura con carácter general del 8% de los activos ponderados por riesgo, y del 10% para aquellas entidades que superen el 20% de financiación y no hayan colocado, al menos, un 20% de sus títulos entre terceros. La reforma realizada en el FROB tiene como objetivo dotar a éste de los instrumentos necesarios para apoyar la capitalización que requieran las entidades. (Real Decreto-Ley 2/2011).

Dentro del proceso de reformas europeas motivadas por la necesidad de supervisar a las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y agencias de “rating” con el objetivo de garantizar la estabilidad del conjunto del sistema financiero, se realizó en junio la transposición a nuestro ordenamiento de dos directivas en materia de recursos propios y la armonización de un reglamento sobre agencias de calificación crediticia. Mediante estas normativas se ha reforzado la gestión de los recursos propios de las entidades financieras (Real Decreto 771/2011), y se han realizado cambios en la supervisión y funcionamiento de las agencias de rating o de calificación crediticia (Ley 15/2011).

En el último trimestre del año han sido aprobadas dos nuevas normas con las que se culmina el proceso de recapitalización y reestructuración del sistema financiero español.

La creación de un nuevo Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que unifica en uno sólo los tres fondos existentes hasta ahora, el de cajas, bancos y cooperativas de crédito. La segunda medida refuerza la capacidad financiera del nuevo Fondo de Garantía de Depósitos, mediante la fijación de un nuevo tope máximo legal del 3 por mil de los depósitos garantizados para las aportaciones de las entidades al Fondo. La contribución que todas las entidades deben aportar anualmente se ha fijado en el dos por mil de los depósitos. (Real Decreto-Ley 14/2011 y 19/2011)

El resto de medidas extraordinarias se agrupan en torno a dos bloques fundamentalmente: normas para el fomento del empleo y normas para la reducción del déficit público y el crecimiento económico. Entre las primeras se encuentran todas las medidas adoptadas a lo largo del año con el fin de frenar el paro y crear empleo: reformas de la negociación colectiva, de las políticas activas de empleo y del Sistema de la Seguridad

Social y un programa excepcional de empleo de carácter extraordinario. En el segundo bloque se encuentran las medidas para la mejora de la calidad y cohesión del sistema nacional de salud diversos cambios para la sostenibilidad del sistema sanitario y la Ley de Economía Sostenible, cuyo objetivo es impulsar un cambio en el modelo económico español, mediante el impulso a la competitividad, la sostenibilidad medioambiental y el apoyo a nuevos sectores económicos.

Por último, citar dentro de esta normativa “anticrisis” el restablecimiento del Impuesto sobre el Patrimonio para los ejercicios 2011 y 2012. (Real Decreto-Ley 13/2011).

En cuanto a la normativa de los mercados, en octubre se ha modificado la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Mediante la Ley 31/2011 se ha transpuesto al derecho español la directiva europea sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Además se ha incorporado a nuestro ordenamiento buena parte de las competencias que asume la Autoridad Europea de Valores (ESMA) y que forman parte del llamado “Paquete de Supervisión Financiera Europea”, denominada Directiva “Omnibus”.

En el ámbito societario en agosto se aprobó la ley de reforma de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Mediante la LSC se ha incorporado a nuestro ordenamiento jurídico nuevos aspectos relevantes sobre la celebración de la junta general de las sociedades anónimas cotizadas. Las novedades suponen una reordenación del funcionamiento de la junta general de la sociedad anónima cotizada desde su convocatoria hasta la publicación del resultado de los acuerdos debatidos en la junta. El fundamento de estas modificaciones está en la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas que se traspone con esta reforma. Además el texto legislativo incluye un conjunto de cambios que afectan al régimen general de las sociedades anónimas y limitadas, con los que se pretende reducir costes y simplificar los trámites de funcionamiento de las sociedades de capital equiparando las reglas aplicables entre sociedades anónimas y limitadas. Todas las modificaciones incluidas en la nueva Ley obligarán a las sociedades a efectuar cambios en sus estatutos. (Ley 25/2011).

## ANEXO II

### **MiFID y MIFIR: las nuevas normas para lograr unos mercados financieros europeos más eficientes, resistentes y transparentes**

La crisis financiera ha puesto de relieve las deficiencias en cuestión de transparencia de los mercados financieros. En este sentido, las declaraciones del G-20 realizadas tanto en Londres como en Pittsburgh a lo largo del año 2009, establecían la urgencia de fortalecer el sistema financiero a través de la transparencia, la supervisión de mercados menos regulados como los de derivados, así como la necesidad de resolver el problema de la excesiva volatilidad de los precios en los mercados de derivados sobre materias primas.

En respuesta a ese compromiso, la Comisión Europea presentó en octubre de 2011 algunas propuestas de revisión de la Directiva MiFID, a través de la directiva denominada MiFID II acompañada de un Reglamento (MiFIR). Este reglamento de aplicación directa en todos los Estados de la Unión desde su entrada en vigor, responde a la necesidad estratégica por parte de la Comisión Europea de eliminar distorsiones en la competencia, evitar las divergencias a la hora de transponer la Directiva a las legislaciones nacionales y aumentar la confianza en la transparencia de los mercados en toda la Unión Europea.

La finalidad de estas propuestas es lograr unos mercados financieros más eficientes, resistentes y transparentes, y reforzar la protección de los inversores. El nuevo marco, que entrará en vigor previsiblemente en el año 2013, dotará asimismo a los reguladores de una mayor capacidad de supervisión y aportará unas normas de funcionamiento claras para todas las actividades de negociación. Debates de la misma índole se están llevando a cabo en Estados Unidos a través de la Dodd-Frank Act y en otros centros financieros de importancia mundial.

En este sentido, Michel Barnier, Comisario de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea, ha afirmado lo siguiente: «Los mercados financieros están para servir a la economía real y no al contrario. Con el paso de los años los mercados se han ido transformando y nuestra normativa debe seguir la misma senda. La crisis nos recuerda con crudeza lo complejos y opacos que se han vuelto algunas actividades y productos

financieros. Esta situación tiene que cambiar. Las propuestas que se presentan hoy serán una ayuda para lograr unos mercados financieros mejores, más seguros y más abiertos».

## **Antecedentes**

La Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), vigente desde noviembre de 2007, regula la prestación de servicios de inversión en el ámbito de los instrumentos financieros (como corretaje, asesoramiento, negociación, gestión de carteras, aseguramiento, etc.) por parte de los bancos y sociedades de inversión y la gestión de las bolsas tradicionales y los centros de negociación alternativos (denominados sistemas de negociación multilateral). Aunque la MiFID fomentó la competencia entre estos servicios aportando a los inversores más alternativas y precios más bajos, la crisis financiera ha dejado al descubierto la existencia de diversas deficiencias sobre todo en materia de transparencia, supervisión de mercados y competencia.

## **Elementos principales de la propuesta de revisión**

### **Estructuras de mercado más sólidas y eficientes**

La revisión de la MiFID presentada en octubre de este año, incorpora dentro de su ámbito un nuevo tipo de centro de negociación: los sistemas organizados de negociación (SON). Se trata de plataformas organizadas que no entran dentro de las categorías previamente recogidas por la Directiva MiFID (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos). Este nuevo tipo de centro de negociación estará sujeto a los mismos requisitos de transparencia y reporte de operaciones, reglas de conducta de negocio, mejor ejecución y obligaciones de gestión de órdenes de clientes a las que se encuentran sometidos los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y las empresas de servicios de inversión.

No obstante, y a pesar de los intentos de la Comisión de proporcionar unas reglas de mercado iguales para todos, los Sistemas Organizados de Negociación no se encuentran sujetos a las mismas obligaciones en cuanto a la ejecución de transacciones, ya que mientras los Mercados Regulados y los Sistemas Multilaterales de Negociación están sujetos a unas normas de ejecución de transacciones concretas, los operadores de sistemas organizados de negociación tendrán un cierto grado de discrecionalidad acerca de cómo se ejecutan las transacciones en sus sistemas.

La Federación Europea de Bolsas (FESE, por sus siglas en inglés), en una carta dirigida al Comisario Barbier el 8 de abril de 2011 acerca de la reforma de la MiFID, alerta de los problemas de competencia que puede plantear la regulación referente a los SON ya que perpetuaría una situación de desigualdad entre centros de negociación que podría incrementar las oportunidades de arbitraje regulatorio entre proveedores de servicios de ejecución de transacciones.

### **Innovaciones tecnológicas**

El creciente protagonismo en los mercados de empresas dedicadas a actividades de negociación algorítmica y de alta frecuencia, además de su cuestionado impacto en el correcto funcionamiento de los mercados ha propiciado que la MiFID II establezca que las empresas dedicadas a este tipo de negociación deben estar sujetas a

la regulación financiera. La nueva regulación impone la obligación a estas empresas de establecer controles de riesgo, proporcionar información anual de sus estrategias y parámetros de negociación a los reguladores nacionales y revelar a los mismos los algoritmos utilizados para la ejecución de transacciones. Además, deberán cotizar precios competitivos de forma firme y continua con el fin de aportar liquidez de manera sostenida y con independencia de las condiciones de mercado.

## TRANSPARENCIA

El régimen de transparencia pasa a estar recogido en la MiFIR. Las disposiciones amplían los principios de las normas de transparencia (que solo se aplican, hasta la fecha, a los mercados participativos) a los bonos y obligaciones, los productos de financiación estructurada, los derechos de emisión y los derivados. La Comisión considera necesaria esta ampliación para ampliar el nivel existente de transparencia de estos productos ya que, en la mayor parte de los casos, son objeto de una negociación OTC.

Además, la Comisión propone restringir las exenciones referentes a la pre-transparencia, que se concederá en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de los órdenes de que se trate y que sólo se podrá conseguir mediante solicitud a las autoridades nacionales competentes, bajo el control de la Autoridad Europea de Valores y Mercado (AEVM).

En lo referente a la post-transparencia, la publicación de operaciones posterior a la negociación deberá realizarse lo más cerca al tiempo real que sea técnicamente posible.

### **Mayores competencias de supervisión y un marco más estricto para los mercados de derivados sobre materias primas**

El Parlamento europeo aprobó en septiembre de 2010 la creación de una supervisión financiera a nivel europeo que permitiera conocer y prevenir en el futuro los riesgos de una crisis económica.

Desde enero de 2011 se encuentra operativa la nueva supervisión financiera europea, creada por el Reglamento 1095/2010 del Parlamento y del Consejo Europeo. Esta nueva estructura está integrada por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS), del que forman parte la Autoridad Europea de Valores y Mercado (AEVM), la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y las autoridades competentes de supervisión de los Estados Miembros. La nueva regulación propuesta por el Parlamento y Consejo Europeo refuerza de forma decidida la función y las competencias de los reguladores. En coordinación con la Autoridad Europea de Valores y Mercados, los supervisores podrán prohibir, en determinadas circunstancias, productos, servicios o prácticas específicos cuando supongan una amenaza para la protección de los inversores, la estabilidad financiera o el funcionamiento ordenado de los mercados.

Las propuestas contemplan también una mayor supervisión de los mercados de derivados sobre materias primas y establecen requisitos de información sobre las posiciones por categoría del operador. Ello contribuirá a permitir que los reguladores y los participantes en el mercado puedan evaluar mejor el papel de la especulación en esos mercados.

En definitiva, la Comisión propone otorgar poderes a los reguladores financieros para supervisar e intervenir en cualquier fase de la actividad negociadora de todos los derivados sobre materias primas, llegando a facultarles para fijar límites a las posiciones, cuando se tema que puedan producirse alteraciones en los mercados.

La preocupación de la Comisión y el Parlamento Europeo por regular la negociación de derivados es compartida por el G-20, que en su declaración final de la Cumbre de Cannes, celebrada en noviembre de 2011, manifestó que reformar el mercado OTC de derivados es crucial para construir un sistema financiero más resistente.

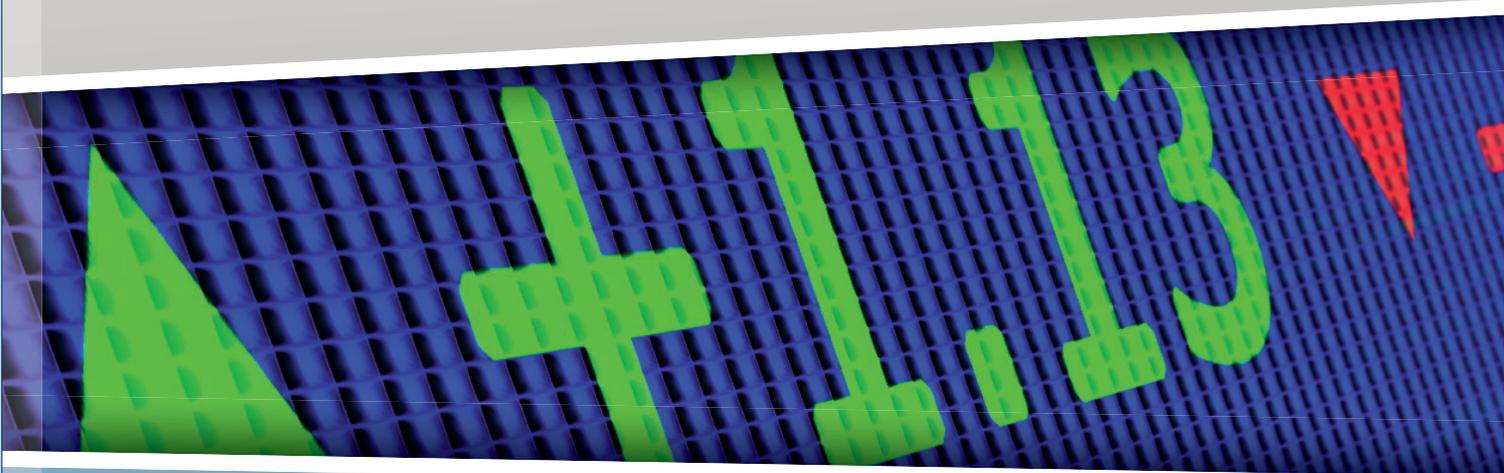
### **Mayor protección de los inversores**

Otro de los pilares de la nueva legislación propuesta es la protección del inversor.

La MiFID revisada establece disposiciones más estrictas para la gestión de carteras, el asesoramiento en materia de inversión y la oferta de productos financieros complejos, restringiendo las excepciones anteriormente establecidas. Asimismo, endurece las normas establecidas para las contrapartes elegibles, imponiendo estándares más estrictos en cuanto a las relaciones entre ellas y los estados miembros, intentando de esta manera excluir a los gobiernos locales de esta categoría.

Con el fin de evitar posibles conflictos de intereses, se prohibirá a los asesores y gestores de carteras independientes recibir incentivos por parte de terceros, yendo incluso más allá de lo originariamente establecido por la MiFID. Por último, se establecen normas sobre gobierno corporativo y responsabilidad de los gestores para todas las sociedades de inversión.

Próximos pasos: todas las propuestas deben ahora debatirse ahora en el Parlamento Europeo y en el Consejo con vistas a su adopción. Una vez adoptados el Reglamento, la Directiva y las normas técnicas de desarrollo necesarias, se pondrán en aplicación conjuntamente en la misma fecha.



[www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)