



➤ EL IBEX 35 crece ligeramente pero la negociación lo hace con fuerza. El número de operaciones llega al récord de 65 millones.

➤ La capitalización de la Bolsa española supera el billón de euros. Familias y no residentes principales propietarios de las acciones españolas con un 27% y un 41% respectivamente.

➤ Los dividendos marcan récord histórico anual: 42.000 millones de euros. España es líder mundial en rentabilidad en este capítulo.

➤ La Bolsa española es 1ª de Europa y 6ª del mundo por financiación: 32.300 millones canalizados hasta noviembre.





---

SIGUENOS EN:



#BalanceBolsa

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

---



# INFORME DE MERCADO 2014



Balance de actividad de los  
Mercados de Valores en España



SIGUENOS EN:



#BalanceBolsa

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

## INFORME DE MERCADO 2014

- **Cifras del año** pág. **4**
- **Resumen del año** pág. **5**
- 1** ➤ **Entorno económico y panorama general**  
Dudas y crecimiento desigual en el mundo. Empeoran ligeramente las expectativas con tensiones geopolíticas relevantes. Las condiciones financieras mejoran con primas de riesgo a la baja y tipos de interés a largo plazo en mínimos históricos. España se apunta de nuevo al crecimiento tras un proceso de numerosas reformas y con la creación de empleo y la reducción de la deuda y el déficit público como objetivos de fondo, prioritarios y permanentes. La recuperación de la inversión es clave en todo el proceso. pág. **13**
- 2** ➤ **Resultados empresariales**  
El 68% de las sociedades cotizadas mejora sus resultados en el año aunque el importe agregado se mantiene casi como en 2013. El beneficio de las compañías industriales cae un 5,5% y el de los bancos sube un 4,6%. La posición financiera y la estructura de financiación son más sólidas que hace un año. La facturación exterior sigue creciendo en las 85 empresas de los índices IBEX y la banca española supera con holgura los test de estrés europeos. pág. **25**
- 3** ➤ **Las cotizaciones**  
El IBEX 35 sube por segundo año consecutivo acumulando cerca de un 5% en 2014 y de un 80% desde mínimos de la crisis hace dos años y medio. La incorporación de dividendos al índice mejora sensiblemente estos datos de rentabilidad. La volatilidad se mantiene en niveles reducidos y la capitalización alcanza 1,1 billones de euros. Las cotizadas españolas han aumentado su valor en 324.000 millones desde mediados de 2012. pág. **29**
- 4** ➤ **Los inversores**  
Los importes negociados en 2014 y la alta liquidez del mercado refrendan la preferencia de los inversores por la renta variable española, especialmente los extranjeros y las familias. Máximo histórico en número de operaciones, con 65 millones hasta noviembre, y mínimo en los spreads de negociación de los valores del IBEX 35. El patrimonio y la contratación de ETFs sobre este índice anotan crecimientos muy altos y significativos. pág. **39**
- 5** ➤ **Los dividendos**  
Récord histórico de importes satisfechos a los accionistas en 2014. La Bolsa española líder en rentabilidad por dividendo entre las principales Bolsas del mundo. Los scrip dividend copan el 27% de los pagos. pág. **50**
- 6** ➤ **La financiación**  
La Bolsa española vuelve a ocupar posiciones destacadas en el concierto internacional por flujos nuevos de financiación encauzados hacia empresas con cerca de 32.300 millones de euros entre enero y noviembre de 2014. Se reactivan gradualmente las OPVs en España y en todo el mundo desarrollado. El volumen y número de ampliaciones alcanzan, un año más, niveles muy elevados. Se aumentan y mejoran las alternativas de financiación para Pymes. pág. **54**

## 7 > La Renta Fija

La política monetaria expansiva del BCE mantiene muy bajos los tipos de interés y propicia un año excepcional. La deuda pública española en mínimos históricos con rentabilidades del 1,8% a 10 años. Mejoran las condiciones de financiación para el Tesoro y las empresas. La deslocalización de emisiones impacta negativamente en el mercado de Deuda Corporativa de BME. El MARF gana protagonismo.

pág. **59**

## 8 > Opciones y Futuros

Con la volatilidad contenida, el volumen general negociado hasta noviembre aumenta ligeramente impulsado por los contratos sobre IBEX, los futuros crecen un 24% y las opciones un 47%. En medio de una continua presión regulatoria, el nominal de los contratos derivados negociados en los mercados organizados de todo el mundo crece un 15%.

pág. **66**

## 9 > La Compensación

BME CLEARING recibe autorización plena de ESMA para actuar como entidad de contrapartida central en España. Actualmente opera sólo para derivados pero está previsto comenzar para operaciones de contado en un año.

pág. **69**

## 10 > La Liquidación y Registro en 2014

El número de operaciones bursátiles liquidadas crece un 37% en el año por un volumen efectivo equivalente a un promedio diario de 3.899 millones de euros. Dentro del proceso de reforma de la post-contratación en la UE, en septiembre entró en vigor el Reglamento europeo sobre la mejora de la liquidación de valores y los depositarios centrales de valores (DCVs), como es Iberclear.

pág. **71**

## 11 > Difusión de información

Consolidación y desarrollo de la gestión de la información generada por el Grupo BME. Actualmente Market Data difunde información en tiempo real de más de 86.000 instrumentos de renta variable. En poco tiempo, Infobolsa será el desarrollador y suministrador de servicios móviles para las Bolsas de México, Colombia y Euronext. Sus Aplicaciones Nativas se mantienen, en España, en el Top 10 de las Apps financieras.

pág. **73**

## > Anexo I

### Otros servicios suministrados por BME en 2014:

conectividad, acceso a mercados, innovación, cumplimiento normativo, derechos de emisión.

pág. **75**

## > Anexo II

### Cambios regulatorios y nuevo mapa fiscal para el ahorro en 2015

pág. **77**

# Las Cifras

## INDICADORES DE MERCADO

|                             | 31/12/12  | 31/12/13  | 12/12/14         | Variación | Máximo*   | Fecha   | Mínimo*   | Fecha   |
|-----------------------------|-----------|-----------|------------------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|
| IBEX 35                     | 8.167,50  | 9.916,70  | <b>10.145,00</b> | 2,30%     | 11.187,80 | 19 jun. | 9.669,70  | 11 dic. |
| IBEX 35 con dividendos      | 17.634,80 | 22.528,60 | <b>24.078,90</b> | 6,88%     | 26.134,30 | 5 sept. | 22.178,40 | 2 ene.  |
| IBEX MEDIUM CAP             | 9.135,40  | 13.887,40 | <b>13.122,40</b> | -5,51%    | 15.686,90 | 20 jun. | 12.340,20 | 16 oct. |
| IBEX SMALL CAP              | 3.387,00  | 4.887,10  | <b>4.355,90</b>  | -10,87%   | 6.268,00  | 14 abr. | 4.305,00  | 14 nov. |
| IBEX TOP DIVIDENDO          | 2.006,90  | 2.749,70  | <b>2.994,50</b>  | 8,90%     | 3.366,70  | 19 jun. | 2.729,20  | 2 ene.  |
| FTSE4Good IBEX              | 7.392,70  | 9.617,80  | <b>10.127,60</b> | 5,30%     | 11.089,10 | 5 sept. | 9.496,40  | 2 ene.  |
| FTSE Latibex Top            | 4.442,40  | 3.890,30  | <b>3.213,90</b>  | -17,39%   | 4.528,40  | 4 sept. | 3.222,20  | 17 mar. |
| FTSE Latibex Brasil         | 10.138,20 | 8.575,80  | <b>5.802,10</b>  | -32,34%   | 9.929,70  | 4 sept. | 5.927,40  | 11 dic. |
| Tipos de Interés a 10 años  | 5,26%     | 4,12%     | <b>1,87%</b>     |           |           |         |           |         |
| Tipo de cambio dólar / euro | 1,32      | 1,38      | <b>1,24</b>      |           |           |         |           |         |

(\*) Calculados s/datos de cierre de sesión

## VOLÚMENES DE CONTRATACIÓN

|                     | Año 2012   | Año 2013   | Año 2014<br>(hasta no-<br>viembre) | Variación** |
|---------------------|------------|------------|------------------------------------|-------------|
| Renta Variable      | 698.950    | 703.669    | <b>803.110</b>                     | 24,83%      |
| Deuda Corporativa   | 2.565.086  | 1.285.167  | <b>1.035.948</b>                   | -11,18%     |
| Renta Fija Bursátil | 57.662     | 45.362     | <b>34.995</b>                      | -17,59%     |
| Deuda Pública*      | 4.748.621  | 5.085.327  | <b>5.910.294</b>                   | 26,23%      |
| Contratos Futuro    | 28.417.871 | 22.563.798 | <b>25.679.865</b>                  | 13,76%      |
| Contratos Opción    | 38.713.448 | 32.117.037 | <b>35.534.719</b>                  | -1,05%      |

(\*) Operaciones simples de contado sobre Deuda Pública anotada (\*\*) Sobre el mismo período del año anterior.

## CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS

|                                   | 31/12/12 | 31/12/13  | 30/11/14         | Variación* |
|-----------------------------------|----------|-----------|------------------|------------|
| Capitalización Renta Variable     | 945.935  | 1.045.203 | <b>1.109.778</b> | 6,18%      |
| Saldo vivo Deuda Pública          | 706.450  | 794.262   | <b>840.295</b>   | 5,80%      |
| Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF | 869.506  | 709.746   | <b>590.192</b>   | -16,84%    |

(\*) Sobre el cierre del año anterior

# Resumen del año

**E**l balance del año 2014 es positivo para los mercados financieros internacionales que han seguido apoyándose en la liquidez existente en el sistema financiero mundial y mostrando confianza en el poder de las políticas monetarias de los bancos centrales para contrarrestar la debilidad de la economía en muchas áreas mundiales. Los escasos episodios de tensión generalizada en los mercados de acciones, renta fija y derivados se han limitado a octubre y, con menos intensidad, a diciembre.

Entre los países desarrollados, las economías de Estados Unidos y el Reino Unido crecen en 2014 de forma satisfactoria y han mostrado signos de ser capaces de dejar atrás la crisis de manera definitiva. Por el contrario, Japón y el conjunto del Área Euro han vuelto a decepcionar con cifras muy bajas de crecimiento económico y tasas de inflación mínimas. También los países emergentes han reducido significativamente su ritmo de crecimiento sobre todo en Latinoamérica. Las previsiones económicas de los organismos internacionales se han revisado a la baja en los últimos meses y en concreto el FMI anticipaba en octubre un crecimiento mundial para 2014 del 3,3% frente al 3,7% de las previsiones realizadas en el mes de enero.

El Banco Central Europeo ha sido protagonista indiscutible en el área de la moneda única con sus medidas de política monetaria expansiva. Por dos veces ha vuelto a reducir de manera testimonial los ya bajísimos tipos de interés de referencia: en junio anunciaba la primera rebaja de los tipos en un 0,10% hasta el 0,15% y tipos negativos (-0,10%) en los depósitos que los bancos mantienen en el BCE; el 4 de septiembre decidía una nueva rebaja de tipos de intervención hasta el 0,05% y volvía a reducir los tipos negativos de los depósitos de los bancos en el BCE hasta el -0,20%.

Entre las sucesivas baterías de medidas de política monetaria no convencionales anunciadas en 2014 han destacado los anuncios en junio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (targeted longer-term refinancing operations o TLTRO) por valor de 400.000 millones de euros; y en septiembre de la compra de bonos de titulización (ABS) y cédulas (Covered Bonds) por valor de 300.000 millones de euros con el objetivo de aumentar la liquidez y atacar la escasez de crédito al reducir el consumo de capital por parte de los bancos. Durante el último trimestre del año anunciaba también la compra de emisiones bancarias de titulización cuyo subyacente son préstamos a empresas y dejaba entrever la posibilidad de considerar la compra de deuda pública del área euro en 2015. La presión sobre la Autoridad Monetaria europea en pro de medidas mucho más agresivas ha ido intensificándose conforme avanzaba el año a medida que las tasas de inflación interanual se aproximaban a cero y crecía el temor a un período prolongado de estancamiento y deflación en Europa continental.

Este entorno de política monetaria laxa han seguido mejorando las condiciones financieras de los países de la periferia europea con España en lugar destacado. Los tipos de interés de la deuda pública española se han situado en mínimos históricos al inicio del mes de diciembre cuando los bonos a 10 años tocaban el 1,80% y la prima de riesgo se situaba por debajo de 1,1 puntos porcentuales (110 puntos básicos). Desde los niveles máximos alcanzados en julio de 2012, la prima de riesgo española se ha reducido en casi 5 puntos porcentuales (500 puntos básicos).

La vuelta de la actividad económica en España a tasas de crecimiento positivas se ha consolidado y el PIB encadenaba a finales de septiembre de 2014

cinco trimestres consecutivos de crecimiento tras nueve trimestres de recesión situándose entre el grupo de países del área del euro que más crecen. Las reformas acometidas, la recuperación de la demanda interna, la confianza de la inversión extranjera, el proceso de desendeudamiento del sector privado o los excelentes resultados cosechados por la banca española en las pruebas de solvencia europeas practicadas por el BCE son algunos de los aspectos que reflejan el cambio de escenario para la economía española que, no obstante, acumula todavía persistentes desequilibrios entre los que destacan el elevadísimo desempleo, el resistente déficit y creciente endeudamiento que arrojan las cuentas del sector público y nuevas alertas como la vuelta del desequilibrio de la balanza exterior o las tasas negativas de inflación encadenadas en 2014.

## Bolsas e Índices

La Bolsa española enlaza dos años consecutivos en positivo y el IBEX 35 sube en 2014, hasta mediados de diciembre un 5%, en el grupo de mercados europeos destacados en el año, con la volatilidad en niveles bajos salvando los repuntes de octubre y diciembre. Acumula de este modo una revalorización superior al 75% desde el nivel mínimo de la crisis alcanzado en julio de 2012. Los principales mercados bursátiles mundiales anotaban avances muy moderados apoyados en la confianza hacia las políticas monetarias expansivas pero con la vista puesta en la debilidad del crecimiento en muchas áreas importantes del planeta.

Los índices de ámbito mundial conseguían ganancias entre el 4% y el 8% en 2014 hasta el 1 de diciembre con los mercados norteamericanos liderando en términos de rentabilidad. El Índice Nasdaq 100 ascendía un 19,4%, el S&P 500 un 11,10% y el Dow Jones un 7,62%. En Europa, las Bolsas de Bélgica (+12,1%) Suiza (+11,5%) e Irlanda (+10,2%) se situaban por encima de la media mundial. El IBEX 35 español (+7,6%) quedaba en el rango alto de rentabilidades de los índices mundiales y por encima del Euro Stoxx 50 (+3,99%) y de mercados como Alemania (+4,3%), Italia (+3,7%), Francia (+1,9%). Las Bolsas del Reino Unido (-1,30%), Austria (-11,1%), Portugal (-16,29%) o Grecia (-17,12%), arrojaban hasta el 1 de diciembre registros negativos de rentabilidad en 2014.

En el ámbito sectorial ha continuado en 2014 el excepcional comportamiento bursátil de los valores tecnológicos norteamericanos que impulsan la rentabilidad positiva por séptimo año consecutivo del índice Nasdaq ya significativamente por encima de los máximos previos al estallido de la crisis alcanzados en noviembre de 2007. También los valores bancarios y de otras entidades financieras, tanto europeos como norteamericanos, obtenían de nuevo en 2014 registros de rentabilidad por encima de la media mundial.

## Negociación y liquidez

La Bolsa española ha acelerado en 2014 el cambio de tendencia en la negociación anticipado el año anterior. Hasta noviembre, el volumen de contratación supera ligeramente los 800.000 millones de euros y sube un 25% respecto al mismo período del año anterior, por encima del 17% de ascenso en los principales mercados europeos. El crecimiento del volumen de contratación ha venido acompañado de un fuerte aumento del número de negociaciones realizadas en el mercado hasta los 65 millones, un 47% más que el año anterior, y de órdenes hasta los 488 millones, un 48% más.

La liquidez medida por las horquillas de negociación de los valores del IBEX 35 (diferencia entre los mejores precios de compra y de venta) ha seguido mejorando a lo largo de 2014 y se sitúa en 5.5 puntos básicos en noviembre, su valor histórico más bajo. Se abarata así el coste implícito de la transacción bursátil para los inversores en valores españoles que concentran más del 85% de su operativa en la plataforma de negociación de la Bolsa española a pesar del aumento de la competencia entre centros de negociación.

Los excelentes registros de contratación y liquidez de los valores españoles en 2014 tienen su reflejo en las posiciones de liderazgo alcanzadas en los rankings de los principales valores bursátiles europeos. Hasta noviembre de 2014 en el ranking de contratación en mercados de origen del Índice Eurostoxx 50, que agrupa los cincuenta principales valores cotizados de las Bolsas de la Eurozona, las acciones de Banco Santander, BBVA y Telefónica ocupan tres puestos entre los cinco primeros y otras tres, Repsol, Iberdrola e Inditex, también se sitúan entre las 20 primeras. El peso de los

valores españoles sobre el total negociado en el índice Eurostoxx 50 es del 19%, valor que se encuentra muy por encima de la ponderación en el índice de los valores españoles (13,20%) y del peso de la economía española en el área euro en términos del PIB (11%).

---

## Inversores

El atractivo de la renta variable española para los inversores nacionales e internacionales se ha consolidado en 2014. La participación de los no residentes en la negociación se acerca al 80% y su inversión neta (compras menos ventas) ha sido positiva en 2012 y 2013 y se acerca a los 7.000 millones de euros en el primer semestre de 2014. Los inversores extranjeros eran propietarios a finales de 2013 del 40% del valor de todas las acciones españolas que se negocian en la Bolsa y los datos provisionales correspondientes al primer semestre de 2014 elevan su participación por encima del 41,5%.

También crece el interés de las familias españolas por la inversión en acciones y como consecuencia su peso en la propiedad de las acciones cotizadas en la bolsa española que se situó en el 26,1% del valor total de las mismas al cierre del año 2013 tras aumentar 5 puntos en los últimos dos años. Los datos provisionales al cierre del 2º Trimestre de 2014 apuntan a un nuevo aumento hasta casi el 27% del total, el nivel de participación más elevado desde el año 2003.

La inversión colectiva por su parte ha tenido un excelente año 2014. El patrimonio de los fondos de inversión españoles superaba en octubre los 190.000 millones de euros con un volumen de suscripciones netas en el año de 35.000 millones y el patrimonio de los fondos de renta variable nacional crece un 50% hasta octubre respecto al cierre del año anterior. Nuevas SICAV se incorporan al mercado, 223 en 2014 hasta noviembre, y el número de cotizadas aumenta hasta las 3.214 con un patrimonio cercano a los 31.000 millones de euros.

---

## ETFs y Warrants

A pesar de su novedad y las dificultades de difusión, productos de inversión como los Fondos Cotizados o ETFs van encontrando paulatinamente su hueco

de mercado y han tenido un gran año en España. Gracias a la facilidad con la que permiten invertir en un mercado, región o estrategia resultan un vehículo muy eficaz para que tanto inversores institucionales como particulares tomen posiciones tanto en el conjunto de la Bolsa española y como en otros mercados o áreas económicas.

En 2014, el volumen negociado roza los 9.000 millones de euros hasta noviembre, crece un 131%, y el número de operaciones aumenta un 72% respecto al mismo período de 2013. El número de ETFs cotizados en la Bolsa española se eleva ya a 70 y es la categoría de ETFs sobre índices IBEX la que ha aglutinado la mayor parte del valor efectivo total negociado. También ha destacado en el año la buena acogida de los ETFs llamados de Estrategia, aquellos que permiten tomar posiciones inversas o apalancadas, y los de Renta Fija.

También los warrants han aumentado su volumen de negociación un 6% hasta noviembre rozando los 850 millones. La diversificación ha aumentado en 2014 con la incorporación de los “discount” y los “stayhigh” y “staylow”.

---

## Capitalización

La capitalización conjunta de las empresas cotizadas en la Bolsa española se sitúa en noviembre de 2014 en 1,1 billones de euros, un 6% por encima del valor de cierre del año anterior. Desde los mínimos de mediados de 2012, las empresas cotizadas españolas han aumentado su valor de mercado en 324.000 millones de euros.

Entre los sectores que más valor de mercado han ganado en 2014 hasta noviembre figura Servicios Financieros e Inmobiliarios, que gracias a las numerosas ampliaciones de capital bancarias y a la revalorización de sus acciones aumenta su valor en 50.000 millones de euros, un 18,7%; Servicios de Consumo, un 12% más; y Petróleo y Energía y Bienes de Consumo ambos cerca de un 10%.

El número de compañías admitidas en todos los segmentos de la bolsa española cierra noviembre en 3.436, con un aumento cercano a las 200 respecto al cierre del año 2013 gracias al aumento del número de SICAVs cotizadas en el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) destinado a estas compañías.

## Resultados y dividendos

Tras el importante crecimiento del 52% anotado en 2013, el beneficio agregado del conjunto de compañías cotizadas se mantiene prácticamente estable en 2014 hasta el tercer trimestre respecto al mismo período del año anterior, aunque un 68% de las compañías mejora resultados. El aumento del beneficio neto en las empresas del IBEX 35 es del 3%

Las empresas de la Bolsa española son cada vez más internacionales y la aportación de las ventas exteriores a la cifra total de facturación de las empresas cotizadas sigue al alza. Con datos del primer semestre de 2014 alcanza el 61,89% del total de ingresos, un punto porcentual por encima de junio del pasado año. En el colectivo integrado por las empresas del IBEX 35 este porcentaje que alcanza casi el 64%.

Un año más, en línea con el conjunto de empresas no financieras españolas que entre 2010 y 2014 han reducido su endeudamiento en 300.000 millones de euros, ha tenido continuidad el proceso de desapalancamiento financiero y refuerzo de los recursos propios de las sociedades cotizadas.

Con especial intensidad en el ejercicio 2014, la elevada remuneración al accionista se mantiene como seña de identidad de la Bolsa española. Las empresas cotizadas han batido todos los registros históricos de retribución a sus accionistas al desembolsar más de 42.000 millones de euros hasta noviembre, un 95% más que en el mismo período del año anterior y superando en un 27% el anterior máximo. La elevada retribución ligada a operaciones corporativas efectuadas por la eléctrica Endesa ha posibilitado este impresionante registro. En el último decenio las compañías cotizadas en la Bolsa española han repartido entre sus accionistas 265.000 millones de euros.

En línea con la tendencia de los últimos años, los pagos en acciones a elección del inversor (scrip dividend) han significado más del 40% de la retribución total y la rentabilidad por dividendo en la Bolsa española sigue siendo de las más altas del mundo, 4,8% al cierre de noviembre, de acuerdo con los datos de MSCI (Morgan Stanley Capital International).

## Financiación y nueva liquidez: ampliaciones y otras operaciones

La financiación fluida de la empresa española y la reducción de su excesivo endeudamiento se consideran de forma unánime condiciones necesarias para retornar a tasas de crecimiento económico satisfactorias y a la vez sostenibles.

Los mercados de valores deberán tener un papel reforzado en este escenario de regeneración de la economía española a la hora de complementar y equilibrar la excesiva dependencia que las compañías tienen del crédito bancario. Las empresas cotizadas en la Bolsa española están liderando este trayecto a través de cambios sustanciales en su estructura financiera con mayor peso de los fondos propios y creciente diversificación de su financiación ajena entre bancos y mercados de capitales.

En 2014 hasta noviembre el total de nuevos flujos de inversión canalizados por la Bolsa española a través de la incorporación de acciones procedentes de ampliaciones de capital, nuevas admisiones a cotización y ofertas públicas de venta y suscripción ha alcanzado los 32.300 millones de euros, ya por encima del registro de 2013 y situándose la sexta del mundo y primera de Europa por este concepto. Especial relevancia han tenido las ampliaciones de capital con más de 166 operaciones que han captado casi 26.000 millones de euros para las empresas con especial protagonismo de las ampliaciones realizadas para satisfacer los pagos de dividendos en acciones que facilitan el fortalecimiento de los recursos propios y, en el caso de los bancos, el cumplimiento de las regulaciones de capital.

## Salidas a Bolsa y otras OPVs

La revitalización de las salidas a bolsa en todo el mundo se ha consolidado en 2014. De acuerdo con la consultora E&Y, en los nueve primeros meses del año se han llevado a cabo en todo el mundo OPVs por valor de 186.600 millones de dólares, un 94% más que en 2013. El mercado español no ha sido ajeno a esta tendencia y han sido 13 las compañías que han realizado OPVs y OPSs previas al comienzo de su cotización en distintos segmentos

del mercado, en muchos de los casos con captación efectiva de recursos. Siete se han incorporado al segmento principal de la Bolsa; Hispania Activos Inmobiliarios, Edreams Odigeo, Applus Service, Logista, y las SOCIMIS Lar España, Merlin Properties y Axia Real Estate; y las seis restantes lo han hecho en el segmento para empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). También en 2014 se ha realizado una colocación de acciones en forma de OPV de una empresa ya cotizada, la eléctrica Endesa, por más de 3.100 millones de euros, en el marco de su reorganización societaria. En conjunto, todas estas operaciones han recaudado casi 8.000 millones de euros.

Por su parte, al igual que en los últimos años, la actividad corporativa ligada a Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) ha sido escasa con seis OPAs de exclusión entre las que destacan las realizadas sobre las alimentarias Campofrío y Deoleo, esta última todavía en periodo de aceptación en diciembre.

---

## Nuevas alternativas de financiación: MAB y MARF

Las compañías de tamaño reducido son las que con mayor virulencia sufren restricciones de financiación como consecuencia de su dependencia extrema del crédito bancario. Entre el abanico de soluciones impulsado por el Gobierno de la nación y apoyado por BME para mejorar esta situación figuran en lugar destacado las alternativas de financiación basadas en el mercado de valores como el MAB para Empresas en Expansión o el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

En diciembre son 23 las empresas cotizadas en el MAB-EE y durante el año 2014 se han registrado 6 nuevas incorporaciones: NPG Technology, Facephi Biometria, Only Apartments, Euroconsult Group, Mercal Inmuebles y Home Meal Replacements en el último mes del año. En el momento de su incorporación las nuevas compañías han captado 58 millones de euros de nueva financiación y las empresas ya cotizadas han realizado 12 operaciones de ampliación de capital por valor de casi 95 millones de euros.

El MARF ha llegado a su primer año de vida cumpliendo satisfactoriamente el objetivo para el que fue creado: contribuir a la financiación de las

empresas españolas como una nueva fuente de financiación complementaria del crédito bancario. Desde su nacimiento ha acogido 12 emisiones de renta fija, 7 a medio plazo y 5 a corto plazo, demostrando que es capaz de ofrecer la posibilidad de realizar emisiones a distintos plazos y tipos. Entre las innovaciones que han comenzado a desarrollarse a través del mercado destacan el arranque de las emisiones de los Bonos de Titulización de préstamos a Pymes y los "Project Bonds" que financian el desarrollo de un determinado proyecto.

El MARF se configura formalmente como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), adaptado a las recientes exigencias de la normativa europea y española, y se desarrolla a través de una plataforma electrónica de negociación que ofrece transparencia y liquidez, garantiza la mejor ejecución de las órdenes y, con ello, la necesaria protección del inversor. Las empresas que acuden al MARF se benefician de unos requerimientos menos exigentes y más flexibles que en los mercados oficiales regulados, lo que se traduce en mayor agilidad y rapidez en los trámites así como en unos menores costes.

---

## Tipos de interés y Deuda Pública

El año 2014 ha sido excepcional en los mercados de deuda pública del área euro en gran medida como consecuencia de las políticas expansivas practicadas por el BCE que han propiciado tipos de interés históricamente bajos en muchos países entre ellos España que se ha beneficiado de condiciones de financiación muy favorables. El tipo de interés de los bonos españoles a 10 años iniciaba el año en el 4,14% y corregía hasta situarse en diciembre por debajo del 1,8%, nivel que representa un mínimo histórico y se encuentra por debajo de los bonos de países tan significativos como los Estados Unidos o el Reino Unido. La prima de riesgo de los bonos españoles, el diferencial con los bonos de referencia alemanes a 10 años, ha corregido más de 1 punto porcentual y se situaba al inicio de diciembre por debajo de los 1,1 puntos porcentuales (110 puntos básicos), ya muy lejos de los máximos de 2012.

La actividad negociadora en el mercado de Deuda Pública española, cuyas operaciones se liquidan a través de BME, acumula en los 11 primeros

meses de 2014 un volumen de casi 6 billones de euros en operaciones de compraventa simple al contado, superando ya el volumen de todo el año 2013. La plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública de BME vuelve a experimentar un fuerte crecimiento en 2014 con un volumen de contratación acumulado de 103.775 millones de euros, un 77% más que en el mismo período del año anterior. El número de operaciones también crece un 42%.

---

## Deuda Corporativa y SEND

Prácticamente todos los segmentos de los mercados mundiales de Deuda Corporativa han visto reducciones generalizadas de los tipos de interés y fuertes volúmenes de emisión. A pesar de ello, las admisiones en los mercados de BME han experimentado una nueva reducción, en línea con lo que ha venido ocurriendo en los últimos años, con un volumen de nuevas emisiones de 86.232 millones de euros en el período enero-noviembre de 2014, que representa una caída del 24,8% respecto al mismo período del pasado año. La negociación también desciende un 11% hasta los 1,04 billones en el conjunto de los once primeros meses.

En un momento en el cual gran número de compañías españolas, algunas de ellas por primera vez, están emitiendo Deuda Corporativa, las razones del bajo volumen de contratación y admisiones hay que buscarlas en el proceso de deslocalización de las emisiones que se viene produciendo en España. Este desplazamiento hacia otros mercados está causando un serio deterioro en el mercado español de Deuda Corporativa a pesar de los profundos cambios normativos que se han producido en las condiciones de acceso.

En la plataforma electrónica de negociación de Renta Fija para particulares, SEND, la negociación efectuada hasta noviembre se eleva a 2.123 millones de euros, con un decrecimiento del 11,8% respecto al pasado año.

---

## Futuros y Opciones

El mercado de Opciones y Futuros de BME, MEFF, ha negociado en el año 2014 hasta noviem-

bre un volumen de contratos ligeramente por encima de los 50 millones, un 3,8% más que en el mismo período del año anterior. La volatilidad ha permanecido estable en términos generales respecto al año 2013 con picos localizados en octubre y diciembre.

El incremento del volumen negociado en el año 2014 viene marcado por la negociación de Futuros y Opciones sobre IBEX 35 y es un reflejo tanto de la recuperación de la economía y la Bolsa española como de la creciente popularización de la gestión pasiva de carteras apoyada en los ETFs sobre el índice español. La negociación de Futuros sobre IBEX 35 crece hasta noviembre un 24% respecto al mismo período del año pasado y la negociación de las Opciones sobre IBEX 35 enlaza ya tres años de fuerte recuperación y aumenta un 47% en 2014

La normalidad ha sido la tónica en el funcionamiento del mercado tras los cambios en su estructura llevados a cabo en 2013. Recordar que por exigencias de la nueva regulación europea de mercados de valores e instrumentos financieros se separaron las actividades de Mercado y las de Cámara de Compensación, Liquidación y Contrapartida. MEFF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados se quedó con la actividad de Mercado y la recientemente creada BME Clearing se hizo cargo de la actividad de Cámara.

---

## Derivados sobre electricidad

MEFFPower es el servicio de BME para el mercado de la electricidad, prestado a través de BME Clearing, que permite compensar a través de una Cámara de Contrapartida Central las operaciones de derivados sobre producción eléctrica española. Desde junio 2014 la actividad de la cámara se lleva a cabo con el apoyo del servicio de registro ("Trade Registration") del mercado MEFF con carácter previo al proceso de compensación en la cámara. La base de entidades operadoras ha aumentado un 34% en 2014 hasta alcanzar los 78 participantes actuales.

En cuanto a actividad, se ha consolidado el crecimiento durante 2014 con un volumen registrado que asciende a 32 TWh. Este volumen representa el 12% del consumo de electricidad en España. El número de operaciones registradas en 2014 ha aumen-

tado un 15% hasta las 4.486. La posición abierta alcanza un volumen de 3,6 TWh a final de noviembre de 2014, con un crecimiento del 54% respecto al cierre de 2013.

## Cámara de Contrapartida Central para repos

También entre los servicios de cámara de contrapartida central proporcionados por BME Clearing se encuentra MEFFREPO que desempeña este servicio para repos de Deuda Pública. A finales de 2014 cuenta con 27 entidades participantes y ha alcanzado volúmenes medios mensuales superiores a los 93.000 millones de euros en el año. El saldo vivo medio de operaciones no vencidas en las que MEFFREPO actúa de contrapartida ha descendido ligeramente por debajo de los 25.000 millones de euros.

## REGIS-TR: registro para derivados

La presión regulatoria sobre los instrumentos derivados negociados en todo el mundo ha seguido siendo muy intensa en 2014 con la pretensión de encauzar la negociación de estos productos hacia mercados organizados y su liquidación a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCPs) así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados Trade Repositories, para todo tipo de derivados especialmente aquellos derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Las reformas persiguen mitigar el riesgo sistémico mejorando la gestión del riesgo, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia.

Con la entrada en vigor de la obligación del reporte de operaciones de derivados sobre todo tipo de activos financieros a un registro recogida en la regulación europea EMIR, inició su operativa en enero REGIS-TR, el registro europeo (Trade Repository) desarrollado conjuntamente por BME y la Bolsa Alemana tras recibir la autorización de ESMA, el supervisor europeo de mercados de valores.

El servicio ha tenido una excelente aceptación en la mayoría de los países de la Unión Europea, con más de 800 clientes al inicio de la obligación

de reportar. En España, la gran mayoría de entidades financieras y no financieras han optado por utilizar REGIS-TR como Repositorio dado que la prestación del servicio a través de las infraestructuras de BME representa una garantía para muchas de ellas. Durante este primer año de operaciones, las operaciones reportadas a REGIS-TR han superado la cifra de 1.300 millones.

## Iniciativas legislativas

Las reformas legislativas de carácter estructural para hacer frente a la situación económica que atraviesa España han mantenido en 2014 el ritmo de los últimos años.

Especial relevancia han tenido las leyes relacionadas con el apoyo a las empresas tanto de reciente creación como aquellas ya existentes que se enfrentan a dificultades financieras. El grueso de la normativa conocida como Ley de Emprendedores (Ley 14/2013) entró en vigor en el año y ya en octubre se aprobó la Ley 17/2014 de medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, que modifica la Ley Concursal. La reforma aprobada trata de garantizar la supervivencia de sociedades que han acumulado una carga financiera excesiva pero que son viables desde un punto de vista operativo, mediante un sistema ordenado y equilibrado de acuerdos con los acreedores y un abanico más amplio de fórmulas de refinanciación.

Al cierre del año se encuentra en la etapa final de su trámite parlamentario la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial cuyo objetivo es facilitar flujos de financiación alternativos a los bancarios para las Pymes. Entre las principales medidas que se regulan está la de facilitar el tránsito de las empresas entre el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el mercado principal de la Bolsa española cuando se den determinadas circunstancias que puedan hacerlo aconsejable. También esta Ley regula el establecimiento, por primera vez en España, de un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, crowdfunding en el argot internacional.

El 14 de Noviembre entró en vigor la Ley de entidades de Capital Riesgo y otras de inversión colectiva de tipo cerrado. También tiene como objetivo favorecer nuevas fuentes de financiación directa

para las empresas flexibilizando en régimen financiero de las entidades de capital-riesgo.

Probablemente la legislación aprobada de mayor calado y con mayor impacto futuro en el ámbito financiero es la conocida como reforma fiscal. Publicada el 28 de noviembre en el BOE, se ha estructurado en tres normas: la Ley 26/2014, que modifica la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes; la Ley 27/2014, del Impuesto sobre Sociedades y Ley 28/2014, que modifica el Impuesto sobre el Valor Añadido y adopta otras medidas tributarias y financieras.

La entrada en vigor de este nuevo marco en enero de 2015 supone una modificación muy sustancial de la fiscalidad de las rentas del trabajo y el ahorro en España. Entre las novedades destacan la rebaja progresiva de tipos, la unificación del tratamiento de las plusvalías, la supresión de la exención en el IRPF por dividendos, la modificación del tratamiento de los derechos de suscripción preferente y, ya en el

ámbito de la financiación empresarial, la limitación de importes deducibles por costes de endeudamiento y el incentivo al incremento de fondos propios.

En el ámbito de los mercados de valores la novedad más relevante ha sido, después de un largo periplo de negociaciones y debates, la aprobación el 3 de julio por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Directiva 2014/65/UE conocida como MIFID II, y el Reglamento 600/2014 o MIFIR. Las normas constituyen el nuevo marco de requisitos aplicables en la Unión Europea a las empresas de Servicios de Inversión y a los mercados regulados de valores e instrumentos financieros. La reforma no será de aplicación hasta el 3 de enero de 2017.

También en 2014, para todo el ámbito de la UE, ha entrado en vigor el Reglamento 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores y los depositarios centrales de valores que abre a la competencia las funciones que prestan estas entidades: registro central de emisiones, liquidación y custodia. ■

# Entorno económico y panorama general

Dudas y crecimiento desigual en el mundo. Empeoran ligeramente las expectativas con tensiones geopolíticas relevantes. Las condiciones financieras mejoran con primas de riesgo a la baja y tipos de interés a largo plazo en mínimos históricos. España se apunta de nuevo al crecimiento tras un proceso de numerosas reformas y con la creación de empleo y la reducción de la deuda y el déficit público como objetivos de fondo, prioritarios y permanentes. La recuperación de la inversión es clave en todo el proceso.

**E**l balance del año 2014 para los mercados de valores españoles ha sido positivo en los pilares fundamentales que justifican su actividad: negociación, liquidez y financiación. En las tres parcelas se han anotado cifras que son récords históricos facilitando con ello la valoración ordenada y transparente de los activos cotizados y la asignación oportuna de recursos a operaciones corporativas que, en último término, habilitan procesos de inversión fundamentales para apoyar el crecimiento de la economía.

Paralelamente este buen nivel de actividad ha estado acompañado por dos resultados de signo contrario para los inversores. El positivo es un nuevo máximo histórico en el importe conjunto de los dividendos satisfechos a sus accionistas por las empresas cotizadas. El menos bueno es la evolución errática de los precios de mercado muy afectados, principalmente desde el mes de junio, por el progresivo deterioro de las expectativas económicas mundiales, en especial para el núcleo central de la Eurozona, para Japón y las grandes economías emergentes. En este contexto, al cierre de este informe, el IBEX 35 registra un crecimiento anual del orden del 5% que es superior en casi 6 puntos si incorporamos el efecto de los dividendos.

Antes de entrar en la concreción de los datos de actividad de la Bolsa española es interesante comentar los factores positivos y negativos que parecen determinantes para explicar el titubeante discurrir de las cotizaciones en 2014. A priori, en un entorno de progresiva estabilización del sector financiero; de condiciones monetarias mayoritariamente expansivas con tipos de interés de largo plazo en mínimos históricos (1,85%);

con la prima de riesgo española 100 puntos básicos por debajo de hace un año y 500 menos que en dos años, el euro depreciándose frente al dólar (-10% en el año); el petróleo un 30% más barato que hace 12 meses; y el crecimiento económico afianzando su tendencia positiva, parecería sensato esperar que los índices bursátiles españoles mostraran aumentos más robustos que los que presentan. Pero, sin duda, a día de hoy las incertidumbres están pesando más en el ánimo de los inversores, tal como se ha demostrado en la segunda parte del año en curso, con episodios esporádicos e intensos de aumentos de la volatilidad de los precios producidos sobre un dato de fondo anual bastante reducido y estable.

---

## En la recta final del año se imponen las cautelas

En los últimos cuatro meses, ciertas dudas sobre la fortaleza del crecimiento económico en Europa, Japón, China y los países emergentes se han sumado a un escenario de persistentes bajas tasas de inflación en entornos económicos donde la expansión monetaria debería tirar con más fuerza en sentido opuesto. La demanda no está respondiendo a los estímulos monetarios con el vigor esperado, especialmente la que tiene que ver con la inversión. Las cautelas han ganado peso en los últimos meses ante la expectativa de que el influjo negativo sobre el crecimiento del producto de volúmenes de endeudamiento público y privado aun generalizada-

mente muy elevados, prolonguen sus efectos contractivos más tiempo del esperado. Tensiones geopolíticas relevantes como es el conflicto de soberanía en Ucrania con el conjunto de sanciones impuestas al comercio con Rusia desde la UE, el agravamiento de las tensiones en el mundo árabe o el amplio descontento social expresado en diferentes zonas del mundo (Europa, Brasil, México, Hong Kong,...) con las formas de gobernanza política dominantes, también han promovido más prudencia en unos mercados que han convivido con el simultáneo y acelerado descenso de los precios del petróleo y del euro frente al dólar desde el verano.

Por otro lado, aún no están claros los efectos del desacoplamiento entre el signo expansivo en retirada de la Reserva Federal norteamericana y la decisión del BCE de ampliar el espectro de acciones orientadas a conseguir que los flujos de inversión y financiación a la economía vuelvan a circular con normalidad tras tantos años de obstrucción. En todo caso, estos comportamientos reflejan, en cierta medida, el reconocimiento por parte de las mismas autoridades monetarias de que el ritmo de crecimiento de las economías no parece suficientemente consolidado y existe riesgo de estancamiento crónico y muy baja inflación durante un período largo. También otros países y áreas económicas han aplicado medidas monetarias expansivas para frenar el enfriamiento relativo de sus economías (China) o para tratar de vencer la deflación y el estancamiento (Japón). El temor a un enfriamiento generalizado de la economía mundial y a un posible escenario deflacionario provocó, durante algunas semanas del mes de octubre, tensiones en los mercados de deuda mundiales que fueron superadas por la confianza que han seguido demostrando los inversores hacia las políticas practicadas por los Bancos Centrales.

## El FMI rebaja ligeramente sus previsiones para 2014 y los próximos años

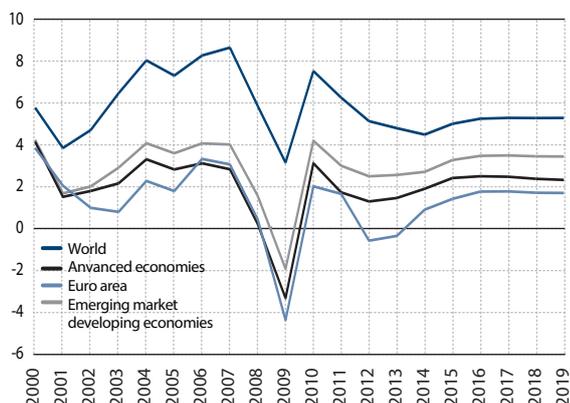
En este contexto, el FMI procedió en octubre a revisar a la baja sus estimaciones y proyecciones de crecimiento del volumen de comercio y PIB mundial para los próximos años. Las mejores expectativas se conceden a Estados Unidos donde el aumento del PIB para 2014 se cifra en un 2,2%, media décima más que lo proyectado en abril, y para 2015 se estima un 3,1%. Por el contrario, para la zona del Euro se calculan aumentos anuales del 0,8% y el 1,3% del PIB para este año y el próximo, con recortes de cercanos a tres décimas en cada ejercicio respecto a las previsiones de abril. Las rebajas más sensibles son para Alemania (cinco décimas menos en 2014) e Italia que, según el Fondo, seguirá un año más en recesión con un descenso del producto del 0,2% para 2014. También se han rebajado con fuerza las expectativas para Brasil a quien se le concede una estimación de crecimiento del PIB para 2014 que es un punto porcentual inferior a lo que se esperaba en abril: 0,3% frente a 1,3%.

Las proyecciones del FMI, hasta casi el final de esta década, muestran un estancamiento en las tasas de crecimiento del PIB esperado en las economías emergentes y en desarrollo, mientras son ligeramente descendentes en las economías avanzadas con algo más de pendiente negativa en la Eurozona donde Alemania e Italia son las que salen peor paradas, mientras España, junto a Francia, recoge expectativas algo más positivas aunque no muy vigorosas.

Sigue en página 16

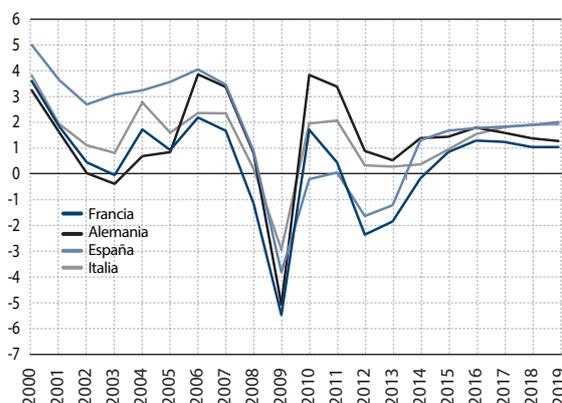
### PIB MUNDIAL

PRECIOS CONSTANTES. % VARIACIÓN ANUAL. FUENTE: FMI (WEO OCT 2014)



### PIB EUROZONA

PRECIOS CONSTANTES. % VARIACIÓN ANUAL. FUENTE: FMI (WEO OCT 2014)



## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL FMI (OCTUBRE 2014)

|   | Real        |             | Proyecciones |            |
|---|-------------|-------------|--------------|------------|
|   | 2012        | 2013        | 2014         | 2015       |
| <b>Crecimiento PIB (%)</b>                              |             |             |              |            |
| <b>Producto mundial</b>                                 | 3,4         | 3,3         | 3,3          | 3,8        |
| <b>Economías avanzadas</b>                              | 1,2         | 1,4         | 1,8          | 2,3        |
| Estados Unidos  | 2,3         | 2,2         | 2,2          | 3,1        |
| Japón   | 1,5         | 1,5         | 0,9          | 0,8        |
| Reino Unido   | 0,3         | 1,7         | 3,2          | 2,7        |
| <b>Eurozona</b>   | <b>-0,7</b> | <b>-0,4</b> | <b>0,8</b>   | <b>1,3</b> |
| Alemania  | 0,9         | 0,5         | 1,4          | 1,5        |
| España  | -1,6        | -1,2        | 1,3          | 1,7        |
| <b>Economías en desarrollo de Asia</b>                  | 6,7         | 6,6         | 6,5          | 6,6        |
| <b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b> | 5,1         | 4,7         | 4,4          | 5,0        |
| América Latina y Caribe                                 | 2,9         | 2,7         | 1,3          | 2,2        |
| China   | 7,7         | 7,7         | 7,4          | 7,1        |
| India   | 4,7         | 5,0         | 5,6          | 6,4        |

| <b>Volumen de COMERCIO (% anual)</b> | <b>2,9</b> | <b>3,0</b> | <b>3,8</b> | <b>5,0</b> |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|

| <b>Importaciones</b>                             |     |     |     |     |
|--|-----|-----|-----|-----|
| Economías avanzadas                              | 1,2 | 1,4 | 3,7 | 4,3 |
| Economías de mercados emergentes y en desarrollo | 6,0 | 5,3 | 4,4 | 6,1 |
| <b>Exportaciones</b>                             |     |     |     |     |
| Economías avanzadas                              | 2,0 | 2,4 | 3,6 | 4,5 |
| Economías de mercados emergentes y en desarrollo | 4,6 | 4,4 | 3,9 | 5,8 |

| <b>Precios al consumidor (% anual)</b>                    |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|
| <b>Economías avanzadas</b>                                | 2,0        | 1,4        | 1,6        | 1,8        |
| Estados Unidos  | 2,1        | 1,5        | 2,0        | 2,1        |
| Japón   | 0,0        | 0,4        | 2,7        | 2,0        |
| Reino Unido   | 2,8        | 2,6        | 1,6        | 1,8        |
| <b>Eurozona</b>   | <b>2,5</b> | <b>1,3</b> | <b>0,5</b> | <b>0,9</b> |
| Alemania  | 2,1        | 1,6        | 0,9        | 1,2        |
| España  | 2,4        | 1,5        | 0,0        | 0,6        |
| <b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b> | 4,7        | 4,7        | 4,1        | 4,2        |
| <b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>   | 6,1        | 5,9        | 5,5        | 5,6        |

|                                      | Real        |             | Proyecciones |             |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|                                      | 2012        | 2013        | 2014         | 2015        |
| <b>Tasa de paro (% pobl. Activa)</b> |             |             |              |             |
| <b>Economías avanzadas</b>           | 8,0         | 7,9         | 7,3          | 7,1         |
| Estados Unidos                       | 8,1         | 7,4         | 6,3          | 5,9         |
| Japón                                | 4,3         | 4,0         | 3,7          | 3,8         |
| Reino Unido                          | 8,0         | 7,6         | 6,3          | 5,8         |
| <b>Eurozona</b>                      | <b>11,3</b> | <b>11,9</b> | <b>11,6</b>  | <b>11,2</b> |
| Alemania                             | 5,5         | 5,3         | 5,3          | 5,3         |
| España                               | 24,8        | 26,1        | 24,6         | 23,5        |

| <b>Balanza por Cta. Crrte. (% s/PIB)</b>                  |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|
| <b>Economías avanzadas</b>                                | -0,1       | 0,4        | 0,3        | 0,2        |
| Estados Unidos  | -2,9       | -2,4       | -2,5       | -2,6       |
| Japón   | 1,0        | 0,7        | 1,0        | 1,1        |
| Reino Unido   | -3,8       | -4,5       | -4,2       | -3,8       |
| <b>Eurozona</b>   | <b>1,4</b> | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> |
| Alemania  | 7,4        | 7,0        | 6,2        | 5,8        |
| España  | -1,2       | 0,8        | 0,1        | 0,4        |
| <b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b> | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 1,1        |

| <b>Déficit Público en % s/PIB</b> |             |             |             |             |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Economías avanzadas</b>        | -5,8        | -4,3        | -3,9        | -3,1        |
| Estados Unidos                    | -8,6        | -5,8        | -5,5        | -4,3        |
| Japón                             | -8,7        | -8,2        | -7,1        | -5,8        |
| Reino Unido                       | -8,0        | -5,8        | -5,3        | -4,1        |
| <b>Eurozona</b>                   | <b>-3,7</b> | <b>-3,0</b> | <b>-2,9</b> | <b>-2,5</b> |
| Alemania                          | 0,1         | 0,2         | 0,3         | 0,2         |
| España                            | -10,6       | -7,1        | -5,7        | -4,7        |

| <b>Deuda pública bruta en % s/PIB</b> |             |             |             |             |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Estados Unidos                        | 102,5       | 104,2       | 105,6       | 105,1       |
| Japón                                 | 237,3       | 243,2       | 245,1       | 245,5       |
| Reino Unido                           | 89,1        | 90,6        | 92,0        | 93,1        |
| <b>Eurozona</b>                       | <b>92,9</b> | <b>95,2</b> | <b>96,4</b> | <b>96,1</b> |
| Alemania                              | 81,0        | 78,4        | 75,5        | 72,5        |
| España                                | 84,4        | 92,1        | 98,1        | 101,1       |

Viene de página 14

## El empeoramiento de los datos de actividad de Alemania, arrastra a la Eurozona

Observando el caso alemán parece que las causas de la reducción de sus tasas de crecimiento económico actuales y esperadas tiene más que ver con el deterioro de sus vastos mercados de exportación (especialmente en su salida hacia el este de Europa, la atonía de los mercados interiores de las economías del euro y los emergentes latinoamericanos) que con sus equilibrios económicos fundamentales, todos ellos muy positivos. En los últimos meses los datos de producción industrial, exportaciones y confianza de los inversores alemanes muestran debilidad, acordes con un crecimiento prácticamente nulo del PIB en el tercer trimestre de 2014.

Este empeoramiento del cuadro de actividad de la locomotora europea hunde sus raíces en el aumento del riesgo de que a pesar de la fuerte expansión monetaria, el peso de la deuda y de los programas de consolidación de las finanzas públicas en la mayoría de las economías de la Eurozona prolongue sus negativos efectos sobre la demanda de consumo y la inversión más allá de lo esperado. Las persistentes bajas tasa de inflación aumentan la percepción de este riesgo que, confrontado con el diferente momento de ciclo económico y monetario que registra Estados Unidos, ha impulsado los pasados seis meses una fuerte depreciación del euro frente al dólar desde niveles de 1,40 a finales de marzo hasta la relación de 1,24 que fijaban los mercados al inicio de diciembre.

## Reactivar la inversión en Europa para propiciar la creación de empleo

La mayoría de los analistas creen que la pérdida de valor del euro contra el dólar continuará en 2015 favoreciendo los mercados de exportación europeos pero de forma insuficiente para compensar el lastre de la falta de actividad interior. Europa, especialmente la zona euro, afronta el difícil reto de conjugar el envejecimiento de su población y la sostenibilidad de su estructura de bienestar con medidas que fomenten la creación de empleo es decir, básicamente inversión. Desde el FMI se reclama que tal vez habría que empezar a relajar algo la presión sobre el estrechamiento del déficit público y las ganancias de competitividad vía descensos salariales en aquellos países envueltos en duras reformas y ajustes durante los últimos años para permitir que el consumo y la inversión tomen el impulso que aún no muestra. A pe-

## DUDAS EN EL IBEX 35. EL PRECIO DEL PETRÓLEO CAE Y EL EURO SE DEPRECIA FRENTE AL DÓLAR



sar de las reticencias alemanas, la Comisión Europea ha recogido el guante y ha lanzado un programa de apoyo a la inversión que pretende movilizar cerca de 315.000 millones de euros entre 2015 y 2017 principalmente destinados a proyectos de los sectores de transporte y energía. Se trata, en esencia, de la creación de un Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas combinado con medidas para canalizar proyectos y recursos vinculados a los mismos, toda vez que se eliminan obstáculos regulatorios para favorecer a la UE como destino de inversión. Con 8.000 millones de la UE y 5.000 del BEI más un programa de avales públicos, el Plan prevé suscitar el interés del capital privado y captar para sus fines cerca de 270.000 millones de euros (un 85% del importe anunciado).

## Pasado, presente y futuro de las tasas de inversión y ahorro en el mundo

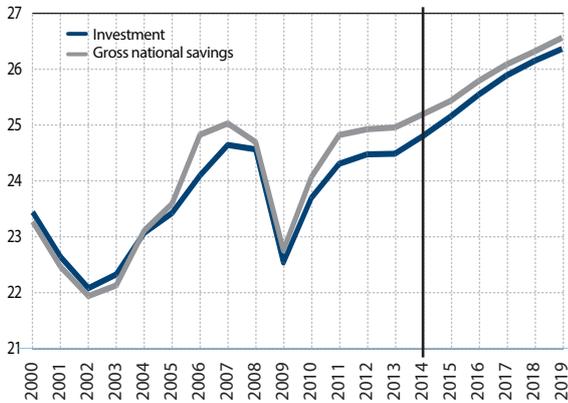
Según datos del FMI la inversión en la Eurozona ha caído 5 puntos de PIB desde 2007 hasta hoy (desde el 23% al 18%) frente a 3 puntos en el conjunto de Economías Avanzadas y un nivel similar a 2007 (25%) en el conjunto del mundo dónde el peso de

Sigue en página 18

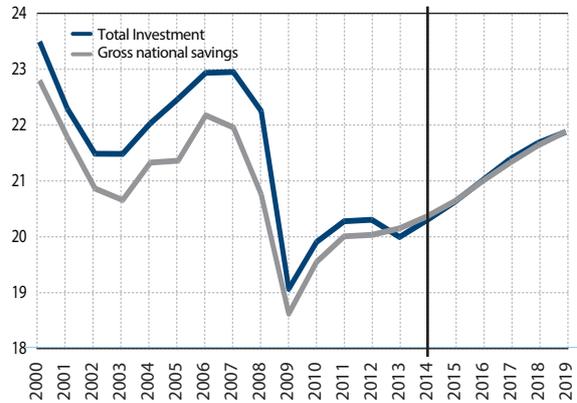
# INVERSIÓN Y AHORRO NACIONAL BRUTO EN EL MUNDO (% s/PIB)

DATOS, ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DEL FMI. OCTUBRE 2014.

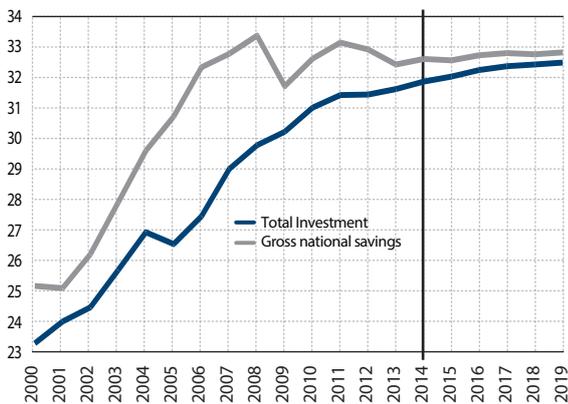
## MUNDO



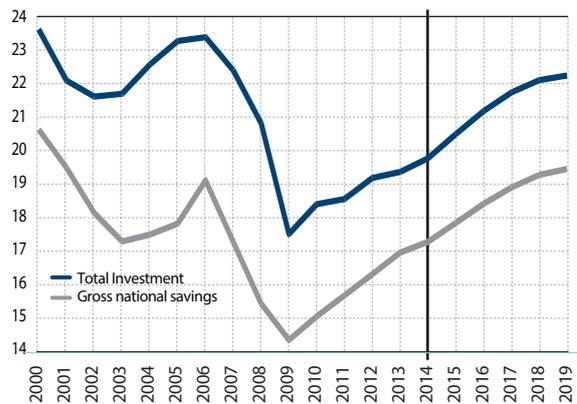
## ECONOMÍAS AVANZADAS



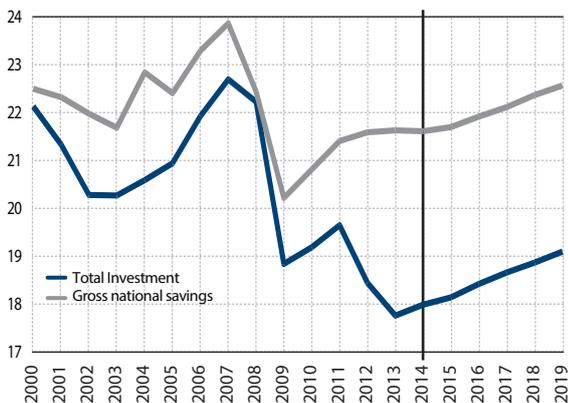
## EMERGENTES Y EN DESARROLLO



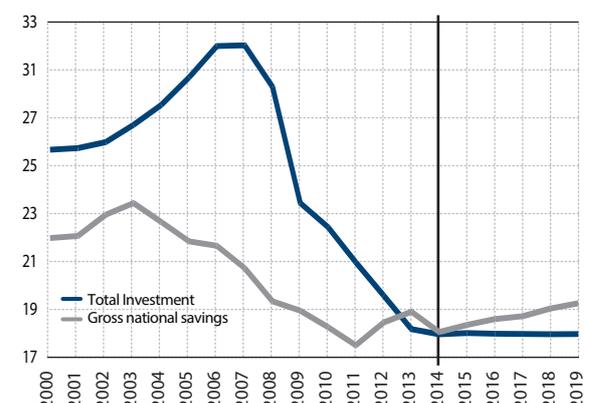
## ESTADOS UNIDOS



## EUROZONA



## ESPAÑA



## VUELVE LA CONFIANZA A ESPAÑA: PRIMA DE RIESGO VS IBEX 35 (2011-2014)



Viene de página 16

► Las Economías Emergentes y en Desarrollo (lideradas por China) ha sido decisivo en este periodo con un aumento de 4 puntos de su tasa de inversión sobre el PIB (del 28% al 32% y casi 10 puntos más que al inicio del siglo). En este tiempo la tasa de ahorro nacional bruto sobre PIB ha caído 2 puntos en la zona euro (del 24% al 22%) y en las Economías Avanzadas, se ha mantenido en el 25% en el mundo y también estable en torno al 32,5% en el área Emergente. El proceso de deterioro de los niveles de inversión y ahorro se detuvo en 2009 en el conjunto de países desarrollados (con el tirón de Estados Unidos) pero no así en la Eurozona dónde si se produce, en ese momento, un punto de inflexión al alza en el ahorro pero no en el grado de inversión que hasta este mismo año no ha mostrado signos de recuperación.

Desde 2009 hasta hoy en Estados Unidos se ha producido un repunte de 2 y 3 puntos en sus tasas relativas de inversión y ahorro, respectivamente, mientras las proyecciones del FMI marcan un aumento adicional de algo más de 2 puntos en cada indicador desde ahora hasta el final de la década. Algo parecido ocurre con el total mundial, si bien en este caso la aportación de las Economías Emergentes se prevé que sea sólo ligerísimamente creciente pero desde las altas tasas que ya presenta. No ocurre así en el núcleo central de la economía europea dónde la previsión es que la inversión aumente su peso en el PIB hasta 2019 aproximadamente 1 punto y lo mismo ocurre con el ahorro nacional.

### El lastre de la deuda y algunas opciones para mitigar sus efectos

Por tanto, en un contexto europeo dónde la política monetaria favorece la movilidad de recursos y las tasas de ahorro privado se están recuperando razonablemente bien desde 2009, parece que se proyectan escenarios dónde los incrementos de actividad económica generen excedentes que mayormente se sigan destinando a saldar deudas, tanto en el sector privado como, especialmente, en el público. Unas deudas que, a su vez, se ven encarecidas por el tono decreciente de las tasas de inflación. Un escenario poco proclive a la inversión dónde, desaparecido por tiempo indefinido el vigor de la inversión pública, habrá de ser el sector privado el que muestre su capacidad para acelerar procesos de desendeudamiento y cambiar el signo de las proyecciones. En la consecución de este cambio a mejor se inserta el Plan de Inversión comentado anteriormente. También, en este dilema, Alemania y su abultado nivel de ahorro nacional respecto a la inversión (capacidad económica para liderar procesos expansivos de oferta y demanda), tiene una de las llaves que algunos expertos reclaman que use para, en último término, reactivar su demanda interna y ayudar a incrementar el ritmo de creación neta de empleo, verdadero talón de Aquiles de muchas economías europeas.

## España y la sensible mejora de su cuadro macroeconómico enfrenta retos importantes

Esta dinámica pasada y futura de los procesos de inversión y ahorro se reproduce en España con mayor profundidad. España ha perdido entre 2007 y 2014 cerca de 13 puntos de inversión relativa al PIB (de 31% a 18%), mientras la tasa equivalente correspondiente al ahorro nacional bruto perdió 3,5 puntos hasta 2011 (de 21% a 17,5%) y ha recuperado 1 desde entonces hasta ahora. Las proyecciones del FMI hasta 2019 señalan un estancamiento del nivel de inversión en relación al PIB y un aumento del orden de 2 puntos de PIB del ahorro.

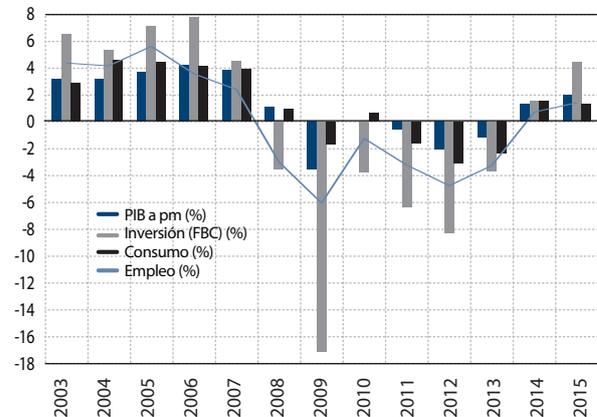
Sin duda, no son buenas perspectivas para España y su imperiosa necesidad de generar empleo a un ritmo superior al de sus socios europeos. Sin embargo, en 2014 podemos decir que la economía española ha vuelto al crecimiento. Y lo hace con las condiciones necesarias, aunque no suficientes, para crecer en los próximos años más deprisa que el resto de economías de la Eurozona. Así, además, lo avalan las previsiones y estimaciones de un amplio conjunto de analistas y así también parece percibirlo el capital extranjero que durante el año ha entrado con decisión a participar en negocios españoles. La mejor noticia en lo económico para España en 2014 es que vuelve a fluir la confianza hacia el país y el indicador más relevante y de mayor consenso de este hecho es la prima de riesgo medida por el diferencial del bono español a 10 años con el alemán: se acercaba en los primeros días de diciembre a los 100 puntos básicos cuando hace un año estaba en 230 y hace dos y medio cerca de 630.

### Recuperación de la actividad

El tercer trimestre de 2014 ha sido ya el quinto consecutivo en el que el PIB español creció, dejando atrás una larga travesía de descensos. Para el conjunto del año la previsión de crecimiento de consenso es del 1,3% y del 2% para 2015. Lo más positivo del dato es que se consigue con aumentos simultáneos para cada uno de los años del 2% y el 2,1% en el Consumo de los Hogares y del 1,5% y el 4,4% en la Formación Bruta de Capital (inversión). Cede la aportación exterior por el aumento de las importaciones derivado del mayor dinamismo de la actividad interior. No obstante, la prolongación de las tendencias descendentes del cambio euro/dólar (depreciación) y el precio del petróleo, podrían mejorar incluso el cuadro macroeconómico en 2015 favoreciendo las exportaciones y rebajando la alta factura energética de nuestra economía.

## PIB, INVERSIÓN, CONSUMO Y EMPLEO EN ESPAÑA. VARIACIÓN ANUAL (%) EN TÉRMINOS REALES

FUENTE: INE. (CONTABILIDAD NACIONAL BASE 2010) Y PREVISIONES PGE 2014 Y 2015.



La mejora del escenario macroeconómico se completa con datos de creación de empleo del orden del 0,8% en 2014 y el 0,7% en 2015, precios al consumo contenidos, equilibrio en la balanza por cuenta corriente y previsible cumplimiento de los objetivos de déficit público comprometidos. En términos microeconómicos el traslado de esta renovada senda de mejoría económica está siendo, como habitualmente, más lento, pero ya los indicadores de producción y confianza de la industria mejoran (con algún altibajo) mes tras mes y la venta de turismos acumula 15 meses consecutivos de aumento.

### Debilidades y fortalezas de fondo

Si intentamos evaluar las posibilidades de afianzarse en este nuevo ciclo de crecimiento es importante empezar por las restricciones del modelo al que nos enfrentamos y que constituyen hoy realidades cuantificables que minoran potencial en tres ámbitos generadores de impulso muy importantes: el elevado nivel de deuda, el descenso de actividad en Europa (nuestro principal destino exportador) y un ecosistema empresarial excesivamente atomizado que coarta sus posibilidades de crecimiento, financiación y expansión. Por el contrario, España cuenta también hoy con tres grandes fortalezas para dinamizar el nuevo tiempo de mejoras: la reestructuración y saneamiento de su sector bancario, el creciente potencial de la actividad basada en impulsos del exterior de sus empresas apoyado por sus elevadas ganancias de competitividad en los últimos años y un sector inversor extranjero que a lo largo de 2014 ha mostrado de muchas maneras disposición a participar activamente en esta nueva etapa.

## Convivir con el peso de la deuda: mejora la del sector privado

Entre el conjunto de desequilibrios financieros acumulados por la economía española, el excesivo endeudamiento de las empresas y del sector público tie-

ne especial relevancia por cuanto supone un freno a la recuperación de la inversión y por consiguiente a la recuperación del empleo, este último sin ninguna duda el problema más acuciante de la economía española en el momento actual y en el futuro próximo. La buena noticia es que ese endeudamiento se está reduciendo paulatinamente (empresas no financieras y familias lo han

## Reducción de la deuda y cambios en la estructura de financiación de las empresas españolas

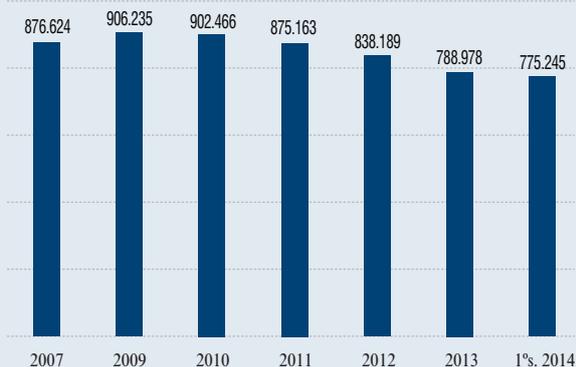
El endeudamiento del sector privado no financiero español se ha reducido en 5 años en 425.000 millones de euros, equivalente a 40 puntos de PIB. Este proceso, que continúa y potenciará sus efectos positivos a medida que se recuperen los márgenes

empresariales, avanza paralelo a un cambio en la estructura de financiación de las compañías dónde ganan peso recursos de capital y deuda negociados en mercados de valores. Así está ocurriendo en las cotizadas españolas.

El desendeudamiento del sector privado no financiero español, que incluye las empresas no financieras y las familias, continúa produciéndose a buen ritmo. De acuerdo con las Cuentas Financieras de la economía española correspondientes al 2º Trimestre de 2014, los dos sectores en conjunto han reducido su endeudamiento financiero en 425.000 millones de euros desde los niveles máximos alcanzados al cierre de 2009 en el caso de las familias y de 2010 en el caso de las empresas no financieras cuya reducción se cifra en más de 300.000 millones de euros. En términos de PIB, esta reducción de familias y empresas supone más de 40 puntos. Por el contrario, son las Administraciones Públicas las que están siguiendo una trayectoria contraria y su endeudamiento, de acuerdo con las cifras armonizadas oficiales publicadas por la Comisión Europea y el Banco de España, ha aumentado desde el 54% del PIB en 2009

### ENDEUDAMIENTO HOGARES ESPAÑOLES

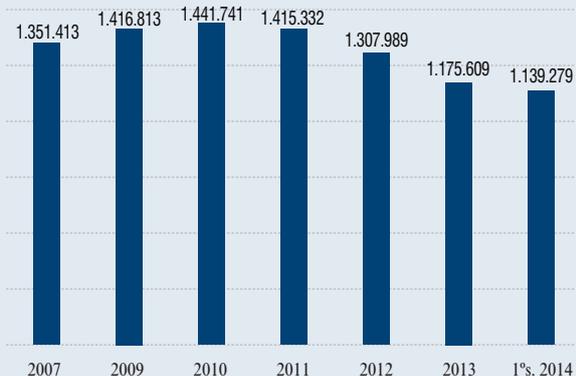
INCLUYE PRÉSTAMOS EN EL PASIVO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS. (MILLONES DE EUROS)



Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España

### ENDEUDAMIENTO EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

INCLUYE EMISIONES DE DEUDA Y PRÉSTAMOS EN EL PASIVO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS. (MILLONES DE EUROS)



Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España

### ESPAÑA: ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO (%PIB). DATOS OFICIALES



Fuente: European Commission (DG II) y Banco de España

reducido ya en 425.000 millones de euros en cerca de 3 o 4 años) y que los excedentes de ahorro que no se aplican a reducir deuda encuentran un sector bancario mejor preparado para canalizarlo adecuadamente hacia proyectos de inversión y unos mercados de valores cuyas cifras de actividad (recogidas a lo largo de este informe) demuestran su capacidad para apoyar decisivamente el

crecimiento empresarial y la financiación de sus necesidades operativas de muy diversas maneras (OPVs, OPSs, ampliaciones, emisión de deuda, MAB, MARF,...).

En este conjunto también es buena noticia la intención del BCE de mantener su política monetaria en expansión por cuanto ello abunda en la reducción general de los costes de endeudamiento. Esto ha sido notable

hasta el 96,3% del PIB al cierre del segundo trimestre de 2014, unos 42 puntos de PIB.

Entre el conjunto de desequilibrios financieros acumulados por la economía española, el excesivo endeudamiento de las empresas tiene especial relevancia por cuanto supone un freno a la recuperación de la inversión y por consiguiente a la recuperación del empleo, este último sin ninguna duda el problema más acuciante de la economía española en el momento actual y en el futuro próximo.

A pesar de los alentadores resultados que muestran las cifras de reducción del endeudamiento empresarial en los últimos años, la vulnerabilidad de las empresas españolas es elevada como consecuencia del impacto de la crisis en la rentabilidad de las empresas. De acuerdo con un reciente estudio de Maudos y Guevara titulado "El endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis", el problema se plantea cuando el peso de la deuda y sus gastos financieros es excesivo en comparación con la capacidad de las empresas para hacerles frente, tanto para amortizar la deuda como para pagar sus intereses. Los datos que

manejan, referidos a 2012, muestran que la deuda de las empresas españolas equivale a 9 veces su margen de explotación frente a valores de 5,8 en Alemania o 7,7 veces en Francia. También las empresas españolas dedican un elevado porcentaje de su margen de explotación a pagar gastos financieros frente a porcentajes mucho más reducidos en otros países europeos. La recuperación de la rentabilidad se está produciendo de manera paulatina y en el segundo trimestre de 2014 aumenta un 4,7% el resultado económico bruto respecto al año anterior, frente a la caída del 5% en 2013. La recuperación de los márgenes está produciendo la mejora de los ratios de deuda/margen de explotación y de gastos financieros/margen de explotación que explican la reducción de la debilidad y vulnerabilidad financiera de las empresas españolas no financieras que, en cualquier caso, todavía representa una rémora para la recuperación de la inversión.

### LOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA, ESPECIALMENTE VISIBLES EN LAS COTIZADAS

En paralelo a esta ardua trayectoria de recuperación de la rentabilidad y reducción de la vulnerabilidad se están produciendo cambios importantes en la estructura financiera de las empresas españolas. De acuerdo con el mencionado estudio de Maudos y Guevara, publicado por la Fundación BBVA, mientras la deuda total de las empresas no financieras españolas se ha reducido un 18% desde su nivel máximo en 2008 hasta 2013, los recursos propios han aumentado un 16% en el mismo período, de forma que se ha reducido la ratio de endeudamiento.

#### EVOLUCIÓN DEL PASIVO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35

MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 Y 2013



\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 25 compañías de las que ha sido posible desglosar datos

Fuente: Servicio de Estudios BME

#### ENDEUDAMIENTO CON ENTIDADES DE CRÉDITO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS IBEX 35

MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 Y 2013



\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 25 compañías de las que ha sido posible desglosar datos

Fuente: Servicio de Estudios BME

en 2014 dónde el Tesoro español ha podido financiarse en los mercados con mucha solvencia y a los tipos más reducidos de la historia contemporánea española.

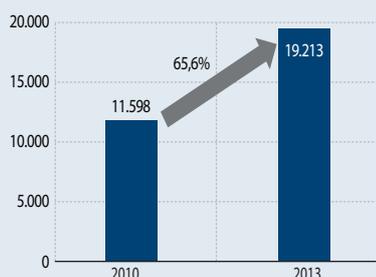
## Reestructuración y recapitalización de la banca: objetivo prácticamente cumplido

No es arriesgado decir que a día de hoy España está inmersa en un conjunto de reformas creíbles y se ha conducido, cuando no erradicado, la mala sintonía de al-

gunos indicadores económicos básicos. Para consolidar el crecimiento lo primero que era necesario era contar con un sector financiero saneado y suficientemente capitalizado. Los resultados de la banca en los recientes test de estrés europeos y las cuentas de explotación que presentan en 2014 demuestran que ese camino está ya prácticamente recorrido. Esta condición era imprescindible para aspirar a aprovechar la mejora de las condiciones de financiación que alienta la política monetaria mantenida por el BCE y que los imprescindibles flujos de crédito y financiación a la economía suministrados por la banca tomen el impulso necesario. En este aparta-

### FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE OBLIGACIONES Y VALORES A CORTO PLAZO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS IBEX 35

MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 Y 2013



\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 25 compañías de las que ha sido posible desglosar datos

Fuente: Servicio de Estudios BME

La intensidad de este proceso de cambio en la estructura de financiación de las empresas españolas es visible con más detalle a través de las variaciones en los pasivos financieros de las grandes compañías, aquellas que cotizan en Bolsa. De acuerdo con datos obtenidos por el Servicio de Estudios de BME a partir del análisis de la estructura del pasivo financiero de 25 compañías no financieras integrantes del IBEX 35 entre los años 2010 y 2013, los recursos propios, el capital de las compañías, aumentaron un 3,6% en el período, mientras la financiación ajena total con coste se redujo un 7,4%.

Es precisamente dentro de esta financiación ajena con coste donde los cambios estructurales son más significativos, la financiación bancaria a largo plazo cayó un 34,6% en los tres años reseñados y la financiación bancaria a corto plazo lo hizo un 36,7% (-35,4% en conjunto). Por el contrario, la financiación de mercado a largo plazo a través de instrumentos de Renta Fija aumentó un 8,7% y la financiación de mercado a corto plazo a través de

### FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE OBLIGACIONES Y VALORES NEGOCIABLES A CORTO PLAZO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX MEDIUM CAP

MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 Y 2013



\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 25 compañías de las que ha sido posible desglosar datos

Fuente: Servicio de Estudios BME

instrumentos del mercado de capitales aumentó en un porcentaje muy superior. Así, y partiendo de cifras bajas en 2010, la financiación ajena a través de instrumentos de renta fija a largo plazo aumentó un 110% y la obtenida mediante productos de renta fija a corto plazo subió un 959%.

El hecho de que hablemos de un colectivo de empresas españolas muy específico y privilegiado, grandes y medianas empresas cotizadas en el mercado bursátil, obligan a extremar la prudencia a la hora de evaluar hasta qué punto este comportamiento es extrapolable al conjunto del tejido empresarial español, caracterizado por la dimensión reducida de las empresas. No obstante, si consideramos esta tendencia como un proceso deseable para reducir riesgos derivados de la excesiva dependencia de una única fuente de obtención de recursos, lo sucedido en el caso de las cotizadas es un ejemplo claro de las ventajas que encuentran las compañías en el mercado bursátil a la hora de flexibilizar su estructura de financiación.

instrumentos de renta fija se disparó un 65,6%.

Si ampliamos el análisis a las 18 compañías no financieras seleccionadas del índice bursátil IBEX MEDIUM CAP, que engloba a compañías de menor dimensión que las que forman parte del IBEX 35, los cambios en las relaciones de las masas de pasivos financieros con coste son aún más significativos. En este caso, y también entre 2010 y 2013, la financiación bancaria a corto y largo plazo creció ligeramente, un 7,3%, pero la conseguida median-

do, la reducción del endeudamiento de las familias y el aumento de su riqueza financiera suman en positivo en la balanza de sectores potencialmente originarios de corrientes de ahorro dirigidos a cualquier tipo de inversión. Son todos ellos factores muy positivos para el futuro del grueso mayoritario de PYMES que integran nuestro sector empresarial. Con más y más baratas alternativas de financiación muchas podrán centrar su atención con más celo en la expansión y la oportunidad de sus negocios.

### Sector empresarial no financiero: ampliación de mercados y mejora progresiva. Cambios necesarios y mecanismos de apoyo.

El segundo factor importante para afianzar el crecimiento económico español es contar con un tejido empresarial privado con proyectos adecuados y solventes, mercados de venta con suficiente masa crítica y entornos de financiación con costes y alternativas adaptados a sus necesidades. Un primer paso era frenar el proceso de desaparición de empresas y, de nuevo, en 2014 se ha producido un cambio positivo en este tema. Según el Baremo Concursal que periódicamente elabora PwC, en los primeros nueve meses del año se registraron 4.766 concursos de empresas, lo que supone un 27% menos que en el mismo período del año anterior, cuando el número de concursos alcanzó la cifra de 6.543 insolvencias en España. Ya son cuatro trimestres consecutivos de descensos en este capítulo.

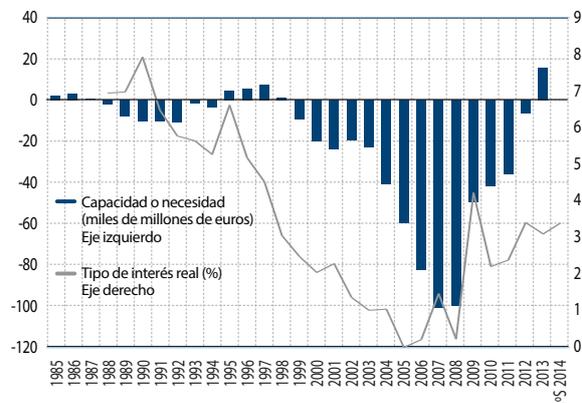
En cuanto a los mercados dónde actúan las empresas españolas hay datos muy positivos. El informe "España goes global", también de PwC, sitúa a España como el quinto país del mundo en internacionalización, medida ésta por el volumen de su comercio exterior más inversiones directas que equivalen al 166% del PIB. Según dice el trabajo en los últimos 20 años hemos pasado de cero a 2.500 multinacionales y en los últimos 10 años las compañías españolas con filiales en el extranjero han crecido un 66%.

Con números de las compañías españolas cotizadas, en la actualidad las 85 empresas de distintos tamaños incluidas en algún índice de la familia de IBEX promedian un volumen de cifra de negocio en el exterior que representa el 64% del total. Este porcentaje era del 24% hace dos décadas y del 46% hace tan sólo 7 años.

Instaurados en esta realidad más global de los negocios el reto más difícil del ecosistema empresarial español para atraer inversión y crecimiento es de más largo recorrido. Se trata de aumentar el tamaño medio de nuestras empresas y remodelar la orientación sectorial de los proyectos empresariales para hacerlos menos dependientes de los ciclos y más adaptados a los

### CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA FRENTE AL RESTO DEL MUNDO VS TIPO DE INTERÉS REAL

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACIÓN PROPIA



tipos de demanda actuales. En este sentido la Agenda para el fortalecimiento del sector industrial en España presentada en septiembre por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, es un Plan compuesto por 10 líneas básicas de actuación de ámbito nacional e internacional, dónde se integran 97 medidas concretas y transversales a implementar con el objetivo de cambiar el modelo productivo español, favoreciendo su competitividad y aumentando su contribución al PIB de una manera sostenida.

### Financiación, inversión extranjera, mercados y confianza. Relaciones fructíferas.

Una parte importante de las líneas de actuación, objetivos y medidas propuestas en la Agenda están muy correlacionadas con el creciente peso que están ganando los mercados de valores como herramientas trascendentales para aumentar las alternativas de financiación de las empresas, su tamaño, el impulso a la internacionalización de sus negocios y el relanzamiento de la economía y el empleo. Como se muestra en este Informe las Bolsas han servido nuevamente en 2014 para canalizar ingentes recursos económicos a multitud de empresas de muy diferentes maneras y en estos procesos la participación del inversor extranjero, propietario del 40% del capital de las cotizadas españolas, ha sido relevante y creciente. Durante el año las cifras de inversión extranjera neta en cartera han aumentado sin pausa y grandes fortunas e inversores no residentes (Gates, Soros, Paulson, Pymco, Fidelity...) han entrado a formar parte del capital de compañías de diversos sectores. Tal

## ESCENARIO MACROECONÓMICO PARA ESPAÑA 2014-2015

VARIACIÓN ANUAL (%) SALVO INDICACIÓN

|                                      | 2014               |                               |  |   | 2015               |                               |  |   |
|--------------------------------------|--------------------|-------------------------------|--|---|--------------------|-------------------------------|--|---|
|                                      | FMI (octubre 2014) | Comisión Europea (otoño 2014) | Presupuestos Generales del Estado 2015 | Consenso analistas españoles (noviembre 2014) (1) | FMI (octubre 2014) | Comisión Europea (otoño 2014) | Presupuestos Generales del Estado 2015 | Consenso analistas españoles (noviembre 2014) (1) |
| <b>Cuadro macroeconómico</b>         |                    |                               |  |   |                    |                               |  |   |
| <b>PIB</b>                           | <b>1,3</b>         | <b>1,2</b>                    | <b>1,3</b>                             | <b>1,3</b>  | <b>1,7</b>         | <b>1,7</b>                    | <b>2,0</b>                             | <b>2,0</b>  |
| Consumo de los Hogares               | 2,0                | 2,0                           | 2,0                                    | 2,0   | 1,6                | 2,1                           | 2,1                                    | 1,9   |
| Consumo público                      | 0,0                | 0,4                           | 0,2                                    | 0,3   | -0,4               | -1,0                          | -1,0                                   | 0,0   |
| FBCF                                 |                    | 1,1                           | 1,5                                    | 0,8   |                    | 4,2                           | 4,4                                    | 3,5   |
| Bienes de Equipo                     |                    | 8,8                           |  | 8,4   |                    | 7,1                           |  | 6,9   |
| Construcción                         | -5,9               | -3,8                          |  | -3,9  | -0,3               | 1,8                           |  | 1,2   |
| Demanda nacional                     | 1,3                | 1,5                           | 1,4                                    | 1,4   | 1,2                | 1,7                           | 1,8                                    | 1,8   |
| Exportaciones                        | 4,1                | 3,8                           | 3,6                                    | 4,2   | 5,5                | 4,9                           | 5,2                                    | 5,1   |
| Importaciones                        | 4,2                | 4,8                           | 4,4                                    | 4,9   | 4,5                | 5,1                           | 5,0                                    | 5,2   |
| Saldo exterior (contrib. PIB) (1)    |                    |                               | -0,1                                   |   |                    |                               | 0,2                                    |   |
| <b>Otros Indicadores</b>             |                    |                               |  |   |                    |                               |  |   |
| Empleo                               | 0,8                | 0,7                           | 0,7                                    | 0,8   | 0,8                | 1,1                           | 1,4                                    | 1,5   |
| Tasa de Paro (% s/ población activa) | 24,6               | 24,8                          | 24,7                                   | 24,5  | 23,5               | 23,5                          | 22,9                                   | 23,0  |
| Coste Laboral Unitario               |                    | 0,5                           | 0,2                                    | 0,1   |                    | 0,9                           | 0,4                                    | 0,5   |
| IPC (media anual)                    | 0,0                | -0,1                          |  | 0,0   | 0,6                | 0,5                           |  | 0,7   |
| Saldo B. Pagos c/c (% PIB)           | 0,1                | 0,5                           | 0,9                                    | 0,5   | 0,4                | 0,7                           | 1,1                                    | 0,8   |
| <b>Saldo AA.PP (% PIB)</b>           | <b>-5,7</b>        | <b>-5,6</b>                   | <b>-5,5</b>                            | <b>-5,6</b>                                       | <b>-4,7</b>        | <b>-4,6</b>                   | <b>-4,2</b>                            | <b>-4,5</b>                                       |
| <b>Deuda pública bruta (% PIB)</b>   | <b>98,6</b>        | <b>98,1</b>                   | <b>97,6</b>                            |   | <b>101,1</b>       |                               | <b>100,3</b>                           |   |

Fuente: FUNCAS. (1) Fuente: Panel de previsiones de FUNCAS

vez, las entradas más significativas, por lo que pueden estar indicando para la economía española, son las que han protagonizado en compañías relacionadas con la explotación de activos inmobiliarios (todas SOCIMIs, excepto Hispania). A pesar de la crisis, las Actividades Inmobiliarias aún aportan un 11% de la estructura del PIB desde el punto de vista de la oferta. Poner en explotación el inmenso stock inmobiliario español es muy importante para dinamizar el consumo, la inversión y el empleo también de otros sectores auxiliares.

En definitiva, revisando el actual cuadro macroeconómico español se constata que hay un claro cambio

positivo en el ciclo. La recuperación de la inversión, que tímidamente marcan ya los indicadores, es clave para consolidarla y aumentar el nivel de empleo de la economía. En este ámbito las proyecciones del FMI no son buenas. Sin embargo el dinamismo en la actividad de los mercados de valores suele guardar una estrecha correlación con la generación de procesos de inversión. En este sentido, los buenos datos de negociación y financiación a la economía registrados en 2014 en el mercado de valores español pueden estar señalando perspectivas mejores para la inversión que las que algunos expertos manejan hoy. ■

# Resultados empresariales

El 68% de las sociedades cotizadas mejora sus resultados en el año aunque el importe agregado se mantiene casi como en 2013. El beneficio de las compañías industriales cae un 5,5% y el de los bancos sube un 4,6%. La posición financiera y la estructura de financiación son más sólidas que hace un año. La facturación exterior sigue creciendo en las 85 empresas de los índices IBEX y la banca española supera con holgura los test de estrés europeos.

**E**n el año 2014 las empresas cotizadas en el mercado continuo de la bolsa española mantienen, a nivel agregado, un volumen de actividad y de beneficios muy similares al pasado año: los ingresos de explotación retroceden un 0,55% y el beneficio un 1,07%. Hay grandes discrepancias en la evolución mostrada por las cuentas de las distintas compañías pero cada vez es mayor el número de sociedades que ven mejorar su resultado. Medido sobre igual periodo del año anterior son cerca de un 68% las compañías que ven mejorar los resultados del periodo (76 de 111) frente al 64% a junio (72 de 113) y un 55% al cierre del primer trimestre.

El sector exterior continúa siendo un soporte fundamental en el sostenimiento de la actividad empresarial y, en parte, está compensando la caída sufrida por los ingresos derivados de las ventas realizadas en el mercado interior pese a la incipiente recuperación de la demanda interna y a la debilidad de las monedas de los países emergentes frente al euro. Son mayoría las empresas que obtienen parte de sus ingresos en el exterior y en muchas de ellas es una parte significativa. Con datos al cierre del primer semestre del año la aportación del sector exterior a la cifra total de facturación, para las 111 empresas contempladas alcanzó el 61,89% de los ingresos por venta, porcentaje muy similar a las cifras del conjunto del año 2013 y un

punto porcentual más que el dato registrado por estas mismas empresas a junio del pasado año. En el colectivo integrado por las empresas del IBEX 35 este porcentaje alcanza casi el 64%. También es importante para el mantenimiento del empleo, sobre todo en una situación como la actual ya que, en conjunto, estas compañías dan empleo a 1,73 millones de personas. Asimismo, en el ejercicio las empresas han continuado con el proceso de fortalecimiento de sus balances.

## El beneficio agregado cede pero el de las integrantes del IBEX 35 sube un 3,1%

Tras el fuerte aumento registrado el pasado año de 2013, el agregado de los beneficios después de impuestos y minoritarios, generados por las compañías domesticas cotizadas<sup>(1)</sup> en el mercado principal de la bolsa española durante los nueve meses de 2014 se eleva a 21.637, un 1,07% menos que en igual periodo del pasado año.

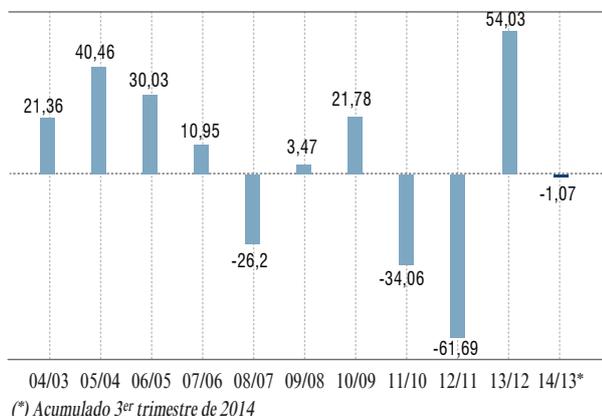
Sin duda, han sido las grandes compañías las que han tirado de los resultados del periodo, aportan el 98% de la cifra global de beneficios. Las empresas que integran el IBEX 35, en conjunto, han obtenido un beneficio de 21.356 millones de euros, un 3,1% más que un

### Nota:

(1) En las cifras globales no hemos considerado la información referida a Axia, Hispania, Lar, Merlín y Pescanova al no disponer de la información correspondiente al año 2013. Tampoco las de la Seda de Barcelona, Indo, Service Points, Fergo Aisa ni Nyesa. En Inditex, Adolfo Domínguez, C.V.N.E. y eDreams los datos corresponden a su primer semestre.

## COMPAÑÍAS COTIZADAS: EVOLUCIÓN ANUAL DEL RESULTADO NETO

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



año atrás. En este colectivo, el porcentaje de compañías que aumentan beneficios es superior al conjunto: 73,5%. Estas compañías presentan una evolución más homogénea y solo una arroja números rojos. No ocurre igual en las compañías de mediana y pequeña capitalización con grandes diferencias entre ellas, mientras que unas compañías salían de los números rojos alguna, principalmente por operaciones ajenas a las actividades propias de la compañía, aumentaba considerablemente las pérdidas.

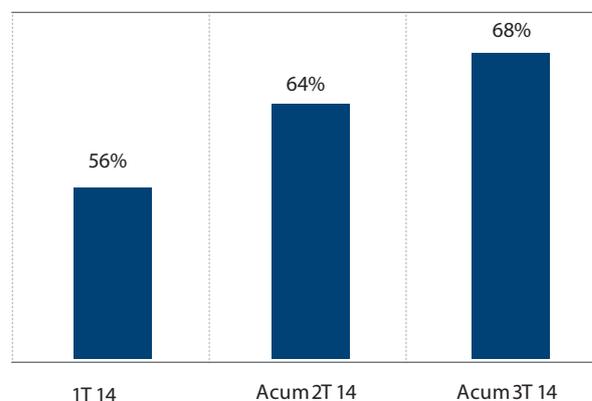
Las compañías industriales y de servicios, incluidas las inmobiliarias, han aportado a la cifra global de beneficios 12.199 millones, un 5,58% menos que en igual periodo del pasado año; las entidades bancarias lo han hecho en 8.264 millones, un 4,63% más y los restantes 1.175 millones han sido generados por las Compañías de Seguros y las Sociedades de Cartera y Holding.

## Sector no financiero: operaciones extraordinarias amplían la caída del beneficio desde el 1% al 5,5%

A nivel agregado, las compañías industriales y de servicios han facturado 267.996 millones de euros, un 1,19% menos que en igual periodo del pasado año. Las políticas de optimización de recursos y contención de costes implementada por las empresas en estos años de crisis quedan reflejadas en la evolución del resultado bruto de explotación, cae algo menos que los ingresos, retrocede un 1%. Han sido operaciones ajenas al normal desarrollo de las actividades propias de las compañías las que han hecho retroceder el saldo final de la cuenta de resultados un 5,58%.

## EVOLUCIÓN DEL Nº DE SOCIEDADES ESPAÑOLAS COTIZADAS QUE MEJORAN EL RESULTADO EN 2014 (HASTA SEPTIEMBRE)

DATOS EN % SOBRE LAS 111 COMPAÑÍAS DE LA MUESTRA



## Las entidades bancarias: aumenta el beneficio un 4,63% mientras que el margen básico lo hace en un 1,88% por las menores dotaciones

Los resultados de la evaluación global a la que recientemente se han sometido 130 entidades bancarias de 19 países de la zona euro, entre las que se encontraban 15 españolas, han puesto de manifiesto que el proceso de reestructuración de los intermediarios bancarios nacionales llevado a cabo en los últimos años ha dado su fruto y nuestras entidades, actualmente, cuentan ya con unos balances prácticamente saneados y una buena posición de solvencia. Prueba de ello es que solo una de las quince entidades españolas examinadas no superó, por dos décimas, el mínimo de capital requerido en una de las tres fases. Situación que ya ha resuelto tras realizar una ampliación de capital. Las catorce entidades que sí pasaron la evaluación cubrieron con holgura los mínimos exigidos en todas las fases del examen.

El ejercicio se está desarrollando en un contexto de ligera recuperación de la economía española, apoyada en una progresiva normalización de las condiciones de financiación, el mantenimiento de niveles de confianza y una favorable evolución del mercado laboral, circunstancias que están favoreciendo cierta recuperación de nuevas operaciones crediticias.

Consecuencia de ello es que los ingresos básicos, esto es, la suma del margen de intereses (la diferencia entre lo cobrado por los créditos y lo pagado por los depósitos) y las comisiones han alcanzado los 55.973 millones de euros, un 1,88% más que a septiembre del pasado año. El margen de intermediación muestra un avance del 2,8, evolución que da a las cuentas solidez y recurrencia ya

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

DATOS ACUMULADOS EN LOS 9 PRIMEROS MESES DE CADA EJERCICIO. MILLONES DE EUROS Y %.

|   | Cifra de negocios (1) |                   |               | Beneficio neto   |                  |               |
|---|-----------------------|-------------------|---------------|------------------|------------------|---------------|
|   | 3º T. 2013            | 3º T. 2014        | Variación     | 3º T. 2013       | 3º T. 2014       | Variación     |
| Petróleo y Energía                          | 94.333,64             | 93.455,77         | -0,93%        | 6.922,41         | 6.667,75         | -3,68%        |
| Materiales Básicos Industria y Construcción | 70.284,31             | 70.602,85         | 0,45%         | 1.031,42         | 956,82           | -7,23%        |
| Bienes de Consumo                           | 16.823,95             | 17.527,67         | 4,18%         | 1.549,82         | 1.461,38         | -5,71%        |
| Servicios de Consumo                        | 40.491,75             | 41.385,65         | 2,21%         | 653,16           | -474,28          | *             |
| Servicios Financieros e Inmobiliarios       | 57.801,20             | 59.298,97         | 2,59%         | 8.019,38         | 9.543,59         | 19,01%        |
| Tecnología y Telecomunicaciones             | 48.443,83             | 44.114,82         | -8,94%        | 3.694,64         | 3.482,23         | -5,75%        |
| <b>TOTAL</b>                                | <b>328.178,68</b>     | <b>326.385,73</b> | <b>-0,55%</b> | <b>21.870,83</b> | <b>21.637,49</b> | <b>-1,07%</b> |

(1) La cifra de negocios de las entidades bancarias corresponde al Margen de intereses. No incluyen los datos de La Seda de Barcelona, Pescanova, Indo, Service Points, Axia, Hispania, Fergo Aisa, Nyesa, Lar y Merlin.

que es reflejo de una cierta reactivación del negocio típicamente bancario como es el de la intermediación.

Los costes de explotación, siguiendo la tendencia de los últimos años, se han reducido un 4,65% respecto a septiembre del pasado año. Es el resultado lógico del proceso de reestructuración desarrollado por las entidades que les ha llevado a reducir tanto el número de empleados como el de oficinas y les ha hecho ganar en eficiencia.

Asimismo, tras los fuertes saneamiento de los balances que las entidades se vieron obligadas a realizar para dar cumplimiento a la normativa establecida por el Real Decreto Ley 2/2012 de saneamiento del sector financiero y por la Ley 8/2012 sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, los cargos por dotaciones a provisiones y cubrir pérdidas por deterioro del valor de los activos, se han reducido en casi un 16%.

La evolución conjunta de ingresos y costes ha posibilitado que los beneficios, después de impuestos y minoritarios, del conjunto de los bancos cotizados avance un 4,6% en los nueve primeros meses del año en curso.

### Los bancos mantienen el dividendo con scrip que aumentan la base de capital

En este contexto las entidades bancarias han sabido mantener la retribución a sus accionistas al tiempo

que iban cubriendo sus necesidades de capital. Lo han hecho mayoritariamente a través de la fórmula conocida como dividendo opción o scrip dividend. Un mecanismo que se ha visto favorecido por la recomendación del Banco de España para que las entidades bancarias limitaran la retribución a sus accionistas: el pago en efectivo en concepto de dividendos no deberían superar el 25% del beneficio obtenido en el ejercicio.

La primera vez que una entidad española cotizada utilizó el dividendo opción como instrumento para retribuir a sus accionistas fue en octubre de 2009 y precisamente lo protagonizó una entidad bancaria. Desde entonces cinco bancos han recurrido a ella en 44 ocasiones. Ha sido una fórmula de retribución ampliamente aceptada entre los inversores y sólo un 16% del capital ha optado por cobrar en efectivo. Para atender esta modalidad de retribución, las empresas han emitido acciones por un valor de mercado de algo más de 27.500 millones de euros con lo que han conseguido fortalecer su capital.

El esfuerzo para sanear sus balances y fortalecer su estructura de capital ha contribuido a que, a nivel agregado, las entidades bancarias cotizadas hayan recuperado el valor de mercado que tenían antes de la crisis, no en precio pero sí en capitalización. También han ganado en liquidez: los dos principales bancos españoles se encuentran entre los valores más líquidos de la zona euro. ■

## Las cotizadas españolas facturan 62 de cada 100 euros en el exterior

Al cierre del primer semestre de 2014, el porcentaje se acercaba al 66% para las empresas pertenecientes al IBEX Medium Cap y era del 63,6% en el caso de las del IBEX 35.

La salida al exterior de las empresas cotizadas españolas es un proceso irreversible y los ingresos originados fuera están adquiriendo cada vez mayor relevancia. A nivel agregado, durante los primeros seis meses del ejercicio en curso la facturación exterior aportó un 61,89% a los ingresos por venta, un punto por encima que a junio de 2013.

En la primera mitad de 2014 las compañías domesticas cotizadas en el mercado principal de la Bolsa española facturaron 238.656 millones de euros, un 2,84% menos que en igual periodo del pasado año. El sector exterior fue nuevamente un soporte básico en la consecución de esta cifra. En el periodo considerado la facturación interior cayó un 5,23% hasta los 90.951 millones de euros, mientras que la exterior bajó 1,31%, hasta 147.705 millones.

Muchas compañías españolas cotizadas son multinacionales de primera fila con presencia en muy diferentes países lo que ha llevado a que, en la actualidad, una amplia mayoría obtenga parte de sus ingresos en el exterior. De un total de 111 la facturación exterior supera a la interior en más de la mitad de las compañías; en 40 de ellas supone más del 70% del total y en 17 más del 85%. Y no son sólo las empresas más grandes. El agregado de

las compañías que integran el IBEX Medium Cap ha sido en el que la facturación exterior ha alcanzado una mayor significación sobre el total, un 65,49%, mientras que en las grandes empresas del IBEX 35 el peso ha sido del 63,63%. También ha sido el agregado de las compañías integrantes del IBEX Medium Cap el único que ha visto crecer los ingresos derivados de ventas en el exterior.

### DISTRIBUCIÓN POR REGIONES DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2014

EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL

| TOTAL   | Millones de euros | Estructura (%) | 1º S. 14/1º S. 13 (%) |
|---|-------------------|----------------|-----------------------|
| <b>Importe Neto de la Cifra de Negocio (INCN) o Facturación</b> | 238.656           | 100,00         | -2,84%                |
| <b>Mer. Interior</b>  | 90.951            | 38,11          | -5,23%                |
| <b>Mer. Exterior</b>  | 147.705           | 61,89          | -1,31%                |
| <b>U.E.</b>   | 44.552            | 18,67          | -2,35%                |
| <b>OCDE (ex UE)</b>   | 44.521            | 18,65          | 2,17%                 |
| <b>Resto</b>  | 58.632            | 24,57          | -3,04%                |

| MERCADO EXTERIOR     | Millones de euros | Estructura (%) | 1º S. 14/1º S. 13 (%) |
|----------------------|-------------------|----------------|-----------------------|
| <b>Mer. Exterior</b> | 147.705           | 100,00         | -1,31%                |
| <b>U.E.</b>          | 44.552            | 30,16          | -2,35%                |
| <b>OCDE (ex UE)</b>  | 44.521            | 30,14          | 2,17%                 |
| <b>Resto</b>         | 58.632            | 39,70          | -3,04%                |

### SEGMENTACIÓN DE LA CIFRA DE NEGOCIO POR REGIONES Y TAMAÑO DE MERCADO DE LAS EMPRESAS. 1S. 2014

UDS. EN MILLONES DE EUROS Y Nº DE EMPLEADOS

|                               | Importe neto cifra de negocios |                |                  |               |                  |                |
|-------------------------------|--------------------------------|----------------|------------------|---------------|------------------|----------------|
|                               | TOTAL                          |                | Mercado interior |               | Mercado exterior |                |
|                               | 1S 2014                        | 1S 2013        | 1S 2014          | 1S 2013       | 1S 2014          | 1S 2013        |
| IBEX35                        | 203.289                        | 208.781        | 73.944           | 78.160        | 129.346          | 130.621        |
| IBEX MEDIUM CAP               | 12.131                         | 12.163         | 4.186            | 4.317         | 7.945            | 7.846          |
| IBEX SMALL CAP                | 4.202                          | 4.527          | 1.495            | 1.581         | 2.706            | 2.946          |
| RESTO                         | 19.034                         | 20.165         | 11.326           | 11.909        | 7.708            | 8.256          |
| <b>TOTAL SOCIEDADES BOLSA</b> | <b>238.656</b>                 | <b>245.636</b> | <b>90.951</b>    | <b>95.967</b> | <b>147.705</b>   | <b>149.669</b> |

## Las cotizaciones

El IBEX 35 sube por segundo año consecutivo acumulando cerca de un 5% en 2014 y de un 80% desde mínimos de la crisis hace dos años y medio. La incorporación de dividendos al índice mejora sensiblemente estos datos de rentabilidad. La volatilidad se mantiene en niveles reducidos y la capitalización alcanza 1,1 billones de euros. Las cotizadas españolas han aumentado su valor en 324.000 millones desde mediados de 2012.

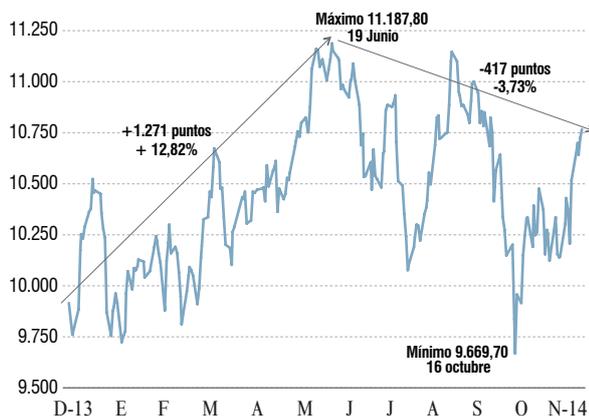
**E**n términos generales, el balance de actividad del 2014 en la Bolsa española ha venido marcado por la estabilidad de las cotizaciones, en un contexto de negociación y financiación crecientes con niveles de volatilidad reducidos.

El ejercicio ha tenido dos partes bien diferenciadas en términos tendenciales de los precios de mercado. El primer semestre del año se saldó con avances importantes en los índices para virar hacia la tendencia opuesta a partir del verano con dudas principalmente globales en el entorno económico y político que aún no se han disipado. El IBEX 35 cerró el primer semestre

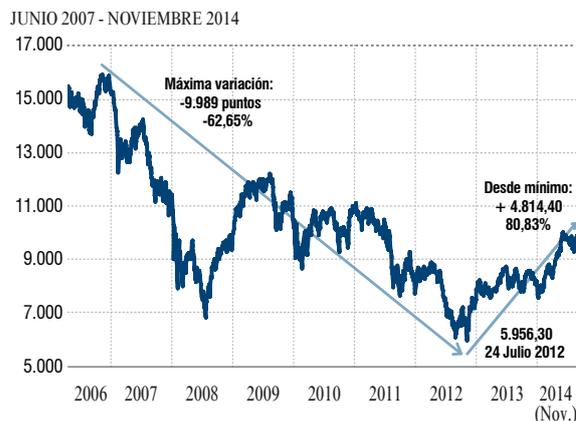
del año con un crecimiento del 12,82% para posteriormente tocar niveles ligeramente por debajo del arranque del ejercicio a mediados de octubre, hasta llegar a estos primeros compases de diciembre con una revalorización que se acerca al 5%.

Durante el primer trimestre del año las cotizaciones, que habían crecido significativamente en 2013 prolongaron con fuerza la escalada durante la primera quincena de enero para corregir súbitamente en la segunda y cerrar el período con sesgo ascendente y una revalorización acumulada del 4,3%. La inestabilidad de algunas economías emergentes y la incerti-

### EVOLUCIÓN DIARIA DEL IBEX 35 EN 2014



### IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE EL IBEX 35



dumbre relacionada con las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania marcaron intensamente el ambiente en este trimestre.

No obstante, tal como ocurrió en la segunda mitad de 2013, en los primeros 90 días del año los mercados de renta variable domésticos siguieron dominados por la intensidad de las compras de acciones impulsadas por la elevada liquidez en los mercados, la apetencia por el riesgo de los inversores y la mejora de las perspectivas sobre la economía nacional. Estos factores positivos continuaron pesando durante el segundo trimestre del año cuando el IBEX 35 vivió su mejor momento al alcanzar su valor más alto en el ejercicio: 11.187,80 puntos el 19 de junio, superando así la anterior cota máxima por encima de los 11.000 que se había registrado el 17 de febrero de 2011. El segundo trimestre se cerró con un ascenso del 5,6%.

En el tercer trimestre los mercados mostraron un comportamiento más heterogéneo debido, fundamentalmente, a varios acontecimientos con efectos aparentemente contrapuestos. La debilidad de los datos macroeconómicos de la zona euro junto con la inestabilidad geopolítica dieron lugar a caídas en las cotizaciones, mientras que las nuevas medidas expansivas adoptadas por el Banco Central Europeo y la mejora de los indicadores económicos nacionales tiraban de la prima de riesgo española hacia abajo incentivando las cotizaciones al alza. Se alternaron así, bruscos ascensos y descensos con predominancia de este último sentido. El IBEX 35 cedió un 0,9% en el período hasta cerca de los 10.750 puntos que es el nivel en torno al cual oscila estos días tras tocar los 9.669 puntos (mínimo anual) el pasado 16 de octubre.

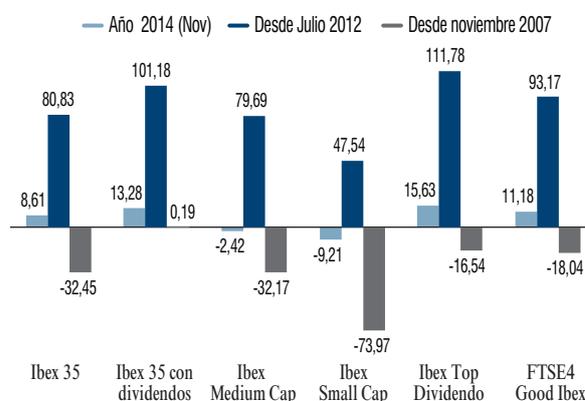
Al cierre de estas líneas el principal índice de referencia de la Bolsa española se revalorizaba alrededor de un 6% en el año, por encima de la mayoría de las plazas bursátiles europeas comparables.

### Los índices de las empresas de mediana y pequeña capitalización más castigados en la segunda mitad del año

La evolución del IBEX MEDIUM CAP durante el año ha sido muy similar a la de su hermano mayor, el IBEX 35, si bien ha sufrido con más rigor el peso de las incertidumbres socioeconómicas de la segunda mitad del ejercicio. Tras anotar un crecimiento del 6,7% en el primer semestre, en la actualidad cede del orden del 3%-4% en términos anuales. No obstante, a pesar de este castigo en los precios, la negociación agregada de las acciones de los valores que compo-

### VARIACIÓN DE ÍNDICES IBEX

DESDE MÍNIMOS (JUL.2012), DESDE MÁXIMOS (NOV. 2007) Y EN 2014



nen el índice ha crecido de forma espectacular a lo largo del año. Hasta octubre ascendía a 20.250 millones de euros efectivos con un aumento del 111% sobre 2013. El importe representaba el 65% del valor de mercado de las 20 empresas que componen el indicador a 30 de noviembre.

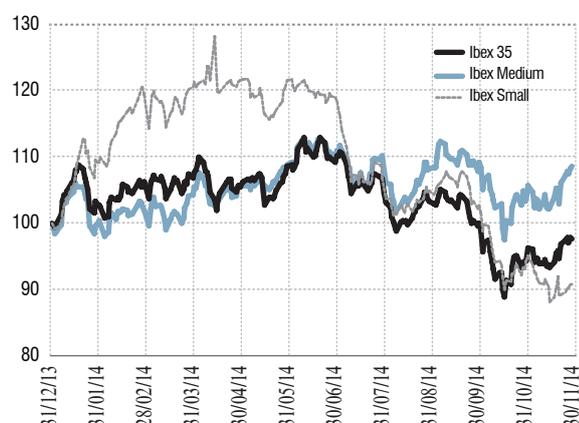
Más errática ha sido la trayectoria de los precios correspondientes a las acciones de los 30 integrantes del IBEX SMALL CAP. Este índice llegó a finalizar el primer semestre de 2014 con un crecimiento del 20,5% (que casi fue del 30% a mediados de abril). Sin embargo, desde ese momento hasta hoy la tendencia ha sido claramente descendente hasta perder alrededor de un 30% en 5 meses y anotar en la actualidad un descenso anual cercano al 10%. Sin embargo, también en este caso es destacado el interés que han mostrado en 2014 los inversores por los títulos de este grupo de compañías de pequeña capitalización del mercado continuo español. Desde enero hasta octubre el volumen negociado por estas compañías, 2.940,20 millones de euros, duplicó casi su valor frente al importe alcanzado en el mismo período del año anterior (1.841,65 millones de euros). Como en el caso de su homólogo el IBEX MEDIUM esta cifra equivalía a casi el 70% del valor de mercado agregado de las empresas que lo componen a 30 de noviembre.

### Las cotizaciones de los sectores mejoran tímidamente y sólo dos superan los niveles anteriores a la crisis de 2007

En relación con la evolución sectorial de las cotizaciones, el análisis de los diferentes epígrafes

## IBEX 35 VS IBEX MEDIUM - IBEX SMALL

AÑO 2014 HASTA NOVIEMBRE. BASE 100: 31/12/2013



de actividad que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) revela el avance positivo de todos ellos. En el acumulado del año destaca la revalorización de los sectores: Petróleo y Energía (19,8%), Tecnología y Telecomunicaciones (8,3%), Servicios de Consumo (7,2%) y Servicios Financieros e Inmobiliarios (7,2%). Este sector que ha tenido revalorizaciones muy elevadas durante los tres primeros meses del año (más del 35% de las compañías experimentó una rentabilidad superior al 20%), en el último trimestre ha tenido un comportamiento mucho más moderado. Dentro del sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios destaca el comportamiento del subsector inmobiliario, que ha experimentado una revalorización del 43,2%. Por debajo de la revalorización media del IGBM se sitúan los sectores de Materiales Básicos, Industria y Construcción (0,7%) y Bienes de Consumo, el único de los sectores que, hasta noviembre, acumula un retroceso del 1,1%.

A pesar de los resultados anuales positivos registrados en la evolución de los índices sectoriales, las cotizaciones bursátiles están todavía por debajo de los niveles anteriores al inicio de la crisis de 2007. Tan sólo dos sectores, Bienes de Consumo y Servicios de Consumo han experimentado una revalorización desde entonces, con un repunte del 109% y del 5% respectivamente. Las cotizaciones de los sectores de Servicios Financieros e Inmobiliarios y de Materiales Básicos, Industria y Construcción que experimentaron los mayores retrocesos durante la crisis, aún están alrededor de un 47% por debajo de sus máximos de 2007. Petróleo y Tecnología también retroceden un cerca de un 33% respecto a los niveles de hace siete años.

Sigue en página 34

## INDICES SECTORIALES Y SUBSECTORIALES DEL ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID

BASE 1000 30 DICIEMBRE 2004 EXCEPTO SERVICIOS DE INVERSIÓN (BASE 1000= 29 DICIEMBRE 2006) Y ENERGÍAS RENOVABLES\* (BASE 1000= 29 DE JUNIO DE 2007)

|                                    | 28-no-<br>viembre-14<br>(valor) | % año<br>2014<br>(nov.) | % año<br>2007/2014<br>(nov.) |
|------------------------------------|---------------------------------|-------------------------|------------------------------|
| <b>IGBM</b>                        | <b>1.090,60</b>                 | <b>7,77</b>             | <b>-33,58</b>                |
| <b>Petróleo y Energía</b>          | <b>1.331,85</b>                 | <b>19,88</b>            | <b>-30,94</b>                |
| Petróleo                           | 996,32                          | -1,47                   | -29,53                       |
| Electricidad y Gas                 | 1.508,16                        | 28,02                   | -29,88                       |
| Agua y Otros                       | -                               | -                       | -                            |
| Energías Renovables                | 509,01                          | 4,81                    | -67,41                       |
| <b>Mat. Básicos Ind. y Constr.</b> | <b>1.181,54</b>                 | <b>0,72</b>             | <b>-47,41</b>                |
| Minerales, Metales y Transfor.     | 1.112,15                        | 8,78                    | -53,39                       |
| Fabric. y Montaje B. de Equipo     | 945,97                          | -18,83                  | -61,62                       |
| Construcción                       | 1.378,03                        | 10,46                   | -38,20                       |
| Materiales de Construcción         | 82,38                           | -37,18                  | -93,47                       |
| Industria Química                  | 51,36                           | -6,53                   | -96,10                       |
| Ingeniería y Otros                 | 2.633,85                        | -11,06                  | -43,67                       |
| Aeroespacial                       | 2.276,42                        | -12,33                  | 122,97                       |
| <b>Bienes de Consumo</b>           | <b>3.638,35</b>                 | <b>-1,13</b>            | <b>109,25</b>                |
| Alimentación y Bebidas             | 1.899,40                        | -0,58                   | 33,66                        |
| Textil, Vestido y Calzado          | 5.134,46                        | -2,29                   | 170,42                       |
| Papel y Artes Gráficas             | 776,00                          | -17,04                  | -40,47                       |
| Prod. Farmacéut. y Biotecnología   | 2.134,46                        | 5,28                    | 11,18                        |
| Otros Bienes de Consumo            | 2.534,48                        | -8,36                   | 69,86                        |
| <b>Servicios de Consumo</b>        | <b>1.277,05</b>                 | <b>7,15</b>             | <b>5,46</b>                  |
| Ocio, Turismo y Hostelería         | 482,22                          | -20,06                  | -58,78                       |
| Comercio Minorista                 | 106,65                          | -14,10                  | -92,61                       |
| Medios comunicación y Publicidad   | 545,82                          | 5,47                    | -42,53                       |
| Transporte y Distribución          | 3.232,23                        | 18,76                   | 186,93                       |
| Autopistas y Aparcamientos         | 1.737,72                        | 11,88                   | 12,56                        |
| Otros Servicios                    | 1.918,96                        | -5,56                   | 29,27                        |
| <b>Serv. Financieros e Inmob.</b>  | <b>795,34</b>                   | <b>7,25</b>             | <b>-49,15</b>                |
| Bancos y Cajas de Ahorro           | 726,06                          | 7,50                    | -50,38                       |
| Seguros                            | 1.762,44                        | -4,60                   | 0,83                         |
| Cartera y Holdiing                 | 1.714,87                        | -3,26                   | -3,84                        |
| Inmobiliarias y Otros              | 196,48                          | 43,47                   | -90,93                       |
| Servicios de Inversión             | 1.060,58                        | 19,27                   | -28,70                       |
| <b>Tecnología y Telecomunic.</b>   | <b>1.056,24</b>                 | <b>8,33</b>             | <b>-34,42</b>                |
| Telecomunicaciones y Otros         | 966,77                          | 10,50                   | -39,89                       |
| Electrónica y Software             | 1.973,16                        | -0,50                   | 28,62                        |

## Comparativa Internacional de Índices Bursátiles

**Un año más en positivo para las bolsas mundiales. EEUU destaca de nuevo. Buen ejercicio para el sector financiero. Las grandes compañías mejor que las medianas y pequeñas y España por encima de la media europea.**

Los índices de ámbito mundial anotaban ganancias entre el 4% y el 8% en 2014 hasta el 1 de diciembre enlazando un año más en positivo tras el brillante ejercicio 2013 en el que subieron entre un 21 y un 26% y el también positivo 2012 (+13%).

Los mercados norteamericanos, a pesar del cambio de sesgo de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal norteamericana, eran los que mostraban un comportamiento más destacado en términos de rentabilidad. El Índice Nasdaq 100, de mercado componente tecnológico, ascendía un 19,4% hasta el 1 de diciembre, el S&P 500 un 11,10% y el Dow Jones un 7,62%.

En Europa, las Bolsas de Bélgica (+12,09%) Suiza (+11,50%), Irlanda (+10,24%) se situaban por encima de las medias mundiales. El IBEX 35 español (+7,62%) quedaba en el rango alto de rentabilidades de los índices mundiales y por encima del Euro Stoxx 50 (+3,99%) y de mercados como Alemania (+4,3%), Italia (+3,70%), Francia (+1,89%). Las Bolsas del Reino Unido (-1,30%), Austria (-11,1%), Portugal (-16,29%) y Grecia (-17,12%), arrojaban en 2014 hasta el 1 de diciembre registros negativos de rentabilidad.

Al igual que en 2013, los Mercados bursátiles emergentes no han tenido un buen año. El MSCI EM subía un leve 3,68% y el índice Latinoamericano FTSE Latibex Top perdía un 7,24%.

### SECTORES

En el ámbito sectorial continuaba el excepcional comportamiento bursátil de los valores tecnológicos norteamericanos que impulsan la rentabilidad positiva por sexto año consecutivo del índice Nasdaq, ya significativamente por encima de los máximos previos al estallido de la crisis alcanzados en noviembre de 2007. Al igual que en 2013, los valores financieros y bancarios tanto europeos como norteamericanos obtenían excelentes registros de rentabilidad. El índice mundial del sector financiero, MSCI World Index Sector Financiero subían un 6,03% hasta el 1 de diciembre, el sectorial de Bancos del S&P 500 tenía un 9,23% de rentabilidad y el grupo de

### RESUMEN DE INDICES BURSÁTILES MUNDIALES

EVOLUCIÓN EN 2014 HASTA EL 1 DE DICIEMBRE (% VARIACIÓN ANUAL)

|   |              |
|---|--------------|
| EEUU NASDAQ 100   | 19,37%       |
| EEUU S&P 500 / Servicios Financieros Diversificados       | 12,98%       |
| Bélgica BEL-20  | 12,09%       |
| Switzerland SMI Fixed                                     | 11,50%       |
| EEUU S&P 500  | 11,10%       |
| Irlanda ISEQ General                                      | 10,24%       |
| EEUU S&P 500 / Bancos                                     | 9,23%        |
| Europa MSCI Europe / Servicios Financieros Diversificados | 8,24%        |
| <b>Mundo MSCI World Large Cap (Grandes Compañías)</b>     | <b>8,01%</b> |
| Mundo MSCI The World Index                                | 7,99%        |
| Japón Nikkei 225  | 7,97%        |
| Mundo MSCI World Mid Cap (Medianas compañías)             | 7,92%        |
| Europa STOXX Europe 600 / Servicios Financieros           | 7,78%        |
| <b>España IBEX 35</b>                                     | <b>7,62%</b> |
| EEUU DJ Industrial Average                                | 7,24%        |
| Mundo MSCI The World Index / Sector Financiero            | 6,03%        |
| Países Islámicos Dj Islamic Market World                  | 5,60%        |
| Europa STOXX Europe TMI Mid (Medianas compañías)          | 5,55%        |
| Holanda AEX   | 5,40%        |
| Europa STOXX Europe TMI Large (Grandes Compañías)         | 5,35%        |
| Mercados Emergentes Asia MSCI EM Asia                     | 5,31%        |
| Alemania DAX 30   | 4,30%        |
| <b>Mundo STOXX Global 1800</b>                            | <b>4,11%</b> |
| <b>Europa Euro STOXX 50</b>                               | <b>3,99%</b> |
| Italia FTSE MIB   | 3,70%        |
| Mercados Emergentes MSCI EM                               | 3,68%        |
| Mundo FTSE World (USD)                                    | 3,58%        |
| Francia CAC 40  | 1,89%        |
| Europa STOXX Europe TMI (Pequeñas Compañías)              | 1,41%        |
| Europa MSCI Europe / Bancos                               | 0,55%        |
| Reino Unido FTSE 100                                      | -1,30%       |
| Noruega OSE OBX   | -2,47%       |
| España IBEX Medium Cap (Medianas Compañías)               | -3,27%       |
| Latinoamérica FTSE Latibex Top                            | -7,24%       |
| España IBEX Small Cap (Pequeñas compañías)                | -10,61%      |
| Austria ATX   | -11,11%      |
| Portugal PSI General                                      | -16,29%      |
| Grecia ATHEX Composite                                    | -17,12%      |

## RATIOS DE EVALUACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS POR MERCADOS

### Ratio PER en diferentes Bolsas mundiales

|               | ESPAÑA       | REINO UNIDO  | ALEMANIA     | ITALIA       | FRANCIA      | EE.UU.       |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| dic-13        | 27,50        | 14,50        | 15,10        | 28,00        | 19,30        | 18,60        |
| <b>oct-14</b> | <b>21,50</b> | <b>14,30</b> | <b>15,80</b> | <b>28,40</b> | <b>18,20</b> | <b>19,30</b> |
| Max 27 años   | 34,90        | 26,10        | 69,00        | 288,90       | 76,30        | 34,60        |
| Mín 27 años   | 6,10         | 6,40         | Neg          | Neg          | 7,00         | 11,30        |
| Media 27 años | 15,68        | 15,05        | 20,93        | 23,15        | 21,33        | 19,86        |

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (octubre 2014)

### Rentabilidad por dividendo en diferentes Bolsas mundiales

|               | ESPAÑA      | REINO UNIDO | ALEMANIA    | ITALIA      | FRANCIA     | EE.UU.      |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| dic-13        | 4,70        | 3,50        | 2,90        | 3,40        | 3,20        | 1,90        |
| <b>oct-14</b> | <b>5,00</b> | <b>3,70</b> | <b>2,80</b> | <b>3,10</b> | <b>3,30</b> | <b>2,00</b> |
| Max 27 años   | 10,60       | 6,00        | 6,30        | 9,00        | 6,40        | 4,00        |
| Mín 27 años   | 1,40        | 2,10        | 1,60        | 1,20        | 1,40        | 1,10        |
| Media 27 años | 3,96        | 3,73        | 2,87        | 3,22        | 3,12        | 2,23        |

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (octubre 2014)

### Ratio Precio / Valor Contable en diferentes Bolsas mundiales

|               | ESPAÑA      | REINO UNIDO | ALEMANIA    | ITALIA      | FRANCIA     | EE.UU.      |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| dic-13        | 1,40        | 2,00        | 1,80        | 0,90        | 1,50        | 2,70        |
| <b>oct-14</b> | <b>1,50</b> | <b>1,80</b> | <b>1,70</b> | <b>1,00</b> | <b>1,40</b> | <b>2,80</b> |
| Max 27 años   | 3,61        | 4,18        | 4,46        | 4,31        | 4,60        | 5,81        |
| Mín 27 años   | 0,80        | 1,20        | 1,00        | 0,60        | 1,00        | 1,50        |
| Media 27 años | 1,89        | 2,26        | 2,02        | 1,72        | 1,96        | 2,86        |

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (octubre 2014)

compañías encuadradas en Servicios Financieros Diversificados tanto europeos (+8,24%) como norteamericanos (+12,98%) subían de forma significativa.

### TAMAÑOS

Por tamaño de las compañías, el año 2014 hasta el 1 de diciembre ha sido mejor para los Blue Chips, las grandes compañías cotizadas: el Índice MSCI World Large Cap subía un 8,01%. Por el contrario las empresas medianas y pequeñas europeas y españolas se han contagiado de la debilidad económica del área euro y el Índice Stoxx Europe de Pequeñas compañías apenas subía un 1,41% mientras los indicadores españoles

de pequeñas y medianas compañías se sitúan en terreno negativo.

### VOLATILIDAD Y RATIOS DE VALORACIÓN

La volatilidad de los precios de las acciones cotizadas en las principales Bolsa mundiales ha permanecido generalmente estable en todas las plazas durante 2014, con predominio de una ligera tendencia descendente. En todos los casos (excepto en Italia) los valores anuales están por debajo de la media histórica entre 2 y 9 puntos porcentuales, tal como se observa en la tabla adjunta.

En cuanto a ratios, el PER sigue siendo ajustado y generalmente igual o algo por debajo de la media histórica de 27 años excepto en las Bolsas

## Comparativa Internacional de Índices Bursátiles

## VOLATILIDAD DE ÍNDICES INTERNACIONALES

|                               | Dow Jones    | Nikkei       | FT-100       | CAC-40       | FTSE MIB     | DAX          | SMI          | IGBM Madrid  | Stoxx 50     | Eurofirst 300 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Año 2010                      | 19,44        | 24,47        | 20,68        | 28,10        | 30,28        | 21,82        | 17,60        | 35,93        | 36,09        | 22,27         |
| Año 2011                      | 25,43        | 28,30        | 25,80        | 34,64        | 40,61        | 34,85        | 25,37        | 34,13        | 34,82        | 27,00         |
| Año 2012                      | 14,18        | 19,09        | 16,56        | 24,62        | 33,38        | 22,41        | 13,30        | 33,11        | 24,65        | 17,47         |
| Año 2013                      | 12,25        | 31,86        | 14,48        | 19,19        | 25,07        | 17,34        | 18,30        | 22,72        | 19,33        | 14,38         |
| <b>Año 2014 (hasta nov)</b>   | <b>16,89</b> | <b>23,69</b> | <b>12,23</b> | <b>17,94</b> | <b>25,83</b> | <b>18,68</b> | <b>13,09</b> | <b>20,83</b> | <b>19,10</b> | <b>14,90</b>  |
| <b>Media histórica (23 A)</b> | <b>19,21</b> | <b>27,43</b> | <b>19,92</b> | <b>24,99</b> | <b>25,76</b> | <b>25,07</b> | <b>20,46</b> | <b>24,08</b> | <b>27,52</b> | <b>22,61</b>  |

italiana y española dónde se sitúa entre 3 y 6 veces por encima.

Respecto a la relación del valor de mercado y el de libros, la ratio sigue siendo muy estrecha en todas las plazas bursátiles desarrolladas. Excepto en Estados Unidos, sus niveles se sitúa por debajo de 2 veces y en todos los supuestos analizados son sensiblemente inferiores a sus promedios históricos.

Por último, en el capítulo de rentabilidad por dividendo (*yield*) la Bolsa española vuelve un año más a liderar el ranking con un 5% anual hasta octubre de 2014. El efecto a largo plazo de los dividendos sobre la rentabilidad de las acciones cotizadas españolas es muy consistente y posiciona muy bien al mercado nacional en el concierto internacional (ver capítulo Dividendos de este Informe).

Viene de página 31

### Se mantiene la importante aportación del dividendo al rendimiento de las acciones

Un año más destacamos la importancia del dividendo y su impacto en el comportamiento de los índices. Los resultados mejoran bastante si se incorporan a la evolución de los precios los elevados dividendos satisfechos en el último quinquenio por el grueso de las cotizadas españolas. En este período el comportamiento del IBEX 35 con dividendos ha sido 30 puntos mejor que el que no los incorpora y si consideramos sólo el último período anual la diferencia positiva es de 5 puntos. Desde los niveles mínimos de precios marcados en julio de 2012 el IBEX con Dividendos se ha revalorizado el 101% y el IBEX 35 un 81%.

Se pone de manifiesto una vez más que 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, tal como se aprecia en el apartado específico relativo a dividendos de este mismo Informe.

### Aumenta la capitalización de la Bolsa y la base accionarial

La subida de las cotizaciones y el aumento de la financiación obtenida por las empresas a través de las ampliaciones han tenido su efecto sobre la capitalización del mercado que, en 2014, ya supera con cierta holgura el billón de euros tras crecer un 6,18% anual al cierre de noviembre.

El crecimiento es superior si aplicamos el foco sobre las empresas españolas cotizadas. La capitalización de este grupo crece en el año un 10% tras hacerlo un 30% en 2013. Esto significa que desde mínimos de la crisis en este capítulo (en mayo 2012 era 337.000 millones de euros) las empresas cotizadas españolas han aumentado su valor en 324.000 millones de euros. En algo más de dos años y medio se ha pasado del mencionado importe mínimo a 661.000 el 30 de noviembre de 2014, una cifra que aún dista 200.000 millones de los 850.000 alcanzados por el valor de mercado de las cotizadas españolas en junio de 2007 y que es su máximo histórico.

Curiosamente en el año 2014 sólo hay un sector, Bienes de Consumo, cuya capitalización retroce-

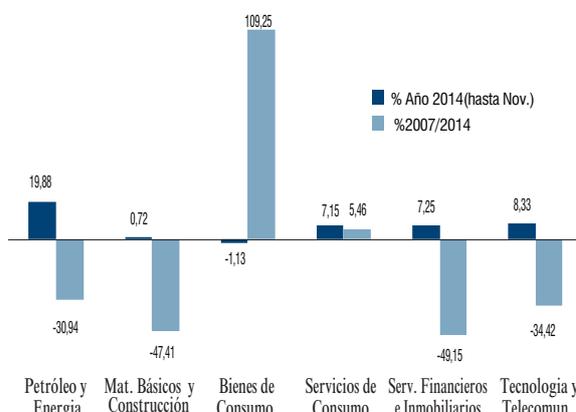
de (cerca de un 2%) y es justo el único que se sitúa hoy por encima de los niveles de hace 7 años, en concreto los supera en 35.000 millones de euros. El resto están todos por debajo siendo el más destacado Petróleo y Energía que se deja en el período 126.000 millones de euros, si bien durante el ejercicio en curso ha recuperado 10.000 millones y 55.000 en dos años y medio. Por su parte, y de la mano de los bancos, el sector Financiero e Inmobiliario ha visto crecer su capitalización este año en 37.000 millones de euros y 141.000 en los últimos 30 meses. En esta agrupación es interesante observar como el subsector Inmobiliario duramente castigado por la crisis con la pérdida del 93% de su valor de mercado, entre su máximo histórico de 51.000 millones en enero de 2007 y su mínimo de la crisis de mayo de 2012 de 3.600 millones, hoy presenta una capitalización de 8.400 millones de euros dónde un peso importante (25%) lo tienen las seis SOCIMIs cotizadas con 2.150 millones.

Por tamaño de las empresas comentar también que las 20 que integran IBEX MEDIUM CAP valían al cierre de noviembre 31.243 millones de euros, a precios de mercado. La capitalización de este conjunto ha crecido en el año un 3,4% y su peso en el total de la Bolsa española es del 4,7%. En cuanto a las 30 empresas que componen el IBEX SMALL CAP y cuyo peso en la capitalización total es del 0,5%, a 30 de noviembre de 2014 presentaban un valor de mercado de 3.580 millones de euros.

En este discurrir temporal de cotizaciones y valor de mercado agregado de las empresas hay que mencionar un elemento de fondo que es importante y merecerá ser objeto de análisis de algunos trabajos. Se trata del fuerte aumento de la base accionarial medida por el número de títulos en circulación. Se-

## EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES SECTORIALES DE LA BOLSA ESPAÑOLA

%VARIACIÓN EN LOS PERÍODOS INDICADOS



gún estimaciones realizadas con valores no excesivamente depurados, el número de acciones de compañías españolas cotizadas en circulación es hoy un 65% superior al existente en diciembre de 2007 y tres veces el que se registraba a comienzos de siglo. Splits (desdoblamientos del valor de las acciones) y ampliaciones parecen explicar gran parte del aumento entre el año 2000 y el 2007, pero el movimiento creciente desde 2007 a la actualidad posiblemente guarda una gran relación con la fuerte apelación al mercado realizada por las compañías en el período a través de ampliaciones (ver capítulo de Financiación en este mismo Informe). El crecimiento del número de títulos-acciones en circulación por la vía mencionada, así como la incorporación al mercado de nuevos productos de renta variable (ETFs), nuevas

Sigue en página 38

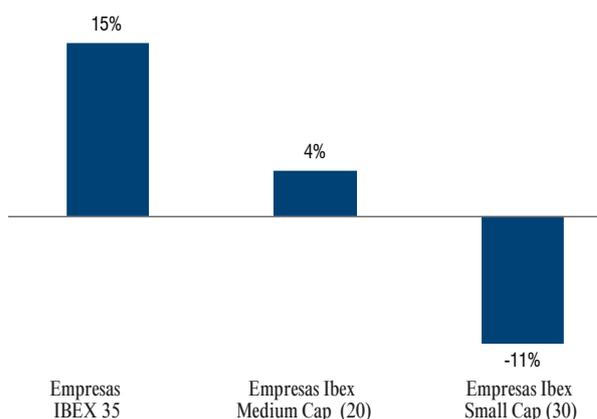
## IBEX 35 VS IBEX CON DIVIDENDOS

2010 - 2014 (NOVIEMBRE). BASE 100 31/12/2009



## CRECIMIENTO DE LA CAPITALIZACIÓN EN 2013 SEGÚN TAMAÑOS

% VARIACIÓN (EN 2014, HASTA NOVIEMBRE)



## Las SOCIMI dan vida al sector inmobiliario español cotizado

**Con 4 operaciones han captado este año en Bolsa 2.076 millones de euros a los que hay que sumar 550 conseguidos por Hispania, que persigue también constituirse en SOCIMI. El valor de mercado de las nuevas incorporaciones suma 2.850 millones de euros, un 34% de la capitalización actual del sector Inmobiliario representado en la Bolsa española.**

Tras casi triplicar su valor en Bolsa desde el año 2005 a 2007, el peso del sector inmobiliario cotizado en la Bolsa española se redujo desde un valor de mercado máximo histórico de 51.137 millones de euros en enero de 2007 a 3.620 millones en mayo de 2012. En ese período de descenso se pasó de 32 a 23 compañías. Hoy el sector inmobiliario en Bolsa tiene un valor de mercado de 8.400 millones de euros repartidos entre 23 empresas, 6 de las cuales son Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) que capitalizan 2.250 millones de euros y 1, Hispania Activos Inmobiliarios, es una sociedad cotizada desde poco antes del verano con vocación de servir de vehículo para que otra entidad denominada Realia Business llegue a constituirse en SOCIMI próximamente. Hispania tiene hoy un valor de mercado cercano a los 600 millones de euros. Es decir, que de los cerca de 8.500 millones de euros de capitalización del sector inmobiliario español cotizado hoy en día, alrededor de 2.850 (el 34%) está concentrado en 7 sociedades que se han incorporado a Bolsa en los últimos doce meses y son o pretenden ser SOCIMIs.

De la mano del capital extranjero, buenas oportunidades de inversión a precios ajustados y una forma societaria atractiva, las SOCIMI han entrado con fuerza en el mercado español en 2014. Que ocurra esto es una buena noticia porque pueden representar aunque sea un tímido inicio de reactivación de un sector, el inmobiliario, que a pesar del duro castigo recibido en la crisis sigue siendo importante para la estructura económica del país. Según publica el INE, las actividades inmobiliarias representan aun un 11% del PIB por el lado de la oferta.

Los planes de expansión presentados por Hispania públicamente a finales del mes de noviembre son un exponente de que esta reactivación puede estar empezando lentamente. Entre sus objetivos declarados está volver a apelar al mercado para captar recursos de cara a ampliar la expansión de sus negocios.

### LA IRRUPCIÓN DE LAS SOCIMI EN LA BOLSA ESPAÑOLA

A finales de 2013, el Mercado Alternativo Bursátil inauguraba el nuevo segmento de negociación de las SOCIMI con dos incorporaciones: Entrecampos Cuatro, una sociedad que se constituyó en 2004 como integración de varias compañías de un grupo familiar y cuyo patrimonio está compuesto de viviendas, locales y oficinas en alquiler, en España y Alemania y Promorent, compañía de carácter familiar cuyo patrimonio se concentra en viviendas, locales comerciales y terrenos urbanizables. El 2 de julio de 2014 se incorporaba al MAB la tercera de las SOCIMI, Mercal Inmuebles, sociedad que basa su negocio en el arrendamiento y gestión de una cartera inmobiliaria compuesta por locales comerciales, una oficina, un hospital y varios terrenos. La negociación en el MAB de estas sociedades permite poner en valor este tipo de compañías y dar dinamismo y visibilidad al sector inmobiliario, el más duramente golpeado por la crisis económica tras la enorme burbuja especulativa que se creó en el mismo en los años previos a 2007.

Si 2013 fue el año del debut de las SOCIMI, el año 2014 ha supuesto el retorno de la inversión inmobiliaria a la Bolsa a través de las SOCIMI que se perfilan, cada vez más, como una opción que puede ser interesante para invertir en el sector inmobiliario, un sector cuyos precios parecen ya ajustados y con signos de comenzar a revertir su tendencia.

Las tres grandes SOCIMI cotizadas han elegido la Bolsa para hacerlo. Merlin Properties, Axia Real Estate y Lar España se han dedicado a la consecución de activos que les permitan hacer viables las extraordinarias apuestas que por sus proyectos han realizado los grandes inversores internacionales. La participación de inversores extranjeros en el capital de estas sociedades se sitúa en el 45%, 79% y 55% respectivamente. Merlin Properties, la mayor SOCIMI con una capitalización cercana a los 1.300 millones de euros acaba de cerrar la adquisición de

## SOCIMIS EN LA BOLSA ESPAÑOLA POR CAPITALIZACIÓN

| SOCIEDAD                          | Mercado en el que cotiza | Fecha de Incorporación | Capitalización (mill. Euros) | % de participación de inversores extranjeros en el capital* |
|-----------------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------------|---|
| Merlin Properties, S.A.           | Bolsa                    | 30 junio 2014          | 1.279,19                     | 44,45   |
| Axia Real Estate, S. A.           | Bolsa                    | 9 julio 2014           | 376,26                       | 78,66   |
| Lar España Real Estate, S. A.     | Bolsa                    | 5 marzo 2014           | 360,27                       | 54,34   |
| Entrecampos Cuatro, S.A.          | MAB                      | 28 noviembre 2013      | 103,87                       | -   |
| Mercal Inmuebles, S.A.            | MAB                      | 2 julio 2014           | 25,76                        | -   |
| Promociones Renta y Manten., S.A. | MAB                      | 4 diciembre 2013       | 3,91                         | -   |

\* Los datos corresponden a 25 de noviembre de 2014

## EVOLUCIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO COTIZADO EN UNA DÉCADA

(ENTRE DICIEMBRE 2005 Y NOVIEMBRE 2014)

|                             | Fecha         | Capitalización (mill. Euros) | Peso del sector en la capitalización de la Bolsa española (%) | Nº de empresas en el sector |
|-----------------------------|---------------|------------------------------|---|-----------------------------|
| Valor de Inicio             | dic-05        | 19.341,90                    | 3,3   | 32                          |
| Valor máximo                | ene-07        | 51.139,40                    | 6,6   | 30                          |
| Valor mínimo                | may-12        | 3.619,40                     | 1,1   | 23                          |
| Valor actual                | oct-14        | 8.399,30                     | 1,3   | 23                          |
| <b>Del cual son SOCIMIS</b> | <b>oct-14</b> | <b>2.149,26</b>              | <b>0,4</b>  | <b>6</b>                    |
| <b>Del cual, Hispania</b>   | <b>oct-14</b> | <b>596,00</b>                |   |                             |

cinco edificios de oficinas en Madrid por valor de 130 millones de euros y una superficie alquilable de casi 35.000 metros cuadrados. Con esta operación la sociedad ya ha invertido casi el 95% de los 1.300 millones de euros captados en la salida a Bolsa.

### CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LAS SOCIMI

Las SOCIMI, al calor de una transparente, sencilla y sobre todo ventajosa legislación se están constituyendo a velocidad constante. Estas figuras son la adaptación española de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT), ya en funcionamiento en otros países. Son sociedades cotizadas con un régimen fiscal específico cuya actividad se centra en el desarrollo, rehabilitación y explotación de inmuebles en alquiler, tenencia

de participación en otras SOCIMIS y desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias.

Entre las características de las SOCIMIS destacar una cifra de capital social mínimo de 5 millones de euros y la cotización obligatoria en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación, como es el caso del MAB. En cuanto a su regulación fiscal, las SOCIMI no pagan el impuesto de sociedades y gozan de una bonificación del 95% en el impuesto de transmisiones patrimoniales y de actos jurídicos documentados. A cambio están obligadas a distribuir el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% en el caso de venta de los activos.

Viene de página 35

empresas procedentes de Capital Riesgo (Edreams, Applus,...) o figuras societarias novedosas (SICAVs, SOCIMIs,...), son noticias positivas para los inversores porque aumentan sus alternativas de inversión y para el conjunto de los intervinientes en las Bolsas porque favorecen la liquidez de los títulos si las bases de funcionamiento son sólidas. El mejor ejemplo de esto es el importante aumento de la negociación y la liquidez de la renta variable española en 2014 especialmente, pero también en los años precedentes.

## Saldo neto muy positivo entre admisiones y exclusiones a Bolsa

Por último y en relación al número de empresas cotizadas en la Bolsa española, a lo largo de 2014 (hasta noviembre) se habían incorporado al mercado 235 nuevas sociedades. Siete al Mercado Principal de

la Bolsa (3 de ellas SOCIMIs), cinco al segmento del MAB para empresas en Expansión, seis al apartado de Sociedades de Inversión Libre (SIL) y doscientas diecisiete al de SICAVs. Por su parte, en el capítulo de exclusiones se habían registrado 45 (40 de ellas SICAVs). A precios de su incorporación al mercado el conjunto habría sumado cerca de 8.000 millones de capitalización extra a la Bolsa.

Tras estos movimientos a 28 de noviembre de 2014 había 3.436 empresas cotizando en la Bolsa Española con el siguiente desglose: 129 empresas en el mercado principal (modalidad de negociación continua); 27 en los corros electrónicos de las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia; 26 en el mercado Latibex; 25 cotizan en el MAB para Empresas en Expansión; 3.214 son SICAV que cotizan en el MAB; 3 SOCIMIs que cotizan en el MAB; 1 Empresa de capital riesgo que cotiza en el MAB; y 11 Sociedades de Inversión Libre (SIL) que cotizan también en el MAB. ■

## CAPITALIZACIÓN DE LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

|                       | Total               | T-1         | Petróleo y Energía | Materiales Básicos Indus. y Construcción | Bienes de Consumo | Servicios de Consumo | Servicios Financieros e Inmobiliarios | Tecnología y Telecomunicaciones | MAB              | Valores Extranjeros |
|-----------------------|---------------------|-------------|--------------------|--|-------------------|----------------------|---------------------------------------|---------------------------------|------------------|---------------------|
| Año 2009              | 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          |
| Año 2010              | 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          |
| Año 2011              | 966.057,98          | -9,85       | 95.508,88          | 40.802,88                                | 54.031,53         | 23.257,62            | 138.075,45                            | 68.687,16                       | 24.373,01        | 521.321,45          |
| Año 2012              | 945.935,31          | -2,08       | 85.520,28          | 36.999,93                                | 85.344,52         | 26.107,75            | 146.514,25                            | 56.955,34                       | 24.606,58        | 483.886,66          |
| Año 2013              | 1.045.203,07        | 10,49       | 107.431,57         | 47.820,99                                | 100.282,96        | 41.335,94            | 200.102,41                            | 71.184,22                       | 32.152,20        | 444.892,78          |
| <b>Año 2014 (nov)</b> | <b>1.109.778,05</b> | <b>6,18</b> | <b>117.683,99</b>  | <b>51.396,18</b>                         | <b>98.354,96</b>  | <b>46.340,53</b>     | <b>237.548,45</b>                     | <b>75.479,28</b>                | <b>34.258,43</b> | <b>448.716,23</b>   |

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

## Los inversores

Los importes negociados en 2014 y la alta liquidez del mercado refrendan la preferencia de los inversores por la renta variable española, especialmente los no residentes y las familias. Máximo histórico en número de operaciones, con 65 millones hasta noviembre, y mínimo en los *spreads* de negociación de los valores del IBEX 35. El patrimonio y la contratación de ETFs sobre este índice anotan crecimientos muy altos y significativos.

Los buenos datos de inversión y financiación de la Bolsa española en 2014 respaldan la mejora de los indicadores económicos básicos y la recuperación de la confianza reflejada en la tasa de crecimiento del PIB español en términos anuales del 1,6%; la reducción del riesgo soberano en los últimos dos años y medio desde los 630 puntos básicos hasta los cerca de 110 puntos básicos que marca en la actualidad, su nivel más bajo desde mayo de 2010; así como la bajada del tipo de interés del bono a 10 años español hasta un histórico y reducido nivel del 1,8% en esta primera quincena de diciembre.

Con estos mimbres de fondo y el apoyo inequívoco del capital extranjero, la negociación de acciones y otros

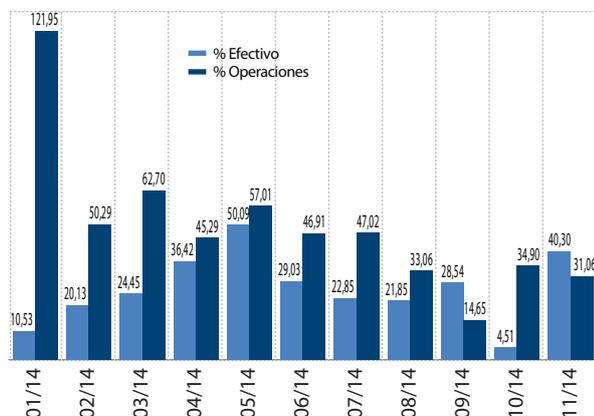
productos de renta variable en la Bolsa española han crecido con fuerza a lo largo de 2014, consolidando el cambio de tendencia en la evolución de los volúmenes negociados que ya se inició claramente a mediados de 2013. La evolución oscilante aunque ligeramente ascendente de los precios de las acciones en 2014 se ha sumado como causa explicativa del incremento de efectivos intercambiados en productos de renta variable, pero sin duda no como la razón principal. Esta última hay que buscarla más en el aumento de la preferencia inversora por la renta variable española (especialmente desde los no residentes) que, sumada a las mejoras de los accesos al mercado y un modelo de funcionamiento seguro y

### NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN LA BOLSA ESPAÑOLA (SIBE)

| Período                | Nº Sesiones | Efectivo (Mill. Euros) | Número de Títulos      | Número de Operaciones | Número de Órdenes  | Efectivo medio por sesión (Mill. Euros) | Efectivo medio por operación (Euros) |
|------------------------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------|---|--------------------------------------|
| 2003                   | 250         | 494.346                | 56.944.007.159         | 14.028.546            | 28.545.921         | 1.977,38                                | 35.238,56                            |
| 2004                   | 251         | 636.895                | 58.840.731.099         | 13.601.664            | 25.637.545         | 2.537,43                                | 46.824,79                            |
| 2005                   | 255         | 848.209                | 77.129.637.091         | 17.092.433            | 31.901.237         | 3.326,31                                | 49.624,82                            |
| 2006                   | 254         | 1.150.566              | 87.183.222.987         | 23.143.452            | 40.385.557         | 4.529,79                                | 49.714,52                            |
| 2007                   | 253         | 1.665.873              | 110.723.382.322        | 34.541.667            | 69.995.919         | 6.584,48                                | 48.227,91                            |
| 2008                   | 254         | 1.243.168              | 119.701.200.701        | 36.937.580            | 88.957.918         | 4.894,36                                | 33.655,91                            |
| 2009                   | 254         | 897.187                | 114.201.475.356        | 31.606.663            | 94.219.392         | 3.532,23                                | 28.386,00                            |
| 2010                   | 256         | 1.037.277              | 133.586.756.603        | 40.456.534            | 175.640.317        | 4.051,86                                | 25.639,30                            |
| 2011                   | 257         | 925.321                | 161.072.208.294        | 45.801.150            | 284.876.154        | 3.600,47                                | 20.203,01                            |
| 2012                   | 256         | 698.950                | 195.990.292.207        | 40.594.732            | 251.940.470        | 2.730,27                                | 17.217,75                            |
| 2013                   | 255         | 703.669                | 198.058.280.964        | 48.607.561            | 288.458.392        | 2.759,49                                | 14.476,53                            |
| <b>Acum. Nov. 2014</b> | <b>234</b>  | <b>803.110</b>         | <b>181.145.093.280</b> | <b>64.974.975</b>     | <b>427.108.413</b> | <b>3.432,09</b>                         | <b>12.360,30</b>                     |

## LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES CRECE DE FORMA CONSISTENTE EN 2014

VARIACIONES FRENTE AL MISMO MES DEL AÑO ANTERIOR (%)



solvente, se han traducido en la confirmación de la Bolsa española como un polo de liquidez extremadamente competitivo. La liquidez ha seguido su estela de aumento en 2014 con reducciones considerables de las horquillas de negociación que han marcado, para el conjunto promedio de los valores del IBEX 35, el mínimo histórico de los últimos 25 años con 5,5 puntos básicos el pasado mes de noviembre. Asimismo, el número de operaciones de compraventa materializadas en productos de renta variable en 2014, especialmente acciones y ETFs, es el más alto de la historia de la Bolsa española.

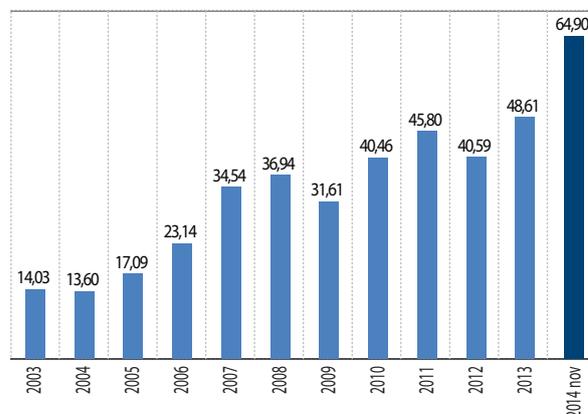
### Se consolida el cambio de tendencia de los volúmenes de contratación en 2014

El volumen efectivo negociado en productos de renta variable del mercado de valores español de 2014, hasta noviembre, ha alcanzado los 803.110 millones de euros, lo que supone un aumento del 25% respecto al mismo período del pasado año y el mayor incremento de las Bolsas de la zona euro. Como se deduce del análisis de los datos registrados, la evolución al alza en los volúmenes de contratación bursátil iniciada en la segunda mitad de 2013 se ha fortalecido e incrementado consistentemente a lo largo de 2014.

Todos los importes mensuales de negociación consignados en 2014 presentan incrementos respecto a los volúmenes de los mismos meses de 2013. Las cifras han sido especialmente notables en los meses de noviembre, octubre y julio, en los que se superaron los 90.000 euros de efectivo contratado mensual. Sólo la suma de la negociación de estos tres meses representa el 40% de la experimentada en todo el año 2013. El mes más activo fue octubre con un importe efectivo negociado de 95.593

## NÚMERO DE OPERACIONES DE COMPRAVENTA SOBRE ACCIONES EJECUTADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

EN MILLONES



millones de euros, el mayor importe desde julio de 2011 (tres años y 3 meses). Otro dato a tener en cuenta son los altos registros de negociación alcanzados en algunas sesiones, especialmente en las últimas semanas previas a la realización de este Informe. En noviembre dos sesiones, las de los días 21 y 18, han pasado a formar parte del top 25 histórico de efectivo por sesión de la Bolsa española al negociarse, en cada una de esos días, importes superiores a los 11.000 millones de euros.

### Récord histórico en el número de operaciones: la liquidez continúa su estela ascendente

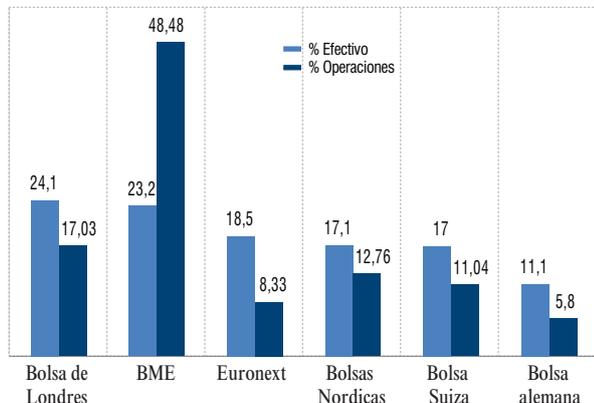
Hasta noviembre las operaciones ejecutadas sobre valores de renta variable ha alcanzado los 65 millones, un 46% por encima de las anotadas hasta la misma fecha de 2013 y, también en este caso, el mayor incremento de las Bolsas europeas. Si en diciembre prosigue esta tendencia creciente que ya se prolonga más de 20 meses, la cifra anual de operaciones en 2014 superará los 70 millones y, en cualquier caso, será record histórico.

Al igual que ha ocurrido con los volúmenes efectivos negociados, el número de operaciones registradas todos los meses hasta noviembre de 2014 se ha incrementado con respecto a los mismos meses de 2013. En octubre, con 8,57 millones de operaciones cruzadas se registró récord histórico mensual. Y siguiendo con los récords, este año también se ha producido en el número de operaciones diarias registradas: el 21 de noviembre se cruzaron 418.022 operaciones, lo que constituye la cifra más alta de la historia en una sola sesión.

En cuanto al número de órdenes tramitadas por la Bolsa española en el año, hasta noviembre, alcanzaba

## CRECIMIENTO LÍDER EN EUROPA EN LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN 2014

VARIACIÓN DE LOS VOLÚMENES ANUALES DE 2014 FRENTE A 2013 EN LAS BOLSAS EUROPEAS

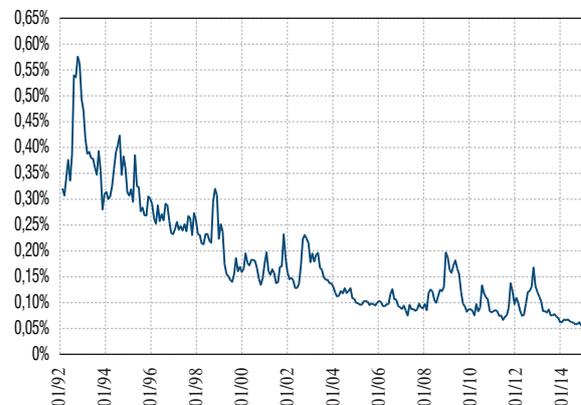


los 427 millones. Esta cifra supone un incremento del 60% respecto a las canalizadas hasta noviembre de 2013 y un nuevo valor máximo histórico.

Como ya hemos comentado antes el crecimiento operativo de los últimos años es resultado de la progresiva reducción de las horquillas de negociación que establecen la diferencia entre el mejor precio de compra y de venta de los valores cotizados. Este hecho se establece a su vez como factor causa y consecuencia de este proceso incremental de la actividad bursátil en una cadena que se retroalimenta. El coste de transacción implícito del índice IBEX 35, medido por la horquilla media de compraventa, alcanzó en noviembre el valor más bajo en sus cerca de 25 años de historia, 5,5 puntos básicos. Las ventajas que reporta al inversor la progresiva reducción entre estos valores facilita las transaccio-

## HORQUILLA HISTÓRICA IBEX 35 (1992-NOV 2014)

DATOS MENSUALES EN % DE DIFERENCIA PROMEDIO ENTRE LOS MEJORES PRECIOS DE OFERTA Y DEMANDA



nes y abarata notablemente los costes de negociación. Esta progresiva reducción año tras año de los costes de liquidez de los valores de la Bolsa española hace que su plataforma siga concentrando una cuota por encima del 85% de la actividad transaccional de las compañías españolas admitidas a cotización en BME.

## Seis empresas españolas absorben el 19% del total negociado por las 50 multinacionales europeas que integran el índice Eurostoxx

Por cuarto año consecutivo, los valores españoles se sitúan a la cabeza de los más negociados del

## RANKING DE CONTRATACIÓN DE 2014 DE LOS VALORES DEL ÍNDICE PANEUROPEO EUROSTOXX 50

| Ranking | Nombre valor                           | Volumen efectivo origen (euros) | Volumen efectivo MTFs (euros) | % ponderación en el Índice (Nov 2014) |
|---------|--|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|
| 1       | <b>Banco Santander</b>                 | <b>128.080.989.700</b>          | <b>21.622.753.897</b>         | <b>4,46</b>                           |
| 2       | UniCredit                              | 103.526.933.700                 | 24.143.175.952                | 1,66                                  |
| 3       | <b>Banco Bilbao Vizcaya Argentaria</b> | <b>99.882.125.950</b>           | <b>16.082.155.701</b>         | <b>2,72</b>                           |
| 4       | <b>Telefónica</b>                      | <b>94.007.428.700</b>           | <b>12.253.907.764</b>         | <b>2,47</b>                           |
| 5       | Intesa Sanpaolo                        | 83.780.930.000                  | 26.896.479.584                | 1,56                                  |
| 6       | ENI                                    | 69.282.522.200                  | 21.290.163.763                | 2,65                                  |
| 7       | Total                                  | 58.591.557.500                  | 29.913.949.739                | 6,22                                  |
| 8       | BNP Paribas                            | 56.712.932.800                  | 28.713.928.886                | 2,77                                  |
| 9       | Deutsche Bank                          | 54.890.456.780                  | 26.482.647.351                | 1,66                                  |
| 10      | Sanofi-Aventis                         | 53.354.813.110                  | 30.638.745.808                | 4,64                                  |
| 14      | <b>Repsol</b>                          | <b>49.309.885.160</b>           | <b>7.262.956.472</b>          | <b>0,90</b>                           |
| 18      | <b>Iberdrola</b>                       | <b>46.286.925.240</b>           | <b>8.776.004.248</b>          | <b>4,47</b>                           |
| 20      | <b>Inditex</b>                         | <b>42.499.176.300</b>           | <b>7.057.937.526</b>          | <b>1,18</b>                           |

índice Eurostoxx 50, que agrupa los 50 principales valores cotizados de las Bolsas de la Eurozona. Las seis empresas españolas que forman parte de este indicador se encuentran entre las veinte primeras del ranking de negociación hasta noviembre de 2014 y tres de ellas entre las cinco primeras: Banco Santander, BBVA y Telefónica, ocupan el primer, tercer y cuarto lugar por valor de la negociación de sus acciones. Las otras tres compañías españolas se sitúan en el ranking en los puestos decimocuarto y decimooctavo, Repsol e Iberdrola, y en el vigésimo está Inditex.

Esta clasificación tiene en cuenta el valor efectivo negociado para cada valor incluido en el índice europeo solo en sus mercados nacionales de origen, normalmente situados en donde las empresas representadas por los títulos tienen su domicilio social.

Si bien es cierto que aunque se consideren los volúmenes negociados en otras plataformas, la posición de estas compañías españolas en concierto europeo sigue siendo muy destacada.

El peso de los valores españoles sobre el total negociado en el índice Eurostoxx 50 (total negociado en el mercado de origen más las plataformas) es del 19% y del 22,70% sobre el total negociado en el mercado de origen. Estos valores están muy por encima de la ponderación que hace el índice por tamaño (capitalización) de los valores españoles que es del 16,20% y del peso de la economía española en el área euro en términos del PIB que está cercano al 11%. Los datos, sin duda, avalan el atractivo que para los inversores siguen teniendo las empresas españolas.

## Las familias invierten más en acciones

**Fuerte aumento del peso de las acciones cotizadas en las carteras financieras de los hogares: representan un 9,4% del valor total, dos puntos más que en junio de 2013. La riqueza financiera neta de las familias en máximos históricos al combinarse el mayor valor de los activos con el progresivo descenso de pasivos (deudas).**

Los activos financieros de los hogares españoles se situaban al cierre del 2º Trimestre de 2014 en los 1,95 billones de euros, un 12,6% más que un año antes, 2º trimestre de 2013, de acuerdo con datos de las Cuentas Financieras de la economía española publicadas por el Banco de España. Se supera por primera vez el nivel alcanzado al cierre del año 2007

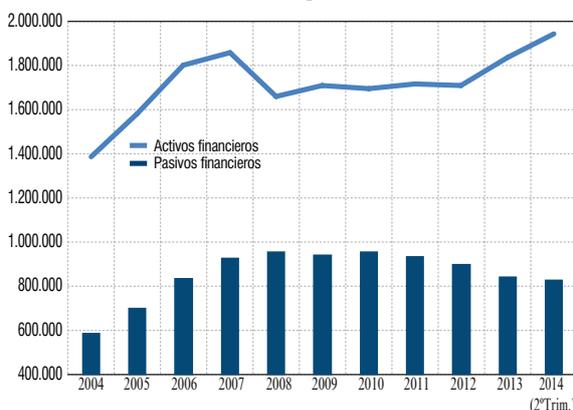
antes del inicio de la crisis económica y financiera que con tanta intensidad ha afectado a España en los últimos siete años.

Por su parte, el endeudamiento total de las familias españolas continúa su senda descendente y alcanza en el 2º Trimestre de 2014 los 835.706 millones de euros, por debajo del nivel de cierre del

### VALOR TOTAL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

MILLONES DE EUROS.

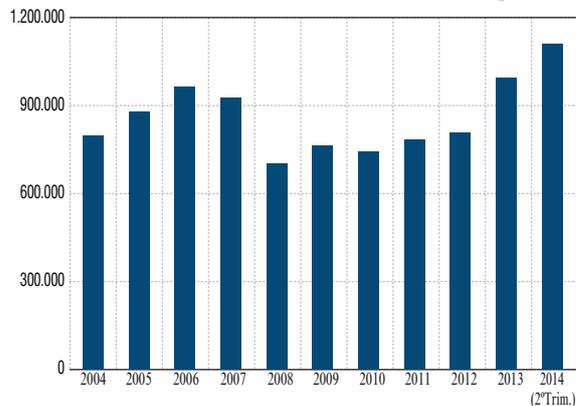
Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España



### RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

(ACTIVOS FINANCIEROS - PASIVOS FINANCIEROS)

MILLONES DE EUROS. Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España



## Inversores no residentes y familias impulsan la actividad bursátil

Las cifras hablan claramente de la mejora de la confianza de los inversores no residentes sobre las perspectivas para la renta variable española. La tendencia se inició hace dos años y ha continuado, al menos, hasta junio de este mismo año. En ese momento la inversión extranjera neta en valores negociables de renta variable, compras menos ventas en el mercado secundario, acumulaba un saldo positivo en 24 meses de 20.500 millones de euros. Los datos del primer semestre de 2014, últimos disponibles consolidan la tendencia con un saldo po-

sitivo de casi 7.000 millones (ver tabla **página 46**).

También las familias españolas, tradicionalmente muy activas y presentes en la Bolsa, parecen haber recuperado confianza en el potencial de la renta variable nacional. Su riqueza financiera ha aumentado en la primera mitad de 2014 a la vez que su nivel de endeudamiento se reducía y entre las razones de esa mejora de su posición financiera destaca el incremento del peso de las acciones y las participaciones en fondos de inversión en su patrimonio. La cartera de acciones cotizadas representaba, de acuerdo con los datos del Banco de España, un 9,4% del total de activos financieros de las familias al cierre del 2º Trimestre de 2014, dos puntos más que hace 12 meses.

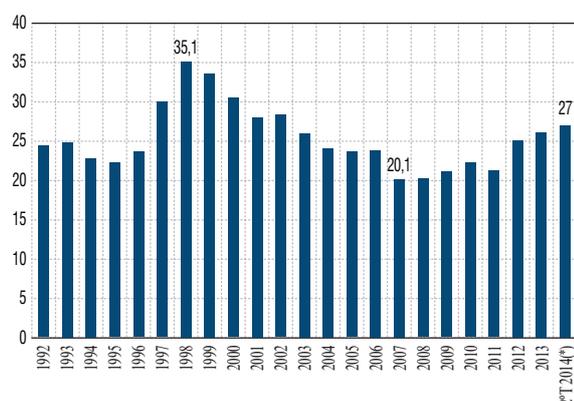
año 2007, previo a la crisis. El descenso en los últimos 12 meses es del 5% y del 13,5% desde el cierre del año 2008. Los hogares españoles se han desendeudado en 130.000 millones durante los últimos años, más de 13 puntos de PIB.

Como consecuencia del aumento de valor de los activos financieros y la reducción del endeudamiento, la riqueza financiera neta de los hogares, la diferencia entre sus activos y pasivos financieros, alcanza 1,11 billones de euros al cierre del 2º Trimestre de 2014, nivel máximo histórico y un 18% por encima del nivel alcanzado al cierre del año 2007.

Entre las razones de la mejora de la posición financiera de las familias destaca el aumento del peso de las acciones y las participaciones en fondos de inversión en su patrimonio. La cartera de acciones cotizadas representaba, de acuerdo con los datos del Banco de España, un 9,4% del total de activos financieros de las familias al cierre del 2º Trimestre de 2014, dos puntos más que hace 12 meses. El valor de esta cartera de acciones cotizadas alcanza los 183.387 millones, un 48% más que un año antes como consecuencia tanto del buen comportamiento de los mercados bursátiles como de las nuevas adquisiciones de acciones realizadas por los hogares españoles. Por su parte, el valor de las participaciones en Fondos de Inversión alcanza en el 2º Trimestre de 2014 los 165.701 millones de euros, un 29,5% más que un año antes y representa un 8,5% del total de activos financieros de las familias españolas.

### PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

PORCENTAJE (%) EN MANOS DE FAMILIAS (1992 - 2013).  
\* PARA 2014, ESTIMACIÓN AL CIERRE DEL 2º TRIMESTRE



### AUMENTA SU PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA HASTA CASI EL 27%.

El creciente interés de las familias españolas por la inversión en acciones está haciendo aumentar de manera sostenida su peso en la propiedad de las acciones cotizadas en la bolsa española que se situó en el 26,1% del valor total de las mismas al cierre del año 2013 tras aumentar 5 puntos en los últimos dos años. Los datos provisionales al cierre del 2º Trimestre de 2014 apuntan a un nuevo aumento hasta casi el 27% del total, el nivel de participación más elevado desde el año 2003.

## Los fondos de inversión también reflejan el impulso inversor por la renta variable española

El impulso de los flujos de ahorro hacia activos de renta variable ha tenido también un contundente reflejo en la evolución de los Fondos de Inversión en España. El patrimonio de los de renta variable ha crecido por tercer año consecutivo hasta alcanzar los 6.250 millones de euros, un 50% más que en 2013 y cerca ya de los niveles de 2007. Las suscripciones netas en el año ascienden a algo más de 2.000 millones, el doble que el año anterior. Las suscripciones netas en el año ascienden a algo más de 2.000 millones, el doble que el año anterior. El peso de esta categoría de fondos sobre el total en España

vuelve a representar el 3,3% y se sitúa en los niveles anteriores a 2007, tras bajar al 1% en estos años de crisis.

## Especial referencia al MAB: también incrementa su actividad en 2014

La actividad en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) durante este 2014 ha continuado siendo positiva tanto en términos de financiación como de negociación, pese a las dudas planteadas en las cuentas de algunas compañías del mercado. A primeros de diciembre, la capitalización conjunta de las 26 empresas cotizadas ascendía a 1.743 millones de euros.

En lo que va de año se han producido 6 nuevas in-

## Los fondos de inversión de renta variable triplican su patrimonio en dos años

### Las suscripciones netas se doblan en 2014 frente a 2013 y el patrimonio gestionado sube hasta 6.250 millones de euros desde 1.700 a finales de 2012.

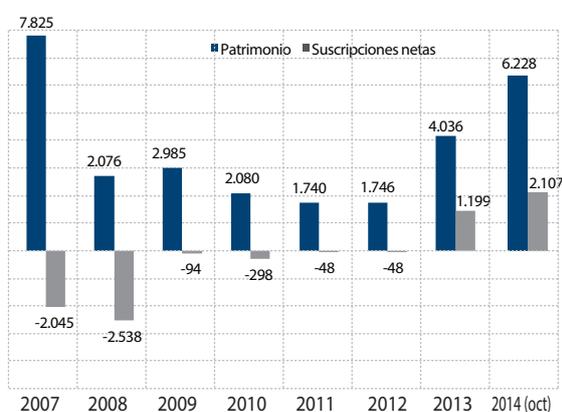
Durante este año el impulso de los flujos de ahorro hacia activos de renta variable ha tenido un contundente reflejo en la evolución de los fondos de inversión en España. Según datos de INVERCO, el patrimonio de los de renta variable ha crecido por tercer año consecutivo hasta alcanzar los 6.250 millones de euros, un 50% más que en 2013 y cerca ya de los niveles de 2007. Las suscripciones netas en el año ascienden a algo más de 2.000 millones, el doble que el año anterior. El peso de

esta categoría de fondos sobre el total en España vuelve a representar el 3,3% y se sitúa en los niveles anteriores a 2007, tras bajar al 1% en estos años de crisis.

Para el conjunto de todos los fondos de inversión domiciliados en España, el patrimonio ha crecido un 24% en 2014, hasta situarse en 190.114 millones de euros. Este avance consolida la senda alcista iniciada en 2013 y sitúa el nivel del patrimonio gestionado por el sector en valores similares a los existentes a finales

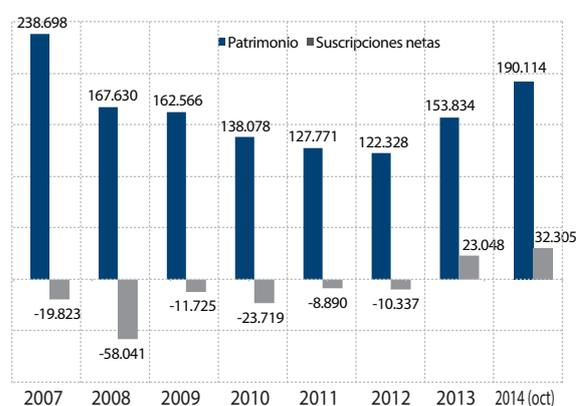
### EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y SUSCRIPCIONES NETAS DE LOS FONDOS DE RENTA VARIABLE NACIONAL

MILLONES DE EUROS. Fuente: INVERCO



### EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y LAS SUSCRIPCIONES NETAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

MILLONES DE EUROS. Fuente: INVERCO



corporaciones al segmento de Empresas en Expansión (MAB EE). Las nuevas compañías captaron en total, mediante OPS, 58,3 millones de euros, de los cuales 32,8 fueron obtenidos por cinco sociedades del MAB EE y los 25,4 restantes por la SOCIMI Mercal Inmuebles. A estas cifras de financiación hay que sumar los recursos captados mediante ampliaciones de capital. A fecha del presente informe, en el conjunto del MAB se han llevado a cabo 46 operaciones que han supuesto la captación de 678 millones de euros. De ellas, 12 las protagonizaron empresas en expansión, que consiguieron 94,80 millones de euros.

Ayudado, sin duda, en este buen comportamiento de la función principal de este mercado (dar acceso alternativo a financiación para Pymes), la negociación de las empresas listadas en el MAB en el segmento de Empresas en Expansión acumulaba en los once meses transcurridos

de 2014 la cifra de 1.854 millones de euros, 6 veces lo alcanzado en todo el año 2013. Han sido 572 millones en el primer trimestre, 788 millones en el segundo y 494 en los últimos cinco meses.

## Los ETFs registran los mayores crecimientos en el año

Los ETFs o Fondos Cotizados han protagonizado en 2014 las mayores tasas de crecimiento de actividad de la Bolsa, en especial los ligados al IBEX 35 cuyo patrimonio bajo gestión se ha multiplicado por 1,6 veces en el año y ya supera los 2.000 millones de euros.

El 30 de noviembre el número de ETFs cotizados

de 2008. Cerca del 85% del incremento ha tenido su origen en las suscripciones netas realizadas durante este año que han superado los 32.000 millones de euros. Las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en las categorías de renta fija y de gestión pasiva.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó en más de un millón desde diciembre del año anterior, situándose a octubre de 2014 en 6.294.773. En consonancia con la evolución del patrimonio, los mayores incrementos de número de partícipes se produjeron en los fondos de gestión pasiva y de renta fija.

A pesar del buen comportamiento de los fondos de inversión, el número de instituciones de inversión colectiva sigue reduciéndose y, en 2014, hay 230 menos que a finales de 2013. La mayor reducción en el número de fondos se ha producido en la categoría de garantizados de renta fija (114). La vocación de gestión pasiva ha sido la que ha experimentado el aumento más relevante en el número de fondos (86 fondos más).

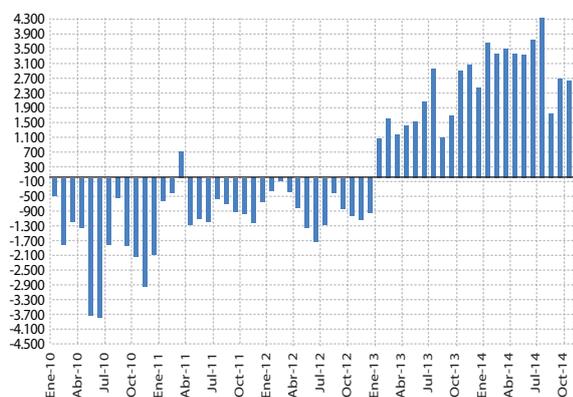
## IIC EXTRANJERAS COMERCIALIZADAS EN ESPAÑA

El segmento de las instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España, que se inició en 2012, ha continuado creciendo a lo largo del primer semestre de 2014, tanto con relación a su volumen de inversión como al número de partícipes. El patrimonio de estas instituciones se incrementó un 24% durante los seis primeros meses de 2014, hasta aproximarse a los 68.000 millones de euros. Este volumen representa casi el 25% del patrimonio total de las IIC comercializado en España, un porcentaje muy superior al 8% del ejercicio 2008, al inicio de la crisis.

El incremento del patrimonio de las IIC extranjeras estuvo originado por el aumento del patrimonio tanto de los fondos como de las sociedades. El patrimonio de los fondos experimentó un incremento del 12,7% hasta los 9.609 millones de euros y el de las sociedades se amplió un 26,3% hasta los 58,371 millones. También aumentó el número de inversores en estos productos, un 18,4%, hasta un total de 1.263.669. El número de instituciones se acrecentó en veintidós.

### REEMBOLSOS / SUSCRIPCIONES NETAS EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

(2010 - 2014 OCT.). DATOS MENSUALES EN MILLONES DE EUROS.  
FUENTE: INVERCO



en la Bolsa española se elevaba a 70. Sobre estas referencias se ha negociado en el año un importe de efectivo de 8.926 millones de euros. Mes a mes se han ido superando las cifras contabilizadas en 2013 de manera que, además de superar el total intercambiado en el año anterior (un 131% arriba), se ha marcado un nuevo record al batir el importe logrado en 2008, que, con un *trading* volumen de 6.938 millones, se mantenía como la mayor cifra alcanzada por este segmento desde su aparición. También en términos de operaciones realizadas, se han mantenido cifras de que baten records. Empezamos el año con buen ritmo, subiendo la marca de la mejor cifra contabilizada en un mes (12.805 operaciones), lo que sin duda supuso un anticipo del buen comportamiento que mantendría el resto del año hasta registrar las 102.693 acumuladas a noviembre que se alzan hasta ahora como la nueva referencia histórica.

Los ETFs de renta variable han sido la opción preferida por los inversores, llevándose el 99% de la negociación. Concretamente, la estrella de la negociación ha sido la categoría de ETFs sobre índices IBEX, que han aglutinado 8.890 millones de euros, un 96% del efectivo total negociado.

### Notable incremento de la actividad de préstamo de valores y crédito al mercado

El fuerte aumento de la operativa de contado sobre acciones en la Bolsa española también ha tenido reflejo en las cifras relativas al registro de actividad en materia de préstamo de valores y crédito al mercado.

En el caso del préstamo de valores, hasta el mes de noviembre, los importes efectivos de comunicaciones (apertura de posiciones) y cancelaciones informados y registrados en la Bolsa Española eran del orden de 550.000 y 536.000 millones de euros efectivos, respectivamente. Estas cifras superan ya en un 28% a las anotadas por los mismos conceptos, en la misma fecha del pasado año.

El número de acciones implicadas en la apertura y cancelación de préstamo marca niveles que han superado los registrados hasta ahora, ya que en ambos conceptos superan los 60.000 millones de títulos, en concreto 67.000 y 64.000 millones. Por otro lado el saldo vivo en efectivo supera los 77.000 millones de euros, cifra igualmente récord histórico. En número de títulos, este remanente se sitúa por encima de los 9.300 millones, es decir algo más de 2.000 millones de títulos por encima del anterior valor máximo desde el año 2001.

En el caso de la operativa de Crédito al Mercado las cifras acreditan de igual manera un fuerte aumento de la actividad, fundamentalmente por el lado de las

## INVERSIÓN EXTRANJERA EN VALORES NEGOCIABLES EN EL MERCADO SECUNDARIO

CIFRAS EN MILLONES DE EUROS.

| Fecha                               | Inversión Neta mensual |
|-------------------------------------|------------------------|
| jul-12                              | -660,92                |
| ago-12                              | 1.220,32               |
| sep-12                              | 2.053,81               |
| oct-12                              | 1.293,38               |
| nov-12                              | -947,79                |
| dic-12                              | 3.016,56               |
| ene-13                              | 1.935,48               |
| feb-13                              | -913,20                |
| mar-13                              | 1.437,84               |
| abr-13                              | 514,46                 |
| may-13                              | -1.124,29              |
| jun-13                              | -231,86                |
| jul-13                              | 1.645,27               |
| ago-13                              | 182,33                 |
| sep-13                              | 1.504,53               |
| oct-13                              | 757,05                 |
| nov-13                              | 1.640,00               |
| dic-13                              | 344,90                 |
| ene-14                              | 1.568,95               |
| feb-14                              | 394,10                 |
| mar-14                              | -995,87                |
| abr-14                              | 1.040,81               |
| may-14                              | 2.149,57               |
| jun-14                              | 2.619,31               |
| <b>24 meses (Hasta 1º sem.2014)</b> | <b>20.444,74</b>       |
| <b>1º semestre 2014</b>             | <b>6.776,87</b>        |

Fuente: Dirección General de Comercio e Inversiones (Mº de Economía y Competitividad)

ventas. El valor efectivo acumulado de las ventas a crédito, a cierre del mes de noviembre, ascendió a 385,79 millones de euros (361 millones de euros en todo el año 2013), afectando a casi 55 millones de títulos. En el caso de las compras estas cifras ascienden a 14,27 millones de euros y 2,67 millones de títulos.

### Warrants, certificados y otros productos negociados

Como ha sido norma este ejercicio, el mercado de estos productos en 2014 ha estado marcado, en general, por un aumento en la contratación. El número de warrants y otros productos negociados hasta noviembre era de 180 millones, por un efectivo de 846,45 millones de euros, lo que representa un 6% más que en el mismo período del año anterior. El 94% de la negociación ha

## Las SICAV siguen creciendo

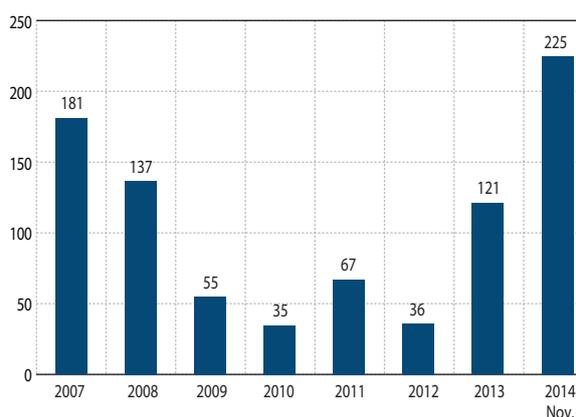
Se han producido 217 nuevas incorporaciones en 2014 hasta alcanzar las 3.214 sociedades a 30 de noviembre. El patrimonio gestionado crece un 22% en el año y ya cuentan con más de 400.000 accionistas.

La creación de Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) ha experimentado el mayor crecimiento de su historia. En lo que va de año se han constituido 217 nuevas sociedades por 40 que se han dado de baja. Una cifra de incorporaciones que es la mayor de la historia en la Bolsa española en un mismo año. El patrimonio bajo gestión de estas sociedades, que a 30 de noviembre eran 3.214 listadas, está ya cerca de alcanzar su máximo histórico de 32.792 millones de euros acumulado en junio de 2007.

Con estos resultados, las SICAV atraviesan el mejor año desde que comenzó la crisis. La razón es que resurge el interés de los grandes patrimonios de invertir en España. Pero también hay otros motivos, que comentan los expertos, y es que la amnistía fiscal decretada por el Ministerio de Hacienda en 2012 ha permitido aflorar capitales con los que las SICAV han sido beneficiadas. Además el Gobierno ha dado señales de tranquilidad a los inversores de SICAV al confirmar que estos instrumentos seguirán tributando al 1% en el Impuesto de Sociedades.

Con estas premisas el patrimonio gestionado por las SICAV crece a lo largo del último año un 22% y se sitúa cercano a los 31.000 millones de euros. El número de accionistas también ha crecido y se sitúa por encima de los 400.000. La flexibilidad de la que disponen las SICAV a la hora de invertir las convierte en un ejemplo de cómo variar las inversiones en función del entorno de mercado, por ello y teniendo en cuenta los últimos datos publicados

### NÚMERO DE NUEVAS ADMISIONES DE SICAV EN LA BOLSA ESPAÑOLA



a este respecto por la CNMV, correspondientes al primer semestre de 2014, la inversión en valores negociados en la Bolsa española ha sido un activo importante para estas sociedades al invertir el 30% de su patrimonio en el mercado de valores español, incluyendo en esta cifra tanto la inversión en deuda pública como en renta variable. Durante este año en el sector de las SICAV se han realizado 34 ampliaciones de capital por un importe de 583,6 millones de pesetas y las sociedades que se integran en este grupo han pagado dividendos por un total de 5,4 millones de euros.

### DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LAS SICAV

|                        | jun-07   | jun-12   | jun-14   |
|------------------------|----------|----------|----------|
| TOTAL PATRIMONIO       | 32.791,7 | 23.689,9 | 30.210,3 |
| Total Cartera Interior | 15.905,7 | 11.571,0 | 12.086,2 |
| Accs. Cartera Interior | 7.191,7  | 2.273,6  | 3.372,5  |
| Total Cartera Exterior | 15.786,5 | 10.945,0 | 16.337,0 |
| Accs. Cartera Exterior | 4.414,0  | 3.589,5  | 5.822,3  |

Fuente: CNMV

sido realizada sobre warrants y turbo-warrants con un volumen de 796 millones de euros, siendo la negociación de los primeros un 3% menos y la de turbos un 90% más que lo consignado en el mismo período de 2013. Destacar en este capítulo los inline-warrants que con 4,2 millones de euros negocian un 73% más que el año anterior.

## ETFs 2014: crecimiento récord

**Fruto del interés que despiertan las empresas del IBEX y del firme sentimiento inversor hacia el mercado nacional, los ETFs se han consolidado como un producto cotizado idóneo para invertir en nuestro país. El patrimonio de los ETFs IBEX alcanza la cifra récord de 2.000 millones de euros en activos bajo gestión. Crece la negociación un 131% y el número de operaciones ejecutadas un 72% respecto a 2013.**

El balance de la actividad en el segmento de ETFs durante 2014 ha sido excepcional. Los resultados del año muestran el buen momento que atraviesan los fondos cotizados tanto cualitativa como cuantitativamente. Ha sido un año de records en cifras de negociación y de logros encaminados a satisfacer las necesidades de los inversores. Mejorar la liquidez, crecer en réplica directa y ampliar la gama disponible ha sido el principal enfoque de los emisores en nuestro mercado.

En el transcurso de este año parece haberse consolidado el protagonismo nacional como destino inversor, nuestras empresas se mantienen entre las opciones favoritas de los gestores que analizan las expectativas para Europa. Así lo ratifican las captaciones de flujos de entrada de dinero en los fondos de inversión con esta exposición, incluidos, como no, los Fondos Cotizados, que de nuevo, han batido otro récord.

### CRECE LA NEGOCIACIÓN UN 131% Y UN 72% EL NÚMERO DE OPERACIONES RESPECTO A 2013

En 2014 el número de ETFs cotizados en la Bolsa española se elevaba a 70 (30 noviembre), que han movido en su conjunto y a lo largo del año un importe de efectivo de 8.926 millones de euros. Mes a mes se han ido superando las cifras contabilizadas en 2013 de manera que, además de superar el total intercambiado en el año anterior (un 131% arriba), se ha marcado un nuevo record al batir el importe logrado en 2008, que, con un volumen de 6.938 millones, se mantenía como la mayor cifra alcanzada por este segmento desde su aparición.

En términos de operaciones realizadas, las cifras también baten records. Empezamos el año con buen ritmo, subiendo la marca de la mejor cifra contabilizada en un mes (12.805 operaciones), lo que sin duda supuso un anticipo del buen comportamien-

El número de emisiones de warrants, certificados y otros productos admitidos a negociación en el mercado bursátil español a 30 de noviembre ascendía a 6.752 referencias, un 10 % menos que hace un año.

Hay que señalar también que en 2014 se han incorporado dos nuevos productos a este segmento del mercado. El 24 de abril se admitieron a negociación los

to que mantendría el resto del año hasta registrar las 102.693 que se alzarán como una nueva referencia.

### EL IBEX 35, LA ESTRELLA INDISCUTIBLE DEL AÑO

Los ETFs de renta variable han sido la opción preferida por los inversores, llevándose el 99% de la negociación. El líder indiscutible es el viejo continente que contribuyó con un 99% y aporta subyacentes con tanto interés como el IBEX 35®, el DAX y el EUROSTOXX 50, así como toda la gama de índices sectoriales. Concretamente, la estrella de la negociación ha sido la categoría de ETFs sobre índices IBEX, que han aglutinado 8.890 millones de euros, un 96% del efectivo total negociado.

Cabe señalar la buena aceptación que entre inversores y gestores mantienen los ETFs llamados de Estrategia, es decir, aquellos que permiten tomar posiciones inversas o apalancadas. El motivo principalmente responde al mayor conocimiento de los fondos cotizados, el inversor cada vez identifica mejor las características del producto y lo utiliza desplegando todas sus posibilidades: agilidad para convertirse en liquidez, aprovechar los movimientos bajistas, hacer coberturas, adelantarse a la tendencia amplificando resultados, etc. En los 11 primeros meses de 2014, sólo los ETFs de Estrategia con subyacente IBEX 35, sumaron un volumen de efectivo negociado de 1.480 millones de euros, es decir, un 17% de la contratación en el segmento.

### EL PATRIMONIO DE ETFs SOBRE IBEX CRECIÓ UN 61% EN 2014

Fruto del interés que despiertan las empresas del IBEX y del firme sentimiento inversor hacia el mercado nacional, los ETFs con subyacente español se han consolidado como un producto cotizado idóneo para

primeros "Discount", un nuevo tipo de producto emitido por BNP Paribas que ofrece exposición lateral alcista (Discount Call +) o lateral bajista (Discount Put +) a la evolución del IBEX 35 como activo subyacente. Posteriormente, el 29 de julio se admitieron a negociación 13 referencias StayHigh y 11 StayLow, emitidas por Société Général y vinculados a la evolución de las acciones

de Banco de Santander, BBVA, Inditex, Telefónica y del  ndice IBEX 35. Se trata de productos cotizados para invertir en un activo cuando se espera que se va a mantener por encima o por debajo de un nivel de barrera. Hasta noviembre de este año, se ha negociado 16.000 Discount y 94.000 Stay por un importe de 2 millones de euros efectivos. ■

invertir en nuestro país. Se mantiene el record de patrimonio de los ETFs IBEX al alcanzar los 2.000 millones de activos bajo gestión, marcando además el hito de las cifras más elevadas de captación en el transcurso de un año (desde enero, 763 millones de euros).

### BUENAS OPCIONES DE INVERSIÓN EN RENTA FIJA

Finalmente mencionar el gran potencial de crecimiento de los ETFs de Renta Fija, la inversión en esta clase de activo se está diversificando y los ETFs se presentan como una alternativa muy atractiva para los inversores tradicionales. En nuestro mercado destaca el buen comportamiento del LYXOR ETF sobre bonos con vencimientos superiores a un año emitidos por el Estado español, el Lyxor UCITS ETF Bono 10Y - MTS Spain Government Bond C EUR, que según datos de Morningstar a 2 de dic lleva una rentabilidad acumulada del 23,88%. Sin duda esto ha servido de impulso a las aportaciones a esta categoría en nuestros cotizados, que han visto como su patrimonio se incrementaba en un 25% en el último año.

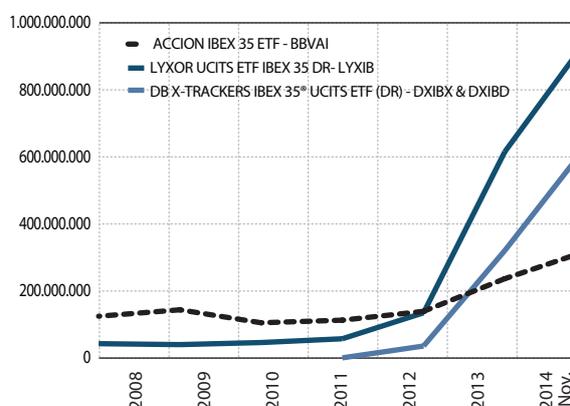
### CRECIENDO EN REPLICA DIRECTA Y EN GAMA DE ETFs IBEX

A lo largo del año se ha ido avanzando en el esfuerzo de crecimiento en réplica directa con el que los emisores buscan dar respuesta a la fuerte demanda surgida por este tipo de productos en los últimos años. Recordemos que una forma sencilla para que los ETFs repliquen el comportamiento de un índice es a través de la réplica física o directa, en la que el gestor del ETF compra directamente los valores subyacentes del índice ya sean acciones o bonos.

Se trata de evolucionar con las preferencias de los inversores y poner a su disposición diversas opciones para que puedan elegir la que mejor se adapte a sus necesidades. Así, la oferta de ETFs con este tipo de réplica cotizada en nuestras bolsas abarca los principales índices europeos (EURO STOXX50, IBEX 35, DAX), y algunos internacionales, como los MSCI de Japón, México y Brasil.

### EVOLUCIÓN PATRIMONIO BAJO GESTIÓN ETFs IBEX 35

(TODOS LOS EMISORES)



También en 2014 han visto la luz dos nuevos ETFs de la familia de índices IBEX 35. En el mes de junio comenzaba a cotizar el Lyxor UCITS ETF Ibox Mid Caps, un fondo cotizado sobre medianas compa as españolas (las 20 siguientes a las integrantes del IBEX 35) que permite tomar posición de manera sencilla, transparente y líquida en los sectores de materiales básicos, industria, construcción y consumo. Con un ratio de costes (TER) muy asequible (0,50% anual) el fondo también prevé remunerar al accionista con reparto de dividendos.

Por su parte, Deutsche Asset & Wealth Management incorpor  a la bolsa española a principios de septiembre un nuevo producto referenciado al IBEX 35: el Db x-trackers Ibox 35 UCITS ETF (DR) – clase D. Aunque ya tenía un ETF sobre el IBEX 35 cotizando, el de la clase C, este nuevo se diferencia en que reparte dividendos, mientras que el más antiguo los va acumulando en el fondo.

Con estas incorporaciones, BME se mantiene en la vanguardia de las bolsas que brindan a los inversores un abanico más amplio de posibilidades de inversión en el propio país.

# Los dividendos

Récord histórico de importes satisfechos a los accionistas en 2014. La Bolsa española líder en rentabilidad por dividendo entre las principales Bolsas del mundo. Los *scrip dividend* copan el 27% de los pagos.

Los dividendos se consolidan como una de las señas de identidad de la Bolsa española. En 2014, hasta noviembre, se han distribuido 42.075 millones de euros, un 81% más que en el mismo período del año anterior y superando en un 27% el anterior máximo histórico registrado en 2009. En el último decenio, las compañías cotizadas en la Bolsa española, han repartido entre sus accionistas 265.372 millones de euros.

Al importe total de dividendos hay que añadirle otros pagos que se han efectuado a lo largo del año como devolución de aportaciones por primas de emisión (144 millones de euros) o reducciones de nominal (2 millones de euros). Con estos conceptos el valor total de las retribuciones al accionista en 2014, hasta el 30 de noviembre, se eleva a 42.221,58 millones de euros. Un incremento anual del 80% inusual y atípico que se debe a los dos elevadísimos dividendos pagados por Endesa en el ejercicio que obedecen, en esencia, a operaciones corporativas de la compañía eléctrica que tienen que ver con cambios realizados en la estructura de la empresa.

Si se excluye los dos pagos de Endesa (por importes de 6.352 y 8.253 millones de euros), los dividendos alcanzarían la cifra de 27.470 millones de euros y el aumento anual sería de un 18%, también importante.

Hasta el 30 de noviembre 93 empresas habían pagado dividendo a sus accionistas (9 de ellas lo habían suspendido en 2013): 74 del mercado principal más 19 sociedades cotizadas en el MAB (3 Empresas en Expansión, 15 SICAV y 1 SOCIMI).

## 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            |
|---------------------|------------------|---------------------------------|---|------------------|
| 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                          |   | 23.465,54        |
| 2008                | 28.065,00        | 346,56                          |   | 28.411,56        |
| 2009                | 33.115,21        | 763,09                          | 3,83  | 33.892,23        |
| 2010                | 24.288,33        | 295,26                          | 9,32  | 24.592,91        |
| 2011                | 28.212,84        | 5.432,79                        | 13,51   | 33.659,14        |
| 2012                | 26.768,81        | 384,46                          | -   | 27.153,27        |
| 2013                | 23.262,57        | 132,62                          | 19,23   | 23.414,42        |
| <b>Ene-Nov.2014</b> | <b>42.074,95</b> | <b>144,63</b>                   | <b>2,00</b>   | <b>42.221,58</b> |

*Nota: Desde el año 2009 la cifra de dividendos incluye el total pagado bajo la fórmula de scrip dividend, tanto lo cobrado por los accionistas que venden su derecho de suscripción a la empresa o en el mercado (efectivo) como el equivalente monetario de los derechos que son ejercitados (acciones).*

## Récord en scrip dividend

Hay que destacar que el 27,40% de la retribución ha sido satisfecha en acciones, la mayoría mediante la fórmula de scrip dividend pero también, en menor medida (apenas un 1% de todo lo pagado en acciones), utilizando otras fórmulas como la devolución de aportaciones por prima de emisión y reservas y reducciones de nominal con devolución. Si descontamos los dividendos de Endesa, la retribución en acciones (equivalente a 11.566 millones de euros) supone un 42% de la remuneración total.

Hasta el 30 de noviembre, doce empresas han retribuido a sus accionistas mediante la fórmula de *scrip dividend*. Mediante esta fórmula de retribución, los accionistas han recibido un importe en acciones equivalente a 11.566,21 millones de euros, un 18% más que en el mismo periodo del año anterior.

Cabe destacar como a través de los scrips o dividiendo elección la retribución al accionista puede incidir sobre la actividad negociadora en los mercados de valores. En general, el reparto de dividendos en todas sus formas tiende a dinamizar la parcela de los mercados de acciones asociada a la compraventa de títulos valores. Sin duda, estos hechos tiene que ver con el incremento de la base accionarial de la Bolsa española con un 65% más de títulos en el mercado desde 2007 hasta hoy.

Desde enero a noviembre de este año, 1.570 millones de títulos nuevos han entrado en el mercado español procedentes de 24 ampliaciones realizadas por las 12 compañías que han ejecutado *scrips dividend*. Ello ha supuesto una inyección a la capitalización bursátil de 11.514 millones de euros<sup>(1)</sup>.

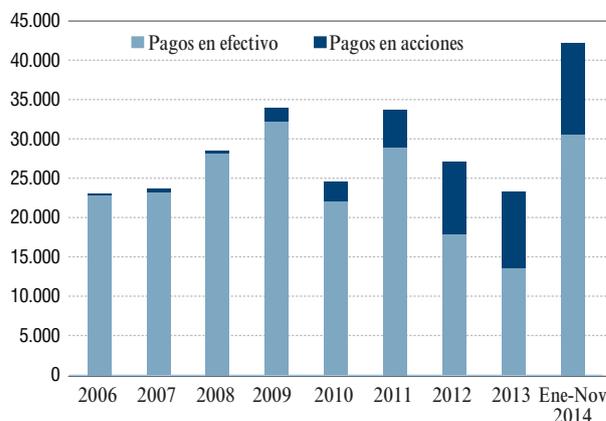
## Más devolución de primas de Emisión y reservas. Menos amortizaciones.

En lo que va de año, se detecta un aumento del 30% en la remuneración a los accionistas vía devolución de prima de emisión o reservas de libre disposición, aunque tan solo son seis las compañías que han optado por remunerar a sus accionistas mediante esta vía, por un importe total de 144 millones de euros, frente a los 110 millones de 2013. De dicho importe, el 67% de la retribución (96 millones) ha sido vía acciones que poseía la compañía en autocartera.

En cuanto a la opción de amortizar acciones y

## RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA

PAGOS EN EFECTIVO Y EN ACCIONES. (MILLONES DE EUROS)



así incrementar el importe retribuido por acción, durante este año se recoge una reducción del 40%. Tan solo 6 compañías han amortizado capital en el año por un total de 104 millones de euros, frente a los 174 millones de 2013. Destaca entre ellas, como ya ocurriese en 2013, la llevada a cabo por Iberdrola de 100 millones de euros.

## Fiscalidad de los dividendos en 2015

La reforma fiscal aprobada por el Gobierno cambiará de forma relevante la tributación de los dividendos cobrados a partir de 2015. Entre las novedades más importantes para los accionistas destaca la eliminación de la exención de los primeros 1.500 euros cobrados como dividendo.

Los cambios aprobados incluyen también modificaciones en los tipos que gravan las rentas del ahorro y entre ellos las procedentes de dividendos. Los tipos se han rebajado en todos los tramos, lo que en parte reduce el impacto del fin de la exención anteriormente citada. Los dividendos cobrados hasta 6.000 euros, que hasta este año (excepto los primeros 1.500 euros) tributaban al 21%, pasará al 20% en 2015 y al 19% en 2016. Entre 6.000 y 24.000 euros los tipos pasarán del 25% de 2014 al 22% en 2015 y al 21% en 2016. Entre 24.000 y 50.000 euros la reducción será del 27% actual al 22% el año que viene y al 21% en 2016. Por encima de 50.000 euros el tipo pasará del actual 27% al 24% en 2015 y al 23% en 2016.

### Nota:

(1) Cifras sin tener en cuenta el scrip dividend de Caixabank de fecha 24 de noviembre y que a cierre de este informe aún no tenemos resultados de adjudicación.

La reforma fiscal incluye también una novedad sobre los derechos de suscripción preferente que afecta a la retribución mediante scrip dividend. Hasta ahora, y durante los ejercicios 2015 y 2016, la venta de los derechos en el mercado tributara como ganancia patrimonial, pero a partir de 2017 se igualará su tratamiento fiscal con el de los dividendos.

Estos cambios en la fiscalidad a partir de enero de 2015 han influido en que algunas compañías estén estudiando adelantar los pagos que tenían previstos para los primeros meses de 2015 al mes de diciembre de 2014. Tal es el caso de Iberdrola que ya lo ha pagado el pasado día 2 de diciembre. ■

## PAGO DE DIVIDENDOS EN ACCIONES (SCRIP DIVIDEND) HASTA EL 30 DE NOVIEMBRE DE 2014 EN LA BOLSA ESPAÑOLA Y EFECTO SOBRE LA CAPITALIZACIÓN (1)

| Fecha de Pago | Entidad              | Nº de Acciones que han optado | Valoración del pago por acción (euros) | Importe total (euros) | Fechas de la ampliación (desde/hasta) | Nº de acciones emitidas | Precio de mercado (euros) (*) | Capitalización (euros) |
|---------------|----------------------|-------------------------------|--|-----------------------|---------------------------------------|-------------------------|-------------------------------|------------------------|
| 11/01/14      | Iberdrola            | 4.805.712.036                 | 0,126                                  | 605.519.717           | 11/01/2014-27/01/2013                 | 133.492.000             | 4,470                         | 597.243.208            |
| 15/01/14      | Banco Santander      | 9.788.806.366                 | 0,152                                  | 1.487.898.568         | 15/01/2014-29/01/2014                 | 227.646.659             | 6,550                         | 1.491.086.616          |
| 30/01/14      | Banco Popular        | 1.655.460.297                 | 0,04                                   | 66.218.412            | 30/01/2014-14/02/2014                 | 14.399.623              | 5,270                         | 75.857.214             |
| 30/01/14      | Acs                  | 158.896.907                   | 0,446                                  | 70.868.021            | 30/01/2013-13/02/2014                 | 2.562.846               | 26,600                        | 68.171.703             |
| 04/03/14      | Caixabank            | 4.666.867.973                 | 0,05                                   | 233.343.399           | 04/03/2014-18/03/2014                 | 50.726.824              | 4,670                         | 236.894.268            |
| 31/03/14      | Banco Bilbao Vizcaya | 5.161.649.958                 | 0,168                                  | 867.157.193           | 31/03/2014-14/04/2014                 | 101.214.267             | 8,810                         | 892.001.335            |
| 09/04/14      | Abengoa Clase A      | 31.612.744                    | 0,11                                   | 3.477.402             | 09/04/2014-23/04/2014                 | 810.582                 | 4,060                         | 3.290.963              |
| 09/04/14      | Abengoa Clase B      | 442.082.822                   | 0,110                                  | 48.629.110            | 09/04/2014-23/04/2014                 | 13.396.448              | 3,250                         | 43.538.456             |
| 14/04/14      | Banco Santander      | 10.199.633.444                | 0,149                                  | 1.519.745.383         | 14/04/2014-28/04/2014                 | 217.013.477             | 7,230                         | 1.569.007.439          |
| 03/06/14      | Caixabank            | 4.048.342.348                 | 0,050                                  | 202.417.117           | 03/06/2014-17/06/2014                 | 46.532.670              | 4,630                         | 215.539.327            |
| 06/06/14      | Faes Farma           | 207.958.980                   | 0,030                                  | 6.238.769             | 06/06/2014-20/06/2014                 | 3.054.670               | 2,080                         | 6.353.714              |
| 19/06/14      | Repsol               | 1.004.498.426                 | 0,485                                  | 487.181.737           | 19/06/2014-04/07/2014                 | 25.756.360              | 18,720                        | 482.159.059            |
| 24/06/14      | Acerinox             | 132.122.943                   | 0,449                                  | 59.323.201            | 24/06/2014-08/07/2014                 | 4.555.963               | 13,010                        | 59.273.079             |
| 01/07/14      | B. Popular           | 1.804.309.428                 | 0,010                                  | 18.043.094            | 01/07/2014-15/07/2014                 | 3.378.856               | 4,480                         | 15.123.759             |
| 02/07/14      | Ferrovial            | 325.126.649                   | 0,291                                  | 94.611.855            | 02/07/2014-16/07/2014                 | 5.911.393               | 16,070                        | 94.996.086             |
| 03/07/14      | ACS                  | 186.000.957                   | 0,707                                  | 131.502.677           | 03/07/2014-17/07/2014                 | 3.875.019               | 32,470                        | 125.821.867            |
| 03/07/14      | Iberdrola            | 3.227.472.033                 | 0,114                                  | 367.931.812           | 03/07/2014-17/07/2014                 | 67.239.000              | 5,45                          | 366.452.550            |
| 15/07/14      | Banco Santander      | 10.290.514.838                | 0,152                                  | 1.564.158.255         | 15/07/2014-29/07/2014                 | 210.010.506             | 7,220                         | 1.516.905.885          |
| 09/09/14      | Caixabank            | 4.861.457.237                 | 0,050                                  | 243.072.862           | 09/09/2014-23/9/2014                  | 53.422.606              | 4,670                         | 249.216.457            |
| 29/09/14      | BBVA                 | 5.009.525.061                 | 0,080                                  | 400.762.005           | 29/09/2014-13/10/2014                 | 41.746.041              | 9,240                         | 385.566.435            |
| 29/09/14      | B.Popular            | 1.783.893.614                 | 0,012                                  | 21.406.723            | 29/09/2014-13/10/2014                 | 4.308.921               | 4,900                         | 21.122.331             |
| 20/10/14      | B. Santander         | 10.367.777.357                | 0,150                                  | 1.555.166.604         | 20/10/2014-3/11/2014                  | 225.386.463             | 6,630                         | 1.494.988.409          |
| 04/11/14      | Ferrovial            | 329.437.829                   | 0,381                                  | 125.515.813           | 04/11/2014-18/11/2014                 | 8.035.069               | 16,480                        | 132.417.936            |
| 19/11/14      | Telefónica           | 3.832.147.139                 | 0,336                                  | 1.287.601.439         | 19/11/2014-3/12/2014                  | 106.179.744             | 12,920                        | 1.371.842.292          |
| <b>Total</b>  |                      | <b>84.321.307.386</b>         |  | <b>11.467.791.166</b> |                                       | <b>1.570.656.007</b>    |                               | <b>11.514.870.388</b>  |

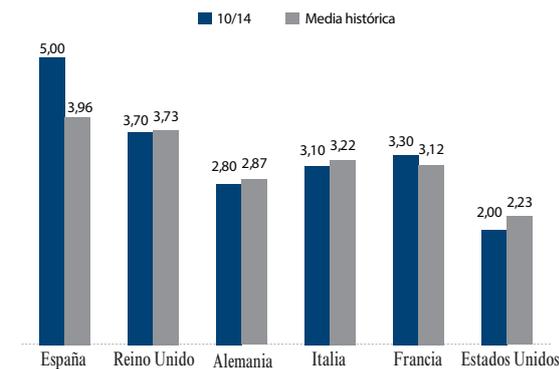
(\*) Precio de mercado de las nuevas acciones de la compañía (correspondiente al precio de cierre del día que se admitieron los nuevos títulos procedentes de la ampliación)

(1) Excepto Caixabank de la que a cierre de este informe no tenemos resultados de adjudicación

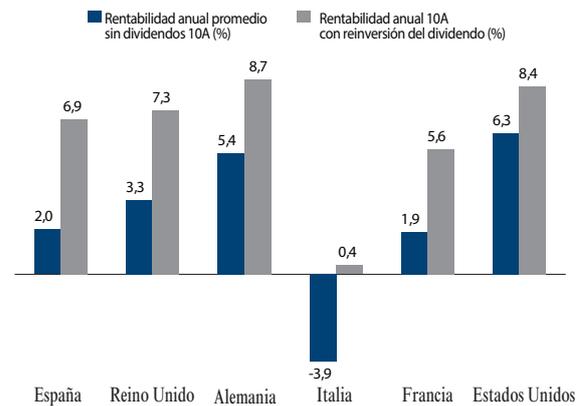
## La Bolsa española líder mundial en rentabilidad por dividendo

Se sitúa actualmente cerca del 5% anual. El efecto sobre la rentabilidad a largo plazo de las acciones es particularmente significativo en la comparación internacional.

### ESPAÑA, LIDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



### LA IMPORTANCIA DEL DIVIDENDO EN EL LARGO PLAZO



La importancia del dividendo en la Bolsa española es excepcional e histórica, la rentabilidad por esta forma de retribución en el mercado de valores español sigue siendo más alta que en las principales plazas del mundo y superior a su media histórica calculada sobre datos mensuales de 27 años publicados por Morgan Stanley Cap. Int: un 5% a octubre de 2014 frente a un promedio del 3,96% en los últimos 25 años y porcentajes del orden del 2,23%-3,70% a octubre de 2014

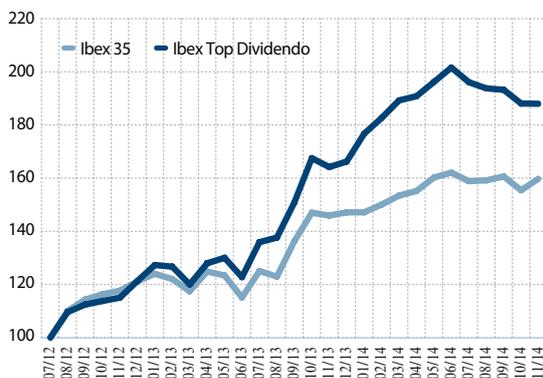
en las principales Bolsas del mundo.

Esta relevancia del dividendo en la evolución de la rentabilidad obtenida de las acciones se evidencia contundentemente en el largo plazo. El ejemplo más inmediato es el comportamiento del IBEX Top Dividendo en los últimos 2 años. Durante este período de tiempo, este índice, que recoge la evolución de los precios de los 25 valores con mayor rentabilidad por dividendo de la Bolsa española, ha crecido 28 puntos por encima del IBEX 35, tal como se observa en el gráfico adjunto.

Con mayor perspectiva temporal y comparando el efecto de los dividendos entre diferentes Bolsas desarrolladas del mundo, también en el gráfico que acompaña estas líneas se observa que al cierre de octubre de 2014 la rentabilidad a 10 años de la Bolsa española pasa del 2% anual sin dividendos a un 6,9% si se incluyen. Es decir, prácticamente recorta la diferencia negativa que exclusivamente en términos de precios habría acumulado frente a las acciones de los índices norteamericanos o alemanes, los mejores en este período de la muestra elegida.

### EL IMPORTANTE EFECTO DE LOS DIVIDENDOS SOBRE LA RENTABILIDAD DE LAS ACCIONES

EL IBEX TOP DIVIDENDO CRECE 28 PUNTOS POR ENCIMA DE IBEX 35 EN LOS ÚLTIMOS 2 AÑOS Y MEDIO. BASE 100 30 DE JULIO DE 2012.



# La Financiación

La Bolsa española vuelve a ocupar posiciones destacadas en el concierto internacional por flujos nuevos de financiación encauzados hacia empresas con cerca de 32.300 millones de euros entre enero y noviembre de 2014 y es líder en Europa. Se reactivan gradualmente las OPVs en España y en todo el mundo. El volumen y número de ampliaciones alcanzan, un año más, niveles muy elevados. Se aumentan y mejoran las alternativas de financiación para Pymes.

En 2014 se ha acelerado de forma interesante el proceso de salidas a Bolsa y lo ha hecho con una intensidad desconocida desde hace algunos años. La revitalización del mercado de OPV y OPS que se está viviendo a nivel mundial desde hace algo más de un año, también se está produciendo en nuestro país. En número de operaciones la actividad desarrollada en 2014 en nuestro mercado equivale casi al conjunto de las operaciones efectuadas en los tres últimos años. En términos de flujos el valor de mercado de las nuevas sociedades equivale al 68% de la suma de las sociedades que fueron admitidas en los tres años anteriores. Señalar que la OPV de la SOCIMI española Merlin Properties ha sido una de las mayores operaciones de salida a Bolsa dentro del sector inmobiliario europeo. La compañía captó financiación por importe

1.250 millones de euros. Según los informes trimestrales que periódicamente elabora Ernst&Young, en los nueve primeros meses de 2014 se han desarrollado 851 operaciones (OPV/OPS) a nivel mundial, un 49% más que en igual periodo del pasado año. El valor de estas operaciones ascendió a 186.600 millones de dólares, un 94% más. Dicho informe situaba a la Bolsa española como la tercera más activa de Europa en términos de valor de las OPV desarrolladas en los tres primeros trimestres de 2014.

A través de todos los mecanismos de provisión de capital habilitados en los mercados de valores, en 2014 la Bolsa española ha encauzado flujos nuevos de financiación por un valor cercano a los 32.300 millones de euros (42.700 millones de dólares). Una cifra que la coloca en el año como 1ª de Europa y 6ª del mundo, según datos de la Federación Internacional de Bolsas (WFE). Es ya, además, un importe superior al registrado en todo el año 2013.

## FLUJOS DE FINANCIACIÓN CANALIZADOS POR LAS BOLSAS. Ranking 2014 (hasta noviembre)

MILLONES DE DÓLARES. FUENTE: WFE

|    |                               |         |
|----|-------------------------------|---------|
| 1  | NYSE - Nueva York             | 168.569 |
| 2  | Hong Kong Exchanges           | 93.999  |
| 3  | Shenzhen                      | 56.594  |
| 4  | Shanghai                      | 49.505  |
| 5  | TMX Group - Toronto           | 44.864  |
| 6  | BME                           | 42.733  |
| 7  | London Stock Exchange (LSE)   | 40.250  |
| 8  | Euronext                      | 37.172  |
| 9  | Australia                     | 36.056  |
| 10 | Japan Exchange Group - Tokyo  | 26.251  |
| 11 | NASDAQ                        | 21.656  |
| 12 | Johannesburg                  | 16.658  |
| 13 | BM&FBOVESPA                   | 14.515  |
| 14 | Athens Exchange               | 12.393  |
| 15 | National Stock Exchange India | 11.415  |

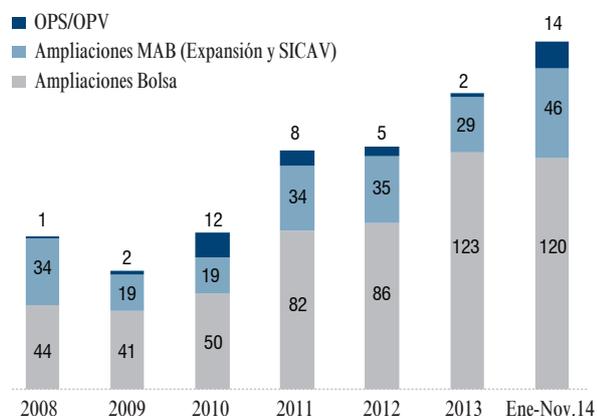
## Trece nuevas salidas a Bolsa utilizando OPV/OPS

Hasta el cierre de noviembre habían sido 12 las compañías que han iniciado su andadura bursátil desde comienzo de año. Siete se han incorporado al segmento principal del mercado: Hispania Activos Inmobiliarios, Edreams Odigeo, Applus Service, Logista, y las SOCIMIS Lar España Real Estate, Merlin Properties y Axia Real Estate. Las cinco restantes lo han hecho en el segmento para empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Npg Technology, Facephi Biometria, Only Apartments, Euroconsult Group y Mercal Inmuebles. A este segmento también se ha sumado en los primeros compases de diciembre la compañía Home Meal Replacements con un valor de mercado de 25,2 millones de euros.

En total se han desarrollado en el mercado de valores

## FINANCIACIÓN CON ACCIONES EN LA BOLSA ESPAÑOLA

NÚMERO DE OPERACIONES REALIZADAS DE CADA CLASE



14 operaciones corporativas con forma de OPV y/u OPS. Las primeras han sido 4 (2 con OPS simultáneas) y una de ellas la ha llevado a cabo la ya cotizada Endesa en el marco de la reorganización societaria del Grupo ENEL. Las segundas han sido diez más las dos que también han llevado a cabo OPV (Edreams y Applus). En conjunto, por todas estas operaciones las compañías han conseguido captar recursos por valor de 7.953 millones de euros.

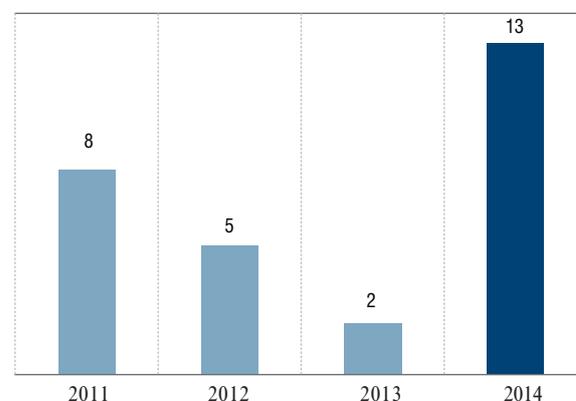
### Récord histórico en número de ampliaciones de capital

En cuanto a las ampliaciones de capital, en los once primeros meses de 2014 el mercado ha aportado financiación a las cotizadas por valor de 27.569 millones de euros en las 166 operaciones desarrolladas (máximo valor anual de la serie histórica). En el segmento principal del mercado se han desarrollado 120 operaciones por un equivalente monetario de 23.978 millones de euros. En el MAB se han realizado 46 operaciones y, a través de las cuales, las empresas han captado 678,45 millones de euros. De estas últimas, 12 han sido protagonizadas por empresas cotizadas en el segmento de empresas en expansión. Los restantes 2.912 millones corresponden a los fondos captados por las nuevas empresas que, como paso previo a su incorporación al mercado, han realizado una OPS de sus acciones.

Por tipos de ampliaciones las más voluminosas han sido aquellas en las que los derechos de suscripción han sido objeto de negociación en el mercado que, en términos de efectivo, superan ligeramente los 17.500 millones de euros, un 61,6% del total. De ellas, 25 han estado destinadas a satisfacer pagos de dividendos bajo la modalidad de dividendo opción y 5 han sido realizadas por empresas cotizadas en el MAB, en el segmento de Empresas en Expansión.

## Nº DE SALIDAS A BOLSA CON OPV/OPS ENTRE 2011-2014

(1 DE ENERO- 10 DE DICIEMBRE PARA 2014)



Por su parte, el volumen de acciones emitidas con desembolso no monetario, sin alcanzar las cifras de otros años han vuelto a tomar protagonismo, sobre todo si se compara con los escasos volúmenes del pasado año. Son ampliaciones de capital en las que se ha suprimido el derecho preferente de suscripción que tiene los antiguos accionistas ya que las nuevas acciones han sido utilizadas 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 cotizar y, en conjunto, han alcanzado los 2.672 millones de euros.

El análisis de datos de un plazo amplio permite observar la potencia creciente de los mercados de valores como vehículos para canalizar financiación a las empresas. En los últimos cinco años, en la Bolsa española y mediante todo tipo de ampliaciones de capital no ligadas a intercambio de acciones, las empresas cotizadas habrían obtenido recursos por un importe anual promedio de 24.600 millones de euros frente a los 7.600 millones de promedio en los diez años inmediatamente anteriores a 2010.

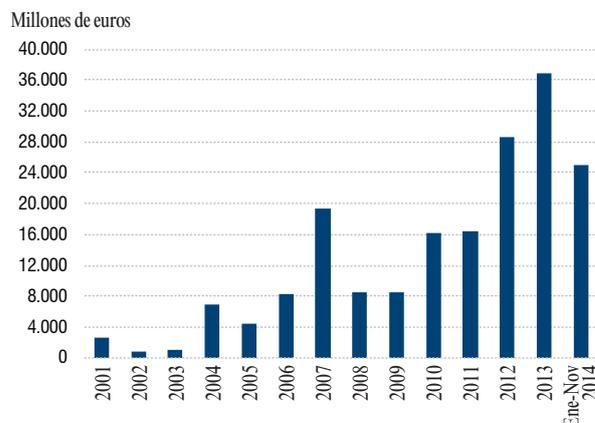
### Mecanismos alternativos de financiación para empresas más pequeñas: MAB y MARF

El interés mostrado tanto por las Bolsas como por el Gobierno en poner a disposición de las PYMES alternativas de financiación con instrumentos negociados en mercados de valores, está teniendo buena acogida por las empresas y los inversores. A falta de la última quincena, durante el año 2014 se han registrado 6 nuevas incorporaciones al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en el segmento de Empresas en Expansión. Adicionalmente, en este segmento de merca-

do las compañías han captado 94,8 millones de euros a través de 12 operaciones de ampliación de capital. También las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) y, en menor medida, las Sociedades de Inversión Libre (SIL), con segmentos específicos en el MAB, han realizado en 2014 un total de 34 operaciones de ampliación de capital por un valor de mercado de 584 millones.

En los instrumentos de renta fija también han encontrado estas empresas una fuente alternativa de financiación. El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) nace con la finalidad de ofrecer financiación a través de instrumentos de renta fija a compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio. Este mercado, pese a su juventud, solo un año de vida, ya ha incorporado 5 programas de pagarés y 7 emisiones de renta fija- que, en conjunto, han supuesto más de 1.000 millones de euros de nueva financiación para sus titulares. ■

## EFFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA NO LIGADAS A INTERCAMBIO DE ACTIVOS



## Medidas de impulso a la financiación alternativa

**En 2014, destacan principalmente tres iniciativas que responden al objetivo de favorecer las opciones de las empresas de obtener recursos financieros por vías diferentes al tradicional canal bancario, especialmente en el caso de Pymes.**

En España, como en otros países de nuestro entorno, el crédito bancario es la fuente principal de financiación de las Pymes, mientras que otras alternativas la apelación a los mercados de valores o el uso de capital riesgo son residuales. La crisis ha sacado a la luz la gran vulnerabilidad de este tipo de empresas en momentos de contracción del crédito. El verdadero problema para la economía española es que las Pymes son responsables de cerca de dos tercios del PIB y más del 80% del empleo.

Esta realidad exige respuestas desde la política para procurar un marco regulatorio que propicie para las Pymes un acceso eficiente y justo a formas de financiación alternativas. En los últimos años, entre otras iniciativas de diferente calado, la Bolsa española se ha encargado de poner en marcha el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y, más recientemente, el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en 2013. Ambos están creciendo a un ritmo continuo proporcionando financiación para empresas de tamaño pequeño y mediano, hasta hace poco casi exclusivamente dependientes del sistema bancario y que pueden así acceder al ahorro de diferentes tipos de inversores.

Siguiendo esta línea de apertura y diversificación de las opciones disponibles de financiación para las empresas, en 2014 se han aprobado algunas

regulaciones y programas oficiales que persiguen dar impulso al objetivo declarado.

### LEY PARA EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Al cierre de estas líneas se está tramitando en el Senado la futura Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial, cuyo objetivo es facilitar flujos de financiación alternativos a los bancarios para las Pymes. Entre las principales medidas que se regulan está la de facilitar el tránsito de las empresas desde el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) hacia la Bolsa cuando se den determinadas circunstancias que puedan hacerlo aconsejable. También esta Ley regula el establecimiento, por primera vez en España, de un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, englobadas en el argot internacional en el ámbito de financiación basada en algún tipo de *crowdfunding* o mecanismo de financiación por aportaciones colectivas de diversos tipos.

### AGENDA PARA EL FORTALECIMIENTO DEL SECTOR INDUSTRIAL EN ESPAÑA

Por otro lado, e integrada en el espíritu de la esta nueva Ley, el pasado 16 de septiembre

## AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA (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       | 1.781,59                     | 14.214,61        |                    |                 | 82,00         | 1.165,66        | 4.610,37        | 69.597,41        |
| 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       | 828,58                       | 2.977,94         | 1.151,29           | 3.768,50        | 26,76         | 172,50          | 2.765,27        | 20.442,03        |
| 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       | 613,97                       | 2.401,61         | 1.292,93           | 5.661,11        | 56,58         | 179,47          | 2.114,25        | 27.722,62        |
| 2007              | 4.004,79                     | 48.901,46       | 1.677,21                     | 11.023,11        | 1.687,22           | 8.280,33        | 156,55        | 161,45          | 7.525,78        | 68.366,34        |
| 2008              | 659,56                       | 8.278,88        | 1.149,06                     | 7.783,44         | 640,88             | 827,17          | 3,53          | 4,27            | 2.453,03        | 16.893,76        |
| 2009              | 207,09                       | 3.423,82        | 1.427,46                     | 5.656,78         | 1.253,08           | 2.950,25        | 5,78          | 9,79            | 2.893,41        | 12.040,65        |
| 2010              | 91,66                        | 1.102,89        | 3.581,89                     | 12.026,13        | 2.289,44           | 2.605,79        | 722,08        | 1.625,56        | 6.685,07        | 17.360,37        |
| 2011              | 428,35                       | 3.391,18        | 4.394,19                     | 10.011,10        | 1.943,10           | 4.295,76        | 178,92        | 2.073,10        | 6.944,55        | 19.771,14        |
| 2012              | 363,30                       | 2.840,16        | 2.961,04                     | 13.491,17        | 753,14             | 879,17          | 1.389,75      | 14.294,39       | 5.467,23        | 31.504,90        |
| 2013              | 56,31                        | 233,98          | 9.388,54                     | 21.638,20        | 5.410,52           | 7.390,80        | 4.152,70      | 8.049,36        | 19.008,06       | 37.312,34        |
| <b>Ene-nov 14</b> | <b>269,47</b>                | <b>2.672,34</b> | <b>3.568,90</b>              | <b>17.537,04</b> | <b>930,84</b>      | <b>3.692,61</b> | <b>701,91</b> | <b>3.666,94</b> | <b>5.471,12</b> | <b>27.568,93</b> |

el Ministro de Industria, Energía y Turismo, José Manuel Soria, presentó oficialmente la "Agenda para el fortalecimiento del sector industrial en España". Una iniciativa aprobada por el Consejo de Ministros el pasado 11 de julio de 2014. Se trata de un Plan de Actuación diseñado por su Ministerio (MINETUR) compuesto por 10 líneas básicas de actuación de ámbito nacional e internacional, dónde se integran 97 medidas concretas a implementar (muchas de ellas de carácter transversal, tanto en sus efectos como en los organismos encargados de implementarlas). El objeto declarado del Plan es cambiar el modelo productivo español favoreciendo su competitividad y aumentando su contribución al PIB de una manera sostenida.

Una parte importante de las líneas de actuación, objetivos y medidas propuestas en la Agenda están muy correlacionadas con el creciente peso que están ganando los mercados de valores como herramientas trascendentales para aumentar las alternativas de financiación de las empresas, su tamaño, el impulso a la internacionalización de sus negocios y el relanzamiento de la economía y el empleo. Más concretamente, de las 97 medidas específicas hay 17 que están singularmente conectadas con el papel de los mercados y, de ellas, 7 están incluidas en la calificación de "prioritarias", que establece el Ministerio en su documento.

### LEY DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y OTRAS DE INVERSIÓN COLECTIVA DE TIPO CERRADO

El 14 de noviembre entró en vigor el nuevo marco legal para el capital riesgo y los fondos de inversión. Los principales cambios introducidos en la nueva regulación tienen como objetivo favorecer nuevas fuentes de financiación directa para las empresas. Así, entre otros cambios de calado, se flexibiliza el régimen financiero de las entidades de capital-riesgo, permitiendo el uso de un abanico más amplio de instrumentos financieros, como los préstamos participativos, dando mayor flexibilidad en los cálculos de los plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión y permitiendo que los fondos puedan distribuir resultados periódicamente.

También se crea la figura de las entidades de Capital-Riesgo-Pyme (ECR-PYME), que permite a estas entidades invertir un 70 por ciento de su patrimonio en participaciones de Pyme, participando en su gestión y haciendo labores de asesoramiento. Este tipo de entidades gozarán de un régimen financiero más flexible, pudiendo hacer un mayor uso tanto de préstamos participativos, como de deuda para proveer de financiación a las Pyme. Su regulación pretende impulsar el sector de capital-riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas, que ha tenido un crecimiento menor y ofrecerles una alternativa eficaz a la financiación bancaria.

## OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA (OPV) Y SUSCRIPCIÓN (OPS) EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN 2014

| 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>LAR ESPAÑA R.S SOCIMI,S.A.</b>      | O.P.S.            |                                      |                |  |  |                     |   | Serv. Financieros e Inmobiliarios             |
|  |                   | 40.000.000                           | 10,00          | 400,00                                   | 40.030.000                               | 99,93               | 10,25                                     | Inmobiliarias y Otros                         |
| Admisión: 05-03-2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>HISPANIA,ACTIVOS INMOB,S.A.</b>     | O.P.S.            | 50.000.000                           | 10,00          | 500,00                                   | 50.060.000                               |                     |   | Serv. Financieros e Inmobiliarios             |
|  | Green Shoe        | 5.000.000                            |                | 50,00                                    | 5.000.000                                | 99,88               | 10,32                                     | Inmobiliarias y Otros                         |
|  | Total             | 55.000.000                           |                | 550,00                                   | 55.060.000                               |                     |   |   |
| Admisión: 14-03-2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>EDREAMS ODIGEO</b>                  | OPV + OPS         | 36.707.313                           | 10,25          | 376,25                                   | 104.878.000                              | 40,25               | 9,81                                      | Servicios de Consumo                          |
|  | Green Shoe        | 5.506.097                            |                | 56,44                                    |  |                     |   | Ocio, Turismo y Hostelería                    |
|  | Total             | 42.213.410                           |                | 432,69                                   |  |                     |   |   |
| Admisión: 08-04-2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>NPG TECHNOLOGY</b>                  |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Tecnología y Telecomun.                       |
|  | O.P.S.            | 3.676.470                            | 1,36           | 5,00                                     | 12.256.070                               | 30,00               | 2,24                                      | Electrónica y Software<br>(MAB Expansión)     |
| Admisión: 22.04.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>APPLUS SERVICES, S.A.</b>           | O.P.V.            | 55.172.414                           | 14,50          | 800,00                                   | 130.016.755                              |                     |   | Materiales B. Indus y Const                   |
|  | O.P.S.            | 20.689.655                           |                | 300,00                                   |  |                     | 15,15                                     | Ingeniería y otros                            |
|  | Green Shoe        | 7.586.207                            |                | 110,00                                   |  |                     |   |   |
|  | Total             | 83.448.276                           |                | 1.210,00                                 |  | 64,18               |   |   |
| Admisión: 09.05.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>MERLIN PROPERTIES SOCIMI, S.A.</b>  | OPS               | 125.000.000                          | 10,00          | 1.250,00                                 | 125.060.000                              | 99,95               | 9,65                                      | Serv. Financieros e Inmobiliarios             |
|  | Green Shoe        | 4.152.001                            |                | 41,52                                    | 4.152.001                                |                     |   | Inmobiliarias y Otros                         |
|  | Total             | 129.152.001                          |                | 1.291,52                                 | 129.212.001                              |                     |   |   |
| Admisión: 30.06.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>FACEPHI BIOMETRÍA, S.A.</b>         |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Tecnología y Telecomun.                       |
|  | OPS               | 9.922.500                            | 1,23           | 12,20                                    | 9.922.500                                | 100,00              | 2,58                                      | Electrónica y Software<br>(MAB Expansión)     |
| Admisión: 01.07.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>MERCAL INMUEBLES (SOCIMI), S.A.</b> |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Serv. Financieros e Inmobiliarios             |
|  | OPS               | 876.266                              | 29,00          | 25,41                                    | 876.266                                  | 100,00              | 29,4                                      | SOCIMI (MAB)                                  |
| Admisión: 02.07.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>AXIA REAL ESTATE SOCIMI, S.A.</b>   |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Serv. Financieros e Inmobiliarios             |
|  | OPS               | 36.000.000                           | 10,00          | 360,00                                   | 36.006.000                               | 99,98               | 9,8                                       | Inmobiliarias y Otros                         |
| Admisión: 09.07.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>CIA DIST. INTEGRAL LOGISTA</b>      | OPV               | 36.204.545                           | 13,00          | 470,66                                   | 132.750.000                              | 30,00               | 13,4                                      | Serv de Consumo                               |
|  | Green Shoe        | 3.620.454                            |                | 47,07                                    |  |                     |   | Transporte y Distribución                     |
|  | Total             | 39.824.999                           |                | 517,72                                   |  |                     |   |   |
| Admisión: 14.07.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>ONLY APARTMENTS, S.A.</b>           |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Servicios de Consumo                          |
|  | OPS               | 2.714.000                            | 1,26           | 3,42                                     | 7.744.060                                | 35,05               | 1,98                                      | Ocio, Turismo y Hostelería<br>(MAB Expansión) |
| Admisión: 28.07.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>EUROCONSULT GROUP, S.A.</b>         |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Materiales B. Indus y Const                   |
|  | OPS               | 4.240.000                            | 1,38           | 5,85                                     | 19.240.000                               | 22,04               | 2,09                                      | Ingeniería y otros<br>(MAB Expansión)         |
|  |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| Admisión: 05.11.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>ENDESA, S.A.</b>                    | OPV               | 201.800.000                          |                | 2.724,30                                 |  |                     |   | Petroleo y Energía                            |
|  | Green Shoe        | 30.270.000                           | 13,50          | 408,65                                   | 1.058.758.117                            | 21,92               | 14,59                                     | Electricidad y Gas                            |
|  | Total             | 232.070.000                          |                | 3.132,95                                 |  |                     |   |   |
| 21.11.2014 (Empresa ya admitida)       |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |
| <b>HOME MEAL REPLACEMENT, S.A.</b>     |                   |                                      |                |  |  |                     |   | Servicios de Consumo                          |
|  | OPS               | 3.699.422                            | 1,73           | 6,40                                     | 12.404.195                               | 29,82               | 2,03                                      | Ocio, Turismo y Hostelería<br>(MAB Expansión) |
| Admisión: 04.12.2014                   |                   |                                      |                |  |  |                     |   |   |

# La Renta Fija

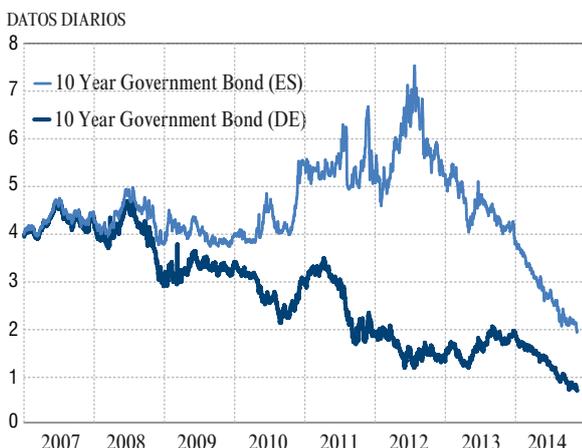
La política monetaria expansiva del BCE mantiene muy bajos los tipos de interés y propicia un año excepcional. La deuda pública española en mínimos históricos con rentabilidades del 1,8% a 10 años. Mejoran las condiciones de financiación para el Tesoro y las empresas. La deslocalización de emisiones impacta negativamente en el mercado de Deuda Corporativa y el MARF gana protagonismo.

**E**l año 2014 en los mercados de deuda europeos se ha caracterizado por una sustancial mejora de las condiciones de financiación tanto para el sector público a través de la deuda pública como para las empresas que apelan al mercado a través de la emisión de bonos corporativos.

España ha sido uno de los países donde esta mejora ha sido más ostensible y el tipo de interés de los bonos españoles a 10 años iniciaba el año en el 4,14% y corregía más de 2,3 puntos porcentuales para situarse al inicio de diciembre por debajo del 1,8%, nivel que representa un mínimo histórico y se encuen-

tra por debajo de los bonos de países tan significativos como los Estados Unidos o el Reino Unido. La prima de riesgo de los bonos españoles, es decir el diferencial con los bonos de referencia alemanes a 10 años, ha corregido más de 1 punto porcentual durante el ejercicio 2014 y se situaba al inicio de diciembre por debajo de los 1,1 puntos porcentuales (110 puntos básicos en terminología de mercado), nivel no visto desde los momentos anteriores al inicio de la crisis de deuda soberana europea en 2010 y muy lejos del 6,30% de 2012. Los tipos de interés también se han reducido en los bonos a 10 años de países europeos como Alemania, Francia, Portugal, Italia o Irlanda que han alcanzado mínimos históricos en 2014.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS (%) EN ESPAÑA Y ALEMANIA (2007-2014)



## Políticas monetarias ampliamente expansivas

En las razones que subyacen a este excepcional comportamiento de los activos de renta fija se combinan elementos positivos y otros de matiz negativo. Por una parte, las autoridades monetarias de los principales países y áreas económicas mundiales han seguido manteniendo un sesgo muy expansivo en sus políticas monetarias, creciente en Europa y decreciente en Estados Unidos, que contribuye a mantener los tipos muy bajos. Por otra parte, este comportamiento refleja el reconocimiento por parte de las mismas autoridades monetarias de que el ritmo de crecimiento de las economías no está suficientemente consolidado, como es

el caso de los Estados Unidos, o de que es muy débil y existe riesgo de estancamiento crónico y muy baja inflación durante un largo período, como es el caso del Banco Central Europeo. También otros países y áreas económicas han aplicado medidas monetarias expansivas para frenar el enfriamiento relativo de sus economías (China) o para tratar de vencer la deflación y el estancamiento (Japón). El temor a un enfriamiento generalizado de la economía mundial y a un posible escenario deflacionario provocó durante algunas semanas del mes de octubre tensiones en los mercados de deuda mundiales que fueron superadas por la confianza que han seguido demostrando los inversores hacia las políticas practicadas por los bancos centrales.

### BCE: rebaja prolongada de tipos y aplicación de medidas no convencionales

Si en 2013 el Banco Central Europeo rebajó en dos ocasiones los tipos de interés de referencia hasta el 0,25% y dio además indicaciones de que permanecerían bajos el tiempo necesario para asegurar la recuperación, en 2014 los volvía a rebajar en dos ocasiones de manera testimonial hasta dejarlos en el 0,05%, mínimo histórico desde el nacimiento del euro. Acompañaba, además, las rebajas de medidas convencionales y no convencionales para estimular la economía, muchas de ellas relacionadas directamente con emisiones de deuda negociadas en los mercados de renta fija.

En junio, el BCE anunciaba la primera rebaja de los tipos en un 0,10% hasta el 0,15% y tipos negativos

(-0,10%) en los depósitos que los bancos mantienen con él. Entre las medidas no convencionales destacaba el anuncio de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (targeted longer-term refinancing operations o TLTRO) por valor de 400.000 millones de euros y el fin de la esterilización de la liquidez inyectada al mercado a través del programa en marcha de compra de bonos (Securities Market Program). Anunciaba al mismo tiempo los trabajos preparatorios para el inicio de las compras de bonos, aspecto que se confirmaba con el paquete de medidas adoptadas el 4 de septiembre. En esa fecha, el BCE decidía una nueva rebaja de tipos de intervención del 0,10% hasta el 0,05% y volvía a reducir los tipos negativos de los depósitos de los bancos en el BCE hasta el -0,20%. El paquete de medidas no convencionales no decepcionaba a los mercados: compra de bonos de titulización (ABS) y cédulas (Covered Bonds) por valor de 300.000 millones de euros con el objetivo de aumentar la liquidez y atacar la escasez de crédito al reducir el consumo de capital por parte de los bancos. Durante el último trimestre del año anunciaba también la compra de emisiones bancarias de titulización cuyo subyacente son préstamos a empresas y dejaba entrever la posibilidad de considerar la compra de deuda pública del área euro en 2015.

### Retirada progresiva de estímulos en Estados Unidos

En contraste, la autoridad monetaria norteamericana (FED) tal y como había anunciado en 2013 ha llevado a cabo en 2014 un paulatino cambio de su

### TIPOS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (1999-2014)



### TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA (2007-2014 NOV.)



política monetaria hacia un sesgo menos expansivo y ha ido reduciendo paulatinamente las compras de bonos en mercados secundarios desde los 85.000 millones de dólares mensuales a un ritmo de 10.000 millones de dólares mensuales hasta su desaparición en octubre de 2014. Al mismo tiempo, la FED ha declarado repetidamente a lo largo del año que la futura subida de tipos de interés de intervención será lenta y gradual.

## El descenso de tipos favorece la financiación del Tesoro español

La distinta orientación de las expectativas económicas y de la política monetaria en el Área Euro y en los Estados Unidos ha tenido su reflejo en el comportamiento de los bonos a 10 años alemanes y norteamericanos. Si bien su rentabilidad ha evolucionado a la baja en ambos casos, se ha ampliado su diferencial de manera muy significativa hasta 1,60% (160 puntos básicos) al final del mes de noviembre, el mayor desde el inicio de la crisis financiera en 2007. Mientras el bono a 10 años norteamericano iniciaba el año 2014 en el 3,03% de rentabilidad y la reducía hasta el 2,25%, el bono a 10 años alemán partía de un 1,94% y llegaba a la insólita cota del 0,69% a finales de noviembre, mínimo histórico del bono de referencia del área euro.

La caída de los tipos de interés en los mercados secundarios de Deuda Pública de toda el área euro ha facilitado en gran medida la financiación del Tesoro Español. En la segunda mitad del mes de noviembre ya había cumplido sus objetivos de financiación a me-

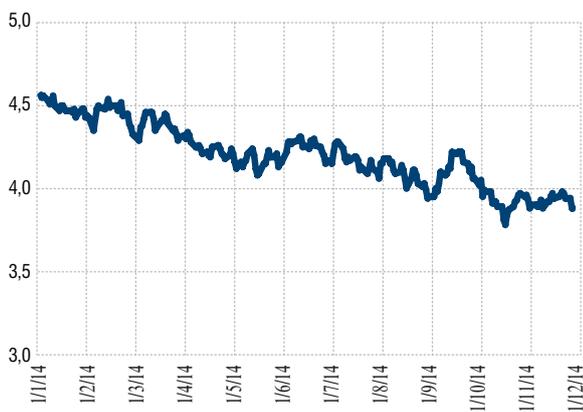
dio y largo plazo, situados en casi 130.000 millones de euros para el conjunto de 2014, con rentabilidades significativamente inferiores a las del inicio del año, lo que ha permitido al Estado un ahorro en la partida de intereses pagados por la deuda que se estima en unos 5.000 millones en 2014 y una reducción importante del tipo de interés de la deuda en circulación hasta el 3,46% al cierre del mes de noviembre para un volumen de deuda del estado en circulación superior a los 825.000 millones de euros. Si se mantienen los bajos tipos de interés en los mercados de deuda pública se facilitará en gran medida la financiación del Tesoro español en 2015 que tendrá que emitir deuda a medio y largo plazo por un importe bruto record de unos 155.000 millones de euros para cubrir tanto las necesidades de nuevo endeudamiento como los elevados volúmenes de vencimientos de deuda en circulación.

## Las rebajas también se trasladan a la Deuda Corporativa

Todos los segmentos de los mercados mundiales de renta fija han visto reducciones generalizadas de los tipos de interés. Ha sido significativa en las emisiones de calificación triple A como muestra el índice elaborado por la compañía de rating Moody's que arroja una caída de las rentabilidades de manera sostenida a lo largo del año. También las principales empresas españolas han seguido aprovechando la favorable situación para financiarse a tipos de interés históricamente bajos. Así, compañías como Telefónica han batido records financiándose a tipos mínimos del 2,93% a 15 años o al 2,242% a 8 años. Repsol se ha financiado al 2,625%

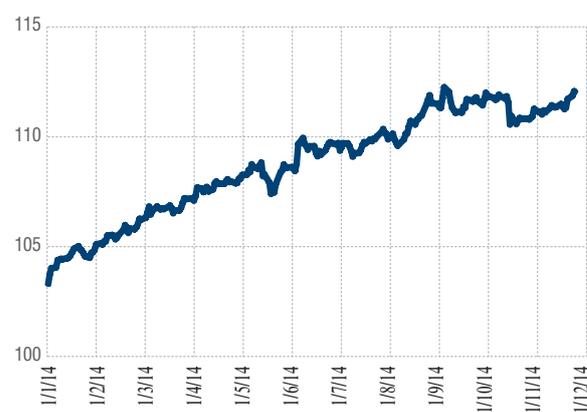
### INDICE DE TIPOS DE INTERÉS DE BONOS CORPORATIVOS DE CALIFICACIÓN AAA

AÑO 2014 HASTA NOVIEMBRE. (MOODY'S AAA CORPORATE BOND - YIELD)



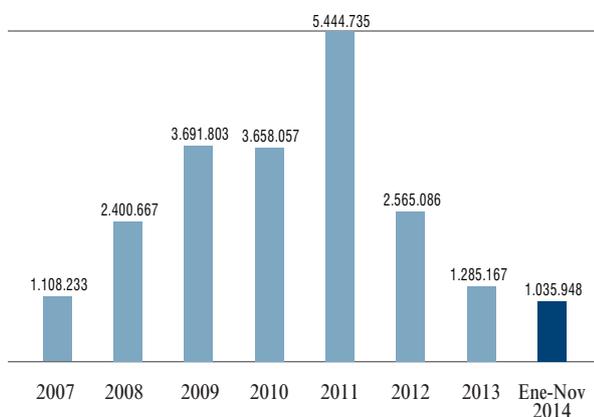
### INDICE DE PRECIOS DE BONOS DEL ÁREA EURO CON CALIFICACIÓN BBB

AÑO 2014 HASTA NOVIEMBRE. (IBOXX EURO OVERALL BBB RATED)



## VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA (2007 - 2014)

(MILLONES DE EUROS)



a 7 años, Iberdrola al 1,875% a 10 años y Día al 1,5% a 5 años.

También 2014 ha sido un año excepcional para la renta fija europea de alta rentabilidad y riesgo ("high yield") como refleja el Índice Iboxx de precios de bonos del área euro de calificación BBB que ha subido un 8,5% hasta noviembre con una volatilidad muy reducida. También las emisiones españolas con grado de rating inferior a BBB-, catalogadas como grado especulativo, han podido beneficiarse de esta situación y su rentabilidad ha pasado del 7,66% al inicio de 2013 al 5,90% en el mes de octubre 2014.

## Los mercados de Deuda Pública y Deuda Corporativa de BME

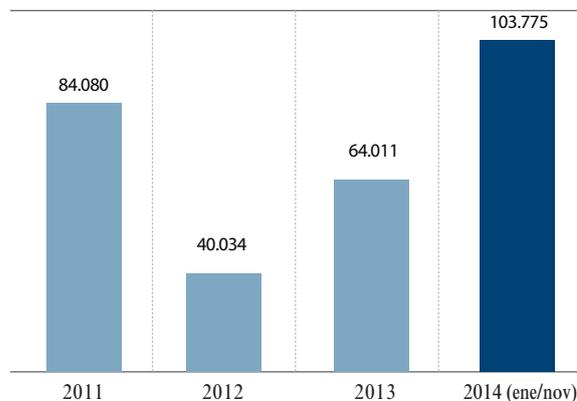
Durante el presente año ha continuado el proceso de relajación y normalización en el mercado de Deuda Corporativa, en paralelo con la pujanza de la Deuda Soberana. La acusada reducción de la prima de riesgo española viene traduciéndose en una casi total desaparición de las tensiones y la aparición de ventanas de oportunidad para los emisores.

La reducción de los tipos de interés y las actuaciones del Banco Central Europeo (BCE) han incrementado el atractivo del recurso al mercado de Deuda Corporativa y ha animado a diversas compañías a emitir en estos mercados, coincidiendo con una cierta dinamización de la economía española y de los nuevos proyectos empresariales.

A pesar de todo, las admisiones en los mercados de BME ha experimentado una reducción en línea con lo que ha venido ocurriendo en los últimos años, con

## VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN LA PLATAFORMA ELECTRÓNICA DE DEUDA PÚBLICA DE BME

2011 - 2014 (MILLONES DE EUROS)



un volumen de nuevas emisiones de 86.232 millones de euros en el período enero-noviembre de 2014, que representa una caída del 24,8% respecto al mismo período del pasado año

Si anteriormente la razón de esta reducción del mercado primario era el proceso de desapalancamiento y desendeudamiento emprendido por las empresas españolas a raíz de la crisis financiera, en la actualidad, cuando incluso se animan a emitir en el mercado algunas empresas que no habían recurrido hasta ahora a los mercados de capitales, las razones hay que buscarlas en el proceso de deslocalización de las emisiones que se viene produciendo en nuestro país.

Este desplazamiento hacia otros mercados está causando un serio deterioro en el mercado español de Deuda privada. Por ello, es necesario dar a conocer de una forma decidida los profundos cambios normativos que se han producido en las condiciones de acceso a nuestro mercado, especialmente en el último año y medio, dotándole de mayor agilidad, de unos costes reducidos y una homogeneización respecto de cualquier otro mercado extranjero.

## Volumen de negociación

La negociación en el mercado de Deuda Corporativa se sitúa en 1,04 billones en el conjunto de los once primeros meses, lo que supone una disminución del 11,2% respecto al mismo período del pasado año, si bien el volumen de negociación a vencimiento creció un 37,9% en dicho período.

La pujanza del Mercado de Deuda Pública a lo largo del año ha tenido un efecto positivo sobre

SENAF, la plataforma de negociación de Deuda Pública entre mayoristas y ha hecho posible un fuerte crecimiento de la negociación efectuada a través de esta plataforma ya iniciado en 2013.

De este modo, a finales del mes de noviembre la negociación acumulada en SENAF en los once primeros meses se eleva a 103.775 millones de euros, un 77,3% por encima del registrado en 2013. El favorable comportamiento se extiende también al número de operaciones, con 14.954, un 42,4% por encima del pasado año.

Por lo que se refiere al SEND, la plataforma electrónica de negociación de Renta Fija para particulares, la negociación efectuada entre enero y noviembre se eleva a 2.122 millones de euros, con una reducción del 8,1% respecto al pasado año.

El mayor incremento se produjo en la negociación de Deuda Pública en el primer año completo de estos activos en el seno del SEND, con 252 millones de euros en el período citado, lo que supone un crecimiento del 99% sobre la registrada en 2013.

## Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

El MARF cumple por estas fechas su primer año de vida con un incremento en la actividad de los emisores en los meses recientes y la realización de 12 emi-

siones, de las que 7 son de medio plazo y 5 de corto plazo (pagares). A ello se añadiría una operación de ampliación de un programa de pagarés.

Estos datos permiten afirmar que este Mercado Alternativo de Renta Fija está cumpliendo satisfactoriamente con los objetivos para los que fue creado: contribuir a la financiación de las empresas españolas como una nueva fuente de financiación complementaria del crédito bancario.

El MARF ha demostrado en pocos meses su capacidad como punto de encuentro entre inversores y emisores al actuar como vehículo en la colocación privada de emisiones a la medida y con volúmenes pequeños y medios. Además, ya podemos decir que es una herramienta útil para las empresas, capaz de ofrecer la posibilidad de realizar emisiones en los distintos puntos de la curva de plazos, acogiendo emisiones tanto de medio y largo plazo como de corto plazo a través de pagarés.

Al mismo tiempo, ha sido capaz de desarrollar algunas importantes innovaciones para poder ofrecer nuevas opciones de cara a las emisiones que se han realizado y puedan realizarse por parte de las empresas en el futuro. En particular, cabe destacar el arranque de las emisiones de titulización, a través de la primera emisión de Bonos de Titulización efectuada por el Fondo Auriga Pymes I, coordinado por Auriga, con Intermoney como gestora del Fondo. La vía de los Bonos de Titulización resulta especialmente destacable

## EMISIONES REALIZADAS EN EL MARF

### VOLÚMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

| Emisor                | Importe            | Activo                         | Plazo   | Tipo interés  | Sector   |
|-----------------------|--------------------|--------------------------------|---------|---------------|--|
| <b>Copasa</b>         | € 50 millones      | Bonos                          | 5 años  | 7,5%          | Construcción de infraestructuras                                 |
| <b>Tecnocom</b>       | € 35 millones      | Bonos                          | 5 años  | 6,5%          | Tecnología   |
| <b>Elecnor</b>        | € 100 millones (*) | Pagarés                        |         |               | Infraestructuras - Energía                                       |
| <b>Tubacex</b>        | € 29 millones (*)  | Pagarés                        |         |               | Materiales básicos- Acero  |
| <b>Europac</b>        | € 50 millones (*)  | Pagarés                        |         |               | Materiales básicos, papel y cartón                               |
| <b>Ortiz</b>          | € 50 millones      | Bonos                          | 5 años  | 7,0%          | Construcción de infraestructuras y servicios                     |
| <b>Eysa</b>           | € 75 millones      | Obligaciones                   | 7 años  | 6,88%         | Estacionamiento vehículos  |
| <b>Audax</b>          | € 21 millones      | Bonos                          | 5 años  | 5,75%         | Eléctrico  |
| <b>Barceló</b>        | € 50 millones (*)  | Pagarés                        |         |               | Turístico  |
| <b>Copasa</b>         | € 20 millones (*)  | Pagarés                        |         |               | Construcción de infraestructuras                                 |
| <b>Auriga Pymes I</b> | € 10 millones (**) | Bonos de Titulización          | 10 años | 4% + variable | Derechos de crédito comercial de una amplia variedad de empresas |
| <b>Elecnor</b>        | € 100 millones (*) | Ampliación Programa de Pagarés |         |               | Infraestructuras - Energía                                       |
| <b>Viarío A 31</b>    | € 47 millones      | Project Bonds                  | 10 años | 5%            | Concesión infraestructura tramo Bonete-Alicante -Autovía A31     |

(\*) Importe máximo del programa.

(\*\*) Estructura abierta por el activo y por el pasivo que permite la emisión sucesiva de Bonos de Titulización por un importe máximo de 500 millones de euros.

ya que ofrece un importante potencial de cara a las compañías de menor tamaño que deseen obtener fondos en este mercado a través de esta fórmula y abre la posibilidad de acudir a ella con importes más reducidos que los que pueden requerir otras emisiones singulares que se lancen directamente y de forma individual por parte de la compañía emisora.

La segunda innovación destacable ha sido la materialización de la emisión realizada por Viario A31 a través de la fórmula de “Project Bonds” que abre también una nueva vía para aquellas empresas que apelen al mercado porque necesiten financiación para la puesta en marcha o para el desarrollo de un determinado proyecto.

## La deslocalización de las emisiones de Deuda Corporativa

**El proceso y los costes de emisión y colocación no pueden ya hoy esgrimirse como razones de peso para que se prolongue una tendencia que daña a la industria, a los inversores nacionales y a los mercados de renta fija en España.**

Desde 2013 y a lo largo de 2014, se ha incrementado el recurso de distintas empresas españolas al mercado de Deuda Corporativa a través de nuevas emisiones, con la incorporación, incluso, de algunas que acceden por primera vez al mercado de capitales, uniéndose así a los emisores tradicionales.

Sin embargo, a pesar de que el mercado español de Deuda Corporativa se ha consolidado en las dos últimas décadas como uno de los mercados más solventes por la variedad de activos e instrumentos que acoge y por la transparencia que ofrece a los inversores, en los momentos actuales, buena parte de estos emisores ha preferido realizar sus emisiones y cotizar solamente en plazas como Luxemburgo, Dublín, Francfort y Londres, algo que está generando efectos negativos sobre la transparencia del mercado y para la industria financiera española, así como para los departamentos de mercado de capitales de las entidades financieras españolas, despachos de abogados y otros intermediarios.

Quienes impulsan la salida de estas emisiones a cotizar (“listing”) en mercados distintos del español han encontrado un eficaz aliado en el deterioro de la imagen y la credibilidad internacional de nuestro sector financiero en años recientes. Los argumentos que se invocan con más frecuencia son los siguientes: la mayor rapidez, facilidad y previsibilidad en el proceso de emisión; la

legislación, idioma, documentación y divisa de las emisiones; la fiscalidad para el inversor/emisor; la demanda de los inversores y bancos encargados de “colocar” las emisiones; así como los costes incurridos por el emisor, planteando que las emisiones listadas en plazas como las anteriormente citadas presentan ventajas frente al listing en el mercado español.

Esta tendencia comienza a invertirse en los momentos actuales y los inversores internacionales dan muestras de sentirse atraídos de nuevos hacia los activos españoles gracias, entre otras razones, al esfuerzo normativo de las autoridades económicas para homogeneizar las condiciones al marco internacional en los procesos, capacidades y fiscalidad para las emisiones de renta fija. A pesar de ello, algunos colocadores y originadores siguen animando a los emisores a listar sus emisiones en mercados en el exterior en virtud de supuestas ventajas, argumentos y razones que la realidad actual desmiente.

### EL PROCESO DE EMISIÓN EN ESPAÑA HOY

Respecto al primer argumento, reiteradamente utilizado y que ha supuesto en el pasado un escollo de cierta importancia para los emisores, la CNMV reaccionó a través de la publicación de los criterios, procedimientos y documentación requerida para la tramitación de emisiones de renta fija con fecha 31 de octubre de 2013,

Esta evolución del MARF en su primer año de vida está traduciéndose en una respuesta favorable de sus emisores, como en el caso de Copasa, la empresa que realizó la primera emisión de bonos en el mercado, que ha repetido un año después, con pagarés, a corto plazo. Sus directivos habían manifestado a lo largo de 2014 su satisfacción por los resultados de su primera emisión en términos de diversificación de las

fuentes de financiación y de visibilidad ante los inversores y el mercado en general.

También a lo largo de este primer año de vida se han incorporado a este mercado 19 intermediarios financieros como Miembros, entre los cuales se cuentan las principales entidades financieras del país, así como 18 empresas en el capítulo de los Asesores Registrados. ■

estableciendo una serie de criterios que, en la práctica, suponen la homogeneización con los folletos de emisión realizados en la UE y establece, entre otras cuestiones, que la CNMV verificará los expedientes relativos al folleto de admisión en el plazo de 5 días hábiles desde que se haya recibido la solicitud y la documentación relativa a las condiciones finales.

Adicionalmente, el MARF, previsto para emisiones destinadas a inversores profesionales e institucionales, permite la posibilidad de cotizar en dicho mercado mediante procedimientos que serán aprobados por la Comisión Rectora del SMN (AIAF Mercado de Renta Fija) en condiciones de flexibilidad y celeridad máximas.

En lo que se refiere a la Ley de circulación de los valores, el idioma, la documentación y divisa de las emisiones debe señalarse que, conforme a los cambios operados por parte de los reguladores españoles, hoy en día es perfectamente posible lanzar y registrar desde España cualquier tipo de emisión.

En este sentido, resulta destacable el hecho de que ya se ha producido en este año una primera emisión de una de las entidades bancarias más destacadas, realizada bajo ley inglesa, con documento en inglés, y cotizada, sin embargo, en el mercado español de Renta Fija privada, AIAF.

Con respecto a la fiscalidad para los inversores y los emisores cabe señalar que en el caso del mercado español, siempre que el emisor sea entidad de crédito, entidad cotizada o fondo de titulización, la fiscalidad para todos los inversores (residentes y no residentes) goza de igual trata-

miento que la Deuda Pública, por lo que no existe para ellos ninguna discriminación fiscal derivada de la residencia del inversor, ya que en la práctica los rendimientos obtenidos por inversores no residentes no están sujetos a tributación o retenciones a cuenta en España.

#### **LAS DEMANDAS DE LOS INVERSORES Y LOS COSTES NO PARECEN ARGUMENTOS VÁLIDOS**

El argumento que plantea que la cotización debe hacerse fuera del mercado español porque así lo demandan los inversores y bancos encargados de la colocación de las emisiones carece también de fundamento ya que desde antes de la crisis y también durante ella, un elevado volumen de las emisiones (del orden de 450.000 millones de euros, entre cédulas y bonos de titulización) cotizaron en España y prácticamente el 100% del volumen se colocó entre inversores no residentes.

Finalmente, los costes de registro y listing para el emisor son equiparables en todos los mercados. Adicionalmente, su peso es poco significativo en emisiones de decenas o cientos de millones de euros y no constituyen un elemento decisivo en cuanto a la plaza donde cotiza. Por el contrario, las tarifas aplicadas por los asesores legales internacionales son significativamente más altas que las de sus colegas españoles. Además, los representantes o estructuras jurídicas (vehículos de emisión) que a menudo comportan estas emisiones en el extranjero, suponen unos costes de mantenimiento mucho más elevados que aquellas emisiones que no precisan de dichas figuras por estar cotizadas en España.

# Opciones y Futuros

Con la volatilidad contenida, el volumen general negociado hasta noviembre aumenta ligeramente impulsado por los contratos sobre IBEX, los futuros crecen un 24% y las opciones un 47%. En medio de una continua presión regulatoria, el nominal de los contratos derivados negociados en los mercados organizados de todo el mundo crece un 15%.

El mercado de Opciones y Futuros de BME, MEFF, ha negociado hasta noviembre un volumen de contratos ligeramente por encima de los 50 millones, un 3,8% más que en el mismo período del año anterior.

El incremento del volumen negociado en el año 2014 viene marcado por la negociación de Futuros y Opciones sobre IBEX 35 y es un reflejo de la recuperación de la economía y los mercados financieros españoles que han recuperado atractivo para los inversores tanto nacionales como extranjeros. En línea con lo que está sucediendo en los principales mercados de derivados internacionales, también ha pesado en la mejora de

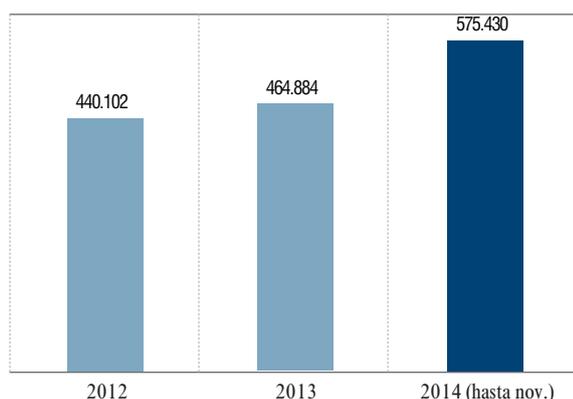
los volúmenes de contratos sobre índices la creciente popularidad de la gestión pasiva de carteras de acciones apoyada en los ETFs sobre el Índice bursátil español.

La negociación de Futuros sobre IBEX 35 crece hasta noviembre un 24% respecto al mismo periodo del año pasado y los contratos Mini sobre IBEX crecen un 50%. Por su parte, la negociación de las Opciones sobre IBEX 35 consolida la recuperación del producto al enlazar tres años de fuerte recuperación y aumenta en 2014 hasta noviembre un 47% respecto al periodo enero – noviembre de 2013.

Como factor determinante de la actividad en el mercado de opciones y futuros, la volatilidad ha per-

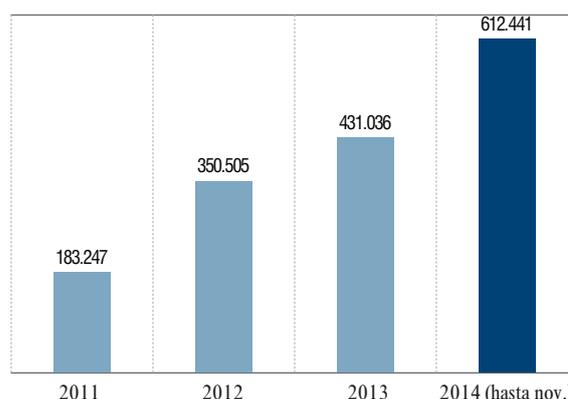
## VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE FUTUROS SOBRE EL IBEX 35

Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF. 2012 - 2013 - 2014 (HASTA NOVIEMBRE)



## VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE OPCIONES SOBRE EL IBEX 35

Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF. 2011 - 2012 - 2013 - 2014 (HASTA NOVIEMBRE)



manecido en términos generales estable respecto al año 2013. La volatilidad implícita media de las opciones sobre IBEX 35 entre enero y noviembre ha sido del 19,1%, dos puntos menos que en 2013 e inferior en más de 10 puntos porcentuales al nivel medio de 2012, en plena crisis de la deuda soberana europea. En los últimos meses del año, con especial intensidad en octubre, la volatilidad ha experimentado un fuerte repunte hasta niveles cercanos al 30% como consecuencia de las tensiones sufridas por los mercados financieros internacionales como consecuencia del enfriamiento de las principales economías europeas y el temor a una etapa prologada estancamiento e inflación muy reducida. Por su parte, los mínimos de volatilidad en el año se vivieron en la segunda quincena de junio, con niveles inferiores al

15%, después de que el Banco Central Europeo diera a conocer sus medidas de política monetaria expansiva.

A diferencia del aumento de actividad en productos sobre índices, y en línea con lo que está sucediendo en otros mercados de derivados europeos, los productos derivados sobre acciones están sufriendo caídas en su volumen de actividad. La negociación en Futuros sobre Acciones cae un 8% y en Opciones sobre Acciones un 6% hasta noviembre respecto al mismo período del año anterior. En mercados de referencia europeos como Eurex, la caída del volumen en el mismo período ha sido de un 31% y un 15% respectivamente.

La negociación de otros contratos de difusión más limitada como son los Futuros Impacto Dividendo o Futuros Dividendos Acciones siguen con el crecimen-

## CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE EN MEFF

VOLÚMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

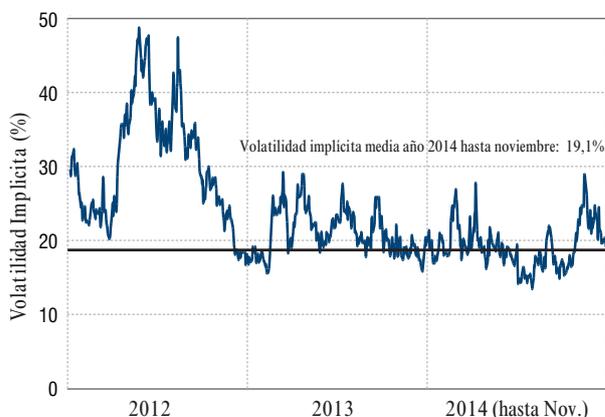
|                          | Futuros          |                  |               |                   |                | Opciones         |                   | Total Contratos   |
|--------------------------|------------------|------------------|---------------|-------------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
|                          | Ibex 35          | Mini Ibex        | Impacto Div   | Acciones          | Divid Acciones | Ibex 35          | Acciones          |                   |
| 2000                     | 4.183.028        | -                | -             | -                 | -              | 7.659.790        | 16.580.519        | 28.423.337        |
| 2001                     | 4.305.892        | 22.423           | -             | 8.766.165         | -              | 6.014.405        | 22.628.133        | 41.737.018        |
| 2002                     | 3.896.643        | 724.424          | -             | 12.645.186        | -              | 5.366.944        | 18.701.248        | 41.334.445        |
| 2003                     | 3.545.942        | 1.070.853        | -             | 12.492.568        | -              | 2.981.593        | 11.378.992        | 31.469.948        |
| 2004                     | 4.354.868        | 1.182.497        | -             | 12.054.799        | -              | 2.947.529        | 8.200.314         | 28.740.007        |
| 2005                     | 4.935.648        | 1.145.628        | -             | 18.813.689        | -              | 4.407.465        | 10.915.227        | 40.217.657        |
| 2006                     | 6.408.961        | 1.598.296        | -             | 21.229.811        | -              | 5.510.621        | 12.425.979        | 47.173.668        |
| 2007                     | 8.435.258        | 2.865.739        | -             | 21.294.315        | -              | 5.670.773        | 13.593.493        | 51.859.578        |
| 2008                     | 7.275.299        | 3.300.418        | -             | 46.237.568        | -              | 8.286.224        | 18.317.249        | 83.416.758        |
| 2009                     | 5.436.989        | 3.148.292        | -             | 44.586.779        | -              | 4.357.260        | 35.527.914        | 93.057.234        |
| 2010                     | 6.280.999        | 3.579.263        | -             | 19.684.108        | -              | 3.072.418        | 37.607.374        | 70.224.162        |
| 2011                     | 5.281.218        | 3.099.647        | 3.154         | 27.578.789        | -              | 2.198.967        | 29.410.340        | 67.572.115        |
| 2012                     | 4.745.067        | 2.424.766        | 2.162         | 21.220.876        | 25.000         | 4.206.058        | 34.507.390        | 67.131.319        |
| 2013                     | 5.578.607        | 1.987.362        | 3.520         | 14.927.659        | 66.650         | 5.172.426        | 26.944.611        | 54.680.835        |
| enero-14                 | 637.937          | 219.092          | 3.493         | 753.674           | 1.660          | 827.979          | 2.905.174         | 5.349.009         |
| febrero-14               | 502.178          | 208.849          | 2.145         | 1.941.758         | 19.530         | 555.144          | 1.468.090         | 4.697.694         |
| marzo-14                 | 557.929          | 245.639          | 0             | 1.840.931         | 2.515          | 488.868          | 2.373.971         | 5.509.853         |
| abril-14                 | 535.861          | 230.126          | 859           | 641.436           | 3.170          | 593.705          | 1.776.828         | 3.781.985         |
| mayo-14                  | 514.522          | 207.391          | 0             | 1.452.881         | 1.030          | 440.298          | 1.804.278         | 4.420.400         |
| junio-14                 | 520.558          | 193.456          | 1.061         | 1.832.150         | 37.285         | 833.105          | 2.300.562         | 5.718.177         |
| julio-14                 | 561.709          | 234.086          | 285           | 679.801           | 5.350          | 454.888          | 2.329.856         | 4.265.975         |
| agosto-14                | 517.137          | 237.683          | 7.582         | 40.339            | 5.000          | 596.057          | 1.145.077         | 2.548.875         |
| septiembre-14            | 559.385          | 229.579          | 3.950         | 1.582.805         | 35.651         | 690.399          | 2.040.215         | 5.141.984         |
| octubre-14               | 827.927          | 464.714          | 1.900         | 440.466           | 31.505         | 766.910          | 2.472.844         | 5.006.266         |
| noviembre-14             | 594.588          | 269.765          | 0             | 215.202           | 14.550         | 489.500          | 2.116.049         | 3.699.654         |
| <b>Ene. - Nov. -2014</b> | <b>6.329.731</b> | <b>2.740.380</b> | <b>21.275</b> | <b>11.421.443</b> | <b>157.246</b> | <b>6.736.853</b> | <b>22.732.944</b> | <b>50.139.872</b> |

to propio de productos que empiezan a ser conocidos por el mercado y aumentan su negociación en términos relativos de manera importante, los primeros multiplican por casi 9 veces su volumen y los segundos por 4, ambos hasta noviembre. El inversor que habitualmente contrata estos derivados es un inversor institucional que quiere cubrirse del riesgo de caída del dividendo y lo hace a través de la venta de Futuros sobre Dividendos.

Por último, comentar que en septiembre de 2014 se cumplió un año del cambio en la estructura del mercado español de productos derivados que supuso, por exigencia de la nueva regulación europea de mercados de valores e instrumentos financieros, la separación de las actividades de Mercado y Cámara de Compensación, Liquidación y Contrapartida. MEFF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados se quedó con la actividad de Mercado y la recientemente creada BME Clearing se hace cargo de la actividad de Cámara. ■

## VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA OPCIONES SOBRE IBEX 35

AÑO 2012 - 2013 - 2014 (HASTA NOVIEMBRE)



## Continúa la presión regulatoria sobre los derivados OTC

Como ha venido sucediendo desde el inicio de la crisis financiera, la presión regulatoria sobre los mercados de productos derivados ha sido intensa también en 2014. El volumen de estos productos negociado de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado de derivados OTC u "over the counter") es elevadísimo y los reguladores financieros de todo el mundo, a partir de las directrices formuladas por el G20 en 2009 en su reunión de Pittsburgh, pretenden encauzar la negociación de estos productos hacia mercados organizados y su liquidación a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCPs), así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados Trade Repositories, en el caso de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Uno de estos registros, REGIS TR, gestionado por Iberclear y Clearstream, se ha convertido en sus primeros compases de existencia en el más importante de Europa con más de 800 clientes (un 40% de las entidades financieras obligadas a informar).

Las reformas persiguen mitigar el riesgo sistémico mejorando la gestión del riesgo, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia. Tanto el Comité de Basilea como IOSCO, la organización que agrupa a los organismos reguladores de todo el mundo, han insistido en que también

en el caso de derivados OTC que no puedan ser liquidados a través de CCPs se generalice el depósito y uso de garantías y márgenes. En la UE, la Comisión Europea publicó en 2010 la primera propuesta de regulación y en 2012 se aprobaba el reglamento EMIR que define las obligaciones de compensación, información y control de riesgos de los derivados OTC, los requisitos de las cámaras de contrapartida central (CCPs) y el registro y supervisión de las entidades de registro de operaciones.

De acuerdo con datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS) correspondientes al cierre del primer semestre de 2014, el volumen nominal vivo de los contratos de productos derivados OTC existentes en el mundo vuelve a crecer de forma importante y alcanza los 691,50 billones de dólares, 9,33 veces el PIB mundial, prácticamente igual que un año antes. Por su parte, el volumen nominal vivo de los contratos negociados a través de Bolsas y mercados organizados de derivados de todo el mundo se situaba en 73,40 billones de dólares, un 14,76% por encima del mismo periodo de 2013 pero todavía representando menos de un 9,60% del valor nominal total de los derivados vivos en el mundo. El volumen nominal es el valor del activo subyacente de los contratos de productos derivados.

# La compensación

BME CLEARING recibe autorización de ESMA para actuar como entidad de contrapartida central en España. Actualmente opera para derivados pero está previsto comenzar para operaciones de contado en menos de un año.

El año 2014 ha sido el primer año completo de operaciones de BME CLEARING como entidad de contrapartida central (ECC) de forma separada de la actividad de mercado, una vez producida en septiembre 2013 la división de MEFF en dos entidades, la sociedad rectora del mercado de derivados (MEFF) y la entidad de contrapartida central (BME CLEARING).

Durante el año las autoridades españolas y europeas han procesado la solicitud de BME CLEARING para desempeñar actividades de contrapartida central de acuerdo con el Reglamento europeo EMIR, lo que culminó con la autorización recibida en septiembre, como reconocimiento de que el modelo operativo de BME CLEARING, su organización, gobierno corporativo, tecnología, sistema de gestión de riesgos y nivel de capital cumplen con todos los requisitos establecidos en el EMIR.

BME CLEARING ofrece servicios de compensación en tres segmentos: los instrumentos derivados financieros negociados en MEFF, instrumentos derivados sobre electricidad registrados en MEFF (MEFFPower), y repos sobre Deuda Pública (MEFFREPO).

Además, siguen los trabajos para prestar los servicios de contrapartida central en el segmento de contado de Renta Variable en el marco de la reforma de la compensación y liquidación en España.

## MEFFPower

MEFFPower es el servicio del Grupo BME para el mercado de la electricidad, que permite compensar en la ECC los derivados de electricidad española. El servicio se constituyó en marzo de 2011 y en poco tiempo y

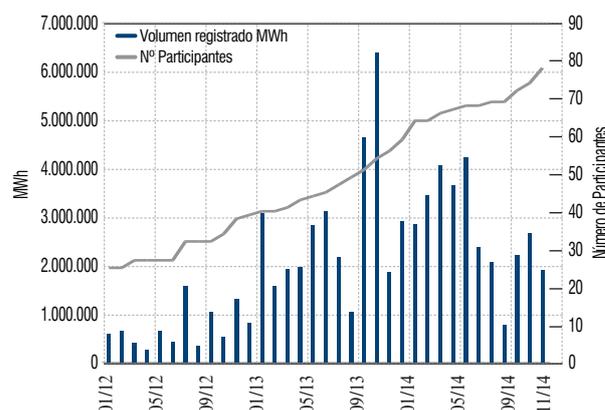
dentro de un entorno de fuerte competencia ha conseguido consolidarse y atraer a los principales participantes del mercado.

Desde junio 2014 la actividad de registro en cámara de la operativa en este campo de actividad se realiza mediante el servicio de Trade Registration del mercado MEFF con carácter previo al proceso de compensación en la cámara. Se ha ampliado la base de entidades operadoras con un incremento del 34% en el número de participantes, pasando de 58 participantes a finales de 2013 hasta los 78 participantes actuales.

En cuanto a actividad, se ha consolidado el crecimiento durante 2014 con un volumen registrado que asciende a 32 TWh. Este volumen representa el 12% del consumo de electricidad en España. El número de operaciones registradas en 2014 se sitúa en 4.486 frente a 3.914 registradas en el mismo periodo del pasado año, con un incremento del 15%.

La posición abierta alcanza un volumen de 3,6

## VOLUMEN REGISTRADO MEFFPOWER (MWh)



TWh a final de noviembre de 2014, con un crecimiento del 54% respecto al volumen de posición abierta en diciembre del pasado año (2,3 TWh).

## MEFFREPO

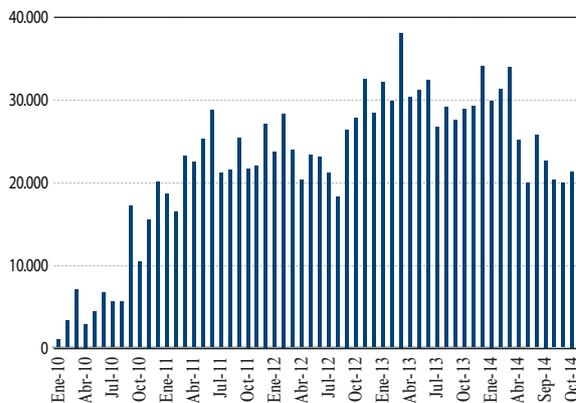
El segmento de REPO consiste en el servicio de contrapartida central para las operaciones de repos sobre Deuda Pública española, eliminando así el riesgo de contrapartida para las entidades participantes.

Durante el año 2014 la media mensual de registro se ha situado cerca de los 93.000 millones de euros, en 887 operaciones de media mensual. Con ello, la ECC de repos de BME CLEARING ha demostrado ser un servicio que, en los momentos de más tensión económica, permite a las entidades españolas la continuidad en la operativa de repos.

En la actualidad cuenta con 27 entidades participantes, de las que 25 son españolas y 2 extranjeras. Aunque la posición abierta financiada, es decir, el saldo medio vivo de operaciones no vencidas, equivalente a la financiación facilitada, haya descendido en más de 6.000 millones con respecto al de año 2013, disminu-

## MEFFREPO. SALDOS VIVOS DE OPERACIONES "REPO"

2010 - 2014. DATOS MENSUALES DE SALDO MEDIO DE LOS 10 ÚLTIMOS DÍAS DEL MES. MILLONES DE EUROS



yendo desde 30.693 a 24.664 millones de euros, se ha logrado mantener al nivel del 2012, año en el que fue de 24.670 millones de euros, lo que ejemplifica esa continuidad en la operativa de repos en tiempos de complicada situación financiera. ■

# La Liquidación y Registro en 2014

El número de operaciones bursátiles liquidadas crece un 37% en el año por un volumen efectivo equivalente a un promedio diario de 3.899 millones de euros. Dentro del proceso de reforma de la post-contratación en la UE, en septiembre entró en vigor el Reglamento 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores y los depositarios centrales de valores (DCVs).

El número de operaciones bursátiles liquidadas en Iberclear hasta noviembre de 2014 muestra un aumento medio de un 37% sobre el mismo periodo del año anterior, alcanzando una media mensual de 4,1 millones de operaciones. El efectivo liquidado correspondiente a las mismas supone un aumento del 17,8%, al haberse liquidado 3.899 millones de euros de media diaria, frente a los 3.310 millones hasta noviembre del año 2013.

Tomando como referencia el mismo periodo del año anterior, los saldos nominales registrados a finales del mes de noviembre han experimentado un descenso del 17,9% en valores cotizados en AIAF, mercado de Renta Fija Privada, y un crecimiento del 6,54% en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la Renta Variable, se ha registrado un aumento de un 11,7% valorado a precios de mercado.

## Target2 Securities (T2S)

Las tareas para la puesta en funcionamiento de la plataforma única de liquidación Target2 Securities han progresado significativamente a lo largo del año 2014. Los 24 depositarios centrales de valores europeos que se han unido al proyecto mediante la firma del Contrato Marco continúan con sus respectivos planes de adaptación para incorporar a la plataforma sus cuentas y procesos de liquidación de valores en las distintas fechas que se han establecido. Dicha incorporación se producirá de forma escalonada a lo largo de cuatro olas de migración, en las que los depositarios centrales han sido encuadra-

dos, con el objetivo de reducir al máximo los riesgos sobre la actividad de los participantes.

El proyecto se encamina ya hacia las últimas fases de preparación, previas a su entrada en producción, que está programada para la primera ola de migración el próximo 22 de Junio de 2015. Dentro de la planificación general, la fecha del 1 de Octubre de 2014 ha supuesto un hito relevante, ya que se iniciaron ese día las llamadas Pruebas de Usuario. Estas pruebas suponen la apertura de la plataforma para que los depositarios centrales de valores y bancos centrales nacionales realicen sus casos y escenarios de pruebas, verificando tanto que la plataforma se comporta de acuerdo a los requerimientos publicados, como que sus respectivos sistemas internos son capaces de interactuar correctamente con ella.

Por lo que respecta a Iberclear, ha quedado encuadrado en la cuarta ola, que tiene prevista su migración el 6 de Febrero de 2017. No obstante, los enlaces existentes con otros depositarios centrales de valores hacen que Iberclear esté participando y dando soporte a las Pruebas de Usuario desde su comienzo; esto no afecta a los participantes de la comunidad financiera española, cuya incorporación a las pruebas con la plataforma no está prevista hasta unos meses antes de la migración, concretamente en octubre de 2016.

## REGIS-TR

Con la entrada de la obligación del reporte de operaciones de derivados a un Trade Repository bajo la regulación europea EMIR, ha iniciado su andadura

el repositorio propiedad de Iberclear y Clearstream, REGIS-TR.

El servicio ha tenido una aceptación muy buena en la mayoría de los países de la Unión Europea, con más de 800 clientes al inicio de la obligación. Dichos clientes son, en más de un 40%, entidades no financieras también obligadas al reporte de dichas operaciones. Entre las entidades financieras se encuentran, en su mayoría, bancos y gestoras de fondos, contando también proveedores de servicios financieros, plataformas y Entidades de Contrapartida Central (ECCs).

En España, la gran mayoría de entidades financieras y no financieras han optado por utilizar REGIS-TR como Repositorio. La prestación del servicio a través de la infraestructura de Iberclear garantiza la calidad del mismo, hecho que ha motivado la elección de REGIS-TR como repositorio de referencia.

En Europa, REGIS-TR está presente mayoritariamente en diversos países europeos, entre los que se pueden destacar Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, Suecia o Dinamarca e incluso en el Reino Unido, territorio de los repositorios de origen anglo-sajón; también aquí hay un importante número de clientes de REGIS-TR.

Durante este primer año de actividad real, las operaciones reportadas a REGIS-TR han superado la cifra de 1.300 millones.

En los próximos meses, REGIS-TR pretende posicionarse como infraestructura de referencia para el reporte de cualquier tipo de operación financiera bajo

las próximas regulaciones europeas que traerán nuevas obligaciones de reportes para sus clientes. Entre otras, la Regulación sobre Mercados de Energía (REMIT) y la Regulación sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFIR) verán la luz.

---

## Servicios de Gestión de Colateral

Desde la puesta en marcha de este nuevo servicio dentro de la diversificación de la oferta de productos iniciada por Iberclear, la principal novedad para los Participantes se ha dado el pasado día 11 de noviembre de 2014, fecha desde la que las entidades pueden utilizar los servicios de gestión de colateral en su operativa de política monetaria con el Banco de España. Es éste un nuevo servicio que se añade a los ya ofrecidos en el área de la gestión de colateral que hasta ahora cubrían toda la operativa interbancaria, tanto los repos como cualquier otro tipo de operación que requiera el intercambio de garantías entre dos contrapartidas.

Durante 2015 Iberclear planea incluir en sus servicios la colateralización de las garantías exigidas por BME Clearing a las entidades, ampliando así la cobertura de servicios de gestión automática de colateral, y mejorando la capacidad de financiación de nuestras entidades participantes. ■

# Difusión de información

Consolidación y desarrollo de la gestión de la información generada por el Grupo BME. Actualmente Market Data difunde información en tiempo real de más de 86.000 instrumentos de renta variable. En poco tiempo, Infobolsa será el desarrollador y suministrador de servicios móviles para las Bolsas de México, Colombia y Euronext y sus aplicaciones se mantienen, en España, en el Top 10 de las Apps financieras.

## BME Market Data

Es la filial del Grupo BME especializada en el tratamiento, generación y comercialización de la información que se produce en todas las plataformas y mercados gestionados por el Grupo, así como en el desarrollo de servicios de valor añadido dirigidos a la industria de los mercados de valores.

Durante el año 2014, BME Market Data ha continuado incorporando nuevos contenidos a su oferta, al tiempo que ha consolidado la disponibilidad, para cualquiera de sus potenciales clientes, de las modalidades de recepción directa de información en tiempo real ("BME Data Feed" y "BME Gate Server"). En la actualidad, BME Market Data difunde información en tiempo real de más de 86.000 instrumentos de renta variable, renta fija, derivados, ETFs y warrants, así como de 164 índices calculados por el Grupo BME.

En cuanto a los mercados de Renta Variable, BME Market Data ha lanzado un nuevo producto de información para dar respuesta a las necesidades manifestadas por los usuarios de información financiera en tiempo real, que incluye las 10 mejores posiciones de compra/venta agregadas por precio. Este nivel de contenidos es el que empieza a prevalecer en los mercados internacionales produciéndose un movimiento que deja atrás el interés en las 5 mejores posiciones de compra/venta, referente hasta la fecha en este sentido.

Asimismo, se han llevado a cabo las tareas necesarias para que la difusión de la información corres-

pondiente a todos los índices calculados dentro del Grupo BME se realice a través de un paquete consolidado de productos de información específicos para índices. Este mismo modelo comercial consolidado se ha aplicado por parte de BME Market Data a la información de las distintas plataformas de contratación de Renta Fija existentes en BME.

Hay que destacar el crecimiento en el número de clientes de BME Market Data, y más concretamente de aquéllos que requieren disponer de una conexión directa a los servidores de información buscando minimizar al máximo los tiempos de recepción y tratamiento de la información contratada.

Por otra parte, BME Market Data sigue ampliando la línea de productos y servicios analíticos y de fin de día con la adición de los nuevos contenidos que las distintas plataformas de contratación de BME van incorporando y con la evolución de la oferta de servicios de información desarrollados a medida de las necesidades de los clientes. En la actualidad BME Market Data entrega más de 1.500 ficheros de datos diariamente, que cubren las necesidades específicas de más de 100 clientes.

Por último, BME Market Data continúa ofreciendo el Sistema de Información de Operaciones a aquellas empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que deben comunicar a la CNMV las operaciones que hayan efectuado en mercados o sistemas distintos de los comprendidos en BME. A lo largo de un ejercicio tipo, este servicio comunica al supervisor más de 1.600.000 de operaciones.

## Infobolsa

En el año 2014, Infobolsa ha abordado nuevos desarrollos que le han permitido mantener su posición de liderazgo en España en el suministro de servicios de información financiera. Asimismo, ha ampliado la gama de servicios ofrecidos en Latinoamérica, consolidando su presencia en México e iniciando sus actividades comerciales en otros países de la región.

Así, es destacable el contrato formalizado a lo largo del año 2014 con la Bolsa de Valores de Colombia mediante el cual Infobolsa suministrará las pantallas informativas de la mencionada Bolsa y desarrollará las Apps nativas para sistema operativo iOS que permitirán que los servicios estén disponibles en un entorno multicanal.

En España, Infobolsa ha finalizado, a lo largo del presente año 2014, la implantación del primer bróker on line íntegramente diseñado y desarrollado bajo parámetros RWD (*Responsive Web Design*) en una entidad extranjera operando en España, dando acceso a herramientas de información financiera a sus más de 300.000 clientes de bróker *on line* en un entorno multicanal, esto es, en ordenador personal, tabletas y teléfonos inteligentes. Asimismo, ha llevado a cabo el desarrollo e implantación del bróker *on line* en entorno móvil para otras tres entidades adicionales y ha implantado nuevos portales de información en Andorra.

Respecto de las aplicaciones nativas específicas para *tablets* y *smartphones*, se han superado las 200.000 descargas entre dispositivos iOS y Android. Dos años y medio después de su lanzamiento, las Apli-

caciones Nativas de Infobolsa se mantienen, en España, en el Top 10 de las Apps financieras.

Es precisamente con este tipo de servicios, que la compañía sigue afianzando su presencia en México, concretamente, mediante el lanzamiento del App bursátil oficial para Android de la Bolsa Mexicana de Valores, íntegramente desarrollado por Infobolsa. En Europa, Infobolsa ha realizado el desarrollo del App oficial del mercado Euronext para dispositivos iOS, con versiones específicas para los países de influencia de este mercado. De este modo, Infobolsa será el desarrollador y suministrador de servicios móviles para las Bolsas de México, Colombia y Euronext.

Respecto de la compañía filial **Openfinance**, especialista en desarrollo, puesta en marcha y mantenimiento de innovadoras soluciones tecnológicas para el asesoramiento financiero y la gestión de carteras, durante el año 2014 ha mantenido su liderazgo en el mercado español, aumentando su base de clientes e incrementando su presencia en los ya existentes. Durante el año 2014, Openfinance ha validado la idoneidad de su solución tecnológica para los mercados chileno, mejicano y colombiano, al ser adquirida por cuatro relevantes instituciones financieras en dichos países, con lo que eleva a seis clientes su presencia en Latinoamérica y presenta unas prometedoras expectativas para 2015.

Como resultado de la evolución en 2014 la solución Openworkplace ya está presente en más de 70 clientes y 60.000 usuarios del asesoramiento financiero, lo que, junto con las previsiones para los próximos años, ha motivado la inauguración de una nueva sede de Openfinance en el centro financiero de Valencia. ■

# Otros servicios suministrados por BME en 2014:

## conectividad, acceso a mercados, innovación, cumplimiento normativo, derechos de emisión

### VISUAL TRADER

Amplía su gama de servicios de cara a facilitar a sus clientes el cumplimiento de las normativas ESMA y avanza en la integración de los servicios de routing y post-contratación del grupo BME

Durante el año 2014 Visual Trader ha seguido creciendo en número de usuarios, terminales e ingresos. Para facilitar el cumplimiento de la normativa ESMA en cuanto a sistemas de control de acceso al mercado, en el segundo trimestre del año Visual Trader homologó una nueva aplicación para el acceso a la plataforma SIBE Smart que permite a los miembros que utilicen las conexiones de ultra baja latencia (nanoDriver) de VT, la configuración de los filtros obligatorios y de una serie de filtros adicionales sobre las órdenes que reciben de sus clientes.

Una importante novedad es que se ofrece un Interfaz de Programación de Aplicaciones (API) para que el miembro pueda controlar de manera automática los filtros desde su propio sistema de Control de Riesgo. En relación con ello, Visual Trader ha lanzado en 2014 una nueva versión del sistema "VisualRisk", que permite a los usuarios establecer una política de gestión de riesgos basada en la composición de la cartera y el efectivo en cuenta de cada cliente.

Visual Trader trabaja en la unificación de los sistemas de routing del grupo y su integración con los servicios de post-contratación de BME para ofrecer a los miembros, entidades liquidadoras y custodios un

paquete integrado de servicios de acceso al mercado, Back-Office y depositaría. Además, estas aplicaciones estarán conectadas con el nuevo Servicio de Gestión de la Compensación, denominado BME Securities Solutions, a partir de octubre de 2015 con motivo de la entrada en vigor de la Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación.

Con el objetivo de satisfacer la creciente demanda en un tipo especial de operativa cuyo fin es obtener la máxima prioridad de las órdenes enviadas al mercado en la subasta de apertura, Visual Trader puso en marcha en el primer trimestre el servicio Fast Open. Esta modalidad consiste en la introducción automática de órdenes al comenzar la Subasta de Apertura con el propósito de posicionarlas con la mayor prioridad posible en el libro de órdenes del valor.

En cuanto a la conexión al SIBE Smart desde Londres, Visual Trader está ultimando los trabajos que culminarán a finales de enero de 2015 con la apertura de un tercer HUB de acceso a BME. El nuevo nodo, situado en las instalaciones de Equinix en la City, reducirá en un 20% la latencia Londres-Madrid y supondrá un gran avance en cuanto a la velocidad, calidad y facilidad de acceso a los mercados de contado y derivados españoles, contribuyendo a aumentar su liquidez y a acercar aún más a las entidades financieras de Londres a BME.

Finalmente Visual Trader continúa apostando por la innovación en tecnología. Fruto de ello es la puesta en marcha de la plataforma maXCloud, cuyo primer producto es un terminal de acceso al Sistema de Gestión de Ordenes basado en tecnología HTML5, el nuevo estándar de navegadores de Internet, que facilitará la conexión de nuevos usuarios al sistema y reducirá enormemente los costes de instalación y mantenimiento.

## BME INNOVA

### Nuevo impulso a la innovación, mercados internacionales y mejora en las herramientas de ayuda a la vigilancia contra abuso de mercado y reporting normativo

En consonancia con la tendencia a la internacionalización de la economía española, BME Innova ha desarrollado diversos proyectos de consultoría de mercados, entre los que destacan:

- Argelia: proyecto de consultoría estratégica y tecnológica consistente en el diseño, desarrollo y puesta en marcha de una plataforma de negociación electrónica de Deuda pública para el Tesoro Argelino. La entrada en producción de dicha plataforma ha finalizado en el mes de diciembre de 2014.
- Perú: Realización de un diagnóstico de la situación actual de la infraestructura del Sistema de Operación del Mercado de Valores de Deuda Pública en el Perú y la identificación, sobre la base de los modelos, estándares, procedimientos y mejores prácticas internacionales, de las oportunidades de mejoras regulatorias y tecnológicas en dicho sistema.
- Bolivia: diseño, desarrollo y puesta en marcha de una plataforma de contratación de Renta Fija y Renta Variable.

Además, también con importantes implicaciones internacionales, BME Innova ha consolidado su gama de servicios de Cumplimiento Normativo y ampliado la base internacional de su servicio de comunicaciones Bancarias HighWay.

- Se ha puesto a disposición de los clientes la nueva versión de su servicio de asistencia a la vigilancia contra abuso de mercado, SICAM, cubriendo totalmente los requisitos de la normativa actual y a su evolución prevista para los próximos años con la entrada en vigor del nuevo Reglamento de Abuso de Mercado, Market Abuse Regulation (MAR). De esta forma SICAM se convierte en la solución española líder indiscutible en control de abuso de mercado. En concreto, de cara a mejorar la detección de operaciones sospechosas, para dar respuesta a

las exigencias normativas, SICAM permite la vigilancia en todos los mercados europeos, tanto de operaciones ejecutadas como de órdenes que no se han llegado a ejecutar y para todo tipo de instrumentos financieros.

- Por otro lado, ha continuado el desarrollo evolutivo de la plataforma de Reporting Normativo, SIR, fiel al compromiso de actualización permanente a la normativa, actualmente en rápido desarrollo.
- El servicio de comunicación financiera, BME HighWay, ha continuado la expansión de su mapa bancario abarcando entidades en toda Europa y en países tan diversos como EEUU, Canadá, Perú, Chile, Sudáfrica, Namibia, Nigeria, Emiratos Árabes y Singapur, con la posibilidad de incluir cualquiera de las más de 8.000 entidades financieras conectadas a la red SWIFT.

## EL REGISTRO NACIONAL DE DERECHOS DE EMISIÓN (RENADE)

### Se aprueba la normativa europea encaminada a unificar mundialmente los derechos de emisiones de la aviación a partir de 2020

El año 2014 se ha visto marcado por los siguientes hitos tanto operativos como normativos:

- Primer año de cumplimiento para las instalaciones industriales correspondiente al periodo de comercio 2013-2020, con el proceso de entrega de derechos y del intercambio de unidades de Kioto a derechos de emisión efectuado por parte de las mismas para poder hacer frente a dicho cumplimiento.
- Adopción del nuevo Reglamento UE 421-2014, de 16 de abril, del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2003/87/CE, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad, con vistas a la ejecución, hasta 2020, de un acuerdo internacional que aplique una única medida de mercado mundial a las emisiones de la aviación internacional. ■

# Cambios regulatorios y nuevo mapa fiscal para el ahorro en 2015

## LAS REFORMAS EN EL MERCADO DE VALORES EUROPEO

La novedad más importante en cuanto a reforma de los mercados financieros europeos en 2014 ha sido la aprobación el 3 de julio por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II) y el Reglamento 600/2014 (MiFIR). Estas normas constituyen el marco legislativo de regulación de los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados, a los prestadores de servicios de suministro de datos y a las empresas de terceros países que prestan servicios o realizan actividades de inversión en la U.E.

La Directiva MiFID II no será de aplicación en la UE hasta el 3 de enero de 2017. Los estados miembros dispondrán hasta el 3 de julio de 2016, como fecha límite, para incorporarla a sus ordenamientos internos. El Reglamento MiFIR, a pesar de no necesitar transposición y ser de aplicación directa a los estados miembros; el Legislador, en este caso, ha retrasado la aplicación de la mayoría de su articulado hasta el 3 de enero de 2017, con el fin de que ambas normativas (Directiva MiFID II y Reglamento MiFIR) se apliquen simultáneamente.

Entre las novedades introducidas en la Directiva MiFID II se encuentran: la modificación del régimen de las infraestructuras de negociación, impulsándose la negociación de acciones y derivados a través de los centros de negociación reconocidos; la creación de una nueva categoría de infraestructuras de negociación de carácter multilateral, los denominados sistemas organizados de negociación ("organised trading facility, OTF"); el establecimiento de similares requisitos de organización, pre

y post transparencia de las transacciones y de supervisión para las diferentes plataformas de negociación; la introducción de controles sobre la negociación algorítmica; la regulación de la actividad de asesoramiento de inversiones, prohibiendo expresamente cobrar comisiones de los emisores o colocadores de los instrumentos en los que se invierte.

El Reglamento MiFIR regula principalmente los requerimientos de información y está relacionado con el desarrollo normativo del Reglamento 648/2012 EMIR, que entró en vigor el 16 de agosto de 2013, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contraparte central (ECCs) y los registros de operaciones.

## LA REFORMA DE LA POST-CONTRATACION

El proceso de reforma en que se encuentra el sector de la post-contratación bursátil en España tiene como finalidad facilitar su encaje en el marco regulatorio europeo surgido de las reformas llevadas a cabo por las instituciones europeas para dotar al sector de mayor seguridad, transparencia y libre competencia entre las distintas infraestructuras de los mercados de valores de post-contratación. Estas normas están produciendo grandes transformaciones en el sector de la post-contratación bursátil española, que engloba los procesos de compensación, liquidación, registro y custodia de valores.

La reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores arrancó en 2011, impulsada por la **Ley 32/2011**, cuyo fin era el de homologar dicho sistema con las prácticas y estándares europeos

e incrementar su nivel de competitividad. La reforma introduce un nuevo sistema de registro y liquidación basado en saldos, reemplazando así al tradicional sistema de referencias de registro (RR) y una cámara de contrapartida central (ECC).

En los dos últimos años han entrado en vigor dos Reglamentos de la Unión Europea:

- **El Reglamento 648/2012**, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (**EMIR**). Esta norma regula las cámaras de contrapartida central (ECCs) y ha establecido un nuevo tipo de infraestructura de mercado, denominada Trade Repository (TR); entidad en la que deben reportarse todos los contratos de derivados, ya se ejecuten en plataformas de negociación o mediante derivados OTC. En cumplimiento del Reglamento EMIR, en octubre de 2013 BME concentró su actividad de entidad de contrapartida central (ECC) en **BME Clearing**, sociedad a través de la cual canaliza sus operaciones en el ámbito de derivados financieros, de los repos de Deuda Pública y de los instrumentos derivados sobre electricidad. Está previsto que a finales de 2015 **BME Clearing** actúe como ECC para el segmento de renta variable. En febrero de este año empezó a actuar el Trade Repository (TR) creado por BME, **REGIS-TR**. Actualmente REGIS-TR es el TR de referencia para las entidades financiera y empresas no financieras europeas.
- **El Reglamento 909/2014**, sobre la mejora de la liquidación de valores y los depositarios centrales de valores (**DCVs**). Este Reglamento que ha entrado en vigor en septiembre de 2014, tiene como objeto abrir a la competencia a los DCVs que se configuran como las entidades que gestionan un sistema de liquidación y prestan al menos dos de las tres funciones siguientes: Registro Central de las emisiones de valores; Liquidación Central de los mercados de valores y Custodia Central de los mercados de valores. El Depositario Central de Valores Español, **Iberclear** está desarrollando una plataforma técnica nueva, **ARCO**, que está previsto entre en funcionamiento para la renta variable en octubre de 2015. Siguiendo el mandato del Reglamento DCVs, en noviembre de 2015 los procesos de liquidación españoles con valores de renta variable pasarán a liquidarse dos días después de su contratación (D + 2) frente a los tres días actuales. Aparte de este conjunto de normas, el sistema español de compensación y liquidación debe adaptarse al Proyecto **TARGET2-Securities (T2S)** gestionado por el Banco Central Europeo (BCE). TARGET2-Securities se trata de una plataforma

técnica que prestará servicios a los depositarios centrales de valores para facilitar la liquidación de valores en dinero del BCE de manera armonizada. El objetivo de T2S es igualar las prácticas de mercado en Europa, para que la liquidación, registro y custodia de valores en Europa sea más eficiente y barata.

## EL NUEVO MAPA FISCAL A PARTIR DE 2015

El próximo mes de enero de 2015 entrarán en vigor los cambios incorporados por la reforma fiscal en los impuestos de la Renta de las Personas Físicas, de Sociedades y del valor añadido. La reforma, que se ha publicado el 28 de noviembre en el BOE, se ha estructurado en tres normas: la Ley 26/2014, que modifica la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes; la Ley 27/2014, del Impuesto sobre Sociedades y Ley 28/2014, que modifica la Ley 37/1992, del Impuesto sobre el Valor Añadido y se adoptan otras medidas tributarias y financieras.

A continuación ofrecemos un resumen de las principales novedades que se incorporan al ordenamiento en el ámbito del IRPF (sólo para las rentas del ahorro) y Sociedades.

### Medidas de la reforma fiscal relativas a las rentas del ahorro en el IRPF

- **Rebaja progresiva de tipos y mantenimiento del sistema dual.**  
La reforma del IRPF mantiene el actual sistema dual (base imponible del ahorro integrada por las rentas de ahorro), implantado por la Ley 35/2006, y establece una rebaja progresiva, durante los próximos dos años, de los tipos de la base del ahorro: hasta 6.000 euros, al 20% en 2015 y al 19% en 2016; entre 6.000 y 24.000, al 22% en 2015 y al 21% en 2016. Y entre 24.000 y 50.000 euros, al 22% en 2015 y al 21% en 2016, a partir de los 50.000 euros, al 24% en 2015 y al 23% en 2016.
- **Compensación de rentas en la base del ahorro.**  
La reforma establece que se podrán compensar los saldos negativos de los rendimientos y de las ganancias o pérdidas patrimoniales, con el límite del 25 % del saldo positivo, bien de los rendimientos, bien de las ganancias, durante los siguientes cuatro años.

- **Unificación del tratamiento de las plusvalías.**  
La nueva ley incluye en la base del ahorro todas las ganancias y pérdidas de patrimonio procedentes de la enajenación de elementos patrimoniales, cualquiera que sea su período de generación.
- **Supresión de la exención en el IRPF por dividendos.**  
Se suprime la exención de los primeros 1.500 euros en el caso de dividendos: artículo 7 y) de la Ley 35/2006, del IRPF.
- **Tratamiento de los derechos de suscripción preferente.**  
A partir del 1 de enero de 2017 el importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción tendrá la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente en el período impositivo en que se produzca la citada transmisión.
- **Planes de Ahorro a Largo Plazo o PALP.**  
Se crean estos nuevos instrumentos, que podrán materializarse a través de depósitos, y seguros de vida. Los rendimientos positivos disfrutarán de una exención si la inversión se mantiene un mínimo de cinco años. Podrán movilizarse entre seguros y depósitos sin perder el beneficio fiscal como ocurre con los traspasos entre fondos de inversión.
- **Nuevo Régimen por cambio de residencia (“exit tax”).**  
Mediante este régimen se gravarían las diferencias positivas entre el valor de mercado y el valor de adquisición de acciones o participaciones en cualquier tipo de entidad, cuando el contribuyente pierda tal condición por el traslado de residencia.

## Otras medidas fiscales relativas a Sociedades

- **Bajada de la tributación**  
La reforma incorpora una bajada de los tipos generales de tributación. El porcentaje de gravamen se reducirá desde el 30% al 28%, en 2015, y al 25% en 2016.
- **Doble imposición internacional**  
Entre los nuevos cambios realizados por la reforma se generaliza el régimen de exención para participaciones significativas que pasará a aplicarse tanto en el ámbito interno como en el internacional.
- **Limitación de importes deducibles por costes de endeudamiento**  
Con el fin de favorecer el desapalancamiento financiero la reforma limita la deducibilidad de gastos por deterioro y mantiene la limitación a la deducción de gastos financieros del 30% del beneficio operativo, pero suprime el plazo de 18 años, por lo que no se fijan límites a la recuperación.
- **Se incentiva el incremento de fondos propios**  
Se crea una nueva figura para incentivar la reinversión y capitalización de sociedades. Consiste en una minoración del 10% de la base imponible por incremento de fondos propios, siempre que dicho incremento se mantenga durante 5 años. Esta reserva de capitalización sustituye a la deducción por reinversión de beneficios.
- **Reserva de nivelación para Pymes**  
Esta nueva reserva se trata de una minoración del 10% de la base imponible con un límite de un millón de euros. La cantidad se compensará con bases imponibles negativas en un plazo de 5 años.



---

SIGUENOS EN:



#BalanceBolsa

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

---



---

SIGUENOS EN:



#BalanceBolsa

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

---



SIGUENOS EN:



#BalanceBolsa

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