

ÍNDICE

.1	Entorno económico	PÁGINA 13
.2	La inversión en Bolsa: volatilidad, incremento de la actividad y freno a la recuperación de valor iniciada en 2009	PÁGINA 21
.3	La liquidez se asienta como uno de los pilares fundamentales de la Bolsa española.....	PÁGINA 39
.4	Las empresas se centran en la recuperación del beneficio.....	PÁGINA 47
.5	Financiación a través de Bolsa: reactivación en curso.....	PÁGINA 53
.6	Los ETFs aumentan su aceptación: liquidez y equilibrio entre rentabilidad, riesgo y coste.....	PÁGINA 59
.7	Renta Fija: razonable nivel de actividad en un entorno muy complejo.....	PÁGINA 61
.8	Balance de los mercados de Opciones y Futuros	PÁGINA 67
.9	REGIS-TR, la respuesta española a los requerimientos de transparencia para los Derivados OTC.....	PÁGINA 71
.10	La compensación, liquidación y registro.....	PÁGINA 73
	 anexo	
	Medidas anticrisis y novedades normativas	PÁGINA 75

RESUMEN DEL AÑO

El año 2010 en los mercados de valores e instrumentos financieros se enmarca sin dificultad en el período de crisis económica y financiera que comenzó en el verano de 2007, tuvo sus momentos más críticos en 2008 y sus consecuencias han seguido manifestándose no sólo en los diferentes ámbitos de la actividad financiera y bancaria sino también en el conjunto de la economía mundial durante los dos años siguientes.

El ejercicio que termina ha estado presidido por una permanente incertidumbre asociada a un crecimiento incipiente pero débil en las economías avanzadas y sus consecuencias sobre la digestión de los grandes volúmenes de deuda contraídos por el sector privado en la incubación de la crisis y por el sector público para tratar de superarla. En este escenario, el proceso de recuperación de la estabilidad financiera, que parecía más o menos controlado, ha sufrido retrocesos importantes. Las autoridades monetarias de las principales áreas económicas mundiales se han visto obligadas a desplegar todo un arsenal adicional de medidas convencionales y no convencionales, inusuales y en ocasiones controvertidas, tanto para apoyar al sector bancario como para intentar reactivar el crecimiento económico. A pesar de estas medidas y de los ingentes recursos movilizados para evitar su colapso desde el inicio de la crisis, el sector bancario ha sido fuente de tensiones y tiene dificultades para cumplir su cometido como canalizador del crédito al sector privado, factor que se atisba como esencial para que éste pueda convertirse en el motor de la recuperación sustituyendo el impulso público.

Los factores anteriores se han dado cita en España donde la Bolsa y la Deuda Pública han reflejado con volatilidad y descensos de precios la combinación de debilidad económica, elevado déficit fiscal y endeudamiento exterior, y dudas sobre la situación real de una parte del sistema bancario.

Índices

Los mercados bursátiles mundiales arrojaban hasta mitad de diciembre resultados dispares que van desde las significativas ganancias de los principales indi-

cadores de la Bolsa alemana (14%) o norteamericana (10%) hasta las importantes pérdidas de los índices de España (-16%), Grecia (-30%) o Italia (-12%).

En el caso de España el principal indicador bursátil, el IBEX 35, que encabezaba el año pasado las ganancias de las principales bolsas mundiales, se ha visto penalizado en 2010 por el riesgo país y la debilidad del sector financiero europeo y caía hasta mitad de diciembre un 16% tras haber oscilado a lo largo del ejercicio en una amplísima banda del 35% entre su nivel máximo y mínimo. El castigo a las cotizaciones del sector financiero-inmobiliario, un 30% anual, ha sido el principal lastre del mercado.

Liquidez

Los volúmenes de negociación de renta variable registrados en 2010 en la Bolsa española volverán a superar de nuevo el billón de euros como reflejo de que, a pesar de las tensiones, el modelo de mercado ha funcionado con solvencia y la liquidez continúa siendo uno de sus puntos fuertes. Si todo transcurre normalmente en las últimas sesiones, este ejercicio marcará un nuevo récord histórico de negociaciones cruzadas en acciones: algo más de 40 millones.

De entre los principales mercados regulados europeos el importe negociado en acciones a través de sistemas electrónicos es el que más crece en 2010 frente a lo acontecido en 2009 (un 19%). En un contexto de creciente fragmentación de los centros de negociación la Bolsa española ha concentrado casi el 99% de la contratación de las acciones de sus compañías cotizadas y en el balance de la década, el importe de la negociación de acciones en la Bolsa española ha incrementado su peso en Europa de forma constante. En 2000 era del 7% y en 2010 es del 14%.

También durante los últimos años las horquillas de liquidez de las acciones españolas cotizadas (el spread o distancia entre el mejor precio de oferta y el mejor de la demanda) han disminuido sensiblemente y permanecen sistemáticamente en niveles muy estrechos y eficientes aún cuando las condiciones de mercado acentúan la volatilidad. La horquilla media del IBEX 35 se ha movido durante gran parte del año entre el 0,07% y el 0,09%.

La liquidez del mercado se aprecia, también un año más, en los volúmenes de negociación de acciones de los principales valores españoles cotizados. Las acciones de Santander, Telefónica y BBVA están entre los cinco valores más líquidos del área euro. De acuerdo con los datos a noviembre del índice paneuropeo EuroStoxx 50, que agrupa los cincuenta principales valores cotizados de las bolsas del área euro, las acciones de estas compañías españolas figuran en primer, segundo y cuarto puesto por importe anual negociado.

Capitalización

La capitalización del mercado español se situaba al cierre de noviembre en 1.016.096 millones de euros, un 8% menos que al cierre de 2009. La pérdida de

valor del sector financiero e inmobiliario aglutina el 55% de la caída de la capitalización de las empresas españolas en Bolsa. El número de compañías admitidas en todos los segmentos de la bolsa española cierra noviembre en 3.354, inferior al del año anterior por la desaparición de algunas SICAVs cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Resultados y Dividendos

Los resultados de las compañías han confirmado el punto de inflexión que se apuntaba en los últimos trimestres de 2009 y gracias en buena medida a la diversificación geográfica de las fuentes de ingresos de las principales compañías cotizadas en la Bolsa española, a lo largo de 2010 se ha producido un progresivo avance hacia la recomposición del beneficio del conjunto de compañías listadas. A cierre del tercer trimestre los beneficios generados por el conjunto de las compañías domesticas cotizadas en el mercado principal alcanzaban los 36.742 millones de euros, un 12,6% más que en igual periodo del pasado año.

A pesar de las difíciles circunstancias por las que ha atravesado la Bolsa española durante el año, la vocación de compromiso sigue reflejándose en el esfuerzo realizado por las empresas para mantener la retribución a sus accionistas. Hasta noviembre de 2010 las empresas han pagado retribuciones por valor de 21.412,81 millones de euros brutos. Por su relativa novedad, es preciso destacar que entre los instrumentos utilizados para retribuir al accionista en este período ha ganado peso el uso del pago en especie (el 60% del total de devolución de aportaciones), bien con acciones procedentes de la autocartera o bien emitiendo acciones nuevas a través de ampliaciones de capital.

Operaciones Financieras: OPVs y ampliaciones

Las favorables expectativas que se abrían al final de 2009 para la actividad corporativa de las compañías cotizadas no se han cumplido con la brillantez esperada como consecuencia de las mayores incertidumbres en el sistema financiero y la debilidad de la actividad en las economías desarrolladas. No obstante, sigue vigente un escenario en el cual por las mayores dificultades para el acceso a la financiación bancaria y el convencimiento de que el volumen de endeudamiento debe reducirse, tenderá a incrementarse el peso de la financiación en forma de capital y por tanto el papel de los mercados bursátiles.

En España las salidas a Bolsa durante 2010 se han comenzado a reactivar y, hasta el día 1 de diciembre, eran ya diez las nuevas empresas que se habían incorporado a distintos segmentos de la Bolsa española mediante Ofertas Públicas de Venta y de Suscripción (OPVs y OPSs).

Las colocaciones más relevantes han sido las de Amadeus y Enel Green Power que se han incorporado al mercado principal, mientras ocho compañías han ate-

rrizado con sus acciones en el segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Es en este mercado donde mejor comienza a plasmarse la consideración de la Bolsa como instrumento de financiación poderoso.

Las empresas cotizadas han ampliado capital por un equivalente monetario de 12.497 millones de euros, un 27% más que a noviembre del pasado año. Además en los primeros días de diciembre se han realizado ampliaciones por un valor de mercado que supera los 1.000 millones de euros. Los fondos captados por las empresas mediante la emisión de acciones nuevas con desembolso en efectivo se aproximan a los 10.700 millones de euros, el mayor volumen de los últimos diez años.

Las mayores operaciones corporativas del año han sido protagonizadas por las principales compañías del mercado español: Telefónica, BBVA y Santander. La empresa líder en telecomunicaciones ha protagonizado una de las mayores operaciones financieras mundiales del año al adquirir el control total de la compañía de telefonía móvil brasileña Vivo. Los principales bancos españoles, BBVA y Santander, han protagonizado operaciones relevantes en Turquía y Polonia.

MAB

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, promovido por BME y diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas empresas a los mercados de valores, ha vivido en 2010 su segundo año de funcionamiento efectivo. A inicios de diciembre eran 10 las compañías cotizadas y se consolida el atractivo del MAB como una alternativa para que empresas de menor tamaño puedan conseguir no solo financiación sino también liquidez para sus accionistas, una valoración permanente o el reconocimiento público de la compañía.

Por su parte, distintas Administraciones Públicas nacionales han entendido la importancia de la puesta en marcha del MAB como un mecanismo útil para potenciar las bases del desarrollo del tejido productivo local y nacional y lo han apoyado con incentivos fiscales o ayudas económicas a las empresas y los inversores.

Tipos de interés y Deuda Pública

Los mercados de Renta Fija, especialmente aquellos en los cuales se negocia Deuda Pública, han vuelto a reflejar con intensidad las tensiones financieras mundiales. Si en 2008 fue la desconfianza sobre la situación real de las instituciones bancarias y el desplome de la actividad económica lo que convulsionó los mercados de Deuda corporativa, en 2010 ha sido la Deuda Pública de los países con posición fiscal más crítica y crecimiento débil la que ha concentrado las tensiones.

Entre los países del área del euro, el desplome de las cotizaciones de los títulos de Deuda soberana griega durante la primera parte del año y posteriormente los de Irlanda, aconsejó la necesidad de un rescate coordinado y ordenado que garantizara

la financiación de estos países durante un periodo largo de tiempo y que evite que tengan que acudir a los mercados de deuda. A pesar de estas actuaciones conjuntas, el deterioro de la confianza se ha dejado sentir sobre la Deuda Pública de otros países del euro como Portugal, España o Italia, impulsando al alza las rentabilidades y el diferencial de tipos sobre los bonos alemanes, referencia de la Deuda Pública del área euro.

La actividad en los mercados europeos de renta fija ha sido muy intensa y, en esa línea, la contratación en la plataforma electrónica de deuda pública de Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha experimentado un notable incremento en este año, hasta alcanzar a finales de noviembre un volumen total de 234.085 millones de euros, un 85,2% más que en 2009.

Deuda Corporativa

El mercado de Deuda Corporativa ha mostrado un razonable nivel durante el año 2010 aunque los emisores han encontrado más dificultades para colocar sus títulos que en años precedentes. Por ello del número de emisiones registradas, la mayoría de ellas lo han sido por importes o volúmenes inferiores a los de ejercicios anteriores. El volumen anual negociado en el mercado de Deuda Corporativa de BME se situará ligeramente por encima de los 3 billones de euros en 2010.

El mercado primario se cierra a final de noviembre con un total admitido a negociación de 205.633 millones de euros, que sitúa el saldo vivo en 849.131 millones de euros, ligeramente menor, un 3,6%, al existente un año antes.

Un importante hito del mercado de Deuda Corporativa de BME en 2010 ha sido la creación y puesta en marcha de una plataforma electrónica de negociación de renta fija destinada a inversores particulares, denominada Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND). A mitad de diciembre, en SEND pueden contratarse alrededor de cincuenta emisiones distintas, cuya colocación se haya realizado entre inversores particulares. En el futuro se irán añadiendo las nuevas emisiones que se destinen al público minorista.

La creación de SEND, una de las primeras iniciativas en este campo a nivel mundial, supone un importante avance de cara a mejorar la transparencia y la liquidez del mercado español de Deuda Corporativa que se anticipa a los requerimientos que puedan darse en el futuro para la Renta Fija en la normativa comunitaria.

Futuros y Opciones

El debate sobre la nueva regulación del sector financiero sitúa de nuevo en su foco a los mercados de productos derivados en 2010. Por una parte se mantiene la tendencia a encauzar estos productos hacia mercados organizados como vía para una creciente estandarización de los mismos y para que se compensen a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCP) y, por otra, se pretende impulsar la trans-

parencia de operaciones OTC con dificultades para ser estandarizadas a través del uso de registros de operaciones, los conocidos como "trade repositories".

En el ámbito de la evolución del mercado español, el año 2010 se ha caracterizado por la vuelta de niveles medios de volatilidad muy por encima de la media histórica del mercado y picos de volatilidad cercanos al 60% que no se conocían desde el año 2008.

Hasta el mes de noviembre, el mercado de Derivados de BME ha registrado una especial actividad en lo que se refiere al segmento de Futuros y Opciones sobre Índices, aunque el volumen total de contratos ha experimentado una reducción del 28,2% hasta los 61,1 millones de contratos.

Factor de especial relevancia en este año para el mercado español de derivados lo constituye la entrada en vigor de la nueva normativa que regulará estos mercados oficiales. A través del Real Decreto 1282/2010 aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 15 de octubre se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. Se trata de una norma fundamental ya que autoriza la creación de mercados de futuros y opciones "cualquiera que sea el subyacente" y abre la posibilidad de que la Cámara de Contrapartida de MEFF actúe como tal no sólo con los futuros y opciones financieras sino con otros instrumentos, entre ellos los repos o productos de energía.

ETFs

2010 ha sido, sin duda, el año más brillante de la corta historia de los Fondos Cotizados en España. Entre los hechos determinantes destaca el cambio de regulación aprobado en el mes de junio y que contempla la figura de la SICAV índice cotizada. También se da luz verde a la posibilidad de utilizar, además de la renta fija y la renta variable, cualquier otro subyacente que la CNMV autorice expresamente. Al cierre del mes de noviembre se habían contabilizado en el año operaciones por valor de 5.786 millones de euros de efectivo, lo que representa un aumento del 83% frente a lo registrado en 2009

La lista de logros incluye el número de ETFs cotizados, que asciende a 65 a mitad de diciembre, y un volumen de activos bajo gestión que se multiplica por tres en dos años y supera los 35.000 millones de euros desmarcándose de la corriente de reembolsos que afecta a los Fondos tradicionales.

Warrants

En el mercado de warrants, certificados y otros productos, el número de emisiones vivas a disposición de los inversores ascendía a final de noviembre a 3.882, referenciados a 121 activos subyacentes, cifra superior a la de cierre de 2009. Sigue ampliándose el abanico de productos que cotizan con las novedades de este año: los Bonus warrant y los Bonus cap warrant.

Latibex

Las economías latinoamericanas se han recuperado con más rapidez de lo previsto de la crisis financiera y económica mundial y su desempeño ha vuelto a ser brillante en 2010 con un crecimiento que se acercará al 6% de promedio. Latibex, el mercado en euros para valores latinoamericanos de la Bolsa española, ha reflejado fidedignamente esta coyuntura y las favorables perspectivas y la rentabilidad anual del índice FTSE Latibex hasta mitad de diciembre es del 8%.

Trade repositories

En 2010 la Bolsa española ha dado pasos muy importantes en la implementación y puesta en marcha del primer "trade repository" europeo, REGIS-TR, en el marco de la búsqueda de transparencia en las operaciones de derivados OTC, negociados fuera de los mercados organizados a través del uso de registros de operaciones por parte de todas las contrapartidas, incluyendo las no financieras.

Iniciativas legislativas

2010 ha sido un año también intenso en iniciativas regulatorias que persiguen como objetivo mitigar la difícil situación económica y fortalecer la confianza en el sistema financiero español. Entre las medidas excepcionales, dos han tenido gran repercusión: la reforma del mercado de trabajo y el plan de reducción del gasto público. También a través de medidas excepcionales se ha realizado la reforma del Régimen Jurídico de las Cajas de Ahorro para que, entre otras cosas, puedan emitir cuotas participativas con derechos políticos o crear bancos con capital dividido en acciones ordinarias.

CIFRAS DEL AÑO

INDICADORES DE MERCADO

	30/12/2008	30/12/2009	10/12/2010	Variación*	Máximo**	Fecha	Mínimo**	Fecha
IBEX 35	9.195,80	11.940,00	10.121,90	-15,23%	12.222,50	6 ene.	8.669,80	8 jun.
IBEX 35 con dividendos	15.447,70	21.360,10	19.081,00	-10,67%	21.876,40	6 ene.	15.857,80	8 jun.
IBEX MEDIUM CAP	9.417,80	10.719,90	10.036,50	-6,38%	11.221,50	8 ene.	8.572,80	8 jun.
IBEX SMALL CAP	6.231,40	7.327,60	5.949,50	-18,81%	7.808,70	8 ene.	5.561,90	30 nov.
IBEX TOP DIVIDENDO	2.097,40	2.657,50	2.359,40	-11,22%	2.769,10	8 ene.	2.037,80	8 jun.
IBEX TOP DIVIDENDO RENTABILIDAD	2.894,20	3.916,40	3.640,10	-7,05%	4.083,40	8 ene.	3.053,30	8 jun.
FTSE4Good IBEX	8.165,60	10.628,90	9.212,70	-13,32%	10.944,80	8 ene.	7.891,60	8 jun.
FTSE Latibex Top	2.795,70	5.012,30	5.456,80	8,87%	5.643,30	6 abr.	4.678,90	5 febr.
FTSE Latibex Brasil	6.178,20	14.061,00	15.067,60	7,16%	15.564,10	7 dic.	12.498,40	20 may.
Tipos de Interés a 10 años	3,82%	3,96%	5,40%					
Tipo de cambio dólar / euro	1,39	1,44	1,32					

(*) Hasta el 10 de diciembre de 2010 (**) Calculados s/datos de cierre de sesión

VOLÚMENES DE CONTRATACIÓN

	Año 2008	Año 2009	Año 2010 (hasta noviembre)	Variación*
Renta Variable	1.243.168	897.187	965.714	18,60%
Deuda Corporativa	2.400.667	3.691.803	3.080.841	-8,65%
Renta Fija Bursátil	79.765	74.541	62.700	-8,09%
Deuda Pública**	2.201.139	2.441.413	4.204.572	90,26%
Contratos Futuro	56.813.285	53.172.060	25.272.459	-46,09%
Contratos Opción	26.603.473	39.885.174	35.888.946	0,90%

(*) Sobre el mismo período del año anterior

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

CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS

	30/12/2008	30/12/2009	10/12/2010	Variación*
Capitalización Renta Variable	784.942	1.107.006	1.016.097	-8,21%
Saldo vivo Deuda Pública	400.647	511.212	576.954	12,86%
Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF	819.638	870.981	849.371	-2,48%

(*) Sobre el cierre del año anterior

.1 Entorno económico

La crisis se ceba con el sector financiero y la deuda soberana

En el balance de actividad de la Bolsa de este oscilante 2010, han pesado de forma muy consistente los riesgos de entorno, fundamentalmente los asociados a la extrema vulnerabilidad que sigue presentando el sector financiero mundial a pesar de la ingente cantidad de recursos que ya han sido movilizados para evitar su colapso.

Tal como se ha demostrado en los últimos episodios de pertinaz descenso de las cotizaciones, sigue siendo necesario que el sector público y las instituciones continúen participando activamente en la solución de la crisis con fórmulas de estabilización que permitan una transición al crecimiento dónde el funcionamiento de los circuitos financieros sea un factor de impulso positivo y no una fuente de desconfianza, como ocurre hasta la fecha tras cerca de tres años de inestabilidad. El año 2010 ha estado presidido en los mercados de valores por una permanente incertidumbre asociada a un crecimiento positivo pero débil e incipiente en las economías avanzadas. Los inversores no conceden aún credibilidad suficiente a los planes que persiguen acompañar la recuperación de la actividad con la digestión de los grandes volúmenes de deuda contraídos por el sector privado en la incubación de la crisis y el público para tratar de superarla.

Dejamos atrás un año dominado por ligeras mejoras en las proyecciones y el crecimiento económico de las economías avanzadas, buen comportamiento general de las emergentes y una sensación compartida por la mayoría de los analistas de que a medio plazo predominan los riesgos a la baja sobre la actividad, en esencia porque se han producido algunos retrocesos importantes en un proceso de recuperación de la estabilidad financiera que parecía más o menos controlado. Un funcionamiento deficiente de los canales por dónde deben discurrir los capitales y el crédito impide que los recursos se asignen de manera eficaz entre las distintas alternativas de inversión, lo cual cercena una parte importante de las opciones de generación de producto, comercio y riqueza a escala global. Sin duda, la mayor concreción de este riesgo sistémico, ejemplificado en las últimas semanas en la movilización de miles de millones de euros para rescatar al sistema bancario irlandés cuando parecía un fenómeno superado en junio con el rescate de Grecia, es el elemento definitivo en la evaluación del desempeño final de los precios de las acciones cotizadas

en 2010. Esto es especialmente cierto en las Bolsas de los países del arco mediterráneo europeo que han sido penalizadas por el negativo efecto de sus desequilibrios macroeconómicos sobre su riesgo país.

Las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la evolución económica de las diferentes áreas económicas y países del mundo son elocuentes respecto a las dudas que subyacen respecto a la subsistencia de las condiciones que

PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI (OCTUBRE 2010)

	Real		Proyecciones	
	2009	2010	2011	
CRECIMIENTO PIB (%)				
Producto mundial	-0,6	4,8	4,2	
Economías avanzadas	-3,2	2,7	2,2	
Estados Unidos	-2,6	2,6	2,3	
Japón	-5,2	2,8	1,5	
Reino Unido	-4,9	1,7	2,0	
Eurozona	-4,1	1,7	1,5	
Alemania	-4,7	3,3	2,0	
España	-3,7	-0,3	0,7	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,9	7,8	4,5	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,5	7,1	6,4	
América Latina y Caribe	-1,7	5,7	4,0	
China	9,1	10,5	9,6	
India	5,7	9,7	8,4	

VOLUMEN DE COMERCIO (% ANUAL)	-11,0	11,4	7,0
Importaciones			
Economías avanzadas	-12,7	10,1	5,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-8,2	14,3	9,9
Exportaciones			
Economías avanzadas	-12,4	11,0	6,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-7,8	11,9	9,1

PRECIOS AL CONSUMIDOR (% ANUAL)				
Economías avanzadas	0,1	1,4	1,3	
Estados Unidos	-0,3	1,4	1,0	
Japón	-1,4	-1,0	-0,3	
Reino Unido	2,1	3,1	2,5	
Eurozona	0,3	1,6	1,5	
Alemania	0,2	1,3	1,4	
España	-0,2	1,5	1,1	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	1,3	2,6	2,5	
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,2	6,2	5,2	

	Real		Proyecciones	
	2009	2010	2011	
TASA DE PARO (% POBL. ACTIVA)				
Economías avanzadas	8,0	8,3	8,2	
Estados Unidos	9,3	9,7	9,6	
Japón	5,1	5,1	5,0	
Reino Unido	7,5	7,9	7,4	
Eurozona	9,4	10,1	10,0	
Alemania	7,5	7,1	7,1	
España	18,0	19,9	19,3	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,3	3,8	3,7	

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

DÉFICIT PÚBLICO EN % S/PIB (SALDO ESTRUCTURAL)				
Estados Unidos	-7,2	-8,0	-7,1	
Japón	-7,3	-7,6	-7,2	
Reino Unido	-8,3	-7,9	-6,2	
Eurozona	-4,3	-4,5	-3,6	
Alemania	-0,8	-3,1	-2,9	

DEUDA PÚBLICA BRUTA EN % S/PIB				
Estados Unidos	84,3	92,7	99,3	
Japón	217,6	225,9	234,1	
Reino Unido	68,5	76,7	81,9	
Eurozona	79,0	84,1	87,0	
Alemania	73,5	75,3	76,5	
España*	53,2	63,1	69,9	

(*) Previsión FUNCAS

enmarcan la senda general de crecimiento previsto 2010. El FMI avanza un aumento del volumen del comercio mundial del 11,4% en 2010 y del 4,8% en el PIB con sensibles diferencias entre regiones. Para las economías avanzadas pronostica un avance del Producto del 2,7% (-3,2% en 2009) y para las emergentes del 7,1% (2,5% en 2009). Dentro del primer grupo destaca el crecimiento previsto para las economías asiáticas recientemente industrializadas (7,8%) mientras que, para las economías de mayor peso como Estados Unidos, Alemania y Japón las predicciones son del 2,6%, el 3,3% y el 2,8%. De las principales, España es la única región desarrollada a la que el FMI asigna un pronóstico decreciente del PIB en 2010 (-0,3%), sin duda motivado por la fuerte contracción de su principal motor de crecimiento en años anteriores (la construcción) y sus dificultades para generar a corto plazo alternativas sustitutivas generadoras de empleo.

Probablemente este escenario pergeñado para 2010 se cumpla sin demasiados contratiempos gracias a que en las economías avanzadas permanece un poso de recuperación de la demanda interior que se mueve a ritmo lento, pero más o menos constante en el caso del consumo y de forma más vigorosa en términos de inversión en bienes duraderos. Esto, además, contribuye a que la demanda exterior tenga peso en el aumento del PIB de diferentes países (especialmente visible en el caso alemán). Sin embargo, este dibujo de corto plazo se ve ensombrecido en perspectiva un poco más larga por varias cuestiones relevantes que afectan directamente a las opciones de crecimiento de la economía mundial. Para 2011 el FMI prevé un aumento del volumen de comercio del 7% y del 4,2% para el PIB. Las economías avanzadas verían crecer su PIB conjunto un 2,2% (2,3% para Estados Unidos y 1,5% para la Eurozona) y las emergentes un 6,4%. Son cifras peores que las esperadas para 2010 cuando en buena lógica, si la senda de recuperación fuera consistente, deberían mejorar. Hay tres elementos principales que motivan este hecho y alientan la incertidumbre sobre una evolución de la economía mundial sostenida, equilibrada y sólida.

El primero es el efecto de las crisis financieras sobre el comercio. Un informe del FMI basado en el análisis de los efectos de las crisis financieras y de deuda de los últimos 40 años, sostiene que las importaciones permanecen por debajo de su nivel normal varios años después de este tipo de crisis. Además esto es más evidente en aquellas economías más golpeadas por crisis bancarias, con déficits por cuenta corriente elevados y condiciones de crédito débiles, entre otros factores. Son patologías que comparten algunas de las grandes economías más desarrolladas del planeta. En los últimos dos años los estímulos fiscales han aliviado la caída del producto pero su retirada debe dar paso a la consolidación fiscal y la demanda privada en las economías avanzadas sigue mostrando síntomas de falta de fortaleza atrapada entre persistentes y elevadas tasas de desempleo y dificultades de acceso al crédito para familias y empresas. El escenario previsto a medio plazo es pues de recuperación lenta con necesidad de que las áreas emergentes, menos golpeadas por los daños financieros de la crisis, sustituyan parte de su fuente de crecimiento basado en exportaciones netas por un mayor peso de su consumo e inversión interiores.

El segundo factor de incertidumbre que queremos señalar es el de la necesidad de poner en marcha planes de consolidación fiscal creíbles, ineludibles hoy y a gran escala. En muchos países importantes va a ser necesario continuar seriamente por la senda del recorte del gasto público y el aumento de impuestos. Sin un nivel de demanda privada suficientemente sólida como para tomar la iniciativa y respaldar el crecimiento, este hecho es especialmente preocupante en términos de perspectiva para los próximos trimestres. Hay estudios que demuestran que a corto/medio plazo un recorte del déficit

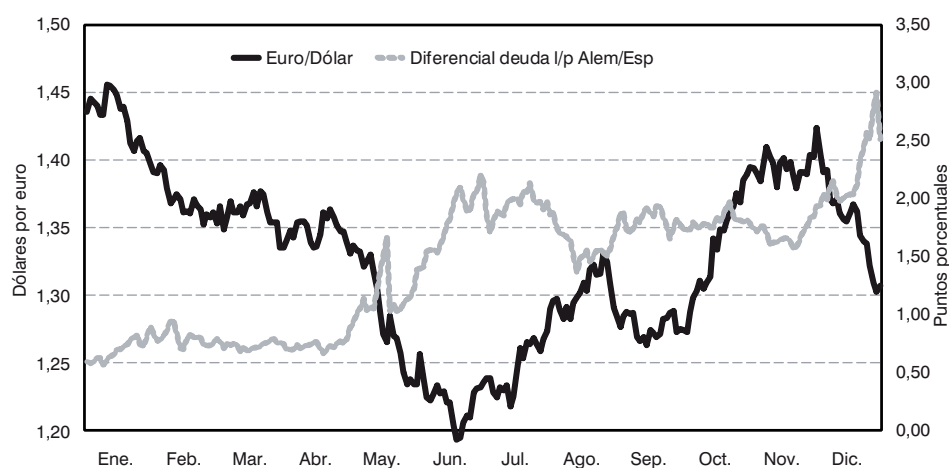
público de un 1% del PIB tiende a reducir el producto en medio punto y aumentar en cerca de un cuarto de punto la tasa de desempleo en las economías avanzadas. Son malas noticias para el inmediato futuro de la economía ya que los mismos estudios señalan que el impacto negativo en el crecimiento del PIB tiende a ser mayor cuando el margen para reducir los tipos de interés es escaso y varios países acometen simultáneamente la consolidación presupuestaria requerida.

Incertidumbre asociada a la debilidad del crecimiento y el gran volumen de deuda en el sistema

Ligado a esta necesidad de consolidación fiscal aparece el tercer riesgo que pone en duda la sostenibilidad del crecimiento económico mundial y que ha estado latente en los mercados durante todo el ejercicio de 2010 provocando inestabilidad y altos niveles de volatilidad: cómo enjugar los grandes volúmenes de deuda pública y privada viva en el sistema sin comprometer el funcionamiento del orden financiero internacional. Descabalar del abusivo nivel de endeudamiento al modelo de crecimiento de las economías desarrolladas vigente durante gran parte de la década se ha tornado un reto de más envergadura de la que se preveía en los estadios iniciales de la crisis financiera. La necesidad de desapalancamiento general del sistema y la mejora de los niveles de capital, especialmente en la industria financiera, se han convertido en un desafío intelectual y regulatorio de gran calado internacional que pone en cuestión tanto los plazos como la solidez de la ansiada recuperación de la senda del crecimiento económico. Bien es cierto que, a su vez, realza las virtudes y el potencial de los mercados de valores regulados como instrumentos fidedignos para apoyar el proceso de recapitalización y estabilización del sistema.

Desafortunadamente gran parte de los riesgos mencionados se han materializado en las últimas semanas con las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana europeos y que se han trasladado a las Bolsas. Dichos acontecimientos dan carta de mayor veracidad al argumentario seguido por el FMI en su Informe de Perspectivas

EL EURO AL RITMO DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA EN 2010



y el de Estabilidad Financiera Global del mes de octubre al hablar sobre los riesgos para la recuperación de la actividad a corto plazo. Creemos que, al hacer balance del año, es importante reproducirlos aquí por la literalidad de los hechos que se desataron posteriormente.

Según el FMI “las condiciones macroeconómicas y financieras se mantendrán inestables mientras persistan deficiencias económicas fundamentales y no se lleven a cabo las reformas necesarias. Se ha reducido el margen de maniobra para la política económica en las economías avanzadas y persisten muchos desafíos en materia de política prudencial. Las necesidades de refinanciamiento durante el segundo semestre de 2010 y 2011 serán considerables. Por ejemplo, en las economías avanzadas, Japón deberá emitir un gran volumen de letras y bonos públicos por un valor superior al 40% del PIB; en Francia, Italia y Estados Unidos, esta cifra se ubica por encima del 20% del PIB. Al pasar este volumen tan alto por los mercados, pueden surgir pequeñas perturbaciones que se propagarían rápidamente entre los mercados de deuda soberana, lo que podría ocasionar cambios en la confianza de los inversionistas (...). La deuda soberana de próximo vencimiento en los países vulnerables de la zona del euro durante el resto de este año y en 2011 es elevada. Para refinanciar esta deuda, estos países enfrentarán una fuerte competencia, dadas las sustanciales necesidades de financiamiento de otras economías avanzadas. El resurgimiento de turbulencias en los mercados de deuda soberana podría generar una interacción negativa entre los mercados soberanos de deuda y el sector financiero, lo cual repercutiría gravemente en la recuperación.

Además, el sector financiero sigue siendo muy frágil. Los bancos enfrentan importantes necesidades de financiamiento en un mercado en el que persiste una gran aversión al riesgo (...). Los avances en la prolongación de los vencimientos de sus fondos han sido escasos y, por consiguiente, más de \$4 billones de deuda pendiente debería refinanciarse en los próximos 24 meses (...). Como lo ha demostrado la experiencia reciente, los problemas de financiamiento de una institución pueden tener importantes repercusiones macroeconómicas. Si surgen nuevas deficiencias de capital que requieran apoyo público adicional al sector financiero, aumentarán las presiones sobre las finanzas públicas, lo que, a su vez, puede deteriorar aún más la confianza del mercado.

En la zona del euro una intensificación de las tensiones de financiamiento podría causar nuevos problemas en los sistemas bancarios. Si no se resuelven, estas presiones de financiamiento podrían reavivar las presiones al desapalancamiento y la interacción negativa entre el sistema bancario de la zona del euro y la economía regional (...). Dadas las complejas vinculaciones entre países y dentro de los países, estos problemas podrían expandirse rápidamente”.

España: escaso volumen de actividad y retos para ganar la credibilidad de los mercados

Los mercados están demostrando con volatilidad que el riesgo soberano, el financiamiento bancario y la reforma regulatoria pendiente siguen siendo motivo de preocupación. Ante la falta de planes de consolidación fiscal sólidos y creíbles a mediano plazo, los mercados de deuda soberana siguen planteando riesgos para la recuperación. También pesan sobre la recuperación otras fuerzas tales como la debilidad de

los mercados inmobiliarios, la disminución del estímulo fiscal y el elevado nivel de desempleo. Y tal vez una de las economías donde estos hechos se reflejan con mayor verosimilitud es la española, donde la elevada dependencia de la financiación exterior la hace particularmente sensible a cualquier pérdida de confianza que obstaculice el acceso a esos recursos financieros, en particular por parte de las entidades de crédito, que son las que canalizan el grueso de los mismos hacia las familias y empresas.

En 2010 el tono de la recuperación de la economía española ha sido débil (aumento del PIB del 0,1% interanual en el 3T) y muy vinculado a estímulos transitorios provenientes de planes de apoyo público al gasto o la posible anticipación de decisiones de consumo y de inversión por parte de hogares y empresas ante la subida de la imposición indirecta el 1 de julio. Sólo las exportaciones parecen mantener cierto vigor y, en términos proyectivos a corto plazo, sitúan a la demanda exterior neta como uno de los puntales de nuestro crecimiento económico en un contexto donde la demanda de consumo interior está indefectiblemente lastrada por el desempleo del 20% de la población activa, el menor ritmo de crecimiento de las rentas salariales, condiciones

Ajustes y reformas estructurales en España: los mercados internacionales piden velocidad, concreción y profundización

Durante los tres últimos años la política presupuestaria española ha respondido intensamente ante la crisis económica y financiera global, en paralelo a las medidas de apoyo al sector financiero y a la acción del BCE, que ha rebajado sensiblemente sus tipos de referencia e instrumentado un abanico amplio de medidas convencionales y no convencionales para impedir que las tensiones de liquidez pudieran bloquear el funcionamiento del sistema financiero europeo.

En todo este tiempo la respuesta de la política fiscal ha contribuido a amortiguar los efectos negativos de la crisis sobre la economía española. En contrapartida el superávit de las cuentas públicas se ha convertido rápidamente en un déficit muy abultado y la deuda pública ha entrado en una dinámica fuertemente creciente acuciada por las necesidades de financiación del Estado y el incremento de las primas de riesgo requeridas por los mercados.

Esta situación, que se ha reeditado con virulencia en las últimas semanas con ocasión de la coyuntura irlandesa, ya se vivió entre mayo y junio de este año cuando el estallido de la crisis fiscal en Grecia hizo que, súbitamente, los inversores cobraran conciencia de los potenciales problemas de sostenibilidad implícitos en la dinámica del déficit y de la deuda en ese país y comenzaran a examinar cuidadosamente la po-

sible existencia de riesgos similares en otros Estados, entre ellos el español.

En aquella ocasión las autoridades económicas reaccionaron con contundencia para tratar de frenar una dinámica muy adversa para los intereses nacionales. Presionado desde muchos estamentos internacionales el Gobierno anunció la adopción de importantes medidas de carácter fiscal, laboral y financiero.

- En el ámbito presupuestario, se reforzó y aceleró la implantación del programa de consolidación fiscal que, en cumplimiento de los compromisos comunitarios, se había anunciado en enero. Con este objetivo, el 20 de mayo se aprobó una batería de medidas, que comportaban un recorte del gasto de algo más de 15.000 millones de euros a acometer entre 2010 y 2011 (alrededor de un 1,5% del PIB), y que se sumaba a las reducciones de gasto e incrementos de impuestos aprobados previamente. Algunas medidas se pusieron ya en marcha en junio de este año y su contenido incidía sobre variables tan sensibles como el sueldo de los funcionarios, las prestaciones sociales o la inversión pública. En línea con estas acciones, la nueva senda de objetivos de déficit quedó establecida en el 9,3% del PIB en 2010, el 6% en 2011, el 4,4% en 2012 y el 3% en 2013. Según este dibujo se esperaba estabilizar

de financiación que continúan siendo restrictivas y la apremiante necesidad de sanear su posición financiera tanto por parte del sector público como del privado.

En conexión con a estos factores comienza a observarse una trayectoria descendente de la tasa de ahorro, tras casi dos años de aumentos sucesivos en esta variable, aunque todavía se mantiene muy por encima del nivel medio de las últimas dos décadas. También se anotan ciertas mejoras de competitividad que se han ido alcanzando en el ámbito de los costes y de los precios en los últimos trimestres pero que es necesario apuntalar en avances reales de la productividad de nuestra economía.

Por tanto y en términos de actividad se han producido algunas mejoras en 2010 respecto a las previsiones que se manejaban a principios del ejercicio pero insuficientes para modificar la percepción de los mercados de que nuestro patrón de recuperación gradual es escasamente dinámico para generar empleo y actividad productiva al ritmo que pronostican las previsiones de ingresos contenidas en los Presupuestos Generales de 2011.

la ratio de deuda pública en niveles ligeramente inferiores al 75% del PIB a partir de 2012.

- No obstante, tal como había reclamado en sucesivas comparecencias el gobernador del Banco de España, "la viabilidad de cualquier estrategia creíble de consolidación presupuestaria requería la adopción de reformas en el marco institucional del mercado de trabajo que hicieran posible un cambio profundo en las pautas de comportamiento del empleo". El Gobierno aprobó el 16 de junio una reforma del mercado de trabajo, que concluyó su trámite parlamentario dos meses más tarde, el 17 de septiembre. La reforma aprobada tiene como objetivo incentivar la contratación indefinida e incrementar la flexibilidad interna de las empresas y, de esta manera, intenta solventar dos de las deficiencias más relevantes de nuestro mercado laboral que obstaculizan el mantenimiento y la creación de empleo.
- Otra novedad importante de este ejercicio en el ámbito de la reforma del sistema financiero ha sido la aprobación de la Ley de Cajas. Una norma que abriendo estas instituciones al capital privado, les permitirá afrontar el futuro sin necesidad de solicitar ayuda de los contribuyentes, así como cumplir con los exigentes requerimientos de calidad del capital que ha establecido la nueva regulación financiera

internacional que denominamos Basilea III. Para ello el paso inicial ha sido la reducción del tamaño del sector a través de un proceso de fusiones, a veces interregionales, pilotadas por el Banco de España. El volumen estimado de recursos necesarios para llevar a cabo la reestructuración y saneamiento de las Cajas españolas se estima en torno a los 45.000 millones de euros, de los cuales alrededor de los 15.000 es posible que se obtengan a través de los mercados de valores.

Sin embargo, las recientes turbulencias de los mercados de deuda soberana parecen indicar que todas estas medidas pueden no ser suficientes para asegurar la solvencia de la economía española a medio y largo plazo. La reforma urgente de las pensiones en España así como fórmulas que fuercen el compromiso de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales con los objetivos de estabilidad presupuestaria, son dos de los temas que la comunidad internacional nos reclama. También medidas adicionales para fomentar la competitividad de nuestra economía, mayor rigor en el establecimiento de las previsiones y, sobre todo, fechas concretas y cercanas para acometer todas estas cuestiones. Esta en juego la credibilidad de país y, consecuentemente, el acceso a precios razonables a unos recursos financieros sin los cuales el futuro más que incierto se atisba agitado y comprometido.

Los mercados financieros están evaluando la solvencia de España en el medio plazo y, a pesar de las mejoras experimentadas en sus beneficios y su posición patrimonial por gran parte de las principales empresas del sector no financiero o el sensible aumento de los ingresos fiscales (45%) en 2010, no parecen conceder carta de veracidad ni a los objetivos cuantitativos de las importantes reformas planteadas con ocasión de la crisis de deuda registrada antes del verano de 2010, ni al ritmo al que se están desarrollando y, tal vez, a tenor de los máximos alcanzados en los últimos días de noviembre por la prima de riesgo de la deuda española (más de 3 puntos), ni siquiera a que el conjunto de medidas adoptadas sea suficiente.

ESCENARIO MACROECONÓMICO PARA ESPAÑA 2010-2011

VARIACIÓN ANUAL (%) SALVO INDICACIÓN

	2010			2011		
	Comisión Europea (noviembre 10)	Funcas (9 de noviembre 10)	Gobierno (septiembre 2010)	Comisión Europea (noviembre 10)	Funcas (9 de noviembre 10)	Gobierno (septiembre 2010)
CUADRO MACROECONÓMICO						
PIB	-0,2	-0,2	-0,3	0,7	0,8	1,3
Consumo de los Hogares	1,1	1,2	0,5	0,9	1,0	1,8
Consumo público	0,0	-0,2	0,6	-1,3	-1,1	-1,6
FBCF	-7,9	-7,7	-8,5	-3,1	-3,9	-1,5
Bienes de Equipo	3,0	-2,5	1,8	3,7	1,5	4,2
Construcción	-11,4	-11,3	-11,2	-7,0	-8,0	-4,5
Demanda nacional	-1,2	-1,1	-1,6	-0,4	-0,5	0,4
Exportaciones	9,1	9,2	9,3	5,5	5,8	6,4
Importaciones	4,5	4,8	3,3	1,4	0,9	2,9
Saldo exterior (contrib. PIB)		0,9			1,3	
OTROS INDICADORES						
Empleo	-2,3	-2,3	-2,2	-0,2	-0,4	0,3
Tasa de Paro (% s/ población activa)	20,1	20,0	19,8	20,2	20,4	19,3
Coste Laboral Unitario	1,0	-1,0	0,8	0,7	-0,2	0,7
Tasa de Ahorro Familias (% s/ RBD)		16,0			13,9	
Saldo B. Pagos c/c (% PIB)	-4,8	-4,6	-4,0	-3,8	-3,5	-3,4
Capac o Necesid. Financiación (% PIB)		-4,0		-3,7	-3,1	
Saldo AA.PP (% PIB)	-9,3	-9,5	-9,3	-6,4	-6,5	-6,0
Deuda pública bruta (% PIB)		63,1			69,8	

2 La inversión en Bolsa: volatilidad, incremento de la actividad y freno a la recuperación de valor iniciada en 2009

En 2010 la actividad y la evolución de las cotizaciones en el mercado de acciones han estado muy marcadas por la extrema vulnerabilidad de las condiciones de entorno. La volatilidad se ha adueñado de los mercados, especialmente en los meses centrales del año, y en las últimas semanas cuando parecía que comenzaban a asentarse los apuntes de crecimiento que se habían venido manifestando con altibajos a lo largo de todo el ejercicio. Las presiones en los mercados sobre la deuda soberana española han provocado el deslizamiento de las cotizaciones a los niveles más bajos del año tras desplomarse el IBEX 35 cerca de un 15% en el mes de noviembre.

La respuesta de las variables básicas de actividad del mercado de acciones a estas inciertas señales de entorno ha sido buena. El volumen negociado cerrará el año por encima del billón de euros (cifra equivalente al PIB español) con un aumento cercano al 20% respecto a 2009, la mayor tasa entre las principales Bolsas reguladas de Europa, y mostrando niveles de liquidez muy elevados. Por su parte, el valor de mercado de las acciones cotizadas, la capitalización, se asoma a los 0,9 billones de euros y aún se ubica 180.000 millones por encima de los momentos más oscuros de la crisis en febrero de 2009.

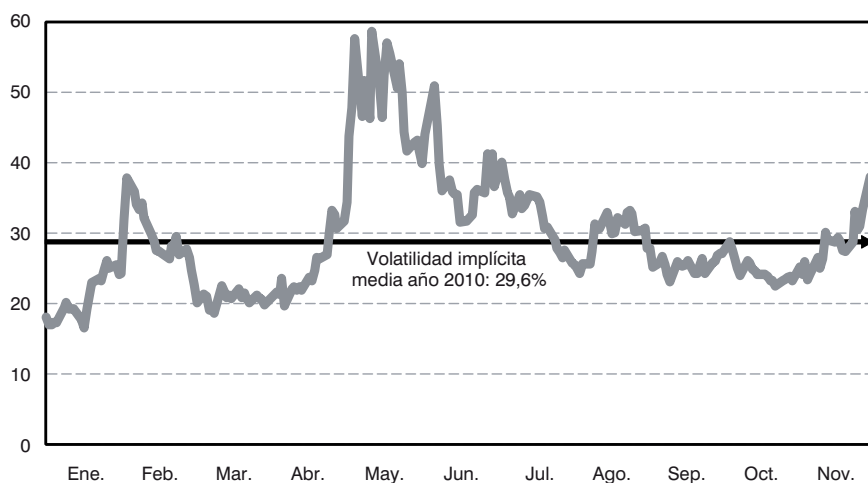
La volatilidad marca la senda de las cotizaciones

Tal como ya hemos mencionado, en 2010 la variación de las cotizaciones en la Bolsa española ha estado influida sobremanera por las condiciones del entorno más cercano. Las cotizaciones de las compañías españolas se han visto fuertemente penalizadas, especialmente las correspondientes a los bancos. Los mayores reveses se produjeron en los meses de mayo y noviembre, los momentos de mayor desconfianza hacia la evolución de la economía y las finanzas públicas españolas como consecuencia del contagio producido por la crisis de la deuda soberana griega primero y posteriormente de la deuda y el sector bancario irlandés. Como consecuencia de estos episodios, el año se ha caracterizado por picos de volatilidad implícita cercanos al 60% que no se conocían desde el año 2008 y niveles medios muy por encima de la media histórica.

Indudablemente esta situación ha conducido las cotizaciones por una senda indefinida que, la mayor parte del año ha sido negativa en términos acumulados. El IBEX 35 baja ac-

VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA (%) OPCIONES SOBRE IBEX 35

AÑO 2010 (HASTA NOVIEMBRE)



tualmente un 16% en el año tras anotar registros trimestrales del -8,95% en el 1º, -22,42% en el 2º y -11,94% en el 3º. La mayor ganancia que ha llegado a presentar el IBEX 35 durante el 2010 ha sido del 2,37%, cuando el índice cerró en los 12.222,50 puntos el 6 de enero. Una mínima subida que contrasta con el 27,39 % que ha llegado a dejarse en el camino en los peores momentos del ejercicio. Fue al término de la sesión del 8 de junio, cuando el índice de referencia de la renta variable acabó en los 8.669,80 puntos. Por tanto, desde ahí hasta los niveles que presenta actualmente la mejora ha sido del orden del 10%, aún cuando las últimas tensiones registradas en los mercados de deuda pública le llevaron a dejarse sólo en noviembre un 14% de su valor al cierre de octubre.

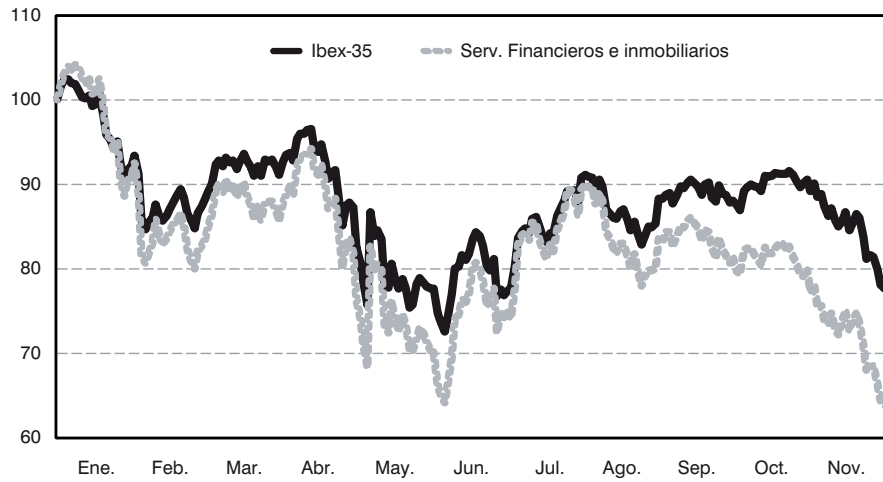
La alta volatilidad de la bolsa española se ha visto reflejada en los fuertes movimientos experimentados por el IBEX 35 a lo largo del ejercicio. El índice se ha movido en 2010 en una amplísima banda de 3.314,60 puntos, que comprende desde los 8.669,80 puntos que alcanzó el 8 de junio hasta los 12.222,50 puntos que marcó el 6 de enero. De este modo el indicador español ha fluctuado en un 37,13%, lo que le convierte en el índice europeo más volátil.

La evolución de los índices IBEX en el año

El IBEX 35 comenzaba 2010 registrando unas pérdidas en el primer trimestre del 8,95% tras las dudas sobre las finanzas públicas europeas suscitadas por los graves problemas financieros de Grecia. Esta incertidumbre también se dejó sentir en el segundo trimestre del año junto con un incremento de la volatilidad hasta niveles superiores al 60%, lo que provocó que el IBEX 35 bajara algo más de un 22%, marcando el mayor descenso entre los índices de referencia de las bolsas de países desarrollados. Ya en el tercer trimestre la recuperación de las cotizaciones en el mercado español fue superior a la de otros índices al haberse reducido la incertidumbre de la crisis de deuda soberana en la economía española con la aprobación de un conjunto de medidas excepcionales por parte del Gobierno español: reestructuración del sector de Cajas de Ahorro, reforma laboral y compromiso de serios recortes del gasto público para el Presupuesto de 2011,

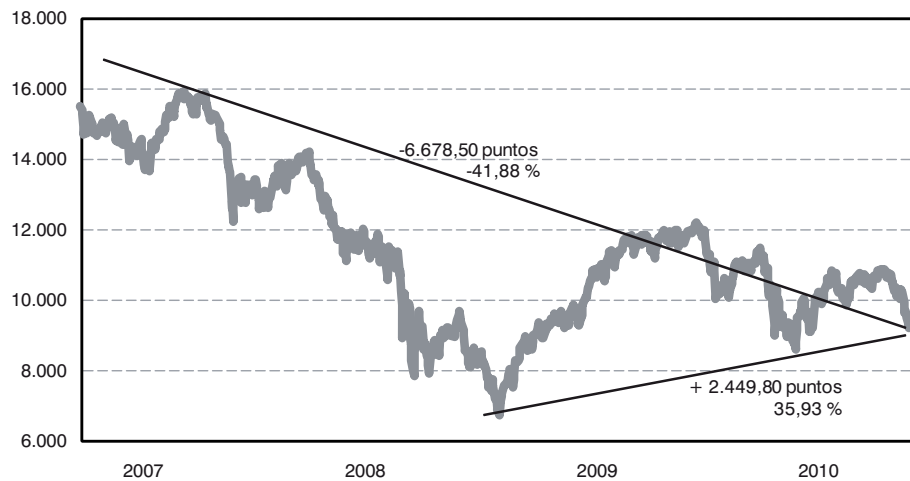
EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y EL SECTOR SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS EN 2010

BASE 100 30/12/2009



EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE IBEX 35 DESDE EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA

NOVIEMBRE 2007 HASTA NOVIEMBRE 2010



que venían a sumarse a las anteriores subidas de impuestos decretadas. Esto permitió normalizar los niveles de volatilidad del mercado y facilitó el repunte de las cotizaciones. La fuerte revalorización del sector bancario en el tercer trimestre (14%), tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia del sector fue sin duda, también, un factor determinante del movimiento alcista de IBEX 35 en este trimestre.

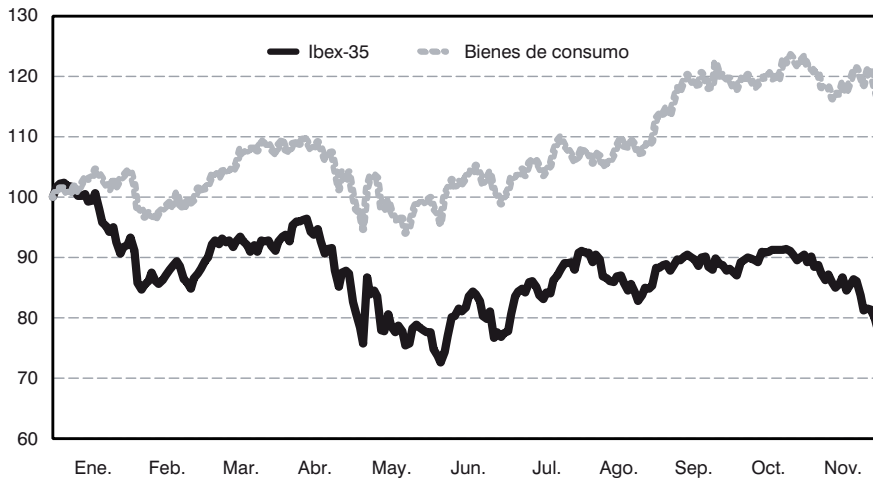
Sin embargo en el último mes un nuevo episodio de crisis de deuda soberana en Europa y la confirmación de las medidas de rescate de la economía irlandesa, tuvieron nuevamente un impacto fuertemente contractivo sobre la cotización de las entidades financieras nacionales que se tradujo en un descenso del 20% mensual del índice sectorial. A 30 de noviembre el sector financiero español cotizado acumulaba una caída del 36% y arrastraba al IBEX 35 en su declinar debido al peso (30%) que dicho sector de actividad tiene en el índice.

Por último, el mes de diciembre ha comenzado con una revalorización del IBEX 35 por encima del 6% en las dos primeras sesiones después de un nuevo anuncio de un paquete de acciones a tomar por parte del Ejecutivo español y la insinuación por parte del BCE de que la institución podría actuar en los mercados comprando deuda de países con problemas. Las decisiones anunciadas han permitido que el diferencial de riesgo de la deuda española con respecto a la deuda alemana cayera hasta los 250 puntos básicos, después de flirtear en algunos momentos máximos con los 315 puntos.

La evolución en el año de los índices de la familia IBEX muestra un comportamiento dispar según el tamaño de las compañías que representan. El índice de empresas de mediana capitalización (IBEX MEDIUM CAP) y el de empresas de pequeña capitalización (IBEX SMALL CAP), que se comportaron de manera similar en el primer semestre del año con descensos cercanos al 17%, mostraron incrementos diferentes en el tercer trimestre:

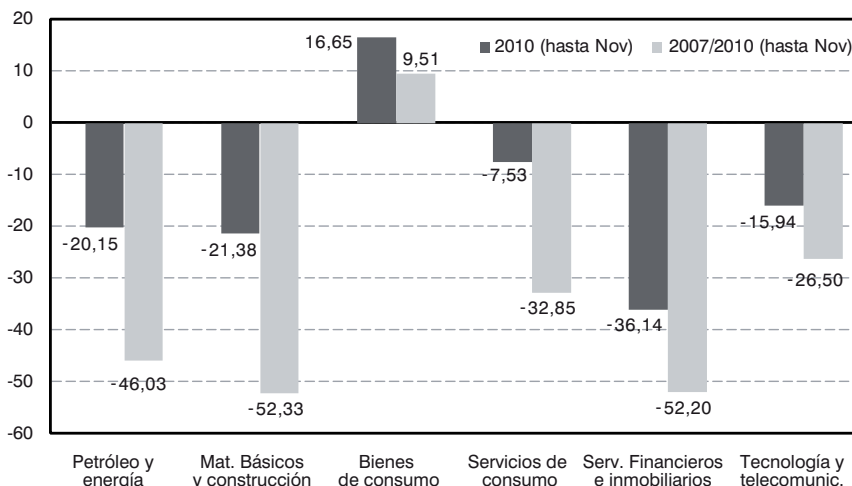
EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y EL SECTOR BIENES DE CONSUMO EN 2010

BASE 100 30/12/2009



EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES SECTORIALES DE LA BOLSA ESPAÑOLA

% VARIACIÓN



el primero subió el 14% y segundo el 4%. En el conjunto del año acumulan caídas del 12% y del 24%, respectivamente.

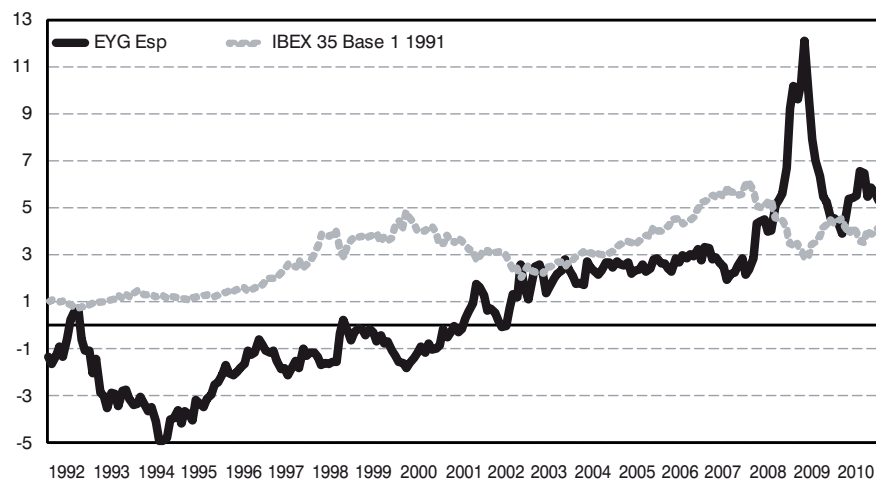
Por sectores destaca el descenso ya comentado de las cotizaciones del sector bancario e inmobiliario que experimentan en el año pérdidas cercanas al 36% y del sector Materiales Básicos y Construcción que desciende alrededor del 21%. El resto de los sectores ha mostrado un repunte de sus cotizaciones en el tercer trimestre que no ha podido compensar las caídas de la primera parte del año, salvo en el caso de las empresas relacionadas con los bienes de consumo que experimentan una revalorización anual cercana al 17%. Ya con algo más de detalle decir que las inmobiliarias y las empresas químicas son las que, conjuntamente, han mostrado descensos más significativos del orden del 55% y del 50% respectivamente. En cuanto a los subsectores que registran avances, los más reseñables son Transporte y Distribución con una revalorización próxima al 50% y Textil Vestido y Calzado con una en torno al 35%.

Otra circunstancia reseñable en el ejercicio es el poderoso efecto que los dividendos siguen teniendo a modo de “colchón” o seguro básico contra el riesgo. A cierre de noviembre el IBEX 35 CON DIVIDENDOS acumulaba una pérdida anual del 18,44% o, lo que es lo mismo, su comportamiento era casi 4 puntos mejor que el del IBEX 35. Esta aproximación a la rentabilidad por dividendo habla de algo que, en los últimos años se reproduce de forma casi constante: la retribución al accionista en la Bolsa española es muy elevada y sensiblemente mejor en términos relativos que la que se deduce de los datos de otros mercados extranjeros competidores.

En el balance final del ejercicio podemos decir que, respecto al discurrir de los precios de las acciones, el denominado “riesgo país” no ha podido ser suficientemente compensado con el positivo comportamiento en términos de facturación y beneficios de las compañías cotizadas en la Bolsa española, un grupo de empresas con vocación de liderazgo internacional cuya facturación se realiza ya en buena medida en mercados exteriores y que han canalizado ahorro interno y externo para financiar su expansión internacional. Y es que tal como muestra el Earning Yield Gap (EYG) de la Bolsa española desde hace unos años a las acciones cotizadas se les está exigiendo una prima de riesgo

EARNING YIELD GAP (EYG) EN ESPAÑA E IBEX 35 (DATOS MENSUALES 1991 A OCTUBRE 2010)

EYG ES LA DIFERENCIA EN PUNTOS ENTRE LA INVERSA DEL PER Y LOS TIPOS A 10 AÑOS. EL IBEX 35 EN BASE 1 31/12/1991



Comparativa internacional: el castigo coyuntural a España se torna en premio en el largo plazo

Al inicio del mes de diciembre la Bolsa española perdía algo más de un 15% respecto al cierre del año anterior. Sin embargo, cuando situamos el dato en el contexto de lo sucedido en otras plazas bursátiles de referencia internacional vemos que en la evaluación del año 2010 el abanico de resultados es más amplio de lo habitual tras las estrechas correlaciones alcanzadas en los peores momentos de la crisis. Los índices de ámbito mundial arrojan un alza del 6% hasta el 8 de diciembre y por encima de ese registro destacan las bolsas norteamericanas, apoyadas en las compañías tecnológicas; la Bolsa alemana (17%); los mercados emergentes (+10%

de acuerdo con su índice MSCI y +8% en el caso de Latibex) o Asia (+7%).

Hasta diciembre los mayores castigos anuales han sido los sufridos por las bolsas de Grecia, España, Italia, Irlanda, Portugal y Francia, y por los Bancos europeos, especialmente los españoles, de acuerdo con el Índice MSCI Europa de Bancos (-11,5%).

Sin embargo, la peor posición internacional relativa de la evolución de las cotizaciones de las empresas españolas en 2010, se torna en positiva o neutra cuando acudimos a plazos más largos. Según datos homogéneos extraídos del Blue Book mensual de Morgan Stanley, desde el comienzo de la crisis hasta octubre de 2010 (3 años) las cotizaciones en la Bolsa española han caído a un ritmo de un -12,2% anual frente a un -11,3% en Alemania, un -11,8% en Francia, un -8,4% en Estados Unidos y un -5,7% en Reino Unido que mejora claramente el registro de las acciones españolas. Pero estas diferencias se reducen, e incluso se invierten en algún caso, si tenemos en cuenta la reinversión de dividendos. En este caso la caída española es ya del -7,4% anual, la alemana del -8,1%, la francesa del -8,4%, la norteamericana del -6,3% y la británica del -1,9%. El descenso en estos tres años del conjunto de acciones cotizadas en la zona euro es del -14,2% anual que desciende hasta el -10,8% si descontamos el efecto de los dividendos brutos.

Especialmente positiva es la comparación con lo ocurrido en estos últimos 36 meses en las Bolsas europeas correspondientes a países con los que los mercados de deuda soberana parecen estar homologando a la economía española. En Grecia en descenso en tasa anual de las cotizaciones en el período referenciado es del -35,2%. En Irlanda la caída es aún mayor: -40,8% anual. En Portugal el porcentaje es del -16%. Y en Italia se ha perdido un -18,9% por año desde octubre de 2007.

Cuando extendemos más el período y nos enfocamos a lo que puede entenderse ya como largo plazo, en este caso 10 años (la primera década del siglo XXI), el conjunto de cotizaciones de las empresas es-

RESUMEN DE INDICES BURSÁTILES MUNDIALES (EVOLUCIÓN EN 2010 HASTA EL 8 DE DICIEMBRE)

VARIACIÓN (%) EN 2010 HASTA EL 8 DE DICIEMBRE

Mundo Stoxx TMI Small Cap / Pequeñas Compañías	23,6%
EEUU NASDAQ 100	18,3%
Alemania DAX 30	17,1%
Mundo MSCI World Mid Cap/ Medianas Compañías	14,5%
EEUU S&P 500 / Bancos	12,2%
EEUU S&P 500	10,1%
Mercado Emergentes MSCI Emerging Markets	9,8%
Países islámicos Dow Jones Islamic World	9,6%
Latinoamerica Latibex All Share	8,2%
Reino Unido FTSE 100	7,1%
Asia Ex Japon MSCI AC Asia Pacific ex JP	6,8%
Mundo Stoxx Global 1800	6,6%
Mundo MSCI The World Index	6,2%
Mundo MSCI World Large Cap / Grandes Compañías	4,5%
Mundo MSCI The World Index / Sector Financiero	-1,4%
Francia CAC 40	-2,7%
Japon Nikkei 225	-3,0%
Portugal PSI General	-3,5%
Europa Euro STOXX 50	-4,9%
Irlanda ISEQ Overall	-5,3%
Europa MSCI Europa / Bancos	-11,5%
Italia FTSE/MIB	-12,3%
España IBEX 35	-15,6%
Grecia Athex Composite	-30,6%

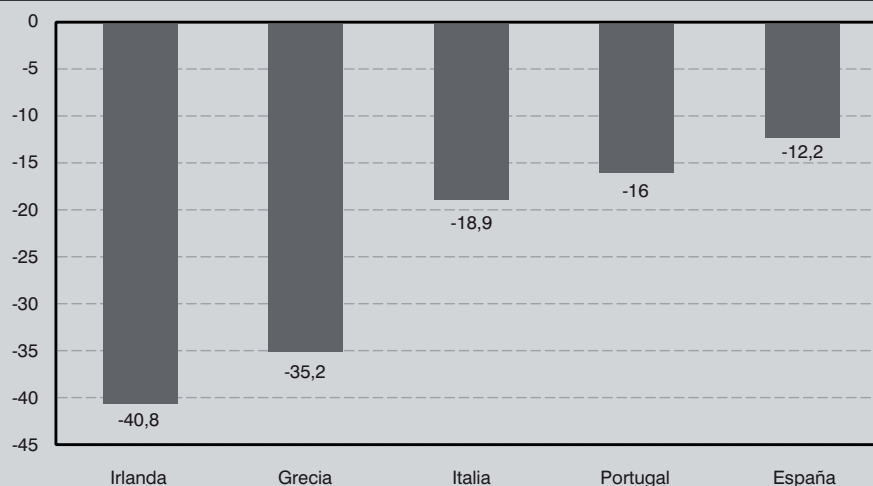
Fuente: Factset

pañolas cotizadas muestra aún registros positivos frente a la gran mayoría de mercados que sufren recortes en este período más dilatado. En términos de precios la Bolsa española habría subido un 0,3% anual que se transforma en un rendimiento del 4% por año si añadimos el efecto de los dividendos. Estos mismos

indicadores son del -3,3% y el -0,6% para Alemania; del -4,3% y el -1,6% para las compañías francesas; del -1,9% y 0% para Estados Unidos; del -1,2% y el 2,4% para Reino Unido; del -5,1% y el -2% para el grupo total de empresas cotizadas de la eurozona; y, por último, del -2,3% y el 0% para todo el mundo.

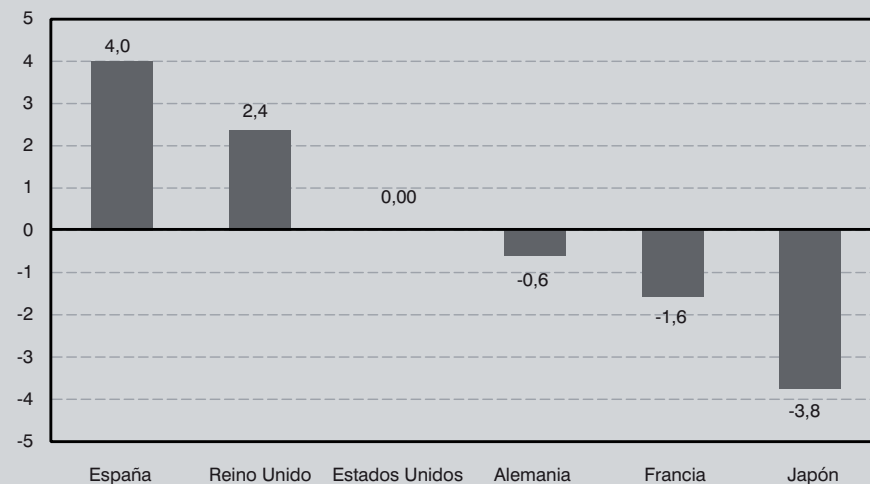
EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS MÁS AFECTADAS POR LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA DESDE OCTUBRE DE 2007 HASTA OCTUBRE DE 2010

TASA DE VARIACIÓN (%) ACUMULATIVA ANUAL



EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DESARROLLADAS EN LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS DE OCTUBRE DE 2000 HASTA OCTUBRE DE 2010 (INCLUIDA LA REINVERSIÓN DE DIVIDENDOS)

TASA DE VARIACIÓN (%) ACUMULATIVA ANUAL



anormalmente elevada respecto a su media histórica. El EYG mide la diferencia entre la rentabilidad bursátil calculada como la inversa del PER (relación precio o cotización / beneficios o número de veces que el precio de mercado recoge el beneficio de una compañía) y la rentabilidad de la deuda pública española a 10 años considerada, en este caso, como un instrumento de menor riesgo.

La capitalización se mantiene por encima del billón de euros

El castigo infligido por los inversores a las cotizaciones de los bancos españoles en la recta final del año y el paralelo aumento del riesgo de mercado, han hecho mella finalmente en la capitalización de las empresas españolas presentes en la Bolsa que, sólo en el mes de noviembre, se dejaba en el camino 67.000 millones de euros y 121.000 en el cómputo total del ejercicio hasta noviembre. La capitalización total de la bolsa española al cierre de este mes era de 1.016.096 millones de euros, lo que sitúa el valor de mercado de las empresas cotizadas un 8% por debajo del valor alcanzado en diciembre de 2009.

No obstante, como dato positivo es importante conocer que la capitalización de la Bolsa española está aún 296.000 millones por encima de su valor mínimo de los últimos años alcanzado en febrero de 2009 y el valor de las empresas nacionales es, a su vez, 44.000 millones de euros superior en la misma comparativa.

CAPITALIZACIÓN DESGLOSADA 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
2006	1.134.137,08	30,50	153.580,31	96.203,65	55.069,93	55.567,10	281.242,51	83.854,38	23.705,48	384.913,72
2007	1.384.779,83	22,10	212.529,71	89.381,52	61.126,07	48.385,47	264.044,97	110.416,89	31.496,64	567.398,56
2008	784.941,94	-43,32	148.809,23	44.471,07	33.549,12	23.628,27	150.095,34	77.785,43	24.648,48	281.954,99
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
noviembre-09	1.058.599,06	4,94	121.733,58	53.482,68	40.873,56	25.706,57	204.729,29	93.167,70	26.122,42	492.783,26
diciembre-09	1.107.006,33	4,57	129.567,99	55.384,76	41.996,22	32.660,65	203.262,77	95.147,31	26.549,01	522.437,61
enero-10	1.031.076,21	-6,86	121.596,87	53.463,33	43.487,04	23.454,32	187.501,17	82.420,22	26.153,79	492.999,47
febrero-10	1.017.889,12	-1,28	117.010,28	49.625,44	41.793,35	22.192,12	171.179,00	81.757,03	26.084,84	508.247,06
marzo-10	1.081.281,44	6,23	120.742,44	53.226,13	45.083,85	23.812,23	178.610,18	83.125,15	26.984,84	549.696,61
abril-10	1.063.850,34	-1,61	117.511,79	50.955,48	43.417,37	22.699,52	174.706,22	86.088,75	26.937,65	541.533,55
mayo-10	979.825,68	-7,90	105.790,14	44.419,66	41.834,12	19.429,98	152.651,36	79.366,44	26.354,77	509.979,22
junio-10	963.702,86	-1,65	99.962,87	43.088,38	42.598,77	19.666,07	155.664,97	78.059,69	26.232,75	498.429,36
julio-10	1.020.279,25	5,87	107.498,68	46.200,31	45.073,70	22.069,67	179.775,24	88.083,35	26.705,88	504.872,43
agosto-10	996.212,78	-2,36	105.851,71	45.157,06	46.642,54	21.695,95	166.993,40	88.614,57	26.503,39	494.754,17
septiembre-10	1.029.901,56	3,38	107.455,30	47.037,35	50.716,82	23.081,37	169.974,39	91.722,96	26.688,49	513.224,89
octubre-10	1.044.522,98	1,42	111.614,52	48.954,42	52.491,94	24.518,51	168.134,56	97.870,14	26.957,15	513.981,75
noviembre-10	1.016.096,72	-2,72	101.958,23	43.429,72	49.685,75	21.694,90	135.888,60	83.802,62	26.378,45	553.258,44

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

La desconfianza sobre el verdadero nivel de solvencia de la economía española para hacer frente con garantías a los enormes retos de consolidación fiscal que enfrenta ha arrastrado consigo a la Bolsa y en especial a las entidades financieras cotizadas. Nuestros bancos, que superaron consistentemente las pruebas de estrés realizadas hace unos meses y cuyos beneficios caen sólo ligeramente pero permanecen en niveles muy apreciables, han visto como sus acciones sufrían un fuerte varapalo en noviembre afectadas por el aumento del riesgo país y el importe de deuda soberana mantenida por estos bancos en sus balances. La capitalización de las empresas españolas del sector financiero e inmobiliario, entre las que se encuentran algunas de las que lideran el ranking de capitalización de nuestra Bolsa, ha sido en el conjunto del año la que ha registrado un peor comportamiento: pasaba de más de 203.000 millones de euros en diciembre de 2009 a 135.000 al cierre de noviembre de 2010 y aglutina el 55% del importe total de valor perdido por las empresas cotizadas españolas en el año. También el sector de servicios de consumo ha sufrido un castigo importante en el año con una caída de valor en los once meses del 33% (-11.000 millones). Estas caídas han sido parcialmente compensadas por los 7.690 millones de euros ganados por un sector de Bienes de Consumo donde Inditex ha ejercido como principal locomotora del crecimiento a lo largo de todo el ejercicio. El grupo textil español ha revalorizado sus acciones desde principios de año un 36,8%, situándose en el ranking español de empresas por capitalización en tercer lugar, sólo por detrás de Telefónica y superando a BBVA.

Las compañías cotizadas españolas han perdido un 20,82% del valor de mercado que tenían en diciembre de 2009. Este porcentaje es inferior al -22,39% de caída que experimenta el IBEX 35 hasta noviembre. Esta diferencia se explica por varios factores y uno de los principales es que la capitalización se ha visto reforzada por la emergente recuperación de las nuevas admisiones registradas en el mercado a lo largo del año que han aportando cerca de 14.000 millones de euros lideradas en número por las nuevas incorporaciones al MAB y en importe

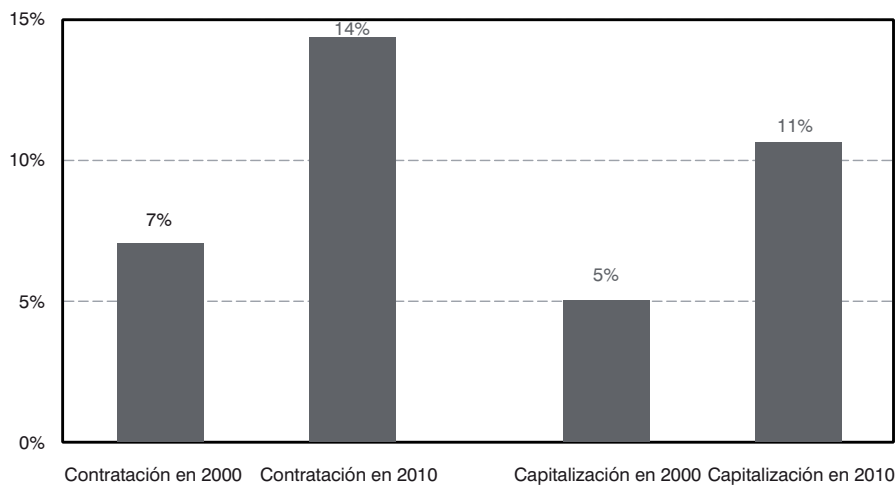
RANKING INTERNACIONAL DE CAPITALIZACIÓN DE ACCIONES EN LAS BOLSAS MUNDIALES

MILLONES DE DÓLARES

	Octubre 2010	Mínimo 2009	Máximo histórico 2007	% pérdida s/ máximos 2007	% ganancia s/ mínimos 2009
NYSE	12.826.262	8.701.004	16.603.601	-22,8	47,4
NASDAQ	3.653.047	1.958.937	4.389.607	-16,8	86,5
Grupo BOLSA DE LONDRES (*)	3.597.617	1.999.940	5.364.095	-32,9	79,9
BOLSA DE TOKIO	3.469.036	2.563.422	4.893.101	-29,1	35,3
EURONEXT	2.988.977	1.676.512	4.418.326	-32,4	78,3
BOLSA DE SHANGHAI	2.803.493	1.631.985	3.694.348	-24,1	71,8
BOLSA DE HONG KONG	2.679.387	1.197.166	2.973.765	-9,9	123,8
TORONTO	1.963.166	916.717	2.294.468	-14,4	114,2
INDIA	1.588.091	523.196	1.660.097	-4,3	203,5
BOLSA DE BRASIL	1.503.587	595.902	1.402.585	7,2	152,3
BOLSA ALEMANA	1.392.727	817.582	2.119.141	-34,3	70,3
BOLSA AUSTRALIANA	1.340.888	567.468	1.454.533	-7,8	136,3
BME	1.247.177	786.829	1.832.127	-31,9	58,5
BOLSA SUIZA	1.139.602	678.316	1.341.763	-15,1	68,0
BOLSAS NORDICAS	981.976	455.826	1.378.218	-28,8	115,4
TOTAL TOP 15	43.175.033	25.070.802	55.819.775	-22,7	72,2

Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE). (*) La Bolsa Italiana se encuentra incluida en el Grupo Bolsa de Londres.

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



por la salida a bolsa de Amadeus que ascendió a 5.326 millones de euros. También ampliaciones de capital muy importantes, como la llevada a cabo por BBVA recientemente por importe de 5.059 millones de euros y que ha sido la segunda mayor ampliación de capital monetaria desde 1993, han contribuido positivamente a la cifra de capitalización. Por último, la salida a Bolsa de la italiana Enel Green Power ha aportado cerca de 8.000 millones de euros de nuevo valor al conjunto del mercado.

En cuanto al número total de compañías admitidas a cotización en todos los segmentos de la bolsa española, a cierre de noviembre era de 3.354. Es decir, una ligera reducción respecto al año anterior, explicada fundamentalmente por la desaparición de algunas SICAV.

En cuanto a la comparativa internacional y con datos a octubre de 2010 de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), decir en primer lugar que desde febrero de 2009, fecha que marcó el mínimo de la crisis en los mercados bursátiles, las quince primeras bolsas mundiales por capitalización han recuperado 18 billones de dólares de los 31 billones perdidos entre octubre de 2007 y febrero de 2009. Actualmente la bolsa española, decimotercera mundial por capitalización, registra una ganancia respecto al mínimo marcado en el peor momento de la crisis del 41% (296.129 millones de euros), a pesar de las fuertes pérdidas anotadas por las cotizaciones en noviembre. El peso por valor de mercado en octubre de las compañías cotizadas en la Bolsa española era casi del 11% en el concierto europeo (6 puntos más que al principio de la década) y del 2,39% en el mundo, según los datos de la WFE.

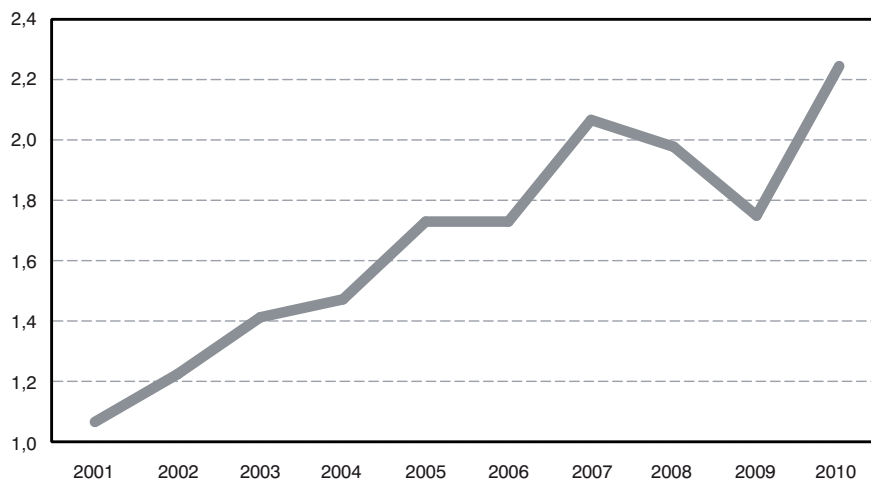
La negociación de acciones: por encima del billón de euros y más de 40 millones de operaciones, máximo histórico anual

A pesar del nerviosismo y la inquietud sobre el futuro de la economía española, el elemento dónde se ha notado con más fuerza el renacido interés de los inversores por la renta variable tras los momentos más agudos de la crisis en 2008, es

en el volumen de negociación. El importe efectivo contratado en acciones y otros productos de renta variable en los once meses transcurridos de 2010 ha sido de 965.714 millones de euros, lo que supone casi un 19% más que en el mismo período de 2009 y anticipa que en el cómputo total del año esta variable relevante de la actividad bursátil volverá a rebasar con cierta holgura el billón de euros. La superación de este nivel en términos anuales ha sido una constante en el último

ÍNDICE DE ROTACIÓN (IR) EN LA BOLSA ESPAÑOLA (2001-2010)

EL IR MIDE LAS VECES QUE EL EFECTIVO NEGOCIADO EN EL AÑO CONTIENE A LA CAPITALIZACIÓN MEDIA DE ESE MISMO AÑO. PARA 2010 SE HA ESTIMADO EL ÚLTIMO MES EN BASE A LOS PROMEDIOS DEL RESTO DEL AÑO



CONTRATACIÓN DE RENTA VARIABLE EN LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

	Nº Sesiones	Efectivo (Mill.Euros)	Nº Títulos	Nº Operaciones	Nº Ordenes	Efectivo medio por sesión (Mill.Euros)	Efectivo medio por operación (Euros)
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
noviembre-09	21	84.865	7.495.992.929	2.517.484	8.969.818	4.041,20	33.710,31
diciembre-09	20		7.957.895.495	2.323.013	7.554.261	4.143,78	35.675,94
enero-10	20	86.919	8.201.313.667	2.981.542	10.339.409	4.345,95	29.152,36
febrero-10	20	76.760	7.982.355.000	3.343.919	13.137.047	3.837,98	22.954,99
marzo-10	23	65.435	6.811.854.000	3.114.537	13.137.339	2.845,01	21.009,59
abril-10	20	100.044	9.760.409.000	3.349.309	13.037.101	5.002,20	29.870,01
mayo-10	21	118.212	11.907.357.000	4.366.728	19.904.044	5.629,16	27.071,17
junio-10	22	80.558	13.857.969.000	3.717.889	18.183.050	3.661,71	21.667,58
julio-10	22	98.318	10.950.026.000	3.065.864	14.608.745	4.469,02	32.068,75
agosto-10	22	53.586	5.989.730.000	2.437.065	13.913.919	2.435,73	21.987,91
septiembre-10	22	63.278	7.054.551.000	2.910.843	13.796.422	2.876,28	21.738,77
octubre-10	21	107.747	20.995.886.000	3.258.072	13.381.535	5.130,81	33.070,76
noviembre-10	22	114.856	14.814.512.434	4.529.498	17.221.452	5.220,74	25.357,42
Acumul. 2010	235	965.714	118.325.963.101	37.075.266	160.660.063	4.109,42	26.047,38

lustro con la única excepción del año 2009. Por su parte, el agitado mes de noviembre con un volumen de negociación de 114.856 millones de euros (+ 35% sobre noviembre 2009) ha sido el segundo mejor mes del año 2010 tras los algo más de 118.000 millones de mayo.

El flash crash abre nuevos frentes de debate

A lo largo de este informe hemos constatado que 2010 ha sido un año con sobresaltos. No han faltado episodios de pánico sucedidos en plazo cortísimos de tiempo (como el denominado *flash crash* de Nueva York) que han sido investigados y siguen siendo motivo de debate y controversia. Al hilo de este y otros sucesos también se ha elevado el tono del debate respecto a la práctica de la contratación automatizada mediante algoritmos que generan órdenes de compra y venta con elevadísima frecuencia (*high frequency trading*) y su necesidad o no de ser sometida a regulación.

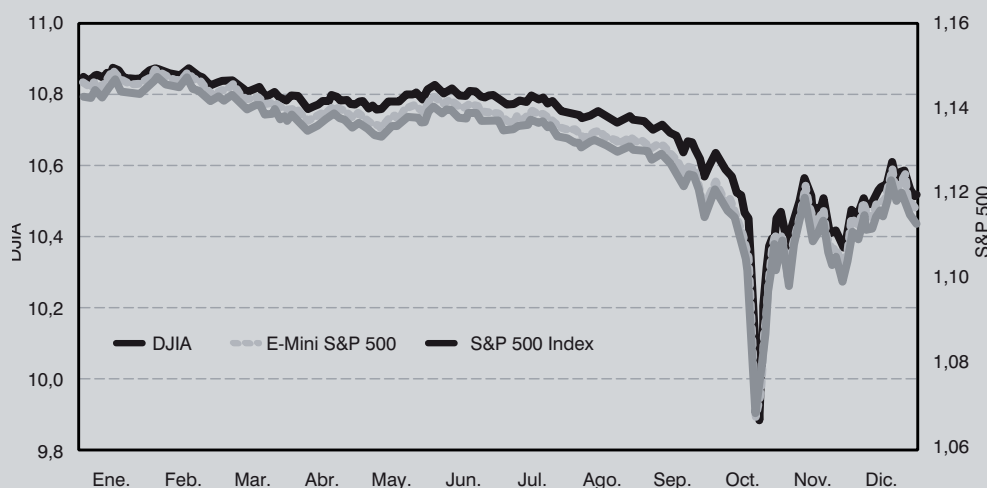
El 6 de mayo de 2010 los mercados de valores de Estados Unidos sufrieron una caída dramática y una posterior recuperación en lo que se ha denominado flash crash. En un informe conjunto de la CFTC y de la SEC (organismos reguladores de los mercados derivados y de acciones, respectivamente) se identificó una orden como el origen de la situación inusual ocurrida en el mercado de acciones aquel día.

El episodio se produjo en un mercado claramente

bajista como consecuencia de la aprobación por el parlamento griego de un paquete de medidas de austeridad para prevenir el riesgo de impago de la deuda de aquel país y el relato pormenorizado es el siguiente. A las 14:32 horas una gestora de fondos vendió a través de un programa automatizado 75.000 contratos de futuros sobre el mini S&P 500 en el mercado CME de Chicago. A las 14:40 horas los precios de los contratos empezaron a caer rápidamente hasta las 14:45:28 cuando el mercado CME paró la contratación de los futuros mini durante cinco segundos. A esta hora, 35.000 contratos, de los 75.000 de que constaba la orden, habían sido ejecutados. Cuando se produjo la reactivación de la contratación de este producto la liquidez se había recuperado y los 40.000 contratos restantes se ejecutaron de forma ordenada.

En los mercados bursátiles y en las plataformas donde se negocian las acciones del S&P 500, a partir de las 14.40 horas los operadores retiraron sus órdenes porque el mercado no se comportaba normalmente y, como consecuencia de ello, la liquidez a la compra y a la venta en las acciones cayó dramáticamente. En 300 va-

EVOLUCIÓN DEL S&P 500 Y DEL DOW JONES ENTRE LA 9.30 Y LAS 16.00 DEL 6 DE MAYO DE 2010



El número de operaciones sobre activos de renta variable ejecutadas en el mercado durante 2010 también avanza a ritmo de récord: son 37,1 millones en los 11 meses transcurridos y algún descalabro sorpresa tendría que ocurrir para no finalizar el ejercicio con una cifra superior a los 40 millones de operaciones cruzadas por vez primera en

lores la reducción de la liquidez tuvo consecuencias: se negociaron precios más de un 60% por debajo del nivel inmediatamente anterior al *flash crash*. Estas negociaciones, posteriormente, se cancelaron al aplicarse la regla de errores evidentes.

La combinación de factores como la interconexión entre mercados, la estructura actual de fragmentación de la liquidez y la práctica desaparición de los tradicionales creadores de mercado y su sustitución por sistemas electrónicos de alta frecuencia derivó en una drástica reducción de las órdenes de compra y venta en los principales valores del mercado de acciones.

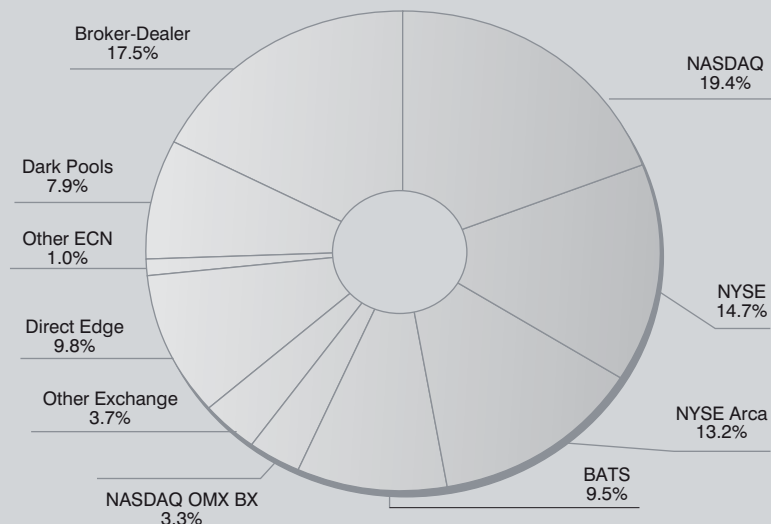
Entre las razones para entender porqué los precios de las acciones e comportaron tan erráticamente figuran dos: la ausencia de sistemas de gestión de las variaciones de precios, como la interrupción automática en determinadas situaciones (*circuit breakers*) o las subastas de volatilidad (*volatility auctions*), y la elevada fragmentación del mercado americano de acciones con multitud de plataformas de contratación en las que se negocian acciones.

Como consecuencia del incidente y su posterior investigación, se implementó a partir del 10 de junio y hasta el 10 de diciembre 2010 un sistema de subastas de volatilidad sobre un rango de un +/- 10% para los principales valores. Es un sistema con similitudes con el rango dinámico existente en la Bolsa española, pero en lugar de estar basado en el último precio negociado es el precio de mercado existente 5 minutos antes.

El otro aspecto relevante del incidente es la elevada fragmentación del mercado norteamericano de acciones. Como se muestra en el gráfico adjunto, la dispersión de la contratación de las acciones entre diversas plataformas no ayudó a la hora de conseguir una rápida estabilización del mercado.

Episodios como el *flash crash* marcarán una nueva era en la evolución futura de la estructura de los mercados bursátiles en la cual se primará la existencia de sistemas de gestión de las variaciones de precios (*circuit breakers* y otros) y la coordinación de medidas entre sistemas en los cuales se negocien acciones.

REPARTO POR MERCADOS REGISTRADOS EN EEUU DEL VOLUMEN DE CONTRATACIÓN DE LAS ACCIONES DEL S&P 500. DATOS DEL AÑO 2009



la historia de nuestra Bolsa. De momento, noviembre ha sido record histórico mensual en este capítulo con 4,5 millones de negociaciones que representan un crecimiento del 80% respecto al mismo mes de 2009. Y el mismo camino por las cimas históricas está siguiendo el número de órdenes tramitadas en el mercado: casi 160 millones hasta noviembre con un aumento del 70% respecto a lo sucedido en 2009 que, a su vez, era el anterior hito histórico en este indicador de actividad.

El crecimiento de los volúmenes de contratación evidencia que la Bolsa española está aguantando con entereza las acometidas de la crisis económica y la mayor competencia entre centros de negociación. Con datos en dólares hasta octubre de 2010 de la Federación Mundial de Bolsas (WFE) la Bolsa española es el cuarto mercado regulado más importante de Europa y el noveno en el orden mundial. El aumento de la contratación de la Bolsa española hasta octubre de 2010 con respecto al mismo período de 2009 arroja junto con la Bolsa alemana el mayor porcentaje de variación de entre las plazas reguladas europeas y el cuarto a escala mundial.

Como en años anteriores y a pesar de las complicaciones que atraviesan los mercados financieros desde hace tres años, el mercado de valores español en 2010 continua mostrándose excepcionalmente activo y muy líquido. La rotación de la Bolsa española en el ejercicio, ratio que relaciona la contratación y la capitalización conjunta de las compañías cotizadas, ha superado en cerca de 20 puntos porcentuales la de 2007 (máximo histórico de negociación) y alcanza el 225%. Es decir que en 2010 se han negociado en Bolsa acciones por un valor que supera en 2,25 veces la capitalización media mensual del período.

Actividad en otros productos y mercados: ETFs, warrants y Latibex

La actividad inversora no sólo ha sido creciente en las acciones sino también en otros productos de renta variable cómo los ETFs dónde la contratación acumulada hasta noviembre ha sido de 5.786 millones de euros, un 83% superior al efectivo contabilizado en igual periodo del ejercicio anterior. Se ha batido el récord en cuanto al número de negociaciones: 60.104 hasta noviembre con un crecimiento anual del 18%. En el mes de mayo se alcanzó la cifra de 9.247, récord de contratación mensual en número de operaciones en la aún joven historia de este mercado en nuestro país. La lista de logros incluye el número de ETFs cotizados que asciende a 65 y que supone un crecimiento del 103% frente al dato con que se cerró 2009 (más información en la página 59).

En el mercado de warrants, certificados y otros productos cabe destacar el número de emisiones admitidas a negociación que, hasta el 30 de noviembre de 2010, alcanzó la cifra de 6.837, cantidad que supone un incremento del 6% respecto al mismo periodo del año anterior. En relación con el número de emisiones vivas a disposición de los inversores ascendía en la fecha mencionada a 3.882, cifra superior a las 2.969 emisiones vivas a 31 de diciembre de 2009.

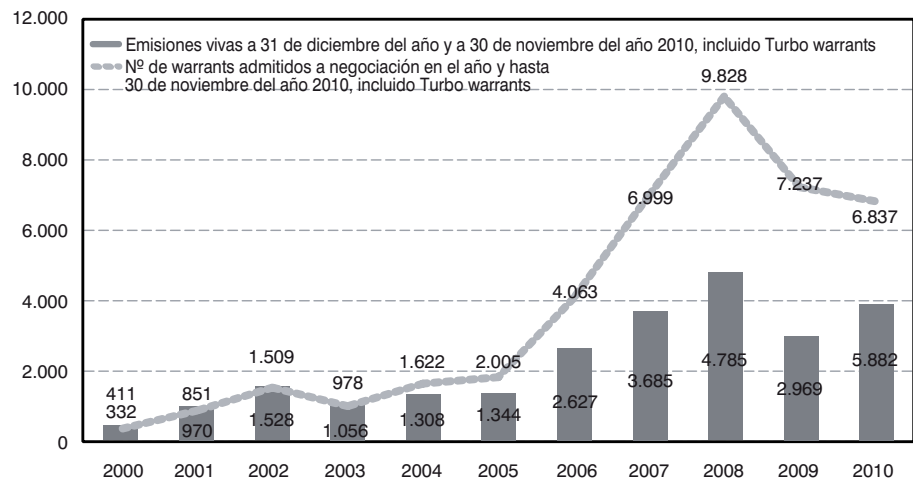
Respecto a los volúmenes negociados, la contratación de warrants total acumulada hasta noviembre fue de 1.506 millones de euros, con una disminución del 11,5% sobre

noviembre del año 2.009. Cabe resaltar la negociación de turbo warrants que ascendió a 175 millones de euros, un incremento de más del doble respecto a los 86 millones de euros negociados en los mismos 11 meses de 2009.

En el mercado se amplió el abanico de productos que cotizan. Desde junio se negociaban nuevos tipos de productos: los Bonus warrant y los Bonus cap warrant. Estas dos clases de warrants incorporan una barrera por la cual si el precio del activo subyacente toca o sobrepasa ese nivel de barrera, se pierde el derecho a percibir un rendimiento adicional prefijado y denominado bonus.

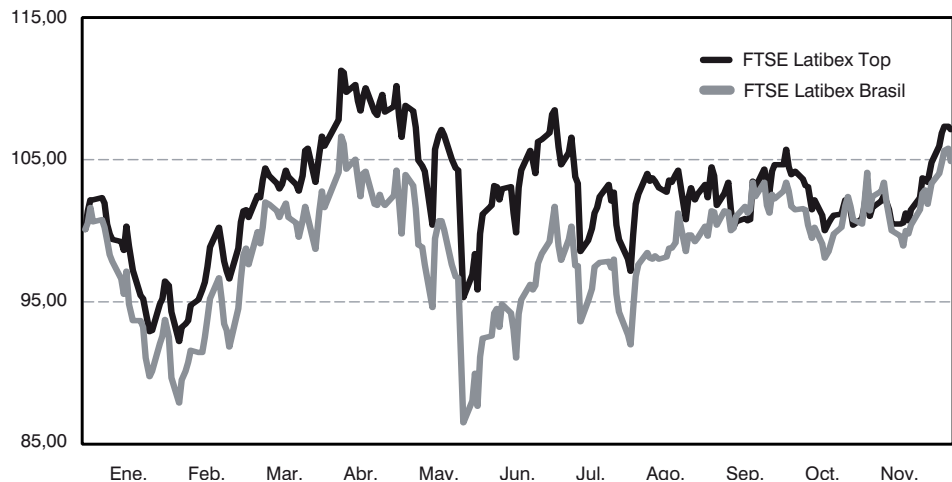
Respecto a los activos subyacentes disponibles en el mercado, hay que destacar la amplia gama de activos sobre los que se negocian estos productos. Hasta noviembre se negociaron warrants sobre 121 activos subyacentes diferentes.

EMISIONES DE WARRANTS VIVAS Y ADMITIDAS



EVOLUCIÓN ÍNDICES LATIBEX EN 2010

BASE 100 = 04/01/2010



En el caso de mercados como Latibex, la fortaleza mostrada por las economías emergentes ante la crisis, ha tenido su reflejo en el comportamiento de las cotizaciones de las principales compañías Latinoamericanas y en los Índices que conforman el mercado Latibex.

Así el índice FTSE Latibex Top ofrece una rentabilidad este año del 7,75% y del 229,95% desde principios del año 2002 hasta finales de noviembre de 2010. El FTSE Latibex Brasil se revaloriza en lo va de este año un 5,73% y desde su inicio, en enero de 2004, hasta finales de noviembre de 2010 ha tenido una revalorización de casi un 400%.

El crecimiento de la región en su conjunto rondará el 6% en 2010 y será algo menor en 2011, según el FMI. En particular Brasil crece este año al 7,5% y cifras similares se manejan para Perú o Chile. Estos crecimientos no son productos de una burbuja. Son la consecuencia lógica de la incorporación de un segmento muy importante de la población a la clase media a lo largo de esta década.

El short selling o venta en corto genera controversia

Uno de los aspectos más debatidos durante la actual crisis financiera mundial ha sido la necesidad o no de limitar las ventas en corto de valores cotizados, habitualmente conocida por su denominación anglosajona de short selling.

Esta práctica hace referencia a la posibilidad que hoy ofrecen la mayor parte de los mercados de valores mundiales de tomar prestados valores, venderlos inmediatamente a precio de mercado, y esperar caídas de precios para comprar los valores más baratos, devolverlos y obtener así la diferencia de precios como beneficio.

El uso correcto de la operativa, la denominada "venta en corto cubierta", es decir con acuerdos de préstamo de los títulos y requisitos estrictos para la liquidación y compensación de las operaciones, no genera riesgos adicionales en los mercados y, sin embargo, su restricción tiene efectos contraproducentes en el comportamiento de los mismos. De acuerdo con un número creciente de estudios empíricos, las restricciones a la operativa "en corto" tienen efectos nocivos en la liquidez del mercado y en el proceso de formación eficiente del precio sobre todo en ciclos bajistas del mercado en los cuales retrasa la incorporación de información negativa en el precio. Estos efectos son especialmente graves en valores con reducida capitalización y alta volatilidad.

Un paso más allá de la práctica de la "venta en corto

cubierta" está la denominada "venta en corto descubierta" o *naked short selling* en la cual el inversor que la realiza no tiene en su poder títulos prestados para venderlos y tampoco se ha asegurado de que es capaz de obtenerlos antes de que la operación inicial de venta se liquide. En España, esta práctica está prohibida por los potenciales problemas que pueden generar en el mercado los fallos de liquidación de este tipo de ventas.

En el contexto de la actual crisis financiera, y especialmente en el año 2008, algunos países decidieron restringir o incluso prohibir las operaciones de venta en corto como presuntas responsables de movimientos a la baja muy violentos de las cotizaciones. Otros países, entre ellos España, optaron por la vía de dar transparencia a este tipo de operaciones y así el organismo regulador del mercado de valores español, la CNMV, emitió en 2008 una comunicación recordando las medidas ya vigentes relativas a la prohibición de "ventas en corto descubiertas", incluyendo las realizadas a lo largo de la misma sesión, en todos los valores. Ya en 2009 exigió la publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social para las acciones de 20 compañías financieras. Tras posteriores modificaciones hoy permanece la exigencia de comunicación al órgano supervisor (CNMV) de posiciones cortas superiores al 0,2% del capital social del emisor y comunicación abierta al mercado cuando superen el 0,5% del capital de esas 20 compañías financieras.

Todo esto demuestra el dinamismo de la base inversora de la Bolsa española. El incremento del nivel de actividad se fundamenta en varias razones: la liquidez, el atractivo de las compañías, el acceso al mercado,... Pero también está reflejando dos hechos: uno coyuntural, como es la paulatina aunque lenta vuelta de los inversores a la asunción de posiciones de algo más de riesgo (recomposición de las carteras) y, en segundo término, otro hecho que parece ya estructural como lo es que los inversores no residentes siguen mostrándose muy activos en nuestro mercado. Su participación en la actividad negociadora del día a día es ligeramente superior al 60% y mantienen en propiedad cerca del 40% del valor de las acciones cotizadas en la Bolsa española (datos 2009).

En la década el importe de la negociación de acciones en la Bolsa española ha incrementado su peso en Europa de forma constante. En 2000 era del 7% y en 2010 es del 14%. Este progreso refrenda y refleja al menos tres cuestiones relevantes: la fortaleza y el atractivo para los inversores de las empresas españolas cotizadas, el aprovechamiento de las oportunidades que ofrece la Bolsa en procesos de expansión transparentes y ordenados; y, por último, la potencia que aportan en los procesos de inversión los mecanismos de provisión de liquidez adecuados y seguros.

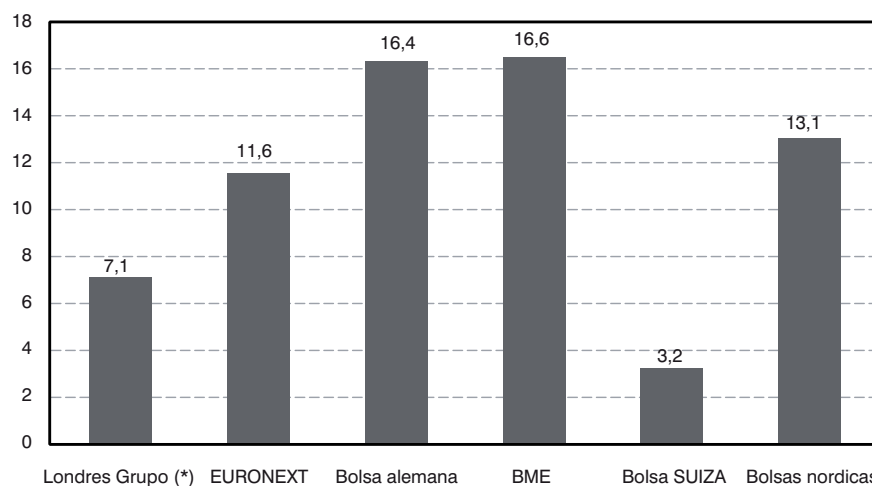
3 La liquidez se asienta como uno de los pilares fundamentales de la Bolsa española

Los volúmenes de negociación registrados en 2010 en la Bolsa española reflejan que, a pesar de las tensiones, el modelo de mercado ha funcionado con solvencia y la liquidez continúa siendo uno de los puntos fuertes de la Bolsa española. En un contexto de creciente fragmentación de los centros de negociación la Bolsa española ha concentrado casi el 99% de la contratación de las acciones de sus compañías cotizadas. De entre los mercados regulados europeos más desarrollados el importe negociado en acciones a través de sistemas electrónicos es el que más crece en 2010 frente a lo acontecido en 2009 (un 16,6% en moneda local y un 10% en dólares). Estos hechos son motivados por dos cuestiones fundamentales: por un lado, unas reglas de mercado adecuadas soportadas por estándares de transparencia informativa muy elevados y por sistemas de acceso y negociación de las órdenes eficientes y adaptados a las necesidades de los intervinientes en las compraventas y, por otro lado, unos activos (las acciones cotizadas, principalmente) que son atractivos para la demanda inversora.

Ambas son cuestiones importantísimas porque generan confianza y liquidez, la base del funcionamiento de los mercados de valores. Sin duda, la conjunción positiva de ambas

BOLSAS EUROPEAS. CRECIMIENTO EN LA CONTRATACIÓN DE ACCIONES EN SISTEMAS ELECTRÓNICOS (ENE-OCT 2010-2009)

VARIACIÓN EN PORCENTAJE MEDIDA SOBRE IMPORTES EN DÓLARES



(*) La negociación de la Bolsa Italiana está incluida en Londres Grupo
Fuente: Federación mundial de Bolsas (WFE) datos hasta octubre 2010

es la que explica porqué en los últimos años las horquillas de liquidez de las acciones españolas cotizadas (el spread o distancia entre el mejor precio de oferta y el mejor de la demanda) han disminuido sensiblemente y permanecen sistemáticamente en niveles muy estrechos y eficientes aún cuando las condiciones de mercado acentúan la volatilidad. La horquilla media del IBEX 35 se ha movido durante gran parte del año por entre el 0,07% y el 0,09% (0,084% al cierre de noviembre). Sólo en la época de mayor volatilidad en los precios, mayo, alcanzó el 0,013% para disminuir progresivamente durante el resto del ejercicio. Para los valores más líquidos del IBEX 35 (Santander, Telefónica, BBVA, Iberdrola y Repsol) la horquilla promedio de noviembre se ubica entre el 0,04% y el 0,07%. Para el resto, sólo en seis casos se supera el 0,20% y ninguno supera el 0,029%.

En cuanto a la calidad de las grandes empresas cotizadas españolas los datos ya mencionados de propiedad y participación en el mercado de los inversores no residentes es un indicador bastante contundente de la demanda que despiertan internacionalmente. La liquidez del mercado se aprecia, también un año más, en los volúmenes de negociación de acciones de nuestros principales valores cotizados. Las acciones de Santander, Telefónica y BBVA, están entre los cinco valores más líquidos del área euro. De acuerdo con los datos a noviembre del índice paneuropeo EuroStoxx 50, que agrupa los cincuenta principales valores cotizados de las bolsas del área euro, las

Beneficios de los mecanismos de estabilidad en los mercados regulados que favorecen la liquidez de los valores

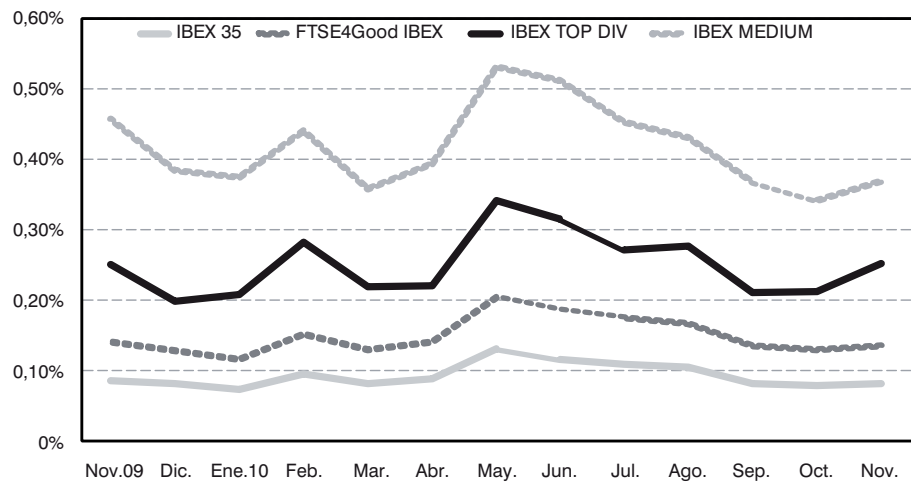
La liquidez es un concepto difícil de definir pero que se traduce básicamente en la posibilidad de comprar o vender un determinado activo en las mejores condiciones posibles en cuanto a precio en cada momento para un determinado número de títulos. Los mercados deben proporcionar los mecanismos que permitan para cada activo en ellos cotizado, alcanzar las mejores condiciones de liquidez posibles en cada momento. Estos mecanismos deben ir acompañados de niveles suficientes de transparencia (la información necesaria para la adecuada toma de decisiones). De esta forma, el inversor tiene a su alcance tanto la información para la toma de decisiones, como el mecanismo de negociación que le permite plasmar su decisión de inversión de manera adecuada y a un coste razonable. A la hora de medir el coste, el inversor tendrá que tener en cuenta no solo los costes explícitos (los cánones de contratación y liquidación y el corretaje) sino también los costes implícitos plasmados en la horquilla de precios (la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra) y asumido como el coste de encontrar títulos disponibles a la compra y a la venta de forma inmediata, al acudir al mercado. La liquidez juega un papel fundamental para reducir los costes implícitos. Cuanto mayor sea la liquidez del valor, o lo

que es lo mismo, cuanto mayor sea el número de compradores y vendedores interesados en un determinado valor, menor será su horquilla de precios y por tanto menor el coste de operar en el mismo.

Para aquellos valores con un menor grado de liquidez natural, se han establecido modelos de negociación que contribuyan a fomentarla. Así, en la mayoría de los mercados y para determinados tipos de activos, coexisten los libros centralizados de órdenes en los que las órdenes se ejecutan de acuerdo a la prioridad precio tiempo (la orden con mejor precio se ejecuta en primer lugar y a igualdad de precio se ejecuta la que haya llegado primero) con la presencia de proveedores de liquidez que contribuyen a reducir la horquilla de precios de esos valores al tener que cumplir unos requisitos de horquilla máxima para un determinado número de títulos mínimo y de presencia en el mercado a lo largo de la sesión. Asimismo, determinados valores no requieren una negociación continua por lo que se negocian de forma exclusiva mediante mecanismos de subasta. De esta forma la formación de precios de estos valores es más eficiente al concentrar la negociación de las órdenes en determinados momentos de la sesión.

EVOLUCIÓN EN 2010 DE LAS HORQUILLAS MEDIAS DE LA FAMILIA DE ÍNDICES IBEX

DATOS MENSUALES



Además de lo anterior y teniendo en cuenta que a lo largo de una sesión de contratación se suceden, independientemente del tipo de valor, momentos con distintos niveles de volatilidad, en los últimos años en la Bolsa española se han establecido distintos mecanismos de negociación que minimizan el riesgo asociado a la misma. Así el inicio de sesión requiere un periodo de subasta de manera que todos los participantes en el mercado puedan incorporar a los precios de las órdenes que envíen al mercado, toda la información generada entre el cierre del día anterior y la apertura del día. Una vez superado este momento, la negociación pasa a ser continua, pudiendo verse interrumpida por subastas puntuales en aquellos casos en los que la volatilidad sea elevada para un determinado valor, o valores, al aparecer nueva información que pueda ser relevante para los mismos. Esas subastas de volatilidad permiten dar tiempo al mercado a incorporar la información en los precios cotizados. El cierre del mercado se hace, igualmente, mediante un corto periodo de subasta que permite hacer balance de la sesión y fijar un precio de cierre ampliamente contribuido por los intervinientes en el mercado.

Los mercados regulados (entre los que las Bolsas

son históricamente las instituciones más reconocidas) juegan un papel fundamental a la hora de establecer los mecanismos descritos y de proporcionar acceso a los mismos a una diversidad de inversores, tanto institucionales como particulares, en igualdad de condiciones. La riqueza y eficiencia del mercado depende en gran medida de dicha diversidad. Los mercados regulados tienen, además, un rol protagonista a la hora de transmitir al conjunto de inversores la información necesaria para la correcta formación de precios en función de los objetivos y estrategias de cada inversor.

A su vez, combinando los mecanismos de negociación y la disponibilidad de información, los mercados regulados tienen la flexibilidad necesaria para poner a disposición de los inversores una amplia oferta de productos en las mejores condiciones y para darles la visibilidad adecuada. Estos activos cuentan con los mismos elevados niveles de transparencia y garantías que las acciones. En los últimos veinte años la Bolsa española ha ido incorporando progresivamente nuevas figuras de inversión en su mercado de renta variable que, sin duda, han influido muy positivamente en la alta participación de los pequeños inversores en la negociación diaria.

RANKING DE CONTRATACIÓN ENTRE ENERO Y NOVIEMBRE 2010 DE LOS VALORES DEL ÍNDICE EUROSTOXX 50. RANKING POR VOLUMEN EFECTIVO NEGOCIADO

MILLONES DE EUROS

Ranking	Valor	Volumen efectivo (euros)	Promedio diario (euros)	% ponderación en el índice al 30 de noviembre de 2010
1	Banco Santander SA	255.576.083.412	1.087.557.802	3,98
2	Telefonica SA	237.171.433.272	1.009.240.142	4,40
3	UniCredit SpA	193.487.481.686	823.350.986	1,75
4	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	158.994.634.714	676.572.914	2,17
5	Deutsche Bank AG	116.684.002.592	496.527.671	2,30
6	ENI SpA	106.851.178.416	454.685.866	2,49
7	Siemens AG	98.876.173.460	420.749.674	4,86
8	Total SA	98.372.045.154	418.604.447	5,49
9	ArcelorMittal	91.951.633.148	391.283.545	1,47
10	BNP Paribas	86.377.423.241	367.563.503	3,14
14	Iberdrola SA	53.756.820.028	228.752.426	1,44
19	Repsol YPF SA	47.145.717.761	200.620.076	0,96

(1) El volumen efectivo de contratación es la suma del volumen negociado en los mercados regulados de origen y en los sistemas multilaterales de negociación (MTFs)

acciones de estas compañías españolas figuran en primer, segundo y cuarto puesto por importe anual negociado.

Esta fuerte demanda de las acciones de grandes emisores españoles es un reflejo fiel de las posiciones punteras que ocupan en sus respectivos sectores de actividad frente a la fuerte competencia internacional. Entre otras cosas, estas multinacionales españolas cotizadas han contado (y cuentan) con un mercado de valores dónde la creciente liquidez las ha proporcionado opciones de crecimiento difíciles de materializar en otras circunstancias. La más importante el contar con una fijación continua y transparente del valor de la compañía (fijación de precios). Pero hay más como, por ejemplo, la posibilidad de estructurar operaciones de adquisición de importantes empresas extranjeras en diferentes regiones usando como moneda de cambio sus propios títulos cotizados.

Los emisores ante el riesgo de fragmentación de la liquidez de sus títulos

La relevancia y el tamaño del mercado y sus empresas son importantes, pero dichos aspectos son indisolubles de las funciones de formación de precios y la liquidez. Respecto a esta cuestión durante este ejercicio de 2010 se han desarrollado en Europa y en el mundo intensos debates sobre la necesidad de abordar algunas reformas del funcionamiento y la organización de los mercados de valores que la crisis ha evidenciado. Entre ellas que hay que evitar en la medida de lo posible fórmulas de negociación masiva que se realicen de forma oculta o poco regulada. Y una segunda cuestión muy relevante respecto al tema que nos ocupa en este capítulo: que la fragmentación de la negociación en varios centros con reglas de mercado diferentes y sometidos a diferentes exigencias regulatorias facilita

la aparición de problemas asociados a la correcta y transparente formación de los precios y, consecuentemente, somete a los emisores al riesgo de que los mercados no cumplan adecuadamente sus funciones esenciales de financiación.

Los últimos acontecimientos habidos en los mercados han puesto de manifiesto con especial énfasis la importancia que para las empresas tiene que la negociación de sus acciones se desarrolle en entornos estables y seguros. Es decir, se ha revelado cierta necesidad de que la normativa tenga también en cuenta el derecho que los emisores tienen a que la conformación de los mercados, como mínimo, no genere distorsiones que pueden perjudicar en distinto grado, el valor social y financiero que aporta la admisión a negociación de sus acciones en mercados secundarios.

Es incuestionable que la inestabilidad, ya sea provocada por los movimientos nerviosos de los precios o por deficiencias en la regulación vigente, es un mal aliado de los mercados financieros en general y de valores en particular. Un entorno volátil y poco claro tiene efectos muy negativos sobre las cotizaciones y frena el desarrollo de operaciones corporativas que generan valor para la economía en su conjunto.

El *flash crash* de mayo en EEUU ha puesto de manifiesto un buen número de riesgos insidiosos en estructuras deficientes de mercado, pero en especial, las derivadas de la fragmentación y la posición inerte ante la que se encuentran sociedades emisoras en las que el precio de sus acciones, o un comportamiento errático de las mismas, tiene consecuencias sociales y otras financieramente sistémicas.

En el Foro EUROFI, que se desarrolló en el mes de septiembre, el presidente de BME y otros altos representantes de Bolsas e instituciones relacionadas con los mercados de valores, pusieron de relieve el riesgo que supone la fragmentación para la financiación que los mercados bursátiles ofrecen a las empresas.

Las empresas desean que sus acciones coticen en aquellos mercados que tienen potencial para proporcionarles la financiación que necesitan. Como es lógico, las empresas acuden a los mercados en los que encuentran una regulación adecuada, en cuyo entorno cultural se sienten cómodas y, por supuesto, cuyo tamaño, liquidez y relevancia les resultan más idóneos para sus necesidades.

De igual modo, la decisión de cotizar en un mercado concreto constituye una decisión histórica para cualquier empresa. Sin embargo, ante la proliferación de plataformas de negociación, y dada la obligación de aceptar pasivamente la normativa actual, resulta sumamente injusto que una empresa tenga que ver sus acciones negociadas en un mercado que ella no ha elegido, según condiciones y reglas de contratación que no le resultan familiares y con sujeción a riesgos potenciales no deseados.

La fragmentación puede perjudicar (y, de hecho, ya lo está haciendo) el tamaño y la relevancia de los mercados, sin ofrecer a cambio nada valioso desde un punto de vista social o económico. El riesgo de que los mercados puedan perder tamaño, relevancia y atractivo como fuente principal de financiación de las empresas es un problema muy grave.

Hay pues retos que la nueva regulación que se desarrolle debe contemplar. Desafíos que pueden marcar el rumbo futuro de empresas y mercados. Entre ellos está evitar que el funcionamiento de los mercados de valores sea un factor de distorsión y no un valor seguro y positivo en la formación de los precios y la liquidez de los títulos. Una posible

El papel de los mercados de valores regulados y el grado actual de internacionalización de las compañías españolas cotizadas

Inditex, Santander, Telefónica, Abertis, Ferrovial, Repsol, Indra, BME, Técnicas Reunidas o Abertis, son algunos ejemplos de compañías que hasta hace unos años eran desconocidos más allá de nuestras fronteras y que, sin embargo, ocupan ahora los primeros puestos en el ranking mundial por capitalización dentro de su industria. Salen de compras por Europa y América, se adjudican proyectos en diversas zonas geográficas o tienen una red de puntos de venta enormemente diversificada.

Este salto histórico importante ha sido posible, en gran medida, por el fuerte crecimiento económico de España en años anteriores a la crisis y las amplias oportunidades de gestión, financiación e inversión que estas empresas han encontrado gracias a su cotización en Bolsa. Un reciente estudio publicado en la revista *Journal of Applied Corporate Finance* y titulado *How an IPO helps in M&A*, muestra las múltiples ventajas que suponen la salida a Bolsa para las empresas que desean crecer a través de fusiones y/o adquisiciones. Entre otras cosas, y tras analizar las empresas americanas que han salido a Bolsa entre 1985 y 2004, los autores concluyen que una OPV reduce la incertidumbre inherente acerca de cómo valorar una empresa privada y permite a sus directivos saber con exactitud cuáles pueden ser las potenciales ganancias derivadas de una posible adquisición.

El proceso de prácticamente ininterrumpido crecimiento de muchas compañías españolas en los últimos 25 años se incubó y dio sus primeros pasos entre 1986 (incorporación de España a la CEE) y 2000 (adopción del euro). Unos años donde los procesos de privatización de grandes empresas públicas y la amplia incorporación de nuevos emisores a la Bolsa, estaban señalando el cambio de enfoque corporativo de muchas compañías desde la defensiva posición mantenida en un mercado interior maduro hacia una actitud mucho más proclive a la conquista de mercados en el exterior. Sin embargo la explosión definitiva del mismo se ha producido ya en la primera década del siglo XXI y continúa hoy a pesar de haberse frenado por el estado de shock en el que se sumió el mercado de capitales tras el estallido de la crisis finan-

ciera en la recta final de 2007. Los flujos españoles de inversión directa en el exterior pasaron de un promedio de 2.300 millones de dólares entre 1985 y 1995 a 18.900 millones en 1998 y un pico de 137.000 millones en 2007 (casi un 11% de la inversión exterior total directa de la UE en ese año). El destino principal de estos flujos ha sido Latinoamérica. Una apuesta que, como revelan las buenas perspectivas de la región en plena crisis, ha sido bastante acertada.

Durante gran parte de los años que precedieron a la crisis las empresas encontraron condiciones de entorno favorables: facilidades crediticias, favorables condiciones de financiación y un incesante flujo de capitales hacia España. Además, las multinacionales españolas cotizadas han contado (y cuentan) con un mercado de valores donde la creciente liquidez las ha proporcionado opciones de crecimiento difíciles de materializar en otras circunstancias. Entre ellas, la posibilidad de estructurar operaciones de adquisición de importantes empresas extranjeras en diferentes regiones usando como moneda de cambio sus propios títulos cotizados. Hay que tener en cuenta que si hoy podemos hablar de que España cuenta con un numeroso grupo de compañías que son referentes europeos y mundiales en sus sectores de actividad es, en gran medida, consecuencia de las compañías que han adquirido en el exterior durante los últimos años.

Los efectos de esta internacionalización de las empresas españolas han sido francamente positivos y esto se ha hecho notar especialmente en los momentos más duros de la actual crisis económica y de confianza que, con especial virulencia, está golpeando al mundo desarrollado. A pesar de que sus cotizaciones se han visto especialmente castigadas por su adscripción social de referencia a un país, España, catalogado por los mercados con un riesgo soberano elevado, sus cuentas de resultados, su estructura patrimonial y su ratios relativos de evaluación se han mostrado en todo momento bastante consistentes. Incluso, en muchos casos, mucho menos afectas a las deprimidas condiciones de demanda de consumo de Europa y Estados Unidos, que empresas domiciliadas en países con un riesgo soberano mucho menor.

DATOS DE POSICIÓN Y NEGOCIACIÓN COMPARADA DE ALGUNAS DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS COTIZADAS

Compañía	Sector de actividad	Posición por capitalización		Porcentaje de negociación total en la Bolsa española
		En Europa	En el Mundo	
ABENGOA	CONSTRUCCION E INGENIERIA	12		98,35%
ABERTIS	AUTOPISTAS Y FERROCARILES		2	99,11%
ACCIONA	CONSTRUCCION E INGENIERIA	5	10	98,14%
ACERINOX	ACERO	4	13	98,04%
ACS	CONSTRUCCION E INGENIERIA	3	3	98,27%
BANCO DE VALENCIA	BANCA REGIONAL	1	30	100,00%
BANKINTER	BANCA NEGOCIO DIVERSO	36	65	98,02%
BBVA	BANCA NEGOCIO DIVERSO	8	20	99,26%
BME	FINANZAS ESPECIALIZADAS	3	13	99,41%
CRITERIA	HOLDINGS MULTISECTOR		1	97,90%
ENAGAS	GAS	3	9	98,10%
FCC	CONSTRUCCION E INGENIERIA	10	19	97,89%
FERROVIAL	CONSTRUCCION E INGENIERIA	6	11	98,69%
GAMESA	EQUIPO ELECTRICO PESADO	11		98,43%
GAS NATURAL FENOSA	GAS	2	3	98,78%
GRIFOLS	BIOTECNOLOGIA	2	11	98,49%
IBERDROLA	ELECTRICIDAD	4	4	98,68%
IBERIA	LINEAS AEREAS	4	11	97,87%
INDITEX	VENTA AL POR MENOR ESPECIALIZADA		2	98,68%
INDRA	CONSULTORIA TI Y OTROS SERVICIOS	4	10	98,83%
MAPFRE	SEGUROS MULTILINEA		9	97,58%
POPULAR	BANCA NEGOCIO DIVERSO	25	48	98,72%
PROSEGUR	SERVICIOS DE ALARMA Y SEGURIDAD		4	100,00%
RED ELECTRICA	ELECTRICIDAD	9	29	97,96%
REPSOL	PETROLEO Y GAS INTEGRADOS	8	14	98,31%
SABADELL	BANCA NEGOCIO DIVERSO	30	56	97,89%
SACYR	CONSTRUCCION E INGENIERIA	13		98,68%
SANTANDER	BANCA NEGOCIO DIVERSO	2	4	99,11%
TECNICAS REUNIDAS	SERVICIOS Y EQUIPAMIENTOS PARA PETROLEO Y GAS	10		98,08%
TELECINCO	TELEVISION	6		98,09%
TELEFONICA	SERVICIOS DE TELECOMUNICACIÓN INTEGRADOS	1	2	99,11%
VISCOFAN	CARNES Y ALIMENTOS ENVASADOS	11		99,99%
ZARDOYA OTIS	MAQUINARIA INDUSTRIAL	10		99,99%

Fuentes: MSCI Blue Book Developed Markets (junio 2010) y Bloomberg.

Sigue de página 46 >>>

>>> Viene de página 45

El papel de los mercados de valores regulados y el grado actual de internacionalización de las compañías españolas cotizadas.

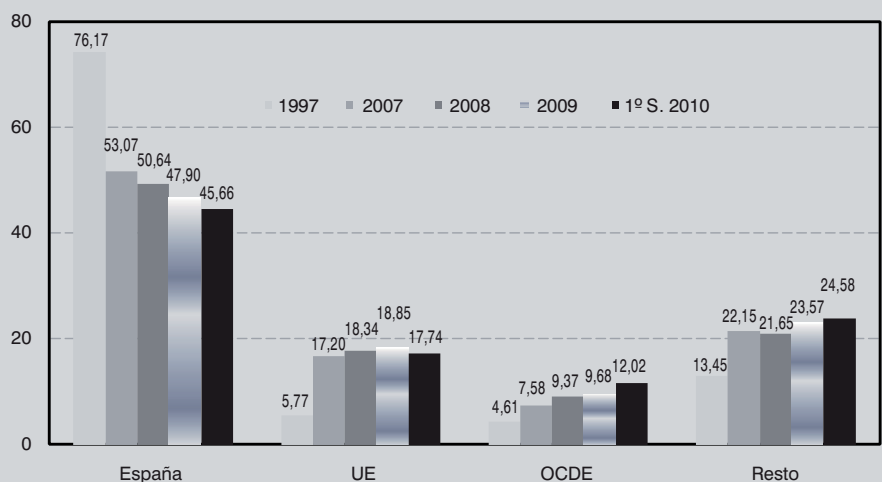
Según los últimos datos disponibles para el conjunto de las empresas integrantes del IBEX 35, la facturación exterior supera ya en importe a la interior en una proporción de 54% frente al 46%, respectivamente, con cifras cerradas del primer semestre de 2010. Un 28% de los ingresos por venta de esas compañías procede ya hoy de la región latinoamericana.

Estos datos podrían no significar nada por sí solos, pero alcanzan gran relevancia si tenemos en cuenta que el último Informe de Inversiones en el Mundo de la UNCTAD dice textualmente que "a pesar de la fuerte repercusión de la crisis en los flujos de inversión extranjera directa (IED) la creciente internacionalización de la producción no se ha frenado". En dicho informe muchas de

las empresas españolas que mencionamos en este artículo (básicamente pertenecientes al IBEX 35) serían incluidas entre las que se califican como ETNs o Empresas Transnacionales, justo aquellas cuyas filiales extranjeras, a juicio de los expertos de la UNCTAD, registraron en 2008 y 2009 menor reducción de sus ventas y valor añadido que las de todo el mundo agregadas. Según dicho informe "la parte correspondiente a las filiales extranjeras en el PIB mundial alcanzó un máximo histórico del 11% en 2009".

Y un dato de calado más. En un contexto de generalizada destrucción de empleo en todo el mundo durante el último trienio, el número de trabajadores empleados por las filiales extranjeras de las denominadas ETNs ha crecido ligeramente.

DISTRIBUCIÓN POR MERCADOS DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35 (% SOBRE EL TOTAL FACTURADO)



. 4 Las empresas se centran en la recuperación del beneficio

En 2010 las empresas se han visto obligadas por las condiciones de entorno a aplazar algunos planes de expansión para recomponer su estructura patrimonial, consolidar las fuentes de ingresos más significativas, continuar con el ajuste de costes y recuperar el beneficio. En línea con estos objetivos y gracias en buena medida a la diversificación geográfica de las fuentes de ingresos de las principales compañías cotizadas en la Bolsa española, a lo largo de 2010 se ha producido un progresivo avance hacia la recomposición del beneficio del conjunto de compañías listadas. A cierre del tercer trimestre los beneficios después de impuestos y minoritarios generados por el conjunto de las compañías domésticas cotizadas en el mercado principal alcanzaban los 36.742 millones de euros, un 12,6% más que en igual periodo del pasado año.

De la cifra global de beneficios, 25.240 millones fueron generados por las empresas industriales y de servicios, y los restantes 11.502 millones por las entidades bancarias. Ambos grupos evolucionan de forma diferente. Mientras el beneficio conjunto generado por las primeras aumentaba el 30%, las entidades bancarias lo veían retroceder un 13%.

La buena evolución de los resultados de las compañías industriales y de servicios está sustentada de forma importante en la mejoría de sus cifras de negocio. El importe agregado de esta partida ascendía casi un 11% en los nueve primeros meses de 2010 frente a la caída del 7% que presentaban a septiembre de 2009. El hecho que el crecimiento

CIFRA DE NEGOCIOS Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL

MILLONES DE EUROS

	Cifra de negocios (1)			Beneficio neto		
	3º T. 2009	3º T. 2010	Variación	3º T. 2009	3º T. 2010	Variación
Petróleo y Energía	86.313,94	105.636,35	22,39%	8.310,76	8.876,31	6,81%
Materiales Básicos Industria y Construcción	62.150,37	62.817,79	1,07%	3.662,69	2.744,43	-25,07%
Bienes de Consumo	14.241,81	15.707,80	10,29%	552,69	1.470,45	166,06%
Servicios de Consumo	14.998,03	16.193,71	7,97%	653,63	987,20	51,03%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	53.040,68	54.355,53	2,48%	13.766,78	13.413,39	-2,57%
Tecnología y Telecomunicaciones	46.379,41	49.270,14	6,23%	5.688,20	9.251,01	62,64%
TOTAL	277.124,23	303.981,31	9,69%	32.634,73	36.742,78	12,59%

Notas: Por tener ejercicio quebrado y no disponer de la información del tercer trimestre para Inditex y Adolfo Domínguez se ha tomado la información del primer semestre. (1) La cifra de negocios de las entidades bancarias corresponde al Margen de intereses

de los beneficios venga acompañado por un aumento en la cifra de negocios es un buen indicativo de la marcha de las empresas. Este paralelismo marca una clara diferencia con el pasado año en el que la recuperación de los resultados estaba soportada, casi exclusivamente, por un recorte de los costes mientras que, en el periodo analizado, es en la reactivación de las ventas donde se encuentra uno de los motores del avance de los resultados.

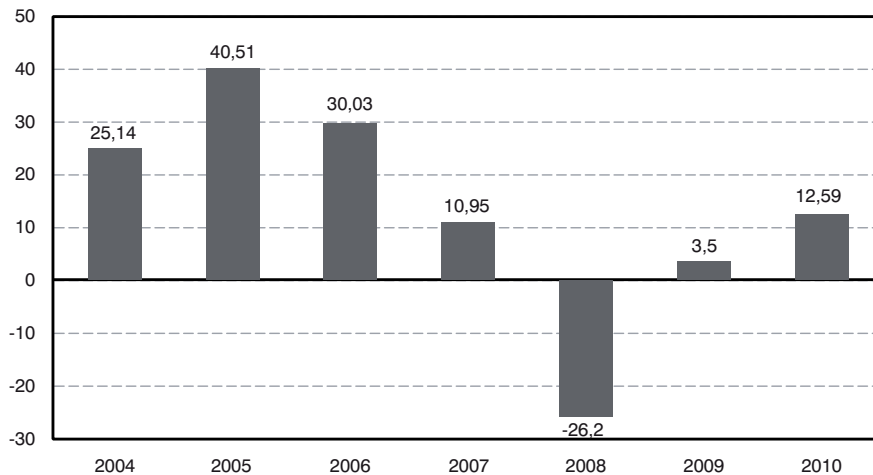
Uno de los factores explicativos del crecimiento que arroja la cifra de facturación se encuentra en la demanda exterior. La fuerte expansión internacional desarrollada por empresas españolas en los últimos años ha convertido a muchas de ellas en multinacionales de primera fila con presencia en diferentes países, prueba de ello es que aparecen recogidas en los top-ranking sobre las principales multinacionales realizados por instituciones de reconocido prestigio. Esta mayor diversificación geográfica ha contribuido, sin duda, a que las compañías españolas afronten los efectos de la crisis de forma menos traumática, al tiempo que, consiguen indiciar más su evolución a la fortaleza de algunas economías emergentes poderosas, especialmente en Latinoamérica, y depender menos del nivel de actividad de una economía española que permanece muy estancada.

A cierre del primer semestre, últimos datos publicados de la distribución geográfica de la cifra de negocio, más de la mitad de los ingresos por venta (52%) de las grandes compañías industriales y de servicios que forman parte del IBEX 35 tienen su origen en el exterior y, respecto a junio del pasado año, estos ingresos muestran un crecimiento del 16%.

Otro indicativo de la calidad de los beneficios empresariales es la evolución mostrada por el resultado bruto de explotación (EBITDA) que, respecto a septiembre del pasado año, mantiene una tasa de crecimiento en el entorno del 19%. Este epígrafe recoge el resultado derivado de las actividades ordinarias de la compañía antes de amortización, impuestos y resultados financieros. Tampoco está afectado por la existencia o no de operaciones extraordinarias que han existido en ambos periodos. Por tanto, es un buen indicador de los resultados generados por las actividades que sustentan el grueso del negocio de las compañías con independencia de cuales hayan sido las políticas de financiación seguidas por las mismas.

EVOLUCIÓN ANUAL DEL RESULTADO ATRIBUIDO AL ACCIONISTA MAYORITARIO

COMPAÑÍAS DOMÉSTICAS COTIZADAS EN EL SIBE. TASA DE VARIACIÓN ANUAL (%). EN 2010 HASTA EL TERCER TRIMESTRE



Por su parte, las entidades bancarias están notando en sus cuentas el impacto de la crisis. La caída de los beneficios viene motivada por diversos factores. Por un lado el estrechamiento del margen de intereses, que en conjunto, aumenta el 2,7%. Como señala el Banco de España, en la contracción de la actividad y el agotamiento del efecto positivo de las reducciones de los tipos de interés, que se habían trasladado más rápidamente a los costes de pasivo que a la rentabilidad del activo, se encuentra una de las causas que han motivado dicho estrechamiento. A lo que hay que añadir otro factor que ha venido a incidir negativamente sobre dicho margen: se trata de la reciente evolución al alza de la curva de tipos de interés en el área euro. Adicionalmente, las mayores dotaciones llevadas a cabo por las distintas entidades para provisiones y deterioro de activos, han contribuido al retroceso mostrado por los resultados del sector.

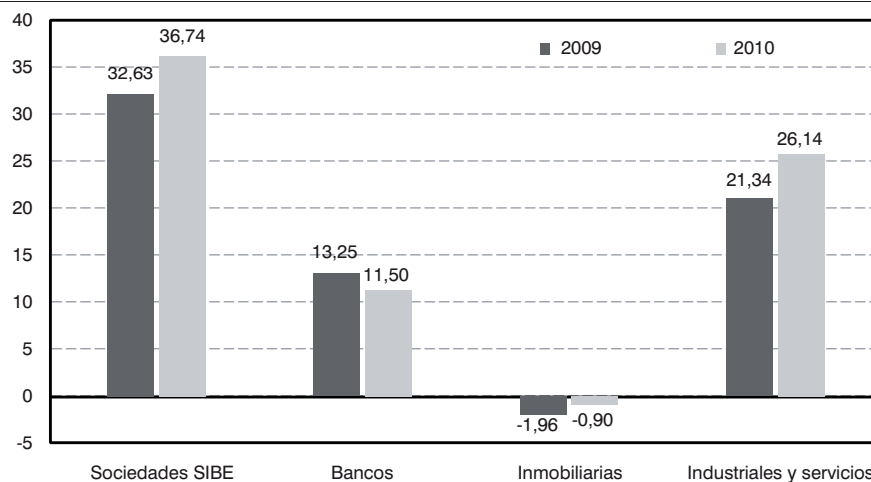
A la política seguida por estas entidades financieras de continuar reforzando su solvencia, hay que unir una cierta estabilización mostrada por las últimas cifras conocidas sobre morosidad.

Si extendemos el análisis hacia escalas de mayor detalle se pone de manifiesto que entre el conjunto de cotizadas españolas obviamente existe heterogeneidad, pero es reseñable que son 90 las compañías que a septiembre generaban resultados positivos. De ellas, en 45 aumentaba el beneficio después de impuestos y minoritarios y en 15 cambiaba el signo frente a 2009 pasando a generar beneficios. Son 31 las compañías que al cierre del periodo presentaban pérdidas (42 a septiembre del pasado año).

En conjunto, los resultados de las compañías cotizadas muestran signos de recuperación pese a que el año se está desarrollando en una difícil coyuntura. Las incertidumbres sobre la evolución futura de la economía española han pesado más sobre las cotizaciones que la evolución mostrada por las cuentas de las sociedades, lo que ha hecho que la buena marcha de las empresas tal vez haya pesado menos de lo deseable en la evolución del mercado de acciones. Desde primeros de año el IBEX 35 ha perdido un 22,39% y el IGBM el 23,90%.

IMPORTE DEL RESULTADO NETO POR GRUPOS (2009 Y 2010)

COMPAÑÍAS DOMESTICAS COTIZADAS EN EL SIBE. DATOS ACUMULADOS A SEPTIEMBRE DE CADA AÑO EN MILES DE MILLONES DE EUROS



La ratio PER (Price Earnings Ratio o Ratio Precio Beneficio) es un indicador que refleja cómo el mercado valora a los beneficios empresariales. En los meses previos a que la actual crisis se pusiera claramente de manifiesto, en el verano de 2007, el PER de la bolsa española se situaba en valores similares a su media histórica (15 veces). A partir de dicha fecha inicia una evolución diferente y, a excepción de los últimos meses de 2009 en que las cotizaciones experimentaron un repunte, en todo este tiempo se ha situado por debajo de dicho valor. Los niveles actuales del PER continúan siendo relativamente bajos (10,5 veces), lo que pone de manifiesto la dicotomía que a lo largo del año ha existido entre la evolución del precio de las acciones en el mercado y el crecimiento registrado en los beneficios de las compañías cotizadas. La comparación de la ratio PER de las principales Bolsas mundiales muestra que la Bolsa española es un año más la más atractiva en base a esta medida relativa.

Esta circunstancia, unida a la habitual elevada tasa de rentabilidad por dividendo que sigue ofreciendo la Bolsa española (5,5%) y una ratio de precios de mercado sobre el valor en libros de las compañías también inferior a la media histórica, configuran un cuadro sintético de evaluación que puede estar indicando una oportunidad de inversión en el momento actual.

RATIOS DE EVALUACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS POR MERCADOS

RATIO PER EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES						
	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-09	12,70	13,00	43,10	15,60	18,70	28,60
oct-10	10,50	16,70	13,20	13,60	15,30	16,60
Max 24 años	29,20	26,10	69,00	288,90	76,30	34,60
Mín 24 años	6,10	6,40	Neg	Neg	7,00	11,30
Media 24 años	15,53	15,38	22,35	24,18	22,47	20,50

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

RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES						
	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-09	4,50	3,50	3,40	3,50	3,50	1,90
oct-10	5,50	3,30	2,80	3,90	3,40	1,90
Max 24 años	8,10	6,00	6,30	9,00	6,40	4,00
Mín 24 años	1,40	2,10	1,60	1,20	1,40	1,10
Media 24 años	3,51	3,76	2,81	3,06	3,00	2,26

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

RATIO PRECIO / VALOR CONTABLE EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES						
	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
dic-09	1,80	2,00	1,50	1,00	1,40	2,20
oct-10	1,50	1,90	1,50	0,90	1,30	2,20
Max 24 años	3,61	4,18	4,46	4,31	4,60	5,81
Mín 24 años	0,84	1,20	1,00	0,70	1,00	1,50
Media 24 años	2,00	2,35	2,11	1,87	2,08	2,95

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

Dividendos: el bastión de la rentabilidad en la Bolsa española

Gran parte de la preferencia de los inversores por un selecto grupo de compañías españolas cotizadas se basa en la recurrencia de su beneficio y la atención que prestan las compañías al mantenimiento de políticas de retribución al accionista tendentes a acercar a los propietarios de las compañías, los accionistas, los resultados de la gestión. Y es que, indudablemente, un año más uno de los aspectos más relevantes para los inversores en la Bolsa española ha sido el gran número de compañías que han repartido importantes dividendos a pesar de las dificultades.

Hasta noviembre de 2010 las empresas que cotizan en Bolsa retribuyeron a sus accionistas con 21.412,81 millones de euros brutos. De esta cantidad, 21.105 millones de euros fueron en concepto de dividendo (ya sea en efectivo o en especie) y 299 millones de euros se materializaron a través de devoluciones de aportaciones por prima de emisión, reservas y reducción de nominal. Asimismo, por su relativa novedad, es preciso destacar que entre los instrumentos utilizados para retribuir al accionista en este período ha ganado peso el uso del pago en especie, bien con acciones procedentes de la auto-cartera (el 60% del total de devolución de aportacio-

nes) o bien emitiendo acciones nuevas a través de ampliaciones de capital.

La cifra total de dividendos repartidos en 2010 sigue siendo significativa en términos históricos a pesar de representar un 28% menos que lo distribuido en 2009, porque implica una vocación de compromiso de las empresas con sus accionistas algo más allá de las difíciles e inciertas circunstancias de entorno. Además, el importe total repartido en 2010 cae sensiblemente menos de lo que podría esperarse en casos de profundas crisis financieras y de actividad como la actual. Si por un lado excluimos de la comparación el extraordinario y cuantioso dividendo repartido por Endesa en marzo de 2009 antes de integrarse en Enel (4.556 millones de euros), descubrimos que la cifra total sólo cae en 2010 cerca de un 15% anual. Pero si, además, agregamos a 2010 los 1.945 millones de euros que un conjunto de empresas parece que pagaron anticipadamente en 2010 para evitar a sus accionistas el impacto de la reforma fiscal que entro en vigor el 1 de enero de 2010, nos daremos cuenta que la caída "real" se acerca más bien al 7%. Recordemos que en enero de 2010 entró en vigor el aumento de la tributación de las rentas del ahorro del 18% al 19% hasta 6.000

Sigue de página 52 >>>

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	% (*)
2000	7.011,70	51,23	323,43	7.386,36	
2001	8.475,14	42,04	217,17	8.734,35	18,25
2002	8.446,78	28,78	223,79	8.699,35	-0,40
2003	9.411,50	2.480,76	272,96	12.165,22	39,84
2004	11.678,02	2.288,84	208,54	14.175,40	16,52
2005	14.435,72	4.463,76	223,99	19.123,47	34,91
2006	21.809,71	513,02	761,24	23.083,97	20,71
2007	23.338,92	126,62	-	23.465,54	1,65
2008	28.065,00	346,56	-	28.411,56	21,08
2009	32.298,14	1.590,26	3,83	33.892,23	
Ene-Nov 2010 (*)	21.104,70	298,79	9,32	21.412,81	-30,89

(*) Variación respecto a enero- noviembre de 2009

>>> Viene de página 51

Dividendos: el bastión de la rentabilidad en la Bolsa española

euros y hasta el 21% a partir de esta cantidad, quedando exentos los 1.500 primeros euros.

En este ejercicio dos sectores han aumentado sus dividendos respecto al ejercicio anterior. Se trata de Telecomunicaciones, liderado por Telefónica, cuyo importe global crece un 25% y del sector de Bienes de Consumo cuyas compañías analizadas de forma agregada han pagado a sus accionistas un 4% más en concepto de dividendos respecto a lo acontecido en 2009. Por el contrario, el sector financiero, más golpeado por la crisis desde muchos puntos de vista, ha reducido sus pagos de dividendo en un 9% a lo largo de 2010. Aunque mención aparte merece Critería Caixacorp que, en un ejercicio marcado por un gran impulso de su área de relaciones con inversores, ha duplicado en 2010 el dividendo pagado en el ejercicio anterior.

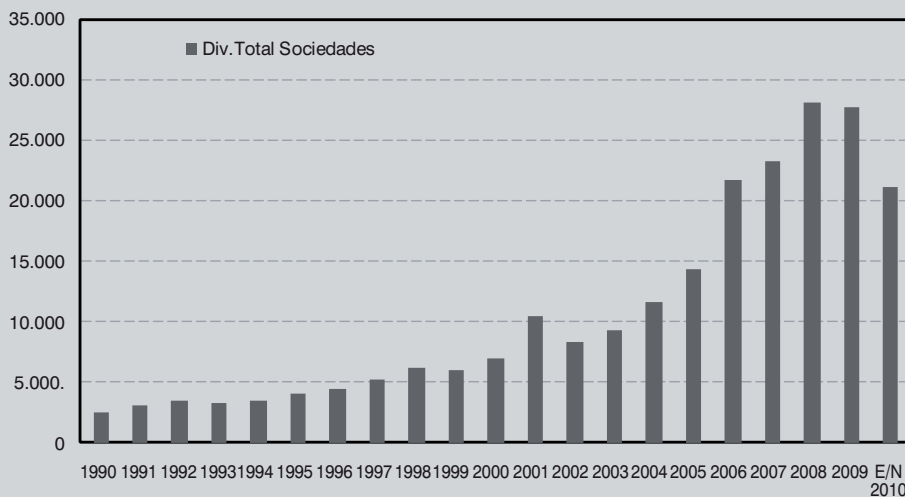
Uno de los resultados más llamativos de esta decisión de la mayor parte de las empresas de mantener el incentivo de los dividendos como parte de sus señas de identidad durante los

últimos años es la elevación de su ratio payout o parte de los beneficios que se distribuyen entre sus accionistas. Con cargo a los beneficios de 2009 las compañías cotizadas repartieron entre sus accionistas 21.353 millones de euros lo que significa una ratio payout del 47,03%, un porcentaje inferior al 54% de 2008 pero muy alto en términos históricos.

Por último, señalar que la combinación de cotizaciones en senda mayoritariamente descendente a lo largo de 2010 con importes de retribución elevados, vuelve a situar a la Bolsa española como la más generosa en rentabilidad por dividendo de entre los principales mercados regulados desarrollados. A cierre del mes de octubre esta medida relativa se situaba cerca del 5,5% para el conjunto de las empresas relevantes más destacadas, es decir casi 2 puntos por encima de su media histórica. En total, en 2010 son 30 las compañías cuya rentabilidad por dividendo supera el 4,6%, la tasa de interés medio alcanzado por las obligaciones del Tesoro a diez años en la última subasta.

DIVIDENDOS PAGADOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS 20 AÑOS

MILLONES DE EUROS



.5 Financiación a través de Bolsa: reactivación en curso

Uno de los aspectos destacados de las realidades y recetas que ha impuesto la profunda crisis económica y financiera que ha golpeado de manera especial a las economías desarrolladas, ha sido el convencimiento de que el volumen de endeudamiento del sistema debe reducirse y que la excesiva apelación al crédito (prácticamente cerrado en los últimos dos años) no contribuye al crecimiento económico sostenido, ni a escala local ni global. En esta búsqueda de un nuevo equilibrio dónde el peso de los recursos de capital

OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA (OPV) Y SUSCRIPCIÓN (OPS) REALIZADAS EN 2010

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
GOWEX Admisión: 12-03-10	OPS	1.714.286	3,50	6,00	11.511.000	14,89	4,24	MAB
MEDCOMTECH Admisión: 25-03-10	OPS	2.604.304	3,39	8,83	8.801.822	29,59	4,40	MAB
AMADEUS Admisión: 29-04-10	OPV OPS Green Shoe Total	36.957.382 82.727.280 11.621.906 131.306.568	11,00	406,53 910,00 127,84 1.444,37	447.581.950	29,34	11,90	Tecnología y Telecomun. Electrónica y Software
NEGOCIO Y ESTILO DE VIDA Admisión: 07-06-10	OPS	912.000	4,06	3,70	6.922.200	13,18	4,35	MAB
BODACLICK, S.A. Admisión: 30-06-10	OPS	3.597.209	2,78	10,00	16.175.809	22,24	2,78	MAB
NEURON BIOPHARMA. S.A. Admisión: 01-07-10	OPS	625.000	3,99	2,49	4.625.000	13,51	4,20	MAB
AB-BIOTICS, S.A. Admisión: 20-07-10	OPS	1.382.340	2,53	3,50	5.015.900	27,56	2,65	MAB
ENEL GREEN POWER S.p.A. Admisión: 04-11-10	O.P.V.	44.601.757	1,60	71,36	5.000.000.000	0,89	1,60	Petroleo y Energía Energías Renovables
GRUPO NOSTRUM RNL, S.A. Admisión: 10-11-10	O.P.S.	951.900	4,66	4,44	3.632.262	26,21	4,89	MAB
ALTIA CONSULTORES Admisión: 04-12-10	O.P.S.	839.185	2,72	2,28	6.878.185	12,20	2,78	MAB

NOTA: Las cifras de colocación pueden sufrir alteraciones como consecuencia de la dinámica de las operaciones, como es el ejercicio del "green shoe".

de calidad gane enteros en el balance y el avance de las empresas, el papel de los mercados de valores vuelve a tomar impulso.

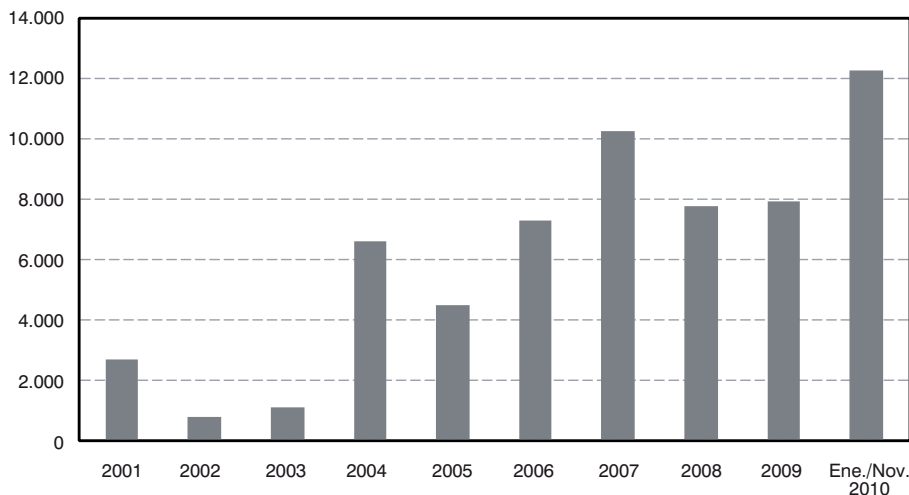
En 2010 la apelación de los emisores al mercado en busca de financiación ha sido aún algo escasa en todas las economías desarrolladas, pero ha ido recuperando pulsaciones de forma progresiva conforme transcurría el año. Según datos recogidos en el Observatorio Europeo de OPVs que trimestralmente realiza PwC., las salidas a Bolsa en Europa durante el tercer trimestre mantuvieron la tendencia alcista que evidencian desde el punto más bajo del ciclo en el primer trimestre de 2009. El valor en el año de las salidas a bolsa en Europa hasta el tercer trimestre de 2010 alcanzaba los 16.204 millones de euros, multiplicando casi por nueve el valor alcanzado en el mismo período del año anterior y el número de operaciones (253) triplicaba a las contabilizadas en el mismo período del año anterior. En número y porcentajes el crecimiento se muestra consistente, sin embargo los importes totales siguen siendo bajos porque la percepción de incertidumbre respecto a la estabilización del sistema financiero, las finanzas públicas y el crecimiento de la actividad, continúan constituyendo un freno para las grandes operaciones.

En España las salidas a Bolsa durante 2010 se han comenzado a reactivar y, hasta el día 1 de diciembre, eran ya diez las nuevas empresas que se habían incorporado a la Bolsa española mediante Ofertas Públicas de Venta y de Suscripción (OPVs y OPSs). El volumen efectivo de las colocaciones ha ascendido a 1.557 millones de euros. Hay que destacar que en todo el año 2009 únicamente se realizaron dos salidas por un importe efectivo de 19,32 millones de euros. El importe total de las admisiones de nuevas empresas en 2010 ha ascendido a 13.725 millones de euros.

Las empresas miran de nuevo a la bolsa como instrumento de financiación poderoso. Especialmente atractivo ha sido el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) dónde, en el segmento de empresas en expansión, ocho compañías han aterrizado con sus acciones en 2010 captando en efectivo un total cercano a los 42 millones de euros.

IMPORTE EFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA EXCLUIDAS LAS DESTINADAS A ABORDAR PROCESOS DE CONCENTRACIÓN

(2001-2010) MILES DE MILLONES DE EUROS



En el mercado principal, durante 2010 se han realizado dos salidas a bolsa por un importe efectivo colocado de 1.515,74 millones de euros. Amadeus fue la primera compañía en saltar al parqué. Como paso previo la empresa realizó una oferta pública de venta y de suscripción mediante la cual colocó 131.306.568 títulos con un importe efectivo de 1.444 millones de euros. La salida a bolsa se realizó el 29 de abril y el número total de títulos admitidos en el mercado ascendió a 448 millones. La capitalización actual de la compañía se acerca a los 7.000 millones de euros.

El 4 de noviembre comenzaron a cotizar en la bolsa italiana y española simultáneamente las acciones representativas del capital de Enel Green Power. Esta compañía, que es uno de los principales operadores mundiales en el sector de generación de energía de fuentes renovables, ha protagonizado la mayor OPV de Europa de los últimos tres años al colocar en el mercado el 32,5% de su capital. En el mercado español se han colocado 44,6 millones de títulos con un importe efectivo de 71,36 millones de euros. La admisión de Enel Green Power constituye la mayor salida por número de títulos admitidos, 5.000 millones, de los últimos once años tras la realizada por el Banco Santander Central Hispano en julio de 2000. El valor de mercado actual de Enel GP se aproxima a los 8.000 millones de euros.

Las empresas han ampliado capital por un equivalente monetario de 12.497 millones de euros, un 27% más que a noviembre del pasado año. Además en los primeros días de diciembre se han realizado ampliaciones por un valor de mercado que supera los 1.000 millones de euros. Los fondos captados por las empresas mediante la emisión de acciones nuevas con desembolso se aproximan a los 10.700 millones de euros, el mayor volumen de los últimos diez años. De ellas, hay que destacar la operación realizada por el BBVA. Esta entidad ha protagonizado la segunda mayor ampliación de la Bolsa española; a través de ella ha captado fondos por importe de más de 5.000 millones de euros. La finalidad perseguida por esta operación es optimizar la estructura de recursos propios de la entidad.

La menor movilidad de los capitales, las necesidades de liquidez y la concentración de las empresas en estabilizar sus propios negocios tiene mucho que ver con la floja acti-

LAS DIEZ MAYORES AMPLIACIONES DE CAPITAL CON DESEMBOLSO EN EFECTIVO DESDE 1993 A NOVIEMBRE 2010

Emisora	Fecha	Nº acciones	Nominal (Euros)	Efectivo (euros)	OBSERVACIONES
Banco Santander	13-nov-08	1.598.811.880	799.405.940	7.194.653.460	Fortalecer la estructura de recursos propios
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	5-nov-10	749.593.824	367.300.974	5.059.758.312	Optimizar la estructura de recursos propios. Los fondos captados podran ser utilizados para financiar la expansión corporativa en Turquía
Repsol YPF	7-jul-99	240.000.000	240.000.000	4.646.400.000	OPS para captar fondos y financiar la compra de YPF
Banco Santander	12-jul-00	345.000.000	172.500.000	3.821.250.000	Oferta Pública de Suscripción
Gas Natural	14-mar-09	447.776.028	447.776.028	3.501.608.539	Fortalecer la estructura de recursos propios y destina los fondos captados a financiar la OPA sobre Unión Fenosa
Mapfre, S.A.	2-mar-07	1.080.820.633	108.082.063	3.447.817.819	Desembolso mixto. Finalidad Reestructuración del Grupo (Desmutualización)
Iberdrola, S.A.	29-jun-07	85.000.000	255.000.000	3.374.500.000	Suscripción Restringida
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	24-may-00	222.868.137	109.270.000	3.055.958.892	Oferta Pública de Suscripción
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	28-nov-06	161.117.078	78.947.368	2.999.999.992	Suscripción Restringida a Inversores Institucionales
Telefónica, S.A.	7-abr-98	85.406.438	256.651.515	2.566.515.152	

vidad corporativa en el ámbito de integraciones o compras de empresas: OPAs, fusiones y adquisiciones en las Bolsas. No obstante, en la última parte del año, se ha producido una ligera reactivación de estas operaciones.

Las mayores operaciones corporativas del año han sido protagonizadas por Telefónica, BBVA y Santander. La empresa líder en telecomunicaciones ha adquirido el 50% de la compañía Brasilcel, sociedad que a su vez posee el 60% del capital de la sociedad brasileña Vivo Participações. A comienzos del año finalizó la adquisición del 100% del operador de telecomunicaciones alemán Hansenet Telekommunikation, operación iniciada a finales de 2009. El BBVA ha iniciado el proceso de adquisición del 25% de Türkiye Garanti Bankasi, segundo mayor banco privado de Turquía. La entidad financiera Banco Santander ha realizado importantes operaciones como son la compra del 70% de la entidad polaca Bank Zachodni y ha adquirido la práctica totalidad de su filial Banco Santander México. Por último, destacar la adquisición de Talacris (compañía estadounidense cotizada en el Nasdaq) por parte de Grifols, por la que ofreció una contraprestación mixta (efectivo y acciones propias).

Una operación importante en curso y próxima a finalizar es la fusión entre las compañías aéreas Iberia y British Airways, fruto de la cual surge la sociedad holding International Airlines Group. Dicha sociedad se convertirá en uno de los mayores grupos aéreos del mundo. La operación ya ha sido aprobada por las Juntas Generales de ambas compañías y también por las autoridades competentes de Estados Unidos y de la Unión Europea. Las acciones de la nueva sociedad serán objeto de negociación tanto en el mercado principal de la Bolsa de Londres, como en la Bolsa española.

El MAB da respaldo financiero a empresas pequeñas con buenos productos

En este ambiente de restricción crediticia, atasco en los mecanismos de financiación y estancamiento del capital en refugios considerados seguros, el Mercado Alternativo Bursátil ha dado la posibilidad a unas cuantas buenas empresas de continuar con sus planes de crecimiento.

Si 2009 fue el año del inicio de actividad del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), con las diez incorporaciones hasta la fecha, el MAB se ha ido asentando día a día como una alternativa para que las empresas medianas y pequeñas puedan conseguir financiación y así poder continuar desarrollando sus planes de negocio, expansión, diversificación e internacionalización. En 2010, el MAB ha dado entrada a sectores que no están o están poco representados en la bolsa tradicional, como puede ser el sector de biotecnología con Neuron Biopharma y AB- Biotics.

Todas las empresas que han acudido al Mercado se han financiado a través de ampliaciones de capital. Los recursos obtenidos por estas compañías han oscilado entre los 2,5 millones de euros de Neuron Biopharma y los 10 millones de Bodaclick. Pero fue Imaginarium, en 2009, la que con 12 millones de euros ha captado hasta la fecha el mayor volumen de recursos en este mercado. En 2010, las 8 compañías incorporadas han obtenido en el mercado unos recursos por importe de 42 millones de euros.

En junio de 2008 se inauguraba el Registro de Asesores con 14 entidades, desde sociedades de valores y bolsa, firmas de auditoría y consultoría hasta firmas independientes de asesoramiento financiero. A diciembre de 2010 el número de Asesores Registrados que pueden ser interlocutores entre la empresa y el Mercado asciende a 28, durante 2010 se han producido 4 altas nuevas en el registro. Este interés demuestra la confianza en el mercado y en el potencial de crecimiento que de este se espera.

La línea de divulgación del mercado iniciada en el año 2008 ha continuado durante todo el año 2010, celebrándose más de 100 actos con participación de algún representante del MAB y muchos más convocados por iniciativa de distintas entidades e instituciones interesadas en el desarrollo e implantación del este mercado.

Podemos decir que el MAB, durante 2010, ha contribuido como herramienta de financiación para Gowex, Medcomtech, Negocio, Bodaclick, Neuron Biopharma, AB-Biotics, Nostrum y Altia y de diversificación de carteras para ahorradores e inversores,

COMPAÑÍAS COTIZADAS EN EL MAB (EMPRESAS EN EXPANSIÓN) HASTA 1 DIC 2010

EMPRESA	RECURSOS PROPIOS OBTENIDOS (Millones de euros)	CAPITALIZACIÓN (millones de euros)	FREE-FLOAT (%)
ZINKIA	7	24,5	15
IMAGINARIUM	12	39,5	16
GOWEX	6	39	15
MEDCOMTECH	9	28,3	30
NEGOCIO	4	25,6	13
BODACLICK	10	32,7	22
NEURON BIOPHARMA	2,5	11,7	13
AB-BIOTICS	3,5	15,8	28
NOSTRUM	4,5	17	26
ALTIA	2,5	19,3	14
TOTAL	61	253,4	

principalmente institucionales.

Las Administraciones dan su apoyo explícito al MAB

Las Administraciones Públicas nacionales han entendido la importancia de la iniciativa de la Bolsa española, la puesta en marcha del MAB, como un mecanismo de extraordinaria utilidad para potenciar las bases del desarrollo del tejido productivo local y nacional.

Como ha ocurrido en otros mercados alternativos europeos, algunos gobiernos regionales españoles han establecido ya incentivos fiscales que son importantes para atraer inversiones, en la medida que son apuestas por el futuro de empresas que tienen un mayor riesgo en relación con otras inversiones. Es necesario que esas deducciones fiscales se extiendan para todos los inversores, tanto directamente como a través de fondos especializados. Ello profundizaría en el camino iniciado por Comunidades Autónomas como Cataluña y Madrid o el anunciado en Galicia y Valencia.

En 2010 tanto la Generalitat de Cataluña como la Comunidad de Madrid han apoyado con incentivos fiscales las inversiones en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB.

En Cataluña, desde el 1 de enero de 2010, los contribuyentes pueden aplicarse deducciones del 20% de las cantidades invertidas en la adquisición de acciones, vía ampliaciones de capital, en la cuota íntegra del IRPF correspondiente a la Comunidad Autónoma, por un importe máximo de 10.000 euros. Para poder aplicarse la deducción deberán cumplir los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la

inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.

- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio un período de dos años, como mínimo.
- La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio social y fiscal en Cataluña.

Igualmente, en la Comunidad de Madrid, desde el 23 de febrero de 2010, en la cuota íntegra autonómica del impuesto de la renta de las personas físicas los contribuyentes pueden aplicarse una deducción del 20% de las cantidades invertidas en la adquisición de acciones correspondientes a procesos de ampliación de capital o de oferta pública de valores, con un máximo de 10.000 euros de deducción. Con los mismos requisitos que los publicados y establecidos en Cataluña. Otras Comunidades Autónomas también están estudiando este cauce para apoyar y favorecer la inversión en empresas de región.

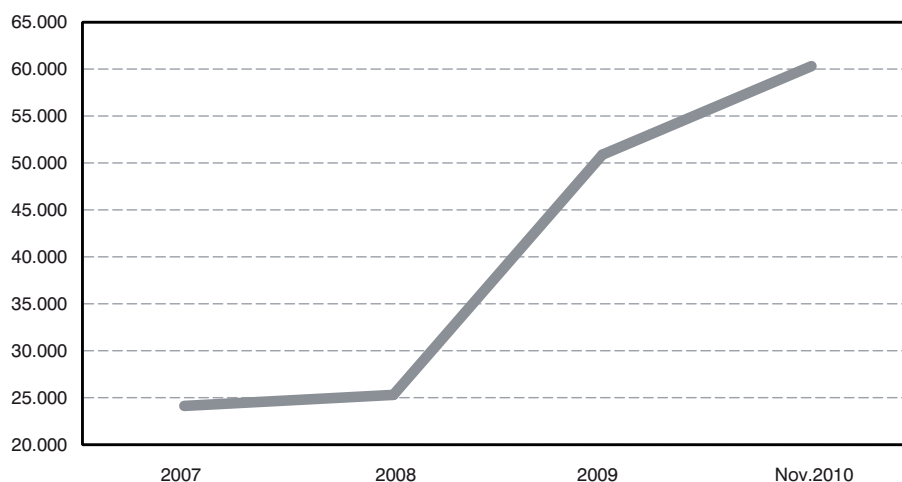
Otro tipo de incentivos, son las ayudas económicas, destinadas a las empresas para ayudarles con los costes del proceso de incorporación. Las Comunidades Autónomas de Galicia, Madrid y Murcia han publicado y materializado ayudas durante el año 2009 y 2010.

El Ministerio de Industria, a través de la Empresa nacional de Innovación (ENISA) ha concedido durante 2010 préstamos a las empresas que se han incorporado al MAB para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de las compañías hasta un importe de 1,5 millones de €, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés 0%.

.6 Los ETFs aumentan su aceptación: liquidez y equilibrio entre rentabilidad, riesgo y coste

El año 2010, en el que el crecimiento de los ETFs se proyecta como el mejor de su historia, será un periodo que recordaremos entre otras cuestiones fundamentales por los logros alcanzados para impulsar el pleno desarrollo de este segmento en España. Al cierre del mes de noviembre se habían contabilizado en el año operaciones por valor de 5.786 millones de euros de efectivo, lo que representa un aumento del 83% frente a lo registrado en 2009. Pero no sólo eso, también se ha batido el récord en cuanto al número de negociaciones: 60.104 hasta noviembre con un crecimiento anual del 18%. En el mes de mayo se alcanzó la cifra de 9.247, récord de contratación mensual en número de operaciones en la aún joven historia de este mercado en nuestro país. La lista de logros incluye el número de ETFs cotizados que asciende a 65 y que supone un crecimiento del 103% frente al dato con que se cerró 2009. En cuanto al patrimonio gestionado su comportamiento ha sido excepcional. Los ETFs, desmarcados de la corriente de reembolsos de los fondos tradicionales, han triplicado su patrimonio en los últimos dos años pasando de 9.884 millones de euros al final de 2008 a 35.201 millones en la actualidad.

NÚMERO DE OPERACIONES CRUZADAS EN ETFS COTIZADOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

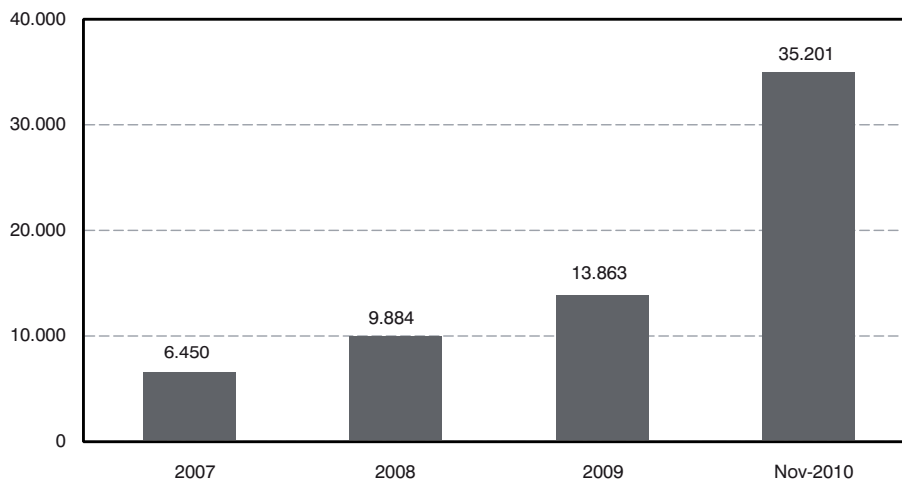


Sin duda un hecho determinante que ha contribuido al despegue de la contratación de los ETFs en España, es el cambio de regulación aprobado el pasado mes de junio y que contempla la figura de la SICAV índice cotizada. Con esto, se igualaba el tratamiento de todos los fondos cotizados, independientemente de que se materializasen en forma de fondos o con forma societaria, eliminando la retención fiscal que se aplicaba a estos últimos antes de la reforma del reglamento de IIC. Además, también se da luz verde a la posibilidad de utilizar, además de la renta fija y la renta variable, cualquier otro subyacente que la CNMV autorice expresamente.

Tras este pistoletazo de salida, las metas han sido muy ambiciosas para los emisores, que se han esforzado en aumentar, no sólo la cantidad, si no la calidad de la gama de los ETFs a disposición de los inversores. Las últimas incorporaciones alcanzan diversidad de subyacentes, nuevos ETFs sectoriales, índices globales, de la eurozona, el histórico S&P y las tan esperadas materias primas o commodities. La categoría de ETFs de estrategia han sido protagonistas de un importante refuerzo, incluyendo ETFs inversos y apalancados sobre los principales índices en respuesta a la fuerte demanda que han suscitado. En los últimos 3 meses, han ocupado el segundo (ETF inverso del IBEX) y el cuarto puesto (ETF apalancado del EuroStoxx 50) del ranking de los ETFs con mejor comportamiento en volumen de efectivo negociado.

PATRIMONIO GESTIONADO POR EL TOTAL DE LOS ETFS COTIZADOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

MILES DE MILLONES DE EUROS



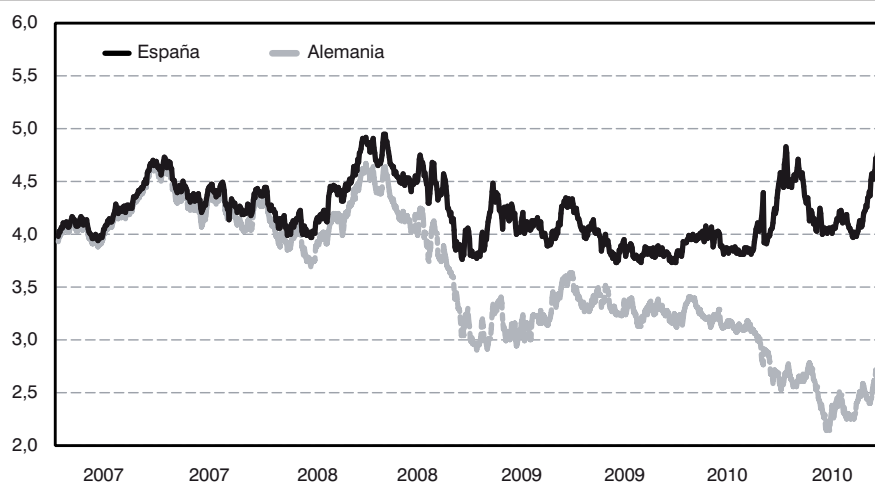
. 7 Renta Fija: razonable nivel de actividad en un entorno muy complejo

Los mercados de Renta Fija, especialmente aquellos en los cuales se negocia Deuda pública, han vuelto a reflejar con intensidad las tensiones financieras mundiales. Si en 2008 fue la desconfianza sobre la situación real de las instituciones bancarias y el desplome de la actividad económica lo que convulsionó los mercados de Deuda Corporativa, en 2010 ha sido la Deuda Pública de los países con posición fiscal más crítica y crecimiento débil la que ha concentrado las tensiones, en un nuevo episodio de la ya larga crisis financiera mundial.

Entre los países del área del euro, el desplome de las cotizaciones de los títulos de Deuda soberana griega durante la primera parte del año y posteriormente los de Irlanda, aconsejó la necesidad de un rescate coordinado y ordenado que garantizara la financiación de estos países durante un periodo largo de tiempo y que evite que tengan que acudir a los mercados de deuda. A pesar de estas actuaciones conjuntas, el deterioro de la confianza se ha dejado sentir sobre la Deuda Pública de otros países del euro como Portugal, España o Italia, impulsando al alza las rentabilidades y el diferencial de tipos sobre los bonos alemanes, referencia de la Deuda Pública del área euro.

TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS EN ESPAÑA Y ALEMANIA (2007-2010)

DATOS DIARIOS HASTA EL 1 DE DICIEMBRE DE 2010

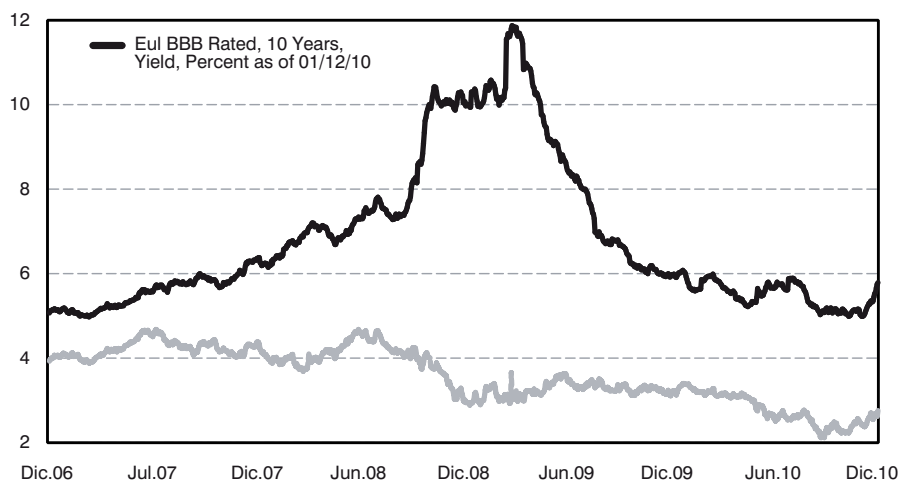


Finalmente, la masiva emisión de Deuda Pública efectuada por los estados para financiar los gastos derivados de las medidas de soporte y reactivación de las economías ha comenzado a pasar factura y ha podido con contrapesos tales como la ausencia de expectativas de inflación, las medidas expansivas de las autoridades monetarias o las fuertes adquisiciones de Deuda Pública efectuadas tanto por los bancos centrales como por las instituciones de crédito.

Entre los factores que han alimentado las tensiones en los mercados mundiales de Renta fija y también con especial intensidad en los de divisas, están la disminución del ritmo de recuperación de la actividad económica en los países desarrollados, visible especialmente en la segunda mitad del año y en las estimaciones para 2011, y el escaso efecto que está teniendo la recuperación económica sobre los niveles de empleo. Esta situación ha llevado a los principales bancos centrales no sólo a mantener los tipos de intervención en mínimos históricos sino también a aplicar medidas de expansión monetaria en algunos casos tan agresivas como la intervención anunciada por la FED en los mercados en el mes de noviembre mediante compras de valores de renta fija por valor de casi un billón de dólares. El Banco Central Europeo, por su parte, ha mantenido una actitud más prudente si bien mantiene los tipos en niveles mínimos y la provisión ilimitada de liquidez a las entidades financieras del área euro. Si a esta disparidad de políticas entre las dos principales autoridades monetarias mundiales le sumamos la implantación de políticas de restricción monetaria en otros áreas del mundo como China, Sureste de Asia o Latinoamérica cuya recuperación económica está siendo brillante y más sólida, tendremos el caldo de cultivo de lo que ha sido otro de los focos de tensión financiera del año, las divisas.

Al igual que el año pasado, los bajos tipos de referencia y el resto de medidas de expansión monetaria siguen teniendo como objetivo reactivar el mercado interbancario e impulsar el crédito a empresas y hogares que, de acuerdo con los informes del BCE y de los principales organismos financieros supranacionales, sigue siendo uno de los factores de debilidad del escenario económico de los países desarrollados, cuyos mercados de deuda se han convertido en un instrumento clave a la hora de proporcionar financiación a las empresas y también a los estados y otras administraciones públicas. A diferencia del año 2008, los tipos de interés en los mercados europeos de Deuda Corporativa no han experimentado apenas tensiones.

TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS EN EUROPA: BONOS CORPORATIVOS BBB VS. BONOS PÚBLICOS 2007 - 2010



Los mercados españoles de Deuda Pública y Corporativa

En España, las tensiones sobre la deuda pública se han reflejado en los tipos de interés y también en los volúmenes de contratación que, de acuerdo con datos de la Central de Anotaciones de Deuda Española supervisada por el Banco de España y cuya liquidación se realiza en Iberclear, alcanzarán un importe de nivel histórico. La operativa electrónica en este mercado, canalizada mayoritariamente a través de la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública, ha reflejado este aumento en la actividad con un volumen negociado hasta noviembre de 234.085 millones de euros, que dobla prácticamente el volumen del pasado año 2009.

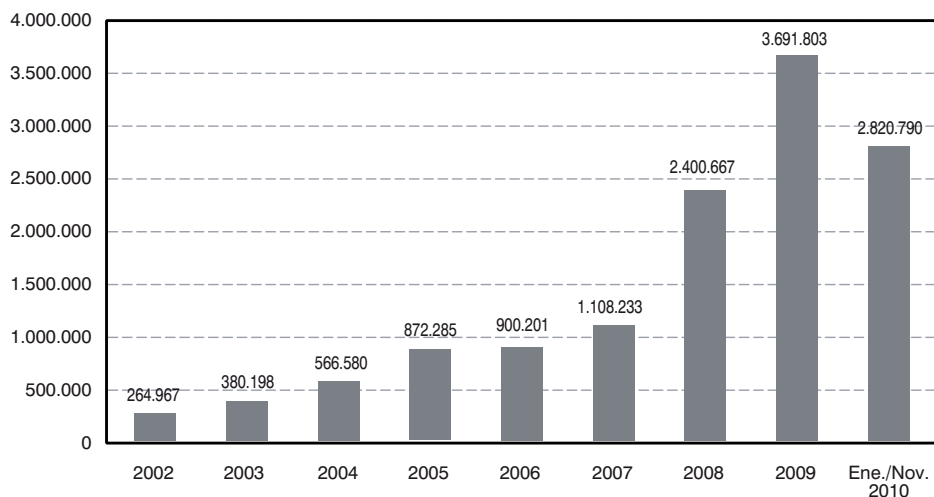
La actividad en el mercado de Deuda Corporativa ha mostrado un razonable nivel de actividad durante el año 2010, a pesar del complejo entorno en el que se ha desenvuelto. El volumen negociado en AIAF, el mercado de Deuda Corporativa de BME, se sitúa ya por encima de los 3 billones de euros, que, aunque no alcanzará los 3,7 billones que se registraron en 2009, cifra anual record en este mercado, está muy por encima de los 2,4 billones de euros de 2008.

La Deuda Corporativa ha continuado marcada a lo largo del 2010 por el signo de la inestabilidad y de la desconfianza imperantes en los mercados de crédito, trasladada a los propios mercados de bonos que han sufrido esta año una mayor caída en el mercado primario, entre otras razones, por la ausencia de medidas de apoyo e impulso instrumentadas a través de emisiones de Bonos, como existieron el año anterior.

Todo ello, aun cuando haya crecido el número de emisiones registradas en AIAF ya que la mayoría de ellas lo han sido por importes o volúmenes inferiores a los que se registraban en los años inmediatamente anteriores dadas las dificultades para su colocación que los emisores han tenido en 2010.

VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

MILLONES DE EUROS



A la falta de pulso contribuye la sostenida caída del segmento de titulización, prácticamente inexistente, la disminución de las operaciones de participaciones preferentes, tras la modificación de la normativa que le afecta, así como la menguante actividad en el segmento de corto plazo, tanto en el primario como en el secundario como consecuencia de la falta de liquidez de los fondos de inversión y de la tesorería de las empresas, sus principales inversores. Aún así, en los últimos meses esta disminución parece haberse contenido estabilizándose en torno a los 30.000 millones de saldo vivo.

Por el contrario, el mercado ha registrado un incremento notable de la operativa en repos, que se ha convertido en una potente alternativa para la obtención de liquidez, por un lado, y en un refugio para la inversión a cortísimo plazo con mayores dosis de seguridad, por otro.

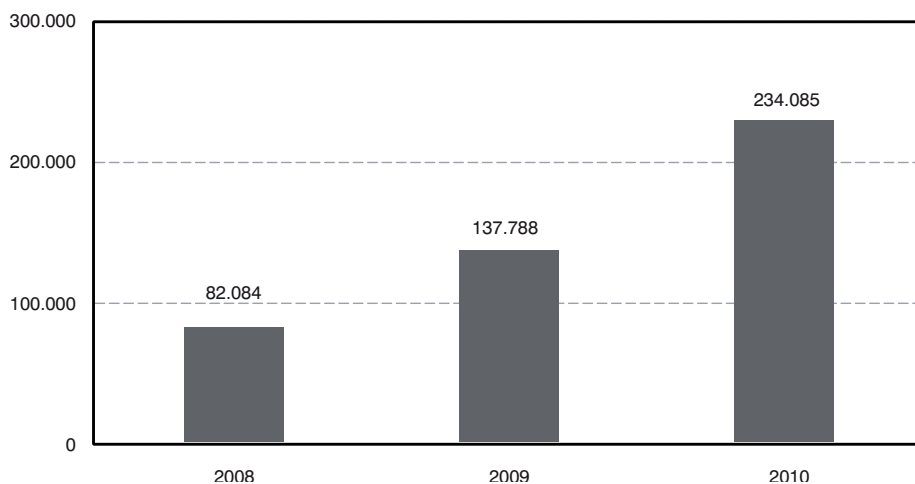
En resumen, el mercado primario se cierra a final de noviembre con un volumen total de admisiones a negociación de 206.000 millones de euros, que sitúa el saldo vivo en 849.131 millones de euros, ligeramente menor, un 3,6%, al existente un año antes.

La contratación en la plataforma electrónica de Deuda Pública de Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha experimentado un notable incremento en este año, hasta alcanzar a finales de noviembre un volumen total de 234.085 millones de euros, que suponen un incremento del 85,2% respecto al año 2009.

Por último, en cuanto a los activos de renta fija privada y deuda pública negociados en el Mercado Electrónico de Renta Fija de la Bolsa española y la deuda de las Comunidades Autónomas negociada en los corros de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, ascendía hasta noviembre de 2010 a 62.700 millones de euros efectivos, un 8,10% menos que lo negociado en el mismo periodo del año anterior. El 83% del volumen negociado en el Mercado Electrónico de Renta Fija ha sido de emisiones convertibles. Estos valores han negociado diariamente y sus precios han seguido la evolución de sus activos subyacentes. El importe vivo de estas emisiones ha variado poco en el año ya que las circunstancias del mercado no incentivaban la conversión.

VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN LA PLATAFORMA ELECTRONICA DE DEUDA PÚBLICA DE BME

DATOS EN MILLONES DE EUROS (2008 - 2010 HASTA NOVIEMBRE)



SEND, la plataforma electrónica para particulares

El mercado de Deuda Corporativa de BME ha registrado en 2010 un importante hito con la creación y puesta en marcha de una plataforma electrónica de negociación de renta fija destinada a inversores particulares, denominada Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND).

La creación de SEND, una de las primeras iniciativas en este campo a nivel mundial, supone un importante avance de cara a mejorar la transparencia y la liquidez del mercado español de Deuda Corporativa, particularmente en lo que afecta a los minoristas, que han adquirido un peso creciente en este mercado en los últimos años.

Con ello, el Mercado español de renta fija se anticipa a los requerimientos que puedan darse en el futuro para la Renta Fija y ofrece a sus Miembros un instrumento de gran potencial para que puedan atender y cumplir los requerimientos de "mejor ejecución" para las órdenes de compra – venta, tal como reclama la normativa comunitaria.

El SEND ofrece al minorista una vía para comprar o vender de forma sencilla, directa y transparente, si-

mililar a la operativa en Bolsa, ganando en autonomía e independencia y se convierte en una referencia objetiva para la información de los particulares en cuanto a los precios de los activos de renta fija, en un momento de intenso crecimiento del ahorro privado. Esta circunstancia animará, previsiblemente, a los emisores a generar emisiones destinadas a captar parte de dicho ahorro minorista, sobre todo en los momentos actuales de endurecimiento del mercado y de las fuentes de financiación

En este momento en SEND pueden contratarse alrededor de cincuenta emisiones distintas, cuya colocación se haya realizado entre inversores particulares. En el futuro se irán añadiendo las nuevas emisiones que se destinen al público minorista. Entre estos activos se incluyen las participaciones preferentes, obligaciones subordinadas y obligaciones con bonificación fiscal, como las de algunas autopistas. Adicionalmente, será susceptible de poder incluir entre los activos cotizados determinados activos de Deuda Pública tanto nacional como europea así como otros activos de Deuda Corporativa emitidos en otros mercados internacionales.

8 Balance de los mercados de Opciones y Futuros

El debate sobre la nueva regulación del sector financiero sitúa de nuevo en su foco a los mercados de productos derivados en 2010. Las cifras publicadas por el Banco de Pagos Internacionales confirman que un volumen extraordinariamente importante de estos productos se negocia de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado OTC, Over The Counter) y ha

CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE

VOLÚMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

	Futuros			Opciones		Total
	Ibex	Mini Ibex	Acciones	Ibex	Acciones	Contratos
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
enero-10	458.252	241.818	998.571	270.657	3.434.363	5.403.661
febrero-10	511.715	331.393	695.231	259.141	3.131.966	4.929.446
marzo-10	497.668	298.444	2.442.506	275.994	3.255.277	6.769.889
abril-10	630.526	364.688	773.883	234.728	2.075.571	4.079.396
mayo-10	817.318	551.557	704.002	396.069	2.996.833	5.465.779
junio-10	605.292	369.719	2.449.252	345.850	3.831.706	7.601.819
julio-10	504.993	267.636	1.170.176	183.641	2.591.951	4.718.397
agosto-10	393.759	213.185	247.709	127.456	2.267.043	3.249.152
septiembre-10	428.520	218.177	3.551.923	178.072	3.278.238	7.654.930
octubre-10	431.429	224.446	1.619.648	147.290	2.344.576	4.767.389
noviembre-10	542.937	271.392	1.444.694	232.894	4.029.630	6.521.547
Ene-Nov 2010	5.822.409	3.352.455	16.097.595	2.651.792	33.237.154	61.161.405

encendido la alerta sobre el riesgo sistémico que acumulan y la necesidad de mejorar la transparencia de estos mercados. De acuerdo con el BIS al cierre del primer semestre de 2010 el volumen notional vivo de los contratos de productos derivados OTC existentes en el mundo se acerca a los 600 billones de dólares.

Se mantiene la tendencia a encauzar estos productos hacia mercados organizados como vía para una creciente estandarización de los mismos y para que se compensen a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCP); a la vez se pretende impulsar la transparencia de operaciones OTC con dificultades para ser estandarizadas a través del uso de registros de operaciones, los conocidos como "trade repositories".

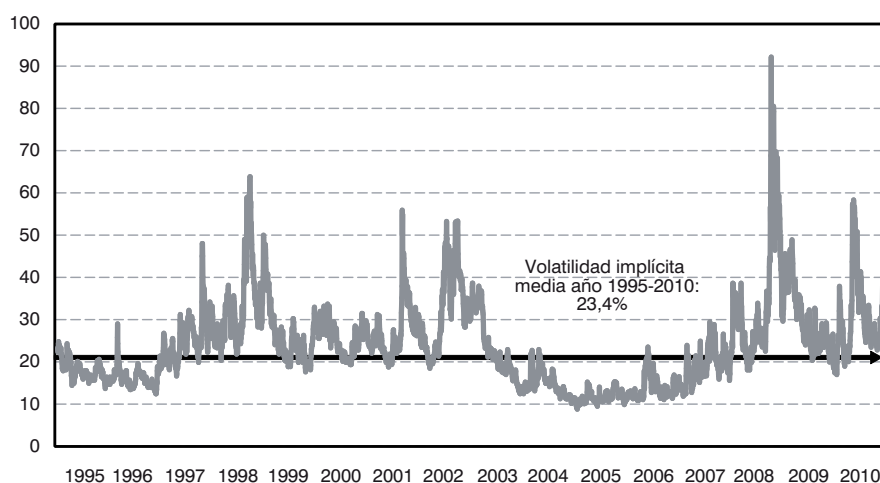
En el ámbito de la evolución de los mercados, el año 2010 se ha caracterizado por la vuelta de niveles medios de volatilidad muy por encima de la media histórica del mercado y picos de volatilidad cercanos al 60% que no se conocían desde el año 2008.

La volatilidad anualizada implícita en los precios de cierre de las opciones sobre el IBEX 35 al vencimiento más próximo es un buen indicador de la volatilidad esperada por los inversores en cada momento y la evolución durante este ejercicio refleja la vuelta de la incertidumbre a los mercados, especialmente acusada en el caso del mercado español.

Hasta el mes de noviembre, el mercado de Derivados de BME ha registrado una especial actividad en lo que se refiere al segmento de productos sobre Índices, Futuros y también Opciones, con un volumen de 11,8 millones de contratos, lo que supone un crecimiento del 1,2% respecto al mismo período del pasado año, aunque el volumen total de contratos ha experimentado una reducción del 28,2% hasta los 61,1 millones de contratos.

En el conjunto del ejercicio, se han registrado de nuevo varios máximos históricos, los más recientes en el mes de noviembre en cuanto a la posición abierta total, que ha marcado un record histórico, con 16,9 millones de contratos, así como la posición abierta en opciones sobre acciones, con 14 millones de contratos.

VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA (%) OPCIONES SOBRE IBEX 35 1995 - 2010



El principal producto, los Futuros sobre el IBEX 35, ha sido precisamente el de mayor crecimiento, alcanzando los 5,8 millones de contratos, un 16% más que en el año anterior. Las Opciones sobre acciones mantienen niveles muy elevados con 33,2 millones de contratos, un 4,2% más elevado que el 2009, como reflejo del creciente paso de operativa OTC a mercados regulados y a su creciente uso como cobertura y como instrumento para aprovechar el momento del mercado. Los Futuros Mini IBEX 35, producto orientado a los inversores particulares, se mantendrán por encima de los 3 millones de contratos por segunda vez en su historia.

El Mercado de Derivados español ante una reforma normativa histórica

El factor de más relevancia en este año para el mercado español de derivados lo constituye la entrada en vigor de la nueva normativa que regulará estos mercados oficiales, a través del Real Decreto 1282/2010 aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 15 de octubre, que sustituye al RD 1814/1991, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, que se constituye en la norma marco para el futuro de MEFF.

Se trata de una norma fundamental para MEFF ya que autoriza la creación de mercados de Futuros y Opciones "cualquiera que sea el subyacente" y abre la posibilidad de que la Cámara de Contrapartida de MEFF actúe como tal no sólo con los futuros y opciones financieras sino con otros instrumentos, entre ellos los repos.

De acuerdo con esta nueva norma, MEFF ha elaborado un nuevo Reglamento del Mercado, cuyo cuerpo principal data de 1991, que ha sometido a la aprobación de la CNMV y que permitirá el próximo año la puesta en marcha de varios proyectos, algunos de los cuales se encuentran ya muy desarrollados.

Entre estos proyectos está el de la cámara de con-

trapartida para el mercado de derivados sobre electricidad española, mercado OTC que lleva desde el año 2006 teniendo crecimientos del 100% respecto al año anterior y cuyo volumen de negociación va a superar en 2010, por primera vez en la historia, el consumo de electricidad en España. MEFF lanzará durante el primer trimestre de 2011 un servicio de Cámara de Contrapartida (CCP), denominado comercialmente MEFF POWER que permitirá que las transacciones de futuros y swaps sobre electricidad española negociadas en el mercado OTC se registren en la cámara de MEFF.

Se puede decir, por tanto, que el año 2010 ha sido para MEFF un año de transición durante el cual se ha puesto el foco en el diálogo con las autoridades supervisoras de cara al nuevo decreto y reglamento como fundamento de su actividad futura y soporte normativo que permitirá lanzar nuevos servicios y nuevos productos y poder competir en igualdad de condiciones con otros mercados y con otras cámaras de contrapartida.

Todo ello contribuirá, además, a permitir la captación de nuevos miembros y clientes, residentes y no residentes, en los distintos ámbitos en los que se desarrollará la actividad de MEFF.

9

REGIS-TR, la respuesta española a los requerimientos de transparencia para los Derivados OTC

En 2010 la Bolsa española ha dado pasos muy importantes en la implementación y puesta en marcha del primer *trade repository* europeo: REGIS-TR. Es un paso importante en la implicación de los mercados regulados en la instrumentación de herramientas que, contribuyendo a mejorar la transparencia en los mercados financieros, apoyen un funcionamiento mejor y más libre de riesgo de los mismos.

Los derivados OTC se han utilizado tradicionalmente como herramienta de cobertura, pero se han revelado también como elementos muy activos de *trading*. El mercado ha crecido a un ritmo de entre el 30 y el 40% anual durante los últimos años. Los instrumentos más utilizados han sido los *Interest Rate Swaps* y los *Credit Default Swaps*, siendo estos últimos, como es conocido, parte de los detonantes de la crisis financiera, al hacerse patente la falta de control y transparencia de una exposición excesiva a los riesgos surgidos en la operativa de derivados OTC.

La crisis financiera iniciada en el año 2007 y cuyo momento culminante se sitúa en el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, ha mostrado las carencias que los mercados negociados OTC tienen frente a los mercados regulados. La opacidad característica de los OTC ha jugado en su propia contra cuando las dudas sobre la solvencia de algunos intermediarios financieros se han extendido, causando una aguda falta de liquidez y el colapso de dichos mercados.

¿Qué lecciones se han aprendido? En primer lugar, al contraponer las características de los mercados regulados y los mercados OTC se observa que los mercados regulados se caracterizan por la transparencia de la operativa y los riesgos asumidos, fiabilidad en la provisión de liquidez, robustez en los momentos más críticos y eficiencia en la formación de precios, mientras que los mercados OTC son altamente ineficientes debido a, entre otras razones, la falta de control, la incertidumbre y, en última instancia, la propia naturaleza opaca de sus operaciones que es parte intrínseca de su existencia.

Las distintas propuestas para dotar a los mercados sobre instrumentos derivados OTC de mayor transparencia se enmarcan en el conjunto de medidas que los reguladores y supervisores de todo el mundo pretenden implantar con el objetivo de que no vuelvan a repetirse las situaciones experimentadas en esta crisis financiera. Para ello, los reguladores han puesto el esfuerzo en dos líneas de acción:

- Una primera, encaminada a reducir el riesgo de crédito, intentando trasvasar los volúmenes de contratación a productos estandarizados que, por su naturaleza, tienen un menor

riesgo y una mayor transparencia, al poder contratarse en mercados organizados o plataformas de contratación y/o compensarse a través de Cámaras de Contrapartida Central, o CCPs. Se aboga por que aquellos contratos que puedan ser estandarizados y se admitan en una CCP tengan que estar “compensados” de forma obligatoria o incentivada, en dichas infraestructuras.

- La segunda línea de acción se dirige hacia la búsqueda de transparencia en las operaciones OTC, principalmente a través del uso de registros de operaciones por parte de todas las contrapartidas, incluyendo las no financieras. Las discusiones entre reguladores y supervisores de ambos lados del Atlántico se ha centrado en la figura de los *trade repositories*.

De esta forma, los *trade repositories* se configuran como la respuesta a esta necesidad del regulador y de los mercados financieros, cubriendo toda la tipología de derivados OTC de un modo eficaz y económico.

La Comisión Europea publicó el pasado 15 de Septiembre un borrador de lo que será la Regulación sobre infraestructuras de mercado en Europa (EMIR en inglés), donde se dibujan unos preceptos básicos a tener en cuenta por cualquier participante en el mercado de derivados OTC, sea o no una entidad financiera. Entre ellos, cabe destacar la obligación de crear una confirmación electrónica para aquellos contratos no estándar y por ello no compensables por contrapartida central, y que esta confirmación electrónica sea totalmente auditable en su proceso. Se prevé que esta normativa entre en vigor durante el segundo semestre de 2012.

Ante esta coyuntura, BME anunció en 2009 la creación del primer *trade repository* en Europa. En julio de este año, Clearstream se adhirió al proyecto, denominado REGIS-TR. El sistema recopilará y administrará información específica de todas las operaciones de derivados OTC comunicadas por los usuarios y proporcionará a los participantes y a los reguladores una visión consolidada y global de sus posiciones con derivados OTC, de la que actualmente no se dispone.

La incorporación de Clearstream a la iniciativa de BME es indicativa del atractivo internacional del proyecto. BME considera que la participación de Clearstream contribuirá a reforzar y ampliar el potencial del Registro.

Los clientes buscan no sólo una solución europea que posibilite cumplir con las futuras obligaciones de transparencia en el registro de derivados OTC sino también contar con servicios que les ayuden en los procesos administrativos y de gestión de los contratos de derivados OTC. BME y Clearstream se encuentran en una posición privilegiada para permitir a los clientes y a los reguladores cumplir sus objetivos de manera sencilla y eficiente. La experiencia conjunta de las dos compañías y su cobertura de mercado les va a permitir comercializar eficazmente el producto y ampliar su oferta para llegar a cubrir todos los tipos de derivados OTC.

En concreto, para los participantes de mercado supone una pronta solución a una obligación futura, permitiéndoles prepararse de cara a esta nueva obligación. Además, esta interacción garantiza que el servicio mantenga una flexibilidad que le permita adecuarse a futuras modificaciones normativas, buscando siempre una solución eficiente desde el punto de vista económico.

Por su parte, para los supervisores los *trade repositories* significan cumplir sus objetivos al minimizar el riesgo genérico de mercado y añadir transparencia al mercado de derivados OTC.

.10 La compensación, liquidación y registro

El valor de las operaciones bursátiles liquidadas en Iberclear hasta noviembre ha mostrado una progresiva recuperación en los últimos meses que supone un incremento de un 20%, al haberse liquidado 4.122 millones de euros de media diaria, frente a los 3.419 millones durante el mismo periodo del año 2009. El número de operaciones liquidadas también ha anotado un incremento de un 32,4% sobre igual periodo del año anterior, alcanzando una media mensual de 2,79 millones de operaciones.

Respecto a los saldos registrados a finales del mes de noviembre, estos han experimentado un descenso del 3,5% en valores cotizados en AIAF Mercado de Renta Fija con respecto al año precedente y un crecimiento del 14,3% en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la renta variable, los saldos se han mantenido más o menos estables a lo largo de los meses, registrándose un descenso de un 15% respecto al mes de noviembre de 2009, valorado a precios de mercado.

RENADE

El Registro Nacional de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (RENADE) se ha visto marcado en 2010 por la modificación de la Ley y del Reglamento Comunitario existentes, como resultado de la aprobación de 2 directivas del Parlamento y del Consejo Europeo, donde se reforma el régimen europeo de comercio de derechos de emisión y extiende su ámbito de aplicación para dar cabida a nuevos sectores y diferentes gases, siendo el objetivo reducir para 2020 las emisiones globales de gases de efecto invernadero al menos un 20% respecto a los niveles de 1990.

La actividad de RENADE ha seguido abordando diferentes proyectos, entre los que destacan los trabajos preliminares de adaptación al futuro Registro Único, cuya entrada en vigor está prevista para el 1 de enero de 2012. En dicho Registro Consolidado deberán anotarse los derechos de emisión de todos los países pertenecientes a la Unión Europea. Durante el año se ha comenzado con los trabajos de diseño, coordinados entre los diferentes países miembros y la Comisión Europea, en cuanto a la estructura y modelo de datos del mismo.

A su vez, el Registro Español sigue manteniendo un marcado carácter internacional con la participación activa en Foros de Administradores de Registro organizados tanto por la Comisión

Europea como Naciones Unidas en los que se ha trabajado en el diseño y coordinación de las futuras pautas por las que se regirá el control del cambio climático durante los próximos años.

También en el plano internacional durante el año 2010 se ha producido una intensa actividad principalmente ligada al proyecto Link Up Markets y al desarrollo de una plataforma única de liquidación en el Eurosistema (Target2 Securities).

Link Up Markets

El Depositario Central de Valores (DCV) de Egipto, MCDR y el de Sudáfrica, Strate, se conectaron con éxito el pasado noviembre a Link Up Markets, la iniciativa de liquidación compuesta en la actualidad por 10 DCVs para mejorar la eficiencia y reducir los costes asociados a la post-contratación de operaciones transfronterizas con valores a nivel mundial.

La conexión de MCDR y Strate completa los planes de puesta en marcha de Link Up Markets y prepara el camino para una total interoperabilidad entre sus miembros.

Target2 Securities (T2S)

A lo largo del año 2010 han continuado los trabajos relativos al proyecto de plataforma única de liquidación de valores promovido por el Eurosistema. De la misma forma que durante el año anterior, se ha seguido participando en los grupos de trabajo organizados por el Banco Central Europeo, así como en el Grupo Nacional de Usuarios de Target2 Securities. En febrero se cerró la versión del Documento de Requerimientos de Usuario (URD). Iberclear, filial de BME, trabajó de forma intensa para lograr incorporar en él todas las funcionalidades necesarias para cumplir con los requerimientos que establece la normativa española vigente en materia de liquidación de valores. Después de esta fecha, el Banco Central Europeo ha publicado otros documentos con información más concreta acerca de cómo se van a desarrollar técnicamente las funcionalidades contenidas en los URD. Esta documentación técnica, cuando sea definitiva, servirá también a los CSDs y participantes directos para realizar las adaptaciones en sus sistemas con el fin de que puedan conectarse a la nueva plataforma.

Un hito fundamental en el ámbito de este proyecto fue la firma por parte del Eurosistema y de la mayor parte de CSDs europeos del T2S Memorandum of Understanding (MoU). Con dicha firma, Iberclear y otros 26 CSDs europeos formalizaron su intención de negociar un acuerdo contractual (que se concluirá entre el Eurosistema y cada uno de los CSDs) para cubrir las futuras fases de desarrollo y operativa de Target2 Securities. Posteriormente a esa fecha, 3 CSDs más se han adherido al proyecto procediendo a la firma del MoU.

Durante el año 2010 ha continuado la negociación sobre ese acuerdo marco (*Framework Agreement*) entre el Eurosistema y los CSDs, la cual se sustancia en la participación de Iberclear en tres grupos de trabajo ad-hoc. En la negociación del acuerdo marco todavía han de resolverse diversas cuestiones relativas a la futura gobernación de Target2 Securities, o la naturaleza de la provisión de los servicios por parte del Eurosistema. De acuerdo con el plan previsto, la firma del *Framework Agreement* se producirá en agosto o septiembre del año 2011.

anexo

Medidas anticrisis y novedades normativas

La actual crisis financiera, que ha puesto de manifiesto las anomalías del sistema financiero internacional, ha marcado el ritmo y el volumen de la regulación aprobada durante 2010. Los vaivenes de la crisis a lo largo del año han forzado a los estados miembros de la UE a tomar medidas excepcionales tendentes a paliar el deterioro económico y procurar la estabilidad de la moneda única. La intervención de Grecia e Irlanda, y los ajustes realizados por nuestra economía para reducir el déficit público son buena prueba de ello. El resto de la regulación aprobada a lo largo del año surge también condicionada por la situación económica y de los mercados; de ahí que una gran parte de la normativa tanto de los organismos internacionales como del gobierno español se haya dirigido a restablecer la confianza de los inversores en el sistema financiero mediante el establecimiento de mayores controles para dar mayor seguridad y transparencia a los mercados. En este proceso, hay iniciativas importantes que indican que las Bolsas han sido llamadas a jugar un papel relevante en la mejora del control y la transparencia en el funcionamiento de los mercados financieros.

En su conjunto la regulación adoptada en España durante 2010, tanto la que procede de iniciativas surgidas en la Comisión Europea como de la actividad de las autoridades españolas, obedece a unos mismos objetivos: mitigar la difícil situación económica y fortalecer la confianza en el sistema financiero español.

Entre las medidas excepcionales aprobadas este año para combatir la crisis económica ("normas anticrisis"), dos han tenido gran repercusión ya que han tocado sectores muy críticos de la sociedad. La reforma del mercado de trabajo ha sido una de ellas, y ha introducido una serie de medidas de carácter estructural con el objetivo de contribuir a la reducción del desempleo e incrementar la productividad de la economía española. La otra medida ha sido el plan de reducción del gasto público. A través de esta normativa que constituye la contribución española a la estabilidad de la moneda única, se ha realizado una reducción de los salarios públicos de un 5% y se ha procedido a suspender la revalorización de las pensiones en 2011, entre otros recortes.

A través de estas medidas excepcionales se ha realizado la reforma sobre el Régimen Jurídico de las Cajas de Ahorro. Con el fin de fortalecer el sector financiero español se ha realizado esta reforma, que contempla la posibilidad de que las Cajas puedan emitir cuotas participativas con derechos políticos.

La reforma de las Cajas y el papel de los mercados regulados

Una parte relevante del ajuste de la economía española pasa por la reestructuración de su sector financiero. En este contexto las Cajas de Ahorro abordan el escenario de reforma de mayor calado de su historia. Un proceso de concentración de entidades que mejore su solvencia y las permita competir con garantías en un sector básico para la confianza de millones de personas. Este proceso requerirá, entre otras cosas, una ingente cantidad de recursos de capital y buena parte de ellos tal vez sean captados a través de los mercados regulados en los próximos años (alrededor de 15.000 millones de euros según AFI).

La reforma de las cajas de ahorros aprobada mediante Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio tiene como ejes principales:

- Facilitar su acceso a los mercados de capitales, para lo que pueden emitir instrumentos de capital.
- Contribuir a la profesionalización de su gestión y de sus órganos de gobierno.
- Sujetar a las cajas a una efectiva disciplina de mercado.

La emisión de cuotas participativas con derecho de voto facilita a las Cajas la captación de recursos

propios en el mercado. Por primera vez las cuotas participativas permiten a sus titulares la participación en los órganos de gobierno de la caja emisora.

Además el nuevo texto abre la puerta a que las cajas de ahorros desarrollen su actividad de acuerdo con nuevos modelos, respondiendo de este modo a las iniciativas de aquellas entidades que muestren inquietudes empresariales que van más allá de sus mercados y negocios tradicionales.

La incorporación de nuevos grupos de interés en el gobierno de las cajas de ahorros impondrá una gestión más profesional e independiente, pero además se reduce el peso de los poderes públicos en los órganos de gobierno de las cajas desde el 50% actual hasta un máximo del 40% del total de los derechos de voto.

Todas estas reformas implican que las cajas de ahorros quedan sometidas a una mayor disciplina del mercado pero respetando siempre su función social. Su participación en el mercado de valores mejorará la solidez y solvencia del sector de las cajas y por tanto del sistema bancario español en su conjunto, redundando en la mejora de sus perspectivas y de su competitividad, facilitando el flujo del crédito hacia la economía productiva.

Refuerzo de la transparencia y la seguridad en los mercados

En un segundo bloque regulatorio, se agrupan tanto las iniciativas comunitarias generadas para reforzar la transparencia y seguridad de los mercados y la normativa española que trae su origen de ellas, como las medidas adoptadas por las autoridades españolas con el mismo fin.

El Parlamento europeo aprobó en septiembre la creación de una supervisión financiera a nivel europeo que permitirá conocer y prevenir en el futuro los riesgos de una crisis económica. La norma prevé la creación de tres nuevas autoridades europeas de vigilancia a los bancos, las aseguradoras y los mercados. Además crea otro nuevo organismo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que se encargará de avisar de los posibles incrementos de riesgo de la economía de la UE. Estas autoridades estarán operativas en enero de 2011.

La implantación del citado sistema de supervisión necesita la reforma de los tres sectores sobre los que las nuevas autoridades de supervisión desarrollarán sus competencias: seguros, bancario y de valores. Esta reforma se encuentra actualmente en preparación en una Directiva conocida como "Directiva ómnibus", que introduce reformas dentro de las directivas de conglomerados financieros, de abuso en el mercado, de instrumentos financieros (Directiva Mifid), del folleto y de transparencia, entre otras.

Dentro del proceso abierto desde la crisis financiera sobre la necesidad de reformar la regulación financiera, la Comisión Europea señaló hace más de un año que era preciso establecer un mayor control, seguridad y transparencia en la negociación de los productos OTC, con el fin de limitar en lo posible que en los mercados queden zonas oscuras capaces de contaminar el sistema en caso de problemas. En este contexto, BME anunció en septiembre de este año la creación de un Registro (Regis-TR) para operaciones con derivados OTC destinado a fomentar un mayor control, seguridad y transparencia en la negociación de estos productos. Aquí, es donde las Bolsas juegan un papel importante a la hora de mejorar el control y la transparencia en el funcionamiento de los mercados financieros.

En paralelo a las iniciativas tomadas por los supervisores de valores de otros países, se encuadra la decisión tomada en mayo por el Comité Ejecutivo de la CNMV de extender la obligación de comunicar las posiciones cortas sobre cualquier título negociable de empresas cotizadas en mercados secundarios oficiales. Esta decisión se ha tomado de acuerdo con el régimen propuesto por el Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR).

Ya en el ámbito doméstico, gran parte de la normativa aprobada este año introduce medidas dirigidas a la protección de los inversores. Con este fin, se han incorporado nuevos mecanismos para la coordinación de los accionistas mediante foros electrónicos y asociaciones de accionistas (Ley de Auditoría de Cuentas); se ha regulado la responsabilidad penal de las sociedades y se ha establecido un nuevo delito, "la estafa de inversores" (Ley Orgánica del Código Penal); las empresas de servicios de inversión (ESIS) deberán suministrar información reservada de su actividad a la CNMV; y se ha modificado la normativa sobre sistemas de indemnización de los inversores (Real Decreto 628/2010).

En la normativa de los mercados se han introducido cambios en el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, estableciendo la posibilidad de poder operar también con ETF en forma de SICAV (Real Decreto 749/2010); y se ha establecido una nueva regulación para los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. (Real Decreto 1282/2010).

En el ámbito societario es importante señalar que se ha unificado el derecho de sociedades español mediante la Ley de sociedades de capital (Real Decreto Legislativo 1/2010), y se han prohibido las cláusulas limitativas del voto en las sociedades cotizadas (Ley 12/2010 de Auditoría de Cuentas).

Por último, el Consejo de Ministros aprobó el 3 de diciembre un Real Decreto Ley de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar de forma inmediata la inversión y la creación de empleo. En el ámbito fiscal se reduce el Impuesto sobre Sociedades para las PYMES, se extiende la liberación de amortización y se exonera del Impuesto sobre Transmisiones patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados a las operaciones societarias dirigidas a la creación, capitalización y mantenimiento de las empresas. Se eliminan suprimen las cuotas obligatorias a las Cámaras y se reducen los trámites y costes para la constitución de sociedades. Se refuerza el Servicio Público de Empleo con el

fin de ofrecer una mejor atención a las personas en situación de desempleo. Se reorganiza el funcionamiento de AENA y Loterías y Apuestas del Estado para mejorar la eficiencia en su gestión e involucrar al sector privado. Para reducir el consumo de tabaco y favorecer la consolidación fiscal, se incrementa el Impuesto sobre las Labores del Tabaco.

PRINCIPALES DISPOSICIONES APROBADAS ENTRE ENERO Y NOVIEMBRE DE 2010

Fecha BOE DISPOSICIÓN	Resumen del contenido
16.03.10 RESOLUCION 09.03.2010	Adquisición de Activos Financieros, sobre modificación parcial de las directrices de inversión del Fondo.
01.04.10 R.D.-LEY 5/2010	Amplía la vigencia de determinadas medidas económicas de carácter temporal.
13.04.10 R.D.-LEY 6/2010	Medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo.
21.04.10 R.D. 437/2010	Regulación del proceso de titulación del déficit del sistema eléctrico.
29.04.10 LEY 10/2010	Sobre prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.
24.05.10 R.D.-LEY 8/2010	Medidas extraordinarias para la reducción del déficit público.
29.05.10 R.D.-LEY 9/2010	Avales a operaciones de financiación en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de los Estados miembros de la Zona del Euro.
03.06.10 R.D. 628/2010	Modifica el Real Decreto 2606/1996, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, sobre sistemas de indemnización de los inversores.
08.06.10 R.D. 749/2010	Modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, y otros reglamentos en el ámbito tributario.
17.06.10 R.D.-LEY 10/2010	Medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo.
23.06.10 LEY ORG. 5/2010	Modifica la Ley Orgánica 10/1995, del Código Penal.
23.06.10 ORDEN 1665/2010	Desarrolla los artículos 71 y 76 del R.D. 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo.
29.06.10 ORDEN 1717/2010	Regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión.
01.07.10 LEY 12/2010	Modifica la Ley de Auditoría de Cuentas, la Ley del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, para su adaptación a la normativa comunitaria.
03.07.10 R.D. LEGIS. 1/2010	Se aprueba la Ley de Ley de Sociedades de Capital
13.07.10 R.D.-LEY 11/2010	Sobre órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros.
29.07.10 ORDEN 2054/2010	Modifica la Orden 689/2003, relativa al Reglamento de la Sdad. Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.
23.08.10 R.D.-LEY 12/2010	Prórroga el programa temporal de protección por desempleo e inserción, regulado en la Ley 14/2009.
18.09.10 LEY 35/2010	Medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo.
30.09.10 CNMV CIRCULAR 2/2010	Sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación.



www.bolsasymercados.es

32100787
701187
28504
30131
8/07
27
4967
13
212
72
211
13
21
27
8
37
8
8/07
30131
28504
701187
32100787