

INFORME DE MERCADO 2012



El IBEX 35 cae un 6% en un entorno menos volátil. **Recupera terreno** en la segunda mitad del año con la **reducción de las tensiones sobre la deuda soberana**.

Las ampliaciones de capital superan los **30.000 millones** de euros. Las empresas españolas encuentran **financiación en los mercados de valores**.

Los accionistas reciben **25.000 millones de euros en concepto de dividendos y otros pagos**. Se diversifican las fórmulas retributivas.

BME 
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

www.bolsasymercados.es

SIGUENOS EN:    



INFORME DE
MERCADO 2012

ÍNDICE

	Resumen del año	5
	Cifras del año	12
1	Entorno económico y panorama general	13
2	Resultados empresariales: los ingresos aumentan un 7,52% y los resultados ceden un 36,73% en los primeros nueve meses del año	23
3	Las cotizaciones detienen su caída en la segunda mitad del año con la reducción de tensiones sobre la deuda española	29
4	El volumen negociado cae en línea con el resto de las Bolsas pero la liquidez se mantiene en máximos	37
5	La Bolsa y sus mecanismos de apoyo a la financiación de la economía: más de 30.000 millones en ampliaciones	49
6	La retribución al accionista sigue elevada en 2012 y se populariza el cobro optativo del dividendo en acciones	57
7	Renta Fija: tensiones sobre la deuda soberana y aumento de las emisiones de deuda corporativa en el mercado español	61
8	El mercado de Opciones y Futuros mantiene su actividad aún en circunstancias desfavorables	67
9	La Compensación, Liquidación y Registro en 2012	71
ANEXO	Otros servicios de mercado suministrados por BME en 2012: la promoción de la transparencia, la liquidez, la seguridad y la conectividad	72

RESUMEN DEL AÑO

La crisis financiera y económica mundial cumplió cinco años en 2012 con tensiones e incertidumbres pendientes pero también con signos positivos visibles a medida que avanzaba el año. La vuelta de la economía mundial a una senda sostenible de crecimiento ha seguido siendo un arduo proceso a medida que los impulsos fiscales se agotan, la relajación monetaria muestra sus limitaciones y el necesario desapalancamiento o reducción de los grandes volúmenes de deuda acumulados por el sector público y los sectores privados de muchas grandes economías mundiales, entre ellas la española, se revela como un proceso largo y difícil.

La tensión financiera y económica mundial en 2012 se ha concentrado de nuevo en el área euro y especialmente en España e Italia pero ha ido de más a menos a lo largo del año, suavizándose de manera apreciable al cierre del ejercicio. A pesar de la mejora de las condiciones financieras en la segunda mitad del año, la actividad económica en los países periféricos del área euro ha empeorado ostensiblemente como consecuencia de la restricción financiera y el proceso de reparación de balances que están acometiendo al mismo tiempo tanto las familias como las empresas y el sector público.

En el caso de España, la crisis de deuda soberana y la recesión económica ha acentuado la incertidumbre sobre las entidades bancarias españolas y las dudas sobre la capacidad de reconducir las cuentas públicas. La prima de riesgo de la deuda pública a 10 años frente a Alemania llegó a alcanzar a alcanzar en julio niveles superiores a los 7 puntos porcentuales poniendo a España al borde de perder el acceso a los mercados de financiación y desencadenando la solicitud

de rescate financiero para recapitalizar las entidades bancarias en dificultades y finalizar la reconversión del sector.

Con el euro en mínimos del año y la debilidad económica extendiéndose por Europa, se impuso la necesidad de tomar medidas superando el insuficiente marco institucional de la Unión Monetaria Europea. Así, el BCE decidía el 5 de julio una rebaja de 0,25 puntos de los tipos de interés de referencia hasta el 0,75%, unos días después los líderes de la Unión Europea aprobaban la ayuda financiera a España por importe máximo de 100.000 millones de euros para el sistema bancario y, adicionalmente, se abrían perspectivas de avance en el camino hacia una efectiva unión bancaria europea con una supervisión centralizada y la posibilidad de recapitalizar directamente bancos con problemas. El punto de inflexión se produjo a finales de julio con el BCE anunciando un papel más activo para preservar el euro, expectativa que se confirmaba en septiembre con el anuncio de un plan de intervención en los mercados secundarios de deuda de países en dificultades previa petición de ayuda a los fondos de rescate y sometimiento a su condicionalidad. Ya en octubre se producía la entrada en vigor del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el nuevo instrumento permanente de rescate y apoyo a la estabilidad financiera de la zona euro con una capacidad financiera de hasta 700.000 millones de euros. Las medidas y decisiones adoptadas y la estabilización de la actividad económica mundial conseguían atenuar las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos y las primas de riesgo de los países en dificultades como Italia y España se reducían de forma significativa hasta cerrar el año por debajo de los 4 puntos porcentuales.

Índices

Como no podía ser de otro modo, la Bolsa española ha sido a lo largo del ejercicio 2012 un fiel reflejo de las tensiones sobre la deuda soberana y ha sufrido una primera parte del año muy negativa, con el IBEX 35 cayendo un 30% hasta julio, y una esperanzadora segunda parte con una subida del 36% hasta el cierre del año.

El año se saldó de manera moderadamente positiva para los mercados bursátiles mundiales sobre todo a partir del alivio de las tensiones financieras en Europa. Los índices de ámbito mundial sumaron ganancias por encima del 13%, retomando así la senda de recuperación bursátil que comenzaba con sustanciales ganancias en 2009 tras el primer impacto de la crisis, continuaba en 2010 y se quebraba en 2011. La volatilidad en los mercados bursátiles también se redujo de manera importante aunque permanece alta en mercados sometidos a tensiones como la Bolsa española.

Los índices de Europa continental han mostrado la intensa divergencia entre el centro y la periferia aunque con castigos inferiores a los del año 2011 en países como España. En los extremos, el IBEX 35 español perdía en 2012 un 4,7% frente a las ganancias del 24,4% del DAX Alemán o el ATX austríaco (+27%). El FTSE MIB de Italia (+7,8%) o el PSI portugués (+7,7%) resurgían tras las fuertes caídas de 2011, superiores a las del índice español. El Euro Stoxx 50 ganó un 13,8% en 2012, en línea con los índices mundiales.

Igualando la referencia media mundial ha quedado en 2012 en índice norteamericano S&P 500 (+13,4%), mientras el Nasdaq 100 (+16,8%) ha vuelto a quedar en 2012 por encima al igual que el año anterior. Los indicadores bursátiles de los mercados emergentes han igualado prácticamente la media mundial: el MSCI Emerging Markets ha ganado un 13,9%.

Liquidez

En un contexto internacional de reducción de los volúmenes negociados en los mercados de acciones como consecuencia de la incertidumbre generada por la crisis y por los cambios regulatorios que afectan a las actividades de intermediación financiera, el volumen de negociación registrado en 2012 en la Bolsa española ha ascendido a 699.000 millones de euros. El descenso del 24% respecto al mismo periodo del año anterior es consecuencia, en mayor medida, de las medidas tomadas por el organismo supervisor del mercado de valores español de prohibir de forma transitoria las posiciones cortas ("short selling" en terminología anglosajona) sobre valores financieros en enero y febrero y sobre todos los valores del mercado a partir de julio y hasta finales de enero de 2013. El número de negociaciones en el mercado ha alcanzado los 40,6 millones con un descenso limitado, un 11%.

El modelo de mercado español, reconocido por el World Economic Forum como uno de los más desarrollados del mundo, ha funcionado con solvencia a la hora de proporcionar liquidez, transparencia, valoración y garantías a los inversores y en 2012 se ha producido un hito importante en la historia de la Bolsa española. En abril entró en funcionamiento la nueva plataforma SIBE que ha multiplicado por diez la capacidad de respuesta del sistema que soporta la negociación de acciones, warrants, certificados y ETFs, con estándares de seguridad muy elevados. Además, se han puesto en marcha servicios que favorecen el acceso a las plataformas de negociación.

A pesar de las difíciles condiciones de mercado y las fricciones provocadas por las sucesivas prohibiciones temporales de las posiciones cortas, 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) permanecen en niveles estrechos y eficientes. La horquilla media del IBEX 35 en 2012 se situó en el 0,11% con algunos repuntes en el año como consecuencia de la ya mencionada prohibición que provoca un deterioro en la eficiencia del mercado.

El volumen de negociación de acciones de los principales valores españoles cotizados en un marco europeo también refleja los más que satisfactorios niveles de liquidez alcanzados. Además, esta liquidez se concentra en la Bolsa española, su mercado de referencia. Con datos del índice EuroStoxx 50, las acciones de Santander, Telefónica y BBVA son los tres valores más líquidos del área euro por volumen de contratación en su mercado de admisión, Repsol se sitúa en el puesto 6, Inditex, apenas un año después de su incorporación al índice de los 50 principales valores del área euro, en el puesto 9 e Iberdrola en el puesto 16.

Capitalización

La capitalización del mercado español se situó al cierre de 2012 en los 946.000 millones de euros, un 2% menos que al cierre de 2011. Sectores como Telecomunicaciones y tecnología; Materiales Básicos, Industria y Construcción o Petróleo y Energía han perdido valor bursátil mientras Bienes de Consumo y Servicios de Consumo lo han ganado. El sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios, que incluye las entidades bancarias, ha permanecido estable en términos de valor bursátil.

El número de compañías admitidas en todos los segmentos de la bolsa española cierra 2012 en 3.273, ligeramente por debajo del año anterior por la disminución de SICAVs cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Resultados y Dividendos

Los resultados de las compañías cotizadas españolas han reflejado el deterioro de la demanda interna en España, el aumento de las coberturas de activos dañados para sanear sus balances y el incremento de los costes financieros. La presión sobre los resultados ha sido especialmente intensa en las entidades bancarias, obligadas por las sucesivas reformas financieras a redoblar sus esfuerzos para provisionar los activos dañados. Los resultados de las compañías cotizadas hasta el tercer trimestre de 2012 ceden un 35,5% y las ventas aumentan un 7,6%.

Es reseñable el esfuerzo realizado por muchas empresas españolas por avanzar en su expansión internacional. Las ventas en el exterior adquieren cada vez mayor relevancia y están compensando el estancamiento sufrido por la facturación interior. En el primer semestre de 2012 la facturación exterior de las cotizadas españolas aumentó casi un 16% para alcanzar un 59,63% del total.

A pesar del deterioro de las cuentas de resultados, las empresas cotizadas han continuado haciendo esfuerzos por mantener elevada la retribución al accionista, lo que ha permitido que la rentabilidad por dividendo en la Bolsa española siga siendo de las más altas del mundo, 6,9% al cierre de diciembre de 2012, de acuerdo con los datos de MSCI (Morgan Stanley Capital International). Y ello a pesar de que el año 2012 empezaba con la mala noticia para los accionistas: uno de los mayores atractivos de la inversión en acciones en los últimos años, el dividendo, se veía penalizado por la elevación de la tributación de los rendimientos de capital.

Para poder cumplir simultáneamente con la necesidad de desendeudarse, au-

mentar sus ratios de capital y satisfacer las expectativas de renta periódica de muchos accionistas, las empresas han acudido a mecanismos de reparto variados, pero principalmente basados en la entrega de derechos de suscripción de títulos nuevos de la compañía, el conocido como *scrip dividend*. La retribución total al accionista en 2012 supera los 27.150 millones de euros de los cuales 8.875 millones de euros, más de un tercio y más del doble que el año anterior, han sido en acciones.

Financiación a través del mercado: ampliaciones y otras operaciones

La necesidad de reducir el volumen de endeudamiento de las compañías cotizadas y equilibrar la excesiva dependencia del crédito bancario otorga a los mercados de valores un papel reforzado y esencial en la regeneración del tejido productivo de la economía española. Así, el peso de la financiación en forma de capital continúa aumentando y las empresas cotizadas en la Bolsa española han ampliado capital por un valor de mercado efectivo de más de 31.505 millones de euros, cifra históricamente alta. Muchas de estas ampliaciones están relacionadas con la reordenación y saneamiento del sector bancario en España y persiguen fortalecer sus fondos propios y adaptarse a las nuevas regulaciones en materia de capital.

En 2012 el total de nuevos flujos de inversión canalizados por la Bolsa española a través de ofertas públicas de venta y suscripción, ampliaciones de capital y nuevas admisiones a cotización ha superado los 36.950 millones de dólares, situándose entre las primeras del mundo de acuerdo con datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

Por su parte, la actividad corporativa ligada a Ofertas Públicas de Adquisición

(OPAs) ha sido escasa, 4 operaciones, pero relevante. Una entidad bancaria de dilatada trayectoria bursátil, Banco Pastor, ha sido adquirida mediante una OPA por valor de 1.160 millones por el Banco Popular. Ya en diciembre, la compañía aérea IAG presentaba ante el organismo supervisor una OPA sobre el 54% de las acciones de Vueling que no poseía y Banco Santander comunicaba su intención de absorber su participada Banesto.

MAB

La restricción financiera que afecta a la economía española se manifiesta con especial intensidad para las compañías de menor tamaño con proyectos de expansión. Es en esta coyuntura donde adquiere todo su significado el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, mercado promovido por BME y diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas empresas a los mercados de valores. A finales de 2012 son 22 las compañías cotizadas y gana solidez como alternativa de financiación de mercado dentro del escenario de restricciones a la financiación bancaria para las Pymes.

Además de cinco incorporaciones al MAB (Bionaturis, Carbuces Europe, Ibercom, Suavitas e 1nKemia) mediante Ofertas Públicas de Suscripción, se han llevado a cabo nueve operaciones de ampliación de capital de empresas cotizadas en este mercado por importe de más de 30 millones de euros; la última de ellas por valor de 18 millones de euros, realizada por Let's Gowex, la mayor del mercado desde su nacimiento. La combinación que ofrece el MAB de financiación, liquidez para los accionistas, valoración permanente o reconocimiento público de las compañías, lo convierten en un instrumento de gran potencial como

punta de lanza del cambio en el modelo de financiación de las empresas españolas. Así lo han reconocido diferentes instancias públicas que lo han apoyado con incentivos fiscales o ayudas económicas a las empresas para preparar su salida al mercado.

Tipos de interés y Deuda Pública

El mercado de Deuda pública española se ha visto sometido a grandes tensiones a lo largo de 2012. El bono español a 10 años, que iniciaba el año con tipos del 5,06% se encarecía más de 2,5 puntos en poco más de medio año y alcanzaba el 24 de julio su nivel máximo desde el nacimiento de la moneda única en el 7,53% poniendo a España al borde de perder el acceso a los mercados de deuda.

La aprobación de la asistencia financiera europea para recapitalizar la banca española y el rol más activo anunciado por el Banco Central Europeo a la hora de defender el euro conseguían atenuar las tensiones y los tipos de interés de la deuda española caían fuertemente hasta situarse al cierre de diciembre en el 5,23% más de dos puntos por debajo del nivel máximo alcanzado en julio. La prima de riesgo también se reducía de forma apreciable hasta los 3,92 puntos.

No solo los tipos de interés en el mercado de Deuda pública española se han visto afectados por las tensiones, también los volúmenes de contratación arrojan cifras significativamente inferiores a las de 2011. Han descendido un 30% en 2012 con algo más de 4,74 billones de euros en operaciones de compraventa simple al contado 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. La operativa electrónica en deuda pública canalizada mayoritariamente a través

de la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública de BME, acumula un volumen de negociación en 2012 de 40.034 millones de euros.

Deuda Corporativa

A pesar de las dificultades, las emisiones en el mercado primario de Deuda Corporativa ha registrado un notable incremento en el presente año en España, con un volumen acumulado en 2012 de 364.000 millones de euros, un 31% más que el mismo período del año anterior. El incremento se produjo tanto en lo que se refiere a los activos de corto plazo como a los de medio y largo plazo. Los pagarés han registrado un volumen de emisión de 134.347 millones de euros (+ 32%) y las emisiones de activos de medio y largo plazo han alcanzado un volumen de 229.627 millones de euros, con un incremento del 30%.

La favorable evolución del mercado primario o de emisión se ha desenvuelto en paralelo con la misma tendencia en el mercado mundial de bonos, que ha registrado una revitalización, especialmente en los últimos meses del año.

Por su parte, la actividad negociadora en el mercado de Deuda Corporativa ha sido menos intensa en 2012 con un volumen que ha superado los 2,56 billones de euros, la mitad que el año anterior.

SEND

Cuando se cumplen dos años y medio de funcionamiento, la actividad del SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda), la plataforma electrónica de Renta Fija para particulares creada por BME muestra una clara progresión en cuanto a sus volúme-

nes, tanto en términos de efectivo como de operaciones. La mejora de la calidad del mercado es visible en el estrechamiento de las horquillas entre las posiciones de compra y venta y en la accesibilidad de la información para los inversores particulares.

Entre los proyectos para un próximo futuro está la incorporación al SEND de los valores de Deuda Pública lo que redundaría en un acercamiento y una simplificación del acceso a estos activos por parte de los pequeños inversores. Un paso más en el camino hacia un sistema financiero más desintermediado.

Futuros y Opciones

MEFF, el mercado de opciones y futuros de BME, mantuvo en el año 2012 un volumen de contratos negociados, 67,17 millones, similar al del anterior ejercicio y con un comportamiento destacado de las opciones sobre el IBEX 35 (+91%) y las opciones sobre acciones individuales (+17%). Si bien la volatilidad de los primeros meses del año aumentó las necesidades de cobertura y produjo un incremento inicial de los volúmenes, la actividad del mercado se ha visto lastrada por la prohibición de las posiciones cortas.

Entre las novedades del año destaca el lanzamiento de un contrato de Futuro sobre el bono nocional a 10 años con el objetivo de servir de instrumento de cobertura y ofrecer nuevas oportunidades en la ejecución de estrategias y trading, y la ampliación del horario de negociación de los contratos de futuros sobre el IBEX 35 para coincidir con otras bolsas internacionales.

Al igual que en los años precedentes desde el inicio de la crisis financiera, los mercados de productos derivados han continuado siendo objeto de intensa reforma regulatoria a lo largo de 2012. El elevadísimo volumen de estos productos que se negocia de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado de derivados "over the counter" u OTCD) mantiene encendida la alerta sobre el

riesgo sistémico que acumulan y la necesidad de mejorar la transparencia de estos mercados. Entre las medidas propuestas está encauzar la negociación de estos productos desde el mercado OTC de negociación bilateral a plataformas electrónicas de mercados organizados, que se compensen a través de cámaras de Contrapartida Central (CCP), así como requerir el uso de registros de operaciones (Trade Repositories) en el caso de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Para derivados no liquidados a través de CCPs se ha propuesto que sea obligatorio el depósito de garantías y márgenes.

ETFs

El número de Fondos Cotizados a disposición del inversor en la Bolsa española se eleva al cierre de 2012 a 73 con un volumen anual de negociación efectivo de 2.699 millones de euros. Destaca el crecimiento del número de negociaciones, un 27%, como indicador de la popularización de este instrumento para llevar a cabo estrategias hasta hace pocos años restringidas a los inversores institucionales.

Derivados sobre electricidad

Entre los nuevos servicios puestos en marcha por BME, en 2012 cerrará su primer ejercicio completo MEFFPower, que ofrece servicios de Cámara de Contrapartida Central (CCP) para los derivados sobre energía eléctrica. Se ha consolidado su operativa con un creciente registro en Cámara y número de participantes que ya han alcanzado los 40. El promedio mensual registrado en MEFFPower en 2012 es un 72% superior al del año anterior.

Cámara de Contrapartida Central para repos

También entre los servicios de Cámara de Contrapartida Central se encuentra MEFFREPO que desempeña este servicio para repos de Deuda Pública. A finales de 2012 cuenta con 32 entidades participantes y durante el año 2012 ha visto progresivamente aumentados sus volúmenes y número de operaciones. Desde el mes de mayo los volúmenes mensuales han superado en todos los casos los 100.000 millones de euros. El saldo vivo de operaciones no vencidas en las que MEFFREPO actúa de contrapartida ha ido creciendo hasta alcanzar el último mes del año una cifra media de 28.317 millones de euros.

En el ámbito europeo ha destacado en 2012 la aprobación final del reglamento sobre infraestructuras de los mercados de valores europeos, el conocido como Reglamento EMIR, cuyo fin es dotar de mayor seguridad y transparencia al mercado de derivados no negociados en Bolsa (OTC), el establecimiento de reglas comunes para las entidades de contrapartida central (CCPs) y las reglas para establecer la interoperabilidad entre cámaras. También se ha avanzado en la renovación de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, MiFID II y Reglamento MiFIR, cuya aprobación se esperaba a corto plazo. ■

Iniciativas legislativas

También 2012 ha vuelto a ser un año intenso en medidas regulatorias para hacer frente a la difícil situación económica que atraviesa España y, en especial, para reordenar su sistema bancario. En febrero de 2012 se aprobaba un nuevo Real Decreto-Ley (2/2012) que elevaba de nuevo las exigencias de cobertura de la exposición al sector inmobiliario. Una vez aprobada en julio la asistencia financiera a España por importe de hasta 100.000 millones de euros condicionada al cumplimiento de un Memorando de Entendimiento (MoU) con 32 condiciones, el 31 de agosto de 2012 el Gobierno plasmó en el Real Decreto-Ley 24/2012, parte de los compromisos asumidos en el MoU, mediante el establecimiento de un nuevo marco de reestructuración y de resolución de entidades, que podrán liquidarse a través de la venta del negocio, la transmisión de activos a un banco puente o la transmisión de activos a una entidad de gestión de activos denominada Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), conocida coloquialmente como "banco malo".

CIFRAS DEL AÑO

INDICADORES DE MERCADO

	30/12/2010	30/12/2011	31/12/2012	Variación	Máximo(*)	Fecha	Mínimo(*)	Fecha
IBEX 35	9.859,10	8.566,30	8.167,50	-4,66%	8.902,10	9 feb.	5.956,30	24 jul.
IBEX 35 con dividendos	18.598,80	17.157,80	17.634,80	2,78%	18.047,70	9 feb.	12.665,90	1 jun.
IBEX MEDIUM CAP	10.120,30	8.024,10	9.135,40	13,85%	9.301,70	19 dic.	7.189,60	1 jun.
IBEX SMALL CAP	5.985,50	4.483,00	3.387,00	-24,45%	4.623,40	3 en.	3.007,30	24 jul.
IBEX TOP DIVIDENDO	2.296,10	2.161,10	2.006,90	-7,14%	2.235,80	6 feb.	1.501,30	24 jul.
FTSE4Good IBEX	9.021,50	7.991,00	7.392,70	-7,49%	8.364,10	9 feb.	5.535,30	24 jul.
FTSE Latibex Top	5.498,70	4.560,10	4.442,40	-2,58%	5.251,80	15 mar.	4.297,00	16 nov.
FTSE Latibex Brasil	15.443,10	11.766,50	10.138,20	-13,84%	14.226,10	2 mar.	9.604,40	22 nov.
Tipos de Interés a 10 años	5,45%	5,27%	5,26%					
Tipo de cambio dólar / euro	1,34	1,29	1,32					

(*) Calculados s/datos de cierre de sesión

VOLÚMENES DE CONTRATACIÓN

	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Variación
Renta Variable	1.037.277	925.321	698.950	-24,46%
Deuda Corporativa	3.658.057	5.444.735	2.565.086	-52,89%
Renta Fija Bursátil	74.633	70.329	57.662	-18,01%
Deuda Pública(*)	4.635.019	6.820.935	5.092.199	-25,34%
Contratos Futuro	29.544.370	35.961.654	28.390.709	-21,05%
Contratos Opción	40.679.792	31.609.307	38.713.448	22,47%

(*) Operaciones simples de contado sobre Deuda Pública anotada

CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS

	30/12/2010	30/12/2011	31/12/2012	Variación(*)
Capitalización Renta Variable	1.071.633	966.058	945.935	-2,08%
Saldo vivo Deuda Pública	580.687	646.316	706.450	9,30%
Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF	850.186	882.395	880.174	-0,25%

(*) Sobre el cierre del año anterior

1

ENTORNO ECONÓMICO Y PANORAMA GENERAL

Por fin y tras varios años de crisis los acontecimientos de 2012 indican que algunos consensos importantes han empezado a materializarse en hechos. Los avances han sido y son lentos, las fricciones muchas y la posición cíclica de las economías diferente pero hay una conciencia común de todos los agentes, públicos y privados, sobre la necesidad de actuar al unísono en determinadas direcciones, haciendo algunos sacrificios a corto plazo para obtener resultados después.

El primer consenso es sobre la estabilización del sistema financiero y el reforzamiento de sus indicadores de solvencia para asegurar que los flujos de financiación se revitalicen y lo hagan de manera ordenada. Para que esto ocurra es necesario que, simultáneamente, los países ganen credibilidad frente a sus acreedores y para ello hay que empezar por desendeudarse: cerrar la brecha del déficit en un tiempo no muy prolongado. En ambos casos se han dado pasos importantes en 2012 impulsados desde Gobiernos e instituciones supranacionales, especialmente en Europa. No obstante, la crisis de deuda soberana aún no ha remitido pero sí se fue sosegando progresivamente y en especial en la recta final del año (una dinámica que continúa en el arranque de 2013).

El segundo tiene que ver con la determi-

nación de empresas y hogares de abordar la reducción de su elevada posición deudora como medida previa a retomar sus planes de prosperidad y crecimiento. En el ámbito del sector empresarial, financiero y no financiero, esto se ha traducido en ventas de activos y dotaciones extraordinarias que han impactado negativamente en sus cuentas de resultados, si bien el balance de sus actividades ordinarias hasta el cierre del tercer trimestre de 2012 era positivo.

Ambos hechos han vertido efectos contractivos sobre la demanda general de consumo e inversión que fueron creciendo durante 2012, empeorando finalmente las perspectivas macroeconómicas para 2013 y 2014 en casi todas las economías del mundo. Pero algunas variables económicas de fondo, estructurales, han mejorado y, probablemente por ello, el conjunto de las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los países desarrollados repuntaron en 2012 en un contexto de menor volatilidad. Las economías más afectadas por varias crisis a la vez, caso de España, vieron una reducción del ritmo descendente de sus principales índices bursátiles en la segunda mitad del año, aún sin abandonar el terreno de las variaciones anuales negativas y con niveles de volatilidad excesivamente altos que, en el mes de diciembre comenzaron a ceder a la bajar de manera acelerada.

Contracción generalizada de la economía

Si miramos más allá de las cotizaciones, la actividad global en los mercados de valores en 2012 en el ámbito de la renta variable continuó marcada por la inestabilidad financiera y económica generalizada: menores volúmenes de negociación y escasa incorporación de nuevas empresas a Bolsa. A una primera mitad del año dominada principalmente por las dudas sobre la viabilidad del euro le siguió una segunda dónde la escena fue protagonizada por un generalizado empeoramiento de las expectativas económicas en las áreas que parecían mejor posicionadas para liderar la vuelta al crecimiento: Estados Unidos, Alemania y las economías emergentes con China a la cabeza.

Las medidas de austeridad impuestas para reconducir los desequilibrios de las finanzas públicas en áreas desarrolladas de referencia como Reino Unido, Francia y España, entre otros, no sólo no han sido capaces de disuadir plenamente los riesgos de la deuda soberana sino que arrastraron a la baja los niveles de consumo e inversión en dichas zonas y de forma encadenada en las economías relacionadas con ellas. El FMI ha reconocido en su último informe de Perspectivas que el impacto de los recortes presupuestarios sobre el nivel general de actividad económica está siendo mayor que lo que sus modelos pasados proyectaban. Esta situación tiene lugar en un contexto dónde no queda prácticamente margen de estímulo desde la política monetaria convencional con tipos de interés de intervención muy cercanos a cero, tanto en Norteamérica como en Europa. Es cierto, no obstante, que tanto la Reserva Federal como el BCE están adoptando otro tipo de medidas cuantitativas que persiguen disipar dudas sobre las disposiciones de liquidez y alcanzar la normalización del flujo de capitales, crédito e inversión internacionales.

SIGUE EN PÁGINA 16 >>

Crecimiento económico internacional: progresivo empeoramiento de las perspectivas durante el año

La austeridad ha comenzado a hacer mella fuera de la periferia de la zona euro. La fuerte depresión de las economías de esa área, inducida en buena medida por los agresivos recortes presupuestarios impuestos con fecha desde el núcleo de poder de la Unión Europea, ha comenzado a trasladar sus negativos efectos sobre la actividad económica internacional. Así lo muestra el generalizado empeoramiento de las Perspectivas de crecimiento elaboradas por el Fondo Monetario Internacional en su Informe de octubre de 2012. El cuadro macroeconómico dibujado por este organismo encogió en -0,6 y -0,7 décimas la previsión de aumento del volumen mundial de comercio de bienes y servicios para 2012 y 2013 amparándose en un comportamiento de las exportaciones e importaciones sensiblemente peor (-1,7 y -0,8 décimas menos para 2012).

Estas proyecciones son resultado del anémico crecimiento esperado en las economías fuertes de Europa en 2012 (Alemania 0,9% frente al 3,1% de 2011; Francia 0,1% frente a 1,8%; Reino Unido -0,4% frente a 0,8%). Estas caídas, centradas en la reducción de la demanda interna en dichos países, han redundado y se han combinado con la pérdida de impulso de la recuperación en Estados Unidos y la disminución del ritmo ascendente de las principales economías emergentes (China, India y Brasil). El enorme agujero fiscal norteamericano equivalente casi al 9% de su PIB y con una deuda pública del orden del 107% del mismo, abocan a un 2013 dónde los recortes de gasto y/o aumentos impositivos tendrán, sin duda, un efecto contractivo sobre el dinamismo del principal foco económico del mundo.

El generalizado proceso mundial de desapalancamiento de la economía se ha dejado notar sobre los datos de actividad y sólo las políticas expansivas o de respaldo financiero establecidas por los Bancos Centrales en todo el mundo parecen ser capaces de oxigenar el escenario a corto plazo. Tal vez, recogiendo esta combinación de causas, el movimiento general de los mercados de acciones en 2012 fue de crecimiento acelerado de los precios en la primera mitad del año (excepción hecha de España y los países europeos con riesgo elevado en su deuda soberana) y posterior apaciguamiento hasta la cerrar el ejercicio. Esta tendencia continua en las primeras semanas de 2013. ■

PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI (OCTUBRE 2012)

	Real		Proyecciones	
	2010	2011	2012	2013
Crecimiento PIB (%)				
Producto mundial	5,1	3,8	3,3	3,6
Economías avanzadas	3,0	1,6	1,3	1,5
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	2,1
Japón	4,5	-0,8	2,2	1,2
Reino Unido	1,8	0,8	-0,4	1,1
Eurozona	2,0	1,4	-0,4	0,2
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,9
España	-0,3	0,4	-1,5	-1,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,5	4,0	2,1	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,4	6,2	5,3	5,6
América Latina y Caribe	6,2	4,5	3,2	3,9
China	10,4	9,2	7,8	8,2
India	10,1	6,8	4,9	6,0
Volumen de COMERCIO (% anual)				
Importaciones	12,6	5,8	3,2	4,5
Economías avanzadas	11,4	4,4	1,7	3,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	14,9	8,8	7,0	6,6
Exportaciones				
Economías avanzadas	12,0	5,3	2,2	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	13,7	6,5	4,0	5,7
	2010	2011	2012	2013
Precios al consumidor (% anual)				
Economías avanzadas	1,5	2,7	1,9	1,6
Estados Unidos	1,6	3,1	2,0	1,8
Japón	-0,7	-0,3	0,0	-0,2
Reino Unido	3,3	4,5	2,7	1,9
Eurozona	1,6	2,7	2,3	1,6
Alemania	1,2	2,5	2,2	1,9
España	2,0	3,1	2,4	2,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	2,4	3,4	2,3	2,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,1	7,2	6,1	5,8

	Real		Proyecciones
	2010	2011	2012
Tasa de paro (% pobl. Activa)⁽¹⁾			
UE	9,7	9,7	9,7
Eurozona	10,1	10,1	10,1
Alemania	7,1	5,9	5,5
España	20,1	21,7	25,1
Reino Unido	7,8	8,0	7,9
Estados Unidos	9,6	8,9	8,2
Japón	5,1	5,1	4,5

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

	2010	2011	2012	2013
Balanza por Cta. Crrte. (% s/PIB)				
Economías avanzadas	0,0	-0,2	-0,4	-0,3
Estados Unidos	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1
Japón	3,7	2,0	1,6	2,3
Reino Unido	-2,5	-1,9	-3,3	-2,7
Eurozona	0,4	0,4	1,1	1,3
Alemania	6,0	5,7	5,4	4,7
España	-4,5	-3,5	-2,0	-0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	7,2	6,6	5,6	5,5

Déficit Público en % s/PIB				
Economías avanzadas	-9,0	-7,8	-7,2	-6,1
Estados Unidos	-11,2	-10,1	-8,7	-7,3
Japón	-9,4	-9,8	-10,0	-9,1
Reino Unido	-9,9	-8,5	-8,2	-7,3
Eurozona	-6,2	-4,1	-3,3	-2,6
Alemania	-4,1	-0,8	-0,4	-0,4
España	-9,4	-8,9	-7,0	-5,9

Deuda pública bruta en % s/PIB				
Estados Unidos	98,6	102,9	107,2	111,7
Japón	215,3	229,6	236,6	245,0
Reino Unido	75,0	81,8	88,7	93,3
Eurozona	85,4	88,0	93,6	94,9
Alemania	82,4	80,6	83,0	81,5
España	61,3	69,1	85,0	91,3

>> VIENE DE PÁGINA 14

Menor nivel de actividad en las Bolsas: causas, consecuencias y cautelas

Por tanto, las Bolsas han vivido en 2012 un ejercicio repleto de incertidumbres y han recogido con menores niveles de actividad las tensiones financieras internacionales y el empeoramiento de las cuentas de resultados de un gran número de empresas. Los menores volúmenes de negociación en acciones reflejan, por un lado, las fuertes cautelas en la toma de riesgos por parte de los agentes ahorradores y, por otro, la sequía de las fuentes de financiación tal como demuestran todos los datos internacionales de salidas a Bolsa y captación de fondos en operaciones de capital riesgo. Las principales damnificadas de esta combinación de factores, falta de financiación, menor apetito por el riesgo y descenso del nivel de actividad económica, han sido las Pymes que se ven estranguladas financieramente ante la fuerte retracción del crédito bancario y la ausencia de alternativas factibles para refinanciar sus deudas u obtener fondos para financiar lo que podrían ser buenas oportunidades de negocio e inversión.

La globalización está mostrando su peor cara en esta crisis. Empresas, países y ciudadanos desendeudándose al mismo tiempo y contrayendo sus presupuestos en un juego de todos contra todos que dificulta mucho una salida fácil y ordenada hacia el crecimiento. Un proceso donde las regulaciones y los gobiernos de turno proceden a intentar delimitar riesgos con medidas recaudatorias y/o, en algunos casos, restricciones a determinadas actividades consustanciales al natural desarrollo y expansión de las estrategias de mercado que generalmente no recaen ecúanimemente sobre el amplio conjunto de participantes en el juego de la economía. En este ámbito los aumentos de la tributación de los rendimientos y plusvalías derivadas de operaciones de inversión (especialmente a corto plazo), el acuerdo de 11 países europeos para poner en

marcha una tasa sobre las transacciones financieras (FTT), la restricción sobre la toma de posiciones cortas en los mercados de acciones o los intentos por restringir la negociación de alta frecuencia, son elementos que están pesando también negativamente sobre los volúmenes de negociación canalizados a través de los mercados de valores regulados. Son frenos a la liquidez sin evidencias de que las contrapartes positivas esperadas se consigan y ni de si se alcanzan las metas recaudatorias perseguidas, contribuyan a lograr mejor los objetivos generales trazados.

Algunos datos y cuestiones importantes a pesar de la penalización de la “marca España”

Instaurados en esta realidad el balance de actividad de la Bolsa española en 2012 no ha sido excesivamente negativo, a pesar de que nuestra economía está particularmente afectada por un fuerte proceso de reestructuración de su sector financiero (con amplia presencia en la Bolsa) y una prima de penalización en las condiciones de financiación que, de momento, parece hacer estéril el amplio conjunto de restricciones presupuestarias y reformas de calado puestas en marcha. Nuestros acreedores siguen poniendo en cuestión la credibilidad del proyecto económico español menospreciando, tal vez en exceso, los esfuerzos y algunas virtudes de base de nuestro entramado económico que se dejan ver tímidamente tras los muros levantados por la tasa de paro y el déficit público. Tal es el caso de nuestras cifras de crecimiento de la exportación (superiores a las de la mayoría de países del mundo) o de las condiciones de competitividad de nuestra fuerza de trabajo, frecuentemente ignoradas por muchos analistas.

La sola adscripción del DNI de nuestras empresas a España ejerce, por el momento, un influjo negativo mayor que otras consideraciones más cercanas a la realidad de sus fuentes de obtención de ingresos, la capacidad para adjudicarse negocios internacionales o la sólida estructura de sus balances. Estas circunstancias que, sin duda, están pesando sobre las cotizaciones no lo han hecho, sin embargo, en igual medida sobre variables claves de la actividad bursátil. A pesar de ser casi el único mercado afectado por la prohibición de cortos de todos sus valores desde hace ya medio año, la liquidez de sus títulos cotizados sigue muy fuerte y, en términos diferenciales, los volúmenes efectivos negociados han caído en similar proporción que en otras plazas aunque la disminución de las cotizaciones haya sido superior. Asimismo, en cuestión de apoyo a la captación de recursos por parte de las empresas españolas las cifras son bastante positivas, tanto en el caso del mercado de renta variable como en el de renta fija.

Podríamos decir que este año los datos de actividad en los mercados de valores españoles regulados refrendan de manera especial el importante papel de los mismos como referentes en apoyo frente al déficit de financiación. Los procesos de recapitalización de la banca y de desendeudamiento del sector no financiero con paralelo refuerzo de sus recursos propios se han producido, en buena parte, mediante el uso de operaciones corporativas materializadas en los mercados. Mediante ampliaciones de distinto tipo y fórmulas retributivas novedosas las empresas han ampliado su base de capital y reforzado su estructura de balance. Compañías de menor tamaño (como las cotizadas en el MAB) han podido ejecutar con éxito programas de ampliación de capital que les ha permitido captar los recursos necesarios para proseguir con su expansión en un entorno donde el crédito bancario está fuertemente restringido. La Bolsa española aparece como la segunda plaza europea y la quinta mundial con mayor volumen anual de flujos

nuevos de financiación canalizados (25.500 millones de euros). También el mercado de renta fija (AIAF) ha acogido la cotización de Bonos y Pagarés de empresas orientados a captar financiación en los mercados y, en ocasiones, reemplazar instrumentos previamente colocados entre muchos inversores y que han sido fuente de gran controversia.

Aspectos particulares de la coyuntura económica nacional

Desde el punto de vista del entorno bursátil son tres los elementos centrales que han marcado el devenir de las cotizaciones de los valores españoles en 2012: las dudas sobre el plazo de salida de la recesión, la reestructuración del sector bancario en España y la decisión del BCE de jugar un papel más activo en la defensa del euro o, de manera más amplia, iniciativas importantes en la consolidación de la UE (MEDE, Unión Bancaria,...). La combinación de resultados de estos tres factores ha derivado en una ligera moderación de la prima de riesgo soberana que se acercó a los 600 puntos básicos en julio de 2012 y que en la actualidad transita entre los 330-360.

El primero de estos elementos es fuente de sensibles discrepancias respecto al horizonte temporal de superación de la crisis y corrección del déficit público entre el Gobierno y el consenso de analistas externos nacionales e internacionales. La caída del PIB nacional esperada por todos este año es del orden del -1,5% pero para 2013 los Presupuestos Generales apuntan un descenso del -0,5% cuando los consensos de expertos externos cifran esta caída en el entorno del -1,5%. Esta diferencia no es baladí ya que de cumplirse uno u otro escenario el comportamiento de los ingresos tributarios previstos difiere enormemente y, por tanto, sin medidas adicionales de recorte

SIGUE EN PÁGINA 20 >>

España: el alto desempleo empaña cualquier previsión

La economía española gana competitividad en un entorno recesivo que compromete el cumplimiento de los objetivos presupuestarios del Gobierno a corto y medio plazo. En la parte final de 2012, los mercados de deuda comenzaron a emitir algunas señales positivas sobre España que, parece, se mantienen actualmente.

Recién estrenado en 2013 la economía española sigue digiriendo pesadamente los excesos de su pasado repletos de decisiones poco sopesadas y poca transparencia para desvelar la situación real de su sistema financiero. Las grandes cifras del cuadro macroeconómico y la lacra del paro no alientan al optimismo a corto plazo, si bien hay algunos elementos de fondo positivos que puede que no estén siendo convenientemente puestos en valor: “los árboles no dejan ver el bosque”, o al menos una bonita parte del mismo, podríamos decir.

Al analizar la situación actual de la economía española nos encontramos con descensos reales y proyectados en las variables de consumo e inversión en 2012 y 2013. Significativamente elevados en el segundo capítulo. Unos y otros motivados por el aumento del desempleo y los recortes en las ayudas y servicios públicos que están socavando la renta disponible de hogares y los excedentes de las empresas en un círculo retroalimentado. La deflación de activos (reales y financieros) y la retracción generalizada del crédito son, a su vez, dos factores que confluyen en esta crisis aguda dónde las apelaciones del Gobierno a la confianza en que las reformas en marcha darán fruto a largo plazo tratan de imponerse a la realidad de la calle y la dureza del clima económico.

ALGUNAS BUENAS NOTICIAS

Los análisis expertos sitúan las mejores noticias para nuestro Producto Interior Bruto en el sector exterior. El aumento del desempleo y la congelación salarial están ejerciendo efectos positivos sobre nuestros costes salariales unitarios (bastante inferiores a los del núcleo de la Eurozona) y favoreciendo aumentos de nuestra productividad y competitividad a corto plazo. Estas circunstancias tienen reflejo en los incrementos del volumen de exportaciones español (superiores a los de grandes economías emergentes como China) de los que la mayoría de las cotizadas españolas dan buena muestra. También el sector turístico está funcionando relativamente bien y consigue compensar el fuerte descenso del gasto en turismo interior. Todo ello se conjuga con descensos importantes en la cifra de importaciones y dan como resultado variaciones del PIB negativas, pero menos de lo que serían de no existir este

colchón exterior. Merced a este buen comportamiento de los negocios con el exterior el déficit por cuenta corriente ha pasado de un importe cercano al 10% del PIB hace tres años a uno de alrededor del 2% esperado en 2012 y que algunos ya proyectan como un ligero superávit en 2013.

LOS RIESGOS DE INCUMPLIMIENTO DEL OBJETIVO DE DÉFICIT

Por supuesto, las proyecciones de mejora en el empleo se posponen para otro momento y la tasa de paro esperada en los próximos 2 años no baja del 25%.

Esta tozuda realidad es la que más incredulidad introduce en la evaluación de los Presupuestos Generales del estado presentados por el Gobierno hace ahora, en enero de 2013, ya tres meses: ¿son demasiado optimistas las previsiones de ingresos a pesar del fuerte recorte de gastos acometidos y proyectados? Es una respuesta difícil y sujeta a escenarios de proyección muy subjetivos. Con la ayuda de un proceso de reestructuración del sector financiero que, por fin, parece que se está acometiendo con seriedad y cierto apoyo en la declaración de intenciones de los responsables del BCE y de la Comisión Europea de tomar acciones que ayuden a superar el trago a la economía española, parece que los mercados de deuda están respondiendo de forma ligeramente favorable a una mejora de las condiciones en el medio plazo. La rebaja de la prima de riesgo desde el verano de 2012 ha sido sustancial y los precios de las acciones han recobrado cierto ánimo al alza toda vez que la volatilidad empezó a reducirse ostensiblemente desde las últimas semanas del pasado ejercicio.

Con o sin ayudas europeas (el popular “rescate” en boca de todos todo el año) nuestro déficit público es difícil que cierre este ejercicio en el 6,3% del PIB previsto porque los efectos de la austeridad sobre la actividad están siendo superiores a los inicialmente estimados, aquí y en todos los países. Parece ineludible que el proceso de saneamiento del sector público y el financiero junto con el progresivo desendeudamiento del sector privado no financiero se traduzca en un ligero aumento de nuestro nivel de deuda pública hasta una cifra equivalente al 90-92% del PIB en 2013.

España afronta un duro ajuste y un profundo déficit de financiación que deben conducir a un cambio de modelo en la base de la organización y funcionamiento de nuestro entramado económico, productivo y de servicios (especialmente financieros). En este camino existe la oportunidad de reducir la excesiva dependencia de la

financiación de nuestras empresas del crédito bancario. Los mercados de valores pueden aportar en este ámbito alternativas que ayuden a construir ese nuevo esquema de flujos de financiación con seguridad, liquidez y, finalmente, menos riesgo para los negocios y para la estabilidad del empleo. ■

ESCENARIO MACROECONÓMICO PARA ESPAÑA 2012-2013

VARIACIÓN ANUAL (%) SALVO INDICACIÓN

	2012				2013			
	FMI (octubre 2012)	Comisión Europea (otoño 2012)	Presupuestos Generales del Estado	Consenso analistas españoles (23 de octubre 12) (1)	FMI (octubre 2012)	Comisión Europea (otoño 2012)	Presupuestos Generales del Estado	Consenso analistas españoles (23 de octubre 12) (1)
Cuadro macroeconómico								
PIB	-1,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,3	-1,4	-0,5	-1,5
Consumo de los Hogares	-2,2	-1,9	-1,5	-2,0	-2,4	-2,1	-1,4	-2,2
Consumo público	-4,1	-4,9	-4,8	-4,8	-5,4	-7,2	-8,2	-6,9
FBCF	-8,9	-9,0	-9,9	-8,8	-4,1	-5,6	-2,1	-5,9
Bienes de Equipo	-6,8	-6,6		-7,5	-3,6	-3,5		-3,9
Construcción	-11,0			-11,5	-4,8			-7,4
Demanda nacional	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-3,3	-3,8	-2,1	-3,8
Exportaciones	2,4	2,1	1,6	2,3	3,5	4,2	6,0	4,1
Importaciones	-5,7	-6,3	-6,7	-5,8	-2,8	-3,2	-1,5	-3,3
Saldo exterior (contrib. PIB)	2,4		2,5		1,9		2,3	
Otros Indicadores								
Empleo	-4,4	-4,5	-3,7	-3,9	-0,1	-2,7	-0,2	-2,6
Tasa de Paro (% s/ población activa)	24,9	25,1	24,6	24,7	25,1	26,6	24,3	26,1
Coste Laboral Unitario	-2,5	-2,7	-3,5	0,6	-2,5	0,1	0,8	0,5
Tasa de Ahorro Familias (% s/ RBD)		8,7				8,1		
Saldo B. Pagos c/c (% PIB)	-2,0	-2,4	-1,9	-1,8	-0,1	-0,5	0,1	-0,1
Capac o Necesid. Financiación (% PIB)		-1,9	-1,4	-3,5		0,0	0,6	-1,9
Saldo AA.PP (% PIB)	-7,0	-8,0	-6,3	-6,9	-5,7	-6,0	-4,5	-5,1
Deuda pública bruta (% PIB)	85,0	86,1	85,3		91,3	92,7	90,5	

(1) Fuente: FUNCAS

>> VIENE DE PÁGINA 17

de gastos y/o aumento de impuestos, la evolución dibujada para el déficit público también arroja grandes divergencias. Las diferencias arrancan ya para este mismo ejercicio (7,3% vs 8%) y se van ampliando para los dos próximos (4,5% vs 5%-6% en 2013 y 2,8% vs 6% en 2014). Asumiendo que en cualquier escenario la tasa de paro se moverá en el entorno del 25% estas discordancias no ayudan a despejar unas incógnitas que se verán muy influidas por la resultante final del proceso de saneamiento de nuestros bancos y la disposición efectiva del BCE y nuestros socios europeos de avanzar y actuar solidariamente en el establecimiento de las autoridades y mecanismos necesarios que eviten las extraordinarias discriminaciones en las condiciones de financiación que están padeciendo algunos países como España, y que no se compadecen con la voluntad emanada del verdadero proyecto de la Unión Europea.

En cuanto a la recapitalización y el saneamiento del sector bancario español se han producido durante 2012 avances significativos. Se han aumentado las obligaciones de cobertura respecto a la exposición a activos inmobiliarios y se han definido las necesidades de capitalización entidad a entidad. En conjunto han quedado fijadas en cerca de 60.000 millones de euros. Para cubrir las autoridades españolas y europeas firmaron un acuerdo de asistencia financiera (MoU) con el límite de 100.000 millones que España debe activar si lo estima conveniente. De momento este paso no se ha completado, parece que a la espera del resultado de diferentes acciones que se están llevando a cabo para tratar de mejorar la estructura de capital de las entidades financieras afectadas: ventas de activos, captación de capital de inversores privados, traspaso de activos al SAREB (el famoso “banco malo”),... Tras finalizar estos procesos se cuantificará la ayuda pública definitiva que es necesario solicitar. Un importe que también tendrá incidencia sobre las previsiones de déficit público. De momento se ha aprobado un primer tramo de ayudas para las 4 entidades con mayores problemas: 37.000 millones de euros percibidos en diciembre de 2012.

Recapitalización y reestructuración del sector bancario español: pruebas de resistencia y asistencia financiera europea

El sector bancario español fue durante 2012 epicentro de las tensiones financieras vividas en el área euro. El denominado “nudo infernal” que relaciona la deuda soberana con la crisis bancaria se manifestó con toda su crudeza para España que se vio obligada a solicitar asistencia financiera a la Unión Europea para la recapitalización y reestructuración de algunos bancos ante la incertidumbre generada en los mercados de deuda pública española por la debilidad de algunas entidades ya intervenidas y sus elevadas necesidades de recapitalización.

Siguiendo la estela de reformas del sistema financiero que se iniciaron en 2008, en febrero de 2012 se aprobó un Real Decreto-Ley (2/2012) que elevó de nuevo las exigencias de cobertura de la exposición al sector inmobiliario, sin embargo esto volvió a ser insuficiente para evitar la desconfianza. En un intento definitivo de abordar el saneamiento del sistema bancario español las autoridades económicas y monetarias españolas decidieron realizar un esfuerzo de transparencia sin precedentes en Europa sometiendo a las entidades financieras españolas a unas pruebas de resistencia realizadas por consultoras independientes (Oliver Wyman y Roland Berger), cuyo objetivo era evaluar la resistencia del sector bancario ante escenarios macroeconómicos futuros muy adversos y conocer las necesidades de capital en esos posibles escenarios. En paralelo con ese proceso el 25 de junio de 2012 el Gobierno español solicitó asistencia financiera a la Unión Europea para la reestructuración y recapitalización de su sector bancario. El Eurogrupo acordó en julio su concesión por importe de hasta 100.000 millones de euros condicionada al cumplimiento de un Memorando de Entendimiento (MoU) con 32 condiciones, que suponía una revisión en profundidad de los segmentos vulnerables del sector financiero español. La cantidad se reveló suficiente para la cobertura de las necesidades de capital que el resultado de las pruebas de resistencia estimó en un máximo de casi 60.000 millones de euros para las 14 entidades que representaban el 90% del sistema financiero español en el “escenario adverso” (26.000 millones en el escenario base), sin tener en cuenta fusiones, efectos fiscales ni ventas de activos que reducirían la factura hasta los 53.000 millones de euros.

LAS AYUDAS DESDE EUROPA

El Memorando de Entendimiento (MoU) firmado por el Gobierno español y la Unión Europea clasificó los bancos españoles en cuatro grupos en función de las necesidades de capital que arrojasen las pruebas de estrés: entidades que no necesitan capital adicional (Grupo 0); entidades con necesidades de capital que ya haban sido intervenidas y en las cuales el Fondo para la Reestructuración Ordenada bancaria

(FROB) tiene participación mayoritaria (Grupo 1); entidades con déficit de capital y que necesiten para afrontarlo ayuda estatal adicional (Grupo 2); y entidades con déficit de capital, pero que puedan afrontarlo sin recurrir a la ayuda del Estado (Grupo 3). De acuerdo con el MoU las entidades del Grupo 1 son las que recibirían los primeros tramos de la asistencia financiera y a continuación las del Grupo 2. En las entidades clasificadas en el grupo 3 el FROB suscribiría bonos obligatoriamente convertibles (Cocos) o en caso de necesidades reducidas de capital tendrían de plazo hasta junio de 2013 para captar capital privado y evitar la entrada de capital público.

El 31 de agosto de 2012 el Gobierno plasmó en el Real Decreto-Ley 24/2012, parte de los compromisos asumidos en el MoU, mediante el establecimiento de un nuevo marco de reestructuración y de resolución de entidades, que podrán liquidarse a través de la venta del negocio, la transmisión de activos a un banco puente o la transmisión de activos a una entidad de gestión de activos denominada Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), conocida coloquialmente como "banco malo".

La asistencia financiera europea de hasta 100.000 millones de euros y el incremento en unos 84.000 millones de euros de las exigencias de cobertura de activos dañados recogidos en las dos reformas legislativas llevadas a cabo durante el año 2012 representaron un paso importante en el camino de la solución de los problemas del sistema financiero español, y así fue interpretado en los mercados bursátiles y de deuda española que vivieron una segunda parte de 2012 más positiva.

Ya a finales de noviembre, la Comisión Europea anunció la aprobación de los planes de reestructuración/resolución de las cuatro entidades participadas mayoritariamente por el FROB: BFA/Bankia, NCG Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia. Se cumplió así uno de los hitos fundamentales del Memorando de Entendimiento (MoU), que permitió a que estas entidades, encuadradas en el Grupo 1, recibir del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) casi 40.000 millones de euros para cubrir sus necesidades de capital a lo largo del mes de diciembre; una cantidad que se ha visto reducida por diferentes conceptos, entre ellos la asunción de pérdidas por parte de los tenedores de instrumentos híbridos como son las participaciones preferentes y la deuda subordinada. En diciembre también se puso en marcha de forma efectiva el Sareb realizándose el traspaso de los activos problemáticos de las cuatro entidades encuadradas en el Grupo 1 con efectos de 31 de diciembre de 2012. ■

El aspecto que más efecto balsámico ejerció el pasado año sobre las tensiones financieras y los diferenciales de riesgo soberano fue la decisión del BCE de ejercer un papel más proactivo en la defensa del euro, del proyecto europeo y de la estabilización de las condiciones financieras del área común. Cuando Mario Draghi expresó públicamente, a finales del mes de julio, el "compromiso indubitable" del BCE con la pervivencia del euro y poco después se estableció un programa de compras ilimitadas de deuda pública en los mercados secundarios bajo determinadas condiciones, los temores que muchos habían expresado sobre la ruptura del euro quedaron, en buena medida, disipados. La posterior creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) ha venido a corroborar esta idea y a reforzar el compromiso europeísta de los socios del área expresado también por la Comisión Europea en la propuesta legislativa abierta en septiembre para la creación de un supervisor bancario único para la eurozona. ■

MEDE: compromiso con la supervivencia del euro

En 2012 los países que forman parte de la Unión Económica y Monetaria europea dieron importantes pasos en el camino de reconducir los errores cometidos en el diseño institucional inicial del euro, defectos cuya trascendencia no se pusieron de manifiesto hasta prácticamente 10 años después del nacimiento de la moneda única y que, en gran medida, dieron lugar a la crisis de deuda soberana que vive el área euro desde el año 2010, una crisis que afecta con especial intensidad a España.

El 8 de octubre de 2012 se puso en marcha de forma efectiva el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) o European Stability Mechanism (ESM) con la finalidad de movilizar fondos y proporcionar apoyo a la estabilidad de los miembros de la zona euro que experimenten o corran el riesgo de experimentar graves problemas de financiación, cuando ello sea indispensable para “salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro” en su conjunto y de sus estados miembros. El MEDE fue creado como un instrumento permanente de la Unión Europea y ha sustituido a los fondos provisionales de rescate hasta entonces en vigor; el Fondo Europeo de Estabilidad (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF). La capacidad de préstamo del MEDE es de 700.000 millones de euros y está facultado para obtener fondos a través de la emisión de instrumentos financieros o mediante la celebración de acuerdos o convenios de índole financiera o de otro tipo con sus propios miembros, entidades financieras u otros terceros. La agencia de

calificación crediticia Fitch Ratings le otorgó la máxima calificación como emisor de deuda a largo plazo al MEDE, ‘AAA’ con perspectiva estable. La concesión de toda ayuda financiera del MEDE se supedita a “condiciones”.

Desde su creación los futuros rescates financieros serán gestionados por el MEDE, aunque los países del euro únicamente podrán acceder a partir de marzo de 2013 a estas ayudas si han ratificado el pacto fiscal que obliga a incluir un límite al déficit público estructural anual (“regla de oro”) en sus legislaciones. España cumple con las condiciones contempladas en el pacto tras haber modificado la Constitución en 2011 y ratificado el tratado mediante ley aprobada en 2012.

Los tipos de ayuda o instrumentos de asistencia financiera que los miembros del MEDE pueden solicitar son los siguientes:

- Asistencia financiera precautoria mediante una línea de crédito asociada a condiciones.
- Asistencia financiera para la recapitalización de entidades financieras de un miembro del MEDE.
- Préstamos concedidos a un miembro del MEDE para restablecer la situación de la hacienda pública.
- Instrumento de apoyo del mercado primario mediante la adquisición de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE.
- Instrumento de apoyo del mercado secundario mediante la realización de operaciones en el mercado sobre títulos de deuda soberana de un miembro del MEDE. ■

2

RESULTADOS EMPRESARIALES:

Los ingresos aumentan un 7,63% y los resultados ceden un 35,53% en los primeros nueve meses del año

En el año 2012, y pese al buen comportamiento de los ingresos por venta, se aprecia un deterioro de los distintos márgenes del agregado de la cuenta de pérdidas y ganancias de las compañías domésticas⁽¹⁾ cotizadas en el mercado principal de la Bolsa española. El reconocimiento de importantes minusvalías y menor valor de la cartera de activos financieros, las fuertes dotaciones a provisiones y saneamiento realizadas por las entidades bancarias, junto a los resultados negativos procedentes de entidades valoradas por el método de la participación, son las principales causas explicativas del retroceso que muestra la cifra final de los resultados.

De forma agregada, las compañías domésticas cotizadas en el mercado principal de la bolsa española, facturaron⁽²⁾ en los nueve primeros meses del año 2012 361.981 millones de euros, un 7,63% más que en igual periodo de 2011 mientras que los resultados generados retrocedieron un 35,53% bajando hasta los 18.210 millones frente a los 28.247 generados un año atrás.

A los 18.210 millones de euros a que ascendió el beneficio, después de impuestos y minoritarios, las compañías industriales y

de servicios, incluidas las inmobiliarias, aportaron 13.397 millones, un 19,71% menos que en igual periodo del pasado año. Las entidades bancarias aportaron 4.101 millones, el 60,38% menos que el año pasado. Los restantes 713 millones han sido generados por las Compañías de Seguros y las Sociedades de Cartera y Holding. Al cierre de septiembre eran 69 las compañías (un 61% de la muestra) que presentaban beneficios frente a 45 en pérdidas.

Las sociedades industriales y de servicios

Aspecto positivo es la evolución que han tenido tanto los ingresos como el resultado de explotación de estas compañías. En conjunto, facturaron 303.657 millones de euros, un 7,07% más que a septiembre del pasado año. El esfuerzo realizado por muchas empresas españolas por avanzar en su expansión internacional ha sido fundamental para mitigar los efectos sobre sus cuentas de la grave recesión por la que está pasando la economía española. Las ventas

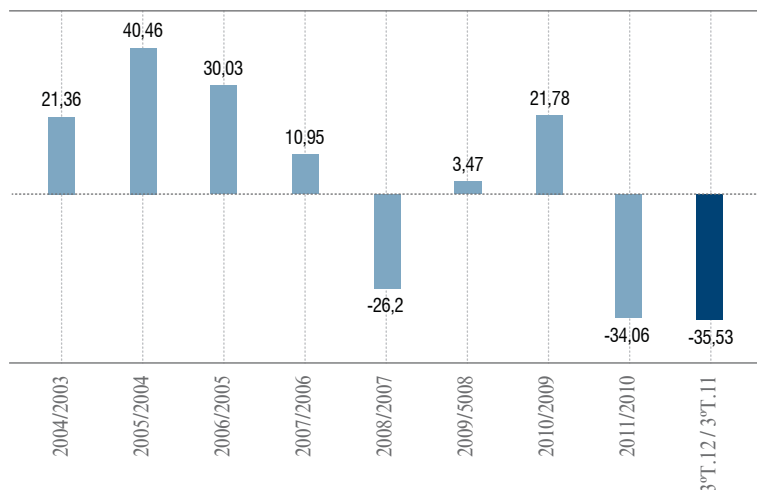
Notas:

(1) En las cifras globales no hemos considerado la información referida a Bankia ni a Banco de Valencia por las especiales circunstancias en las que se encuentran ambas entidades

(2) En las entidades bancarias hemos tomado como cifra de negocios el margen de intereses.

COMPAÑÍAS COTIZADAS: EVOLUCIÓN ANUAL DEL RESULTADO NETO

Tasa de variación anual (%) de las compañías domésticas cotizadas en el mercado principal de la Bolsa española



en el exterior adquieren cada vez mayor relevancia como lo demuestra la diferente evolución de la cifra de facturación dependiendo del origen geográfico. Con datos del primer semestre los ingresos procedentes de ventas en el exterior aumentaron un 18% frente al mismo periodo de 2011, los originados en el mercado interior retrocedieron algo más de medio punto.

Este aumento en la cifra de negocios no ha tenido el reflejo deseado en el resultado neto de explotación (EBIT) que mostraba una evolución prácticamente plana si bien mejoraba respecto a junio, cuando acumulaba una caída del 10%.

A medida que se avanza por la cuenta de resultados la situación se deteriora y lleva a que el resultado después de impuestos y minoritarios retroceda un -19,71% respecto a septiembre de 2011. El reconocimiento de importantes minusvalías y depreciación de la cartera de activos financieros, así como unos menores resultados de las sociedades valoradas por el método de la participación, han sido las principales causas que explican la caída

mostrada por el agregado de los resultados del periodo. Por tanto, parece que el acusado retroceso que muestra la cifra final de beneficios no es producto de una caída de la actividad de las empresas, sino de la negativa evolución de otros componentes de los resultados, en su mayor parte ajenos a las actividades típicas o de explotación de las compañías.

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

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

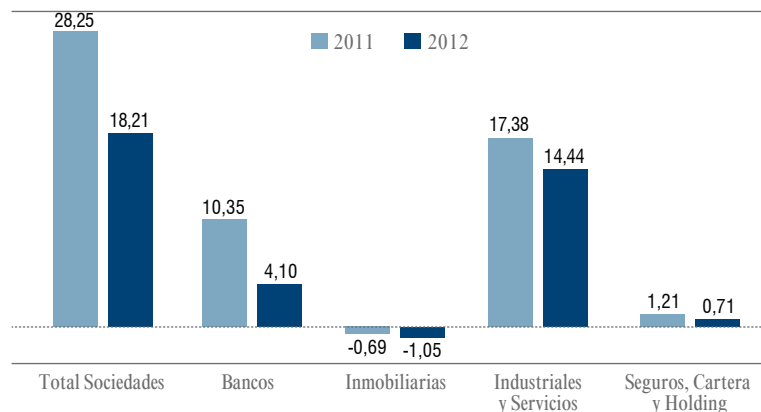
	Cifra de negocios (1)			Beneficio neto		
	3º T. 2011	3º T. 2012	Variación	3º T. 2011	3º T. 2012	Variación
Petróleo y Energía	111.454,00	114.778,01	2,98%	7.741,85	7.559,01	-2,36%
Materiales Básicos Industria y Construcción	65.703,16	76.959,18	17,13%	2.853,23	-662,16	*
Bienes de Consumo	27.753,61	30.809,46	11,01%	1.898,61	2.397,17	26,26%
Servicios de Consumo	25.189,40	27.401,38	8,78%	1.280,60	1.030,50	-19,53%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	54.337,02	59.839,70	10,13%	10.988,07	3.874,41	-64,74%
Tecnología y Telecomunicaciones	51.896,57	52.193,61	0,57%	3.485,10	4.011,89	15,12%
TOTAL	336.333,76	361.981,34	7,63%	28.247,46	18.210,82	-35,53%

(1) La cifra de negocios de las entidades bancarias corresponde al Margen de intereses.

No incluyen los datos de Bankia ni Banco de Valencia. De Inditex y Adolfo Domínguez los datos corresponden a su primer semestre.

RESULTADO NETO DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS POR GRUPOS, AÑOS 2011 Y 2012

Datos acumulados a septiembre de cada año en miles de millones de euros de las compañías domésticas cotizadas en el mercado principal de la Bolsa española



Las entidades bancarias aceleraron su saneamiento en 2012

En 2012 se aceleró el proceso de saneamiento y recapitalización llevado a cabo por las entidades bancarias en los últimos años lo que, sin lugar a dudas, tuvo reflejo en la evolución de los resultados de dichas entidades. El beneficio atribuido del agregado formado por las entidades bancarias cotizadas alcanzó, en los nueve primeros meses del año, 4.100 millones de euros (un descenso del -60,4% respecto al obtenido a septiembre de 2011). Hay que tener en cuenta que en las cifras globales no se ha considerado la información referida a Bankia y Banco de Valencia por las especiales circunstancias que atraviesan.

Este fuerte retroceso de los resultados es, en gran medida, consecuencia directa del proceso de saneamiento llevado a cabo durante el periodo y no de la evolución de la parte superior de la cuenta de pérdidas y ganancias que avanza de forma positiva. A nivel agregado el margen neto de explotación alcanzó los 33.700 millones de euros, un 8,3% más que en 2011. El margen de intereses, con un crecimiento del 11,33%, así como los buenos resultados derivados de operaciones financieras contribuyeron a ello.

Los bancos cotizados considerados en este análisis destinaron, en los nueve prime-

ros meses de año, 26.153 millones de euros (53,5% más que en 2011) a dotar provisiones y absorber pérdidas por deterioro de activos financieros, la mayor parte para cubrir riesgo inmobiliario.

Consecuencia directa de este mayor esfuerzo por sanear los balances es el retroceso que mostraban los resultados después de impuestos y minoritarios: 4.100 millones de euros, menos de la mitad que a septiembre de 2011.

Por tanto, la evolución que ha tenido el saldo final de la cuenta de resultados no refleja el avance mostrado por los distintos márgenes (de intereses, bruto y neto) sino que es producto de los mayores requerimientos de dotaciones a que se han visto obligadas las entidades para hacer frente a lo establecido por los dos Reales Decretos Ley, aprobados en febrero y mayo pasados, con el objetivo de sanear sus balances a fin de mejorar la confianza, credibilidad y fortaleza del sector financiero.

El saneamiento realizado por estas entidades no sólo se ha basado en unas mayores dotaciones sino que el fortalecimiento de su estructura de balance también se ha realizado por la vía del capital. Por éste cauce en el transcurso del año 2012 aumentaron sus fondos propios en una cifra cercana a los 22.000 millones de euros. ■

La facturación exterior supera el 75% del total en una de cada cuatro empresas españolas cotizadas

El esfuerzo realizado por muchas empresas españolas por avanzar en su expansión internacional está siendo fundamental para mitigar los efectos de la grave recesión por la que está pasando la economía española sobre sus cuentas. Las ventas en el exterior adquieren cada vez mayor relevancia y están compensando el estancamiento sufrido por la facturación interior que se ha visto lastrada por la atonía que presenta la demanda interna con una disminución tanto del consumo público como privado y un producto interior bruto en descenso. En el primer semestre de 2012 la facturación exterior de las cotiza-

das españolas aumentó casi un 16% para alcanzar un 59,63% del total (56,33% en el 1ºS 2011) mientras la interior aumentó escasamente un 1%. Para las compañías industriales y de servicios como cifra de facturación consideramos el importe neto de la cifra de negocios y para las entidades bancarias los intereses y rendimientos asimilados.

Estos datos sustentan el hecho de que, en la actualidad, son mayoría las empresas que obtienen una parte de sus ingresos en el exterior. En muchas de ellas es una cifra significativa como lo demuestra que en casi la

DISTRIBUCIÓN POR MERCADOS DE LA CIFRA DE NEGOCIOS AL CIERRE DE 1º SEMESTRE DE 2012

EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA

	2012		2011		Variación 2012/2011
	Millones de euros	Estructura (%)	Millones de euros	Estructura (%)	
I.N.C.N.⁽¹⁾	263.897	100,000	241.654	100,00	9,20%
Del cual					
Mer. Interior	106.528	40,367	105.537	43,67	0,94%
Mer. Exterior	157.370	59,633	136.117	56,33	15,61%
Del cual					
U.E.	50.013	18,952	46.084	19,07	8,53%
OCDE	40.836	15,474	29.436	12,18	38,73%
Resto	66.520	25,207	60.598	25,08	9,77%
Mer. Exterior	157.370	100,00	136.117	100,00	15,61%
Del cual					
U.E.	50.013	31,78	46.084	33,86	8,53%
OCDE	40.836	25,95	29.436	21,63	38,73%
Resto	66.520	42,27	60.598	44,52	9,77%

(1) Importe Neto de la Cifra de Negocios

mitad de las compañías la facturación exterior supera a la interior y en una de cada cuatro pasa del 75%.

PIERDE PESO LA UNIÓN EUROPEA

Contrariamente a lo ocurrido en ejercicios precedentes, el crecimiento experimentado por el negocio exterior se ha basado en actividad desarrollada en países que no pertenecen a la Unión Europea. Esta área absorbió en el primer semestre de 2012 el 32% de lo recaudado por el conjunto de las cotizadas fuera de España (19% del total facturado) mientras que fue del 34% en el mismo período de 2011. Este dato parece estar reflejando la debilidad económica que atraviesan el grueso de economías europeas.

DETALLE SECTORIAL

A nivel sectorial es Materiales Básicos, Industria y Construcción el sector en el que la facturación exterior

alcanza mayor relevancia: el 70,69% se origina en el exterior (57,89% a junio de 2011). También es el sector en el que más ha crecido la facturación exterior, aumenta el 52,9%. Le sigue muy de cerca el sector Tecnología y Telecomunicaciones que factura en el exterior el 69,8% del total, si bien es uno de los grupos de actividad en los que menos avanza esta magnitud (un 5,9%). Otros sectores muy activos en el extranjero han sido los relacionados con el consumo, tanto el de Servicios como el de Bienes, con un 68,56% y un 66,18% de su facturación procedente de fuera de las fronteras españolas.

También es Materiales Básicos, Industria y Construcción el sector con mayor número de sociedades (65%) que facturan en el exterior más de la mitad de sus ventas. Le siguen Bienes de Consumo y Tecnología y Telecomunicaciones, en ambos se sitúa en el 57%. ■

DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE LA CIFRA DE NEGOCIOS AL CIERRE DE 1º SEMESTRE DE 2012

EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA

	Total INCN ⁽¹⁾			Mercado interior			Mercado exterior		
	2012	2011	Variación 2012/2011	2012	2011	Variación 2012/2011	2012	2011	Variación 2012/2011
	Millones de euros			Millones de euros			Millones de euros		
Petróleo y Energía	75.454,0	72.516	4,05%	41.625,72	39.072,93	6,53%	33.828,31	33.443,25	1,15%
Materiales Básicos Industria y Construcción	50.958,0	40.692	25,23%	14.935,49	17.133,83	-12,83%	36.022,52	23.557,71	52,91%
Bienes de Consumo	19.989,7	17.732	12,74%	6.761,39	6.702,32	0,88%	13.228,36	11.029,24	19,94%
Servicios de Consumo	16.658,4	15.156	9,91%	5.237,07	5.326,53	-1,68%	11.421,37	9.829,86	16,19%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	66.010,5	61.094	8,05%	27.456,56	25.794,27	6,44%	38.553,91	35.300,19	9,22%
Tecnología y Telecomunicaciones	34.826,7	34.464	1,05%	10.511,39	11.506,63	-8,65%	24.315,31	22.956,98	5,92%
TOTAL SOCIEDADES DEL SIBE	263.897,4	241.653,7	9,20%	106.527,61	105.536,50	0,94%	157.369,77	136.117,23	15,61%

(1) Importe Neto de la Cifra de Negocios

3

LAS COTIZACIONES detienen su caída en la segunda mitad del año con la reducción de tensiones sobre la deuda española

Al ritmo de los acontecimientos que hemos comentado y el progresivo empeoramiento de las cuentas de resultados de un buen número de compañías cotizadas, la evolución del precio de las acciones en 2012 ha discurrido en dos períodos claramente diferenciados. El primero se extendió hasta el verano y se saldó con un descenso del Ibex 35 del 30% castigado por las múltiples incertidumbres (dudas sobre

el euro, sobre la corrección de los desequilibrios básicos, sobre la realidad de nuestro sector bancario,...) que castigaron sin tregua el diferencial de la deuda pública española frente a la alemana endureciendo severamente las condiciones de financiación de nuestra economía.

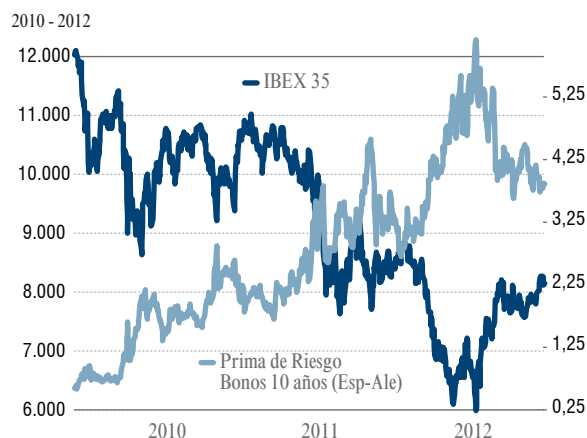
Esta dinámica descendente de las cotizaciones cambió de signo a finales de julio cuando el BCE dio señales de estar

SIGUE EN PÁGINA 31 >>

EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 EN 2012



IBEX 35 Y PRIMA DE RIESGO DE LA DEUDA ESPAÑOLA



Comparativa internacional

Crecen moderadamente las cotizaciones, el PER sigue bajo y España lidera el ranking de rentabilidad por dividendo.

Los índices de ámbito mundial consiguieron ganancias ligeramente superiores al 13% en 2012. Retoman así la senda de recuperación bursátil que comenzaba con sustanciales ganancias en 2009 tras el primer impacto de la crisis, continuaba en 2010 y se quebraba en 2011.

Los índices de Europa continental volvieron a mostrar la intensa divergencia entre el centro y la periferia aunque con castigos inferiores a los del año 2011 en países como España. En los extremos, el IBEX 35 español perdió en 2012 un -4,7% frente a las ganancias del 24% del DAX Alemán o el 27% del ATX austríaco. El FTSE MIB de Italia (+7,8%) o el PSI portugués (+7,76%) resultaban menos penalizados tras las fuertes caídas de 2011, superiores a las del índice español. El Euro Stoxx 50 ganó un 13,8% en 2012, en línea con los índices mundiales.

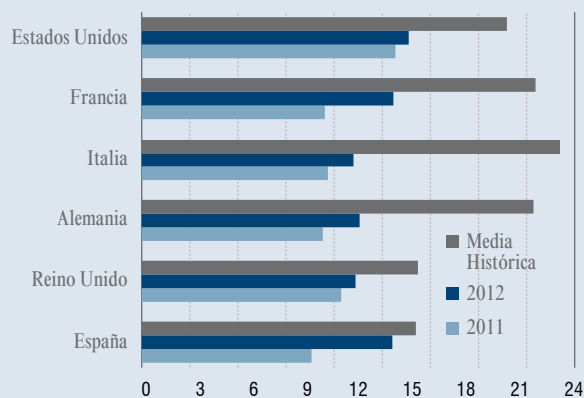
Por encima de la referencia media mundial (+13%) volvieron a quedar este año, al igual que en 2011 los índices norteamericanos Nasdaq (+17%) y S&P 500 (+13,4%) pero no el Dow Jones (+7,3%). Los indicadores bursátiles de los mercados emergentes cerraron ligeramente por encima la media mundial: el MSCI Emerging Markets ganó en 2012 un 13,9%. Los mercados emergentes asiáticos, MSCI EM Asia, suben un 15,2% mientras los latinoamericanos, en concreto el FTSE Latibex Top, cayó un -2,6%.

En el ámbito sectorial, destaca en 2012 el comportamiento positivo de los índices bursátiles compuestos de valores financieros y bancarios tanto europeos como norteamericanos tras las fuertes caídas de 2011. El índice mundial del sector financiero, MSCI World Index Sector Financiero sube un 25,12%, el S&P 500 Banks arroja una ganancia del 21,2%, superada por el indicador del área euro MSCI EMU Sector Banca con el 18,9%. Por la parte positiva continúa el buen comportamiento bursátil de los valores tecnológicos norteamericanos que impulsan la rentabilidad positiva por cuarto año consecutivo del índice Nasdaq que se sitúa ya un 20% por encima de sus máximos previos al estallido de la crisis alcanzados en noviembre de 2007.

EL PER POR DEBAJO DE LA MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS

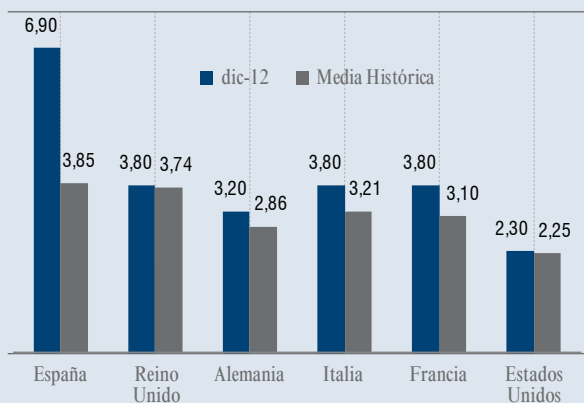
En términos de valoración la evolución positiva de las cotizaciones no ha tenido gran impacto en el encarecimiento de las acciones, excepto en España. Según datos extraídos del Blue Book de Morgan Stanley Cap. Int. (MSCI), la relación precio/beneficios (PER) de los mercados de valores que analizamos ha experimentado muy poca variación respecto a su valor a cierre de 2011 y continúan muy por

EL PER POR DEBAJO DE LA MEDIA EN 25 AÑOS



Fuente: MSCI

ESPAÑA, LIDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



Fuente: MSCI

debajo de la media histórica de esta ratio en los últimos 25 años. La Bolsa española es, tal vez, la única que ha experimentado un aumento sensible del PER que cerró 2011 en 9,3 veces y al finalizar 2012 registraba un importe de 13,70 veces frente a una promedio histórico de 15,02 veces.

ESPAÑA, LÍDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

El mercado de valores español sigue siendo un año más líder en la rentabilidad por dividendo ofrecida a los inversores: un 6,9% en diciembre (media 25 años de

RESUMEN DE INDICES BURSÁTILES MUNDIALES

EVOLUCIÓN EN 2012 (VARIACIÓN EN %)

Grecia Athex Composite	33,4%
Austria ATX	26,9%
Mundo Stoxx Small (Pequeñas compañías)	25,6%
Mundo MSCI The World Index / Sector Financiero	25,1%
Alemania DAX	24,4%
Europa MSCI Europe / Sector Banca	23,4%
Japon Nikkei 225	22,9%
EEUU S&P 500 Bancos	21,2%
Belgica BEL-20	18,8%
Irlanda ISEQ Overall	17,1%
EEUU NASDAQ 100	16,8%
Asia ExJapón MSCI AC Asia Pacific ex JP	16,1%
Francia CAC 40	15,2%
Asia Emergentes MSCI EM Asia	15,2%
Suiza SMI	14,9%
Europa STOXX 600	14,4%
Mundo MSCI World Mid Cap (Comp. Medianas)	14,2%
Mundo FTSE World	13,7%
Mundo Stoxx Global 1800	13,5%
EEUU S&P 500 Index	13,4%
Mundo MSCI The World Index	13,1%
Mundo MSCI World Large Cap (Grandes Compañías)	12,8%
Países Islamicos Dow Jones Islamic World	11,1%
Holanda AEX	9,7%
Noruega OSE OBX	9,7%
Italy FTSE/MIB	7,8%
Portugal PSI General	7,7%
EEUU DJ Industrial Average	7,3%
Reino Unido FTSE 100	5,8%
Latinoamérica Latibex Top	-2,6%
España IBEX 35	-4,7%
Latinoamérica Latibex Top	-5,2%
España IBEX 35	-7,4%

Fuente: Fact Set

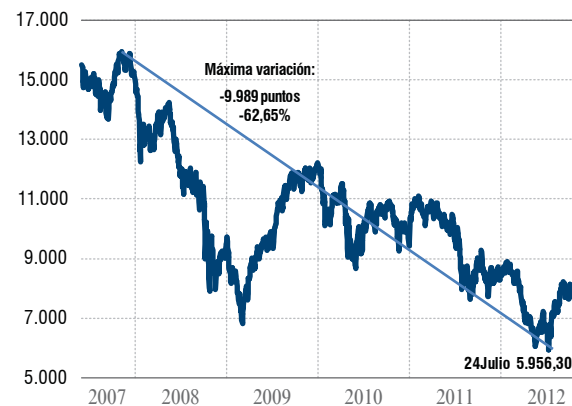
3,85%). En el resto de plazas bursátiles esta variable se situaba mayoritariamente en Europa en el entorno del 3,8% al término de 2012, mientras en Estados Unidos era del 2,3% absolutamente en línea con la historia reciente (2,25%). ■

>> VIENE DE PÁGINA 29

dispuesto a intervenir lo necesario en los mercados financieros para evitar la ruptura de la moneda única. Desde ese momento y hasta el 31 de diciembre la Bolsa española experimentó una revalorización del 37%, la máxima entre los mercados de valores desarrollados en ese período. Un dato que refuerza la impresión de que, tras las duras reformas acometidas, la parte más importante de la mejora de la prima de riesgo, de las condiciones de financiación de nuestra economía y, en definitiva, de la credibilidad económica de España, reside en que las autoridades europeas promuevan signos inequívocos de apoyo a un proyecto económico europeo real que responda a tal nombre desde sus normas de funcionamiento y toma de decisiones.

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE EL IBEX 35.

JUNIO 2007- DICIEMBRE 2012



IBEX 35 - EURO STOXX 50

2010 - 2012. BASE 100 DIC. 2009



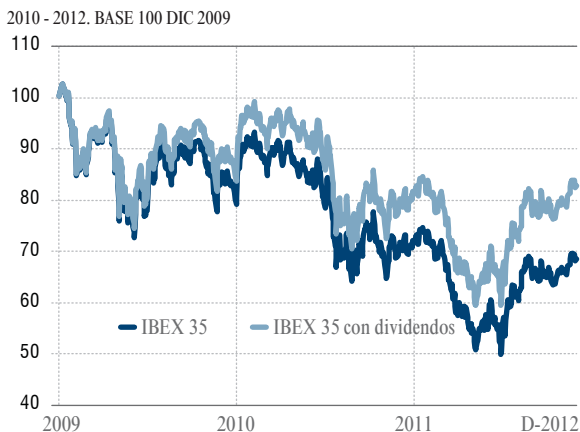
La evolución de los mercados internacionales ha estado ligada a las variaciones de las perspectivas macroeconómicas de las diferentes áreas, aunque la crisis de deuda soberana impactó con mayor intensidad en el mercado financiero español que anota en 2012 un descenso del -4,6%. Un dato peor que el de las principales Bolsas mundiales que han mostrado algunas revalorizaciones notables en el transcurso de 2012.

El IBEX 35 descendió un -6,5% y un -11,3% en el primer y segundo trimestres de 2012 respectivamente. El retroceso del índice de renta variable ha sido superior al del resto de los índices europeos de referencia. Cabe señalar que la cotización del IBEX 35 marcó mínimos a mediados de julio inferiores a los observados en marzo de 2009, al retomar este índice niveles de marzo de 2003. Sin embargo tras perder cerca del 50% de su valor entre enero de 2010 y julio de 2012, el IBEX repuntó un 30% durante el tercer trimestre, como consecuencia de su fuerte revalorización desde principios de septiembre, para presentar un avance más moderado en el último trimestre del año, del 6,8%.

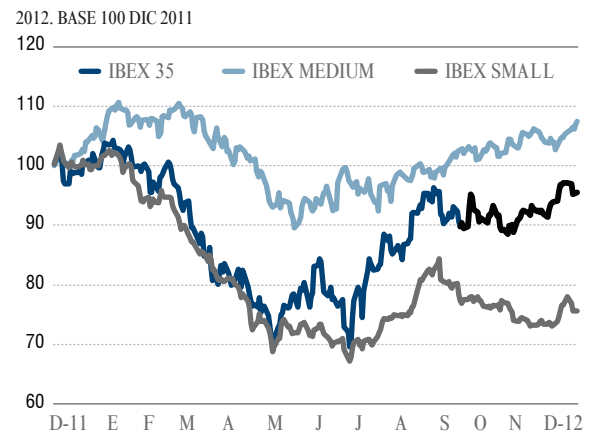
Los resultados mejoran bastante si se incorporan dividendos

Los resultados mejoran bastante si incorporamos a la evolución de los precios los elevados dividendos satisfechos en los tres últimos ejercicios por el grueso de las cotizadas españolas. En este período el comportamiento del IBEX 35 con dividendos ha sido 14 puntos mejor que el que no los incorpora y si consideramos sólo el último período anual la diferencia positiva es de 7 puntos. Se pone de manifiesto una vez más que la retribución al accionista en la Bolsa española es muy elevada y sensiblemente mejor en términos relativos que la que se deduce de los datos de otros mercados extranjeros.

IBEX 35 VS IBEX CON DIVIDENDOS



IBEX 35 VS IBEX MEDIUM - IBEX SMALL



INDICES SECTORIALES Y SUBSECTORIALES DE LA BOLSA ESPAÑOLA

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

	31-Diciembre-12	% año2012	% 2007/2012
IGBM	824,70	-3,84	-49,77
Petróleo y Energía	933,94	-15,99	-51,57
Petróleo	846,45	-35,39	-40,13
Electricidad y Gas	992,31	-5,40	-53,86
Agua y Otros	-	-	-
Energías Renovables	395,15	-21,22	-74,70
Mat. Básicos Ind. y Constr.	910,28	-8,03	-59,49
Minerales, Metales y Transform.	917,35	-8,71	-61,56
Fabric. y Montaje B. de Equipo	750,08	-8,80	-69,57
Construcción	986,29	-9,28	-55,77
Materiales de Construcción	93,34	-35,21	-92,60
Industria Química	48,73	-67,72	-96,30
Ingeniería y Otros	2.751,27	3,83	-41,16
Aeroespacial	1.370,61	22,45	34,25
Bienes de Consumo	3.142,23	55,58	80,72
Alimentación y Bebidas	1.825,18	25,00	28,44
Textil, Vestido y Calzado	4.631,36	66,22	143,92
Papel y Artes Gráficas	682,53	5,48	-47,64
Prod. Farmacéuticos y Biotecnología	1.452,22	68,33	-24,36
Otros Bienes de Consumo	1.546,80	12,58	3,66
Servicios de Consumo	750,17	12,66	-38,05
Ocio, Turismo y Hostelería	413,85	16,67	-64,62
Comercio Minorista	92,10	-46,49	-93,62
Medios comunicación y Publicidad	257,21	-3,84	-72,92
Transporte y Distribución	1.257,62	29,72	11,64
Autopistas y Aparcamientos	1.137,69	5,67	-26,31
Otros Servicios	1.760,48	26,17	18,59
Serv. Financieros e Inmob.	618,38	-4,72	-60,46
Bancos y Cajas de Ahorro	568,30	-4,81	-61,16
Seguros	1.253,84	-2,01	-28,27
Cartera y Holding	1.470,68	17,55	-17,53
Inmobiliarias y Otros	99,03	-14,44	-95,43
Servicios de Inversión	604,10	-10,83	-59,39
Tecnología y Telecomunicaciones	793,86	-18,27	-50,71
Telecomunicaciones y Otros	746,89	-23,04	-53,56
Electrónica y Software	1.264,42	39,42	-17,58

Sube el PER

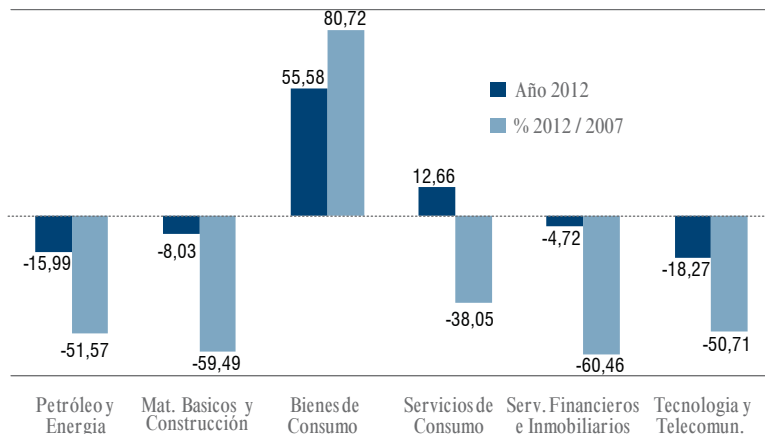
La recuperación de las cotizaciones en los últimos meses ha coincidido con el progresivo empeoramiento de los resultados de muchas sociedades cotizadas, especialmente los Bancos. La caída de la actividad interior, la necesidad de reducir deuda y aumentar el peso del capital en sus balances son los factores que han impulsado el deterioro del beneficio empresarial. En tales circunstancias las compañías han puesto en marcha fórmulas nuevas de retribución al accionista y/o han anunciado recortes del dividendo para la segunda mitad de 2012 y el año 2013. El resultado de este proceso en términos de ratios fundamentales es un avance del PER de la Bolsa española hacia sus promedios históricos (15%) y un ligero recorte de la rentabilidad por dividendos que en la primera mitad del ejercicio alcanzó registros históricamente altos del orden del 10,6% (el promedio histórico es del 3,85% y a diciembre de 2012 el dato era del 6,9%).

Las compañías "medianas" mejor que el resto

La evolución del índice de las empresas de pequeña capitalización (IBEX SMALL CAP) estuvo en línea con la del IBEX 35, si bien experimentó un mayor retroceso durante el primer trimestre y un aumento algo más pronunciado durante el tercer trimestre. En consecuencia, el retroceso de este índice alcanzó el -24% al cierre del año. Por el contrario, el índice de las empresas de mediana capitalización (IBEX MEDIUM CAP) tuvo un comportamiento divergente respecto al IBEX 35, su evolución positiva durante el primer y tercer trimestre mitigó el descenso de sus cotizaciones durante el segundo trimestre, permitiendo un balance positivo que alcanzó una revalorización anual cercana al 14%.

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES SECTORIALES DE LA BOLSA ESPAÑOLA

%variación en los periodos indicados



El sector de Bienes de Consumo un contrapunto muy positivo a la situación general

En 2012, todos los sectores han continuado el descenso iniciado en 2010, a excepción del de Bienes de Consumo, que avanzó un 55% en el año de la mano de una plétórica Inditex que, a pesar de la crisis, está consiguiendo resultados importantes en sus negocios internacionales, y Servicios de Consumo que aumentó un moderado 12%. Los retrocesos más destacados en el año han correspondido a los sectores de Tecnología y Telecomunicaciones (-18,2%) y Petróleo y Energía (-15,9%). De menor intensidad fue el descenso de los sectores Materiales Básicos Industria y Construcción (-8,0%) y Servicios Financieros e Inmobiliarios (-4,7%). Dentro de los subsectores hay que destacar la caída de Industria Química (-67,7%) que junto a Comercio Minorista (-46,4%) han sido los de peor evolución en el transcurso de ejercicio.

Los subsectores que han registrado mayores apreciaciones en sus cotizaciones han sido Textil, Vestido y Calzado (66,2%) y Productos Farmacéuticos y Biotecnología (68,3%).

La capitalización cae un 2% y se mantiene por encima de los 900.000 millones de euros

La capitalización del mercado de acciones vuelve a situarse cerca del billón de euros y representa casi el 95% del PIB español. La capitalización total de la bolsa española al cierre de 2012 es de 945.935 millones de euros, lo que sitúa el valor de mercado de las empresas cotizadas un 2% por debajo del valor alcanzado en diciembre de 2011.

Tras los avances observados en el primer trimestre del año la capitalización de la bolsa española mostró retrocesos de cierta intensidad que se agravaron notablemente durante los meses de abril y mayo, aunque la recuperación de las cotizaciones durante el segundo semestre del año permitió a las empresas cotizadas recuperar parte de su valor en bolsa. Entre los sectores que más valor de mercado han perdido se encuentran Tecnología y Telecomunicaciones con una caída anual del -17%, especialmente motivada por la pérdida de valor de Telefónica cuyo valor de mercado descendió en el año un -25%, y el sector Petróleo y Energía con un descenso del -10% debido, en esencia, a la nacionalización de Repsol YPF por

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
Año 2009	1.107.006,33	41,03	129.567,99	55.384,76	41.996,22	32.660,65	203.262,77	95.147,31	26.549,01	522.437,61
Año 2010	1.071.633,01	-3,20	112.909,56	46.479,71	49.570,41	25.101,67	150.252,32	87.008,88	26.921,80	573.388,67
Año 2011	966.057,98	-9,85	95.508,88	40.802,88	54.031,53	23.257,62	138.075,45	68.687,16	24.373,01	521.321,45
diciembre-11	966.057,98	1,24	95.508,88	40.802,88	54.031,53	23.257,62	138.075,45	68.687,16	24.373,01	521.321,45
enero-12	1.021.110,13	5,70	89.470,45	40.532,07	56.997,90	24.893,08	141.546,78	68.731,69	24.887,26	574.050,89
febrero-12	1.019.149,90	-0,19	88.343,62	40.013,19	59.439,77	24.751,99	143.126,10	66.823,93	25.272,44	571.378,85
marzo-12	970.876,69	-4,74	84.684,43	36.712,47	61.095,17	25.370,85	129.634,98	64.287,81	25.264,00	543.826,97
abril-12	899.282,49	-7,37	71.204,60	32.278,54	59.098,18	23.535,70	112.959,43	58.839,56	24.820,57	516.545,90
mayo-12	799.732,02	-11,07	61.826,34	29.343,37	57.474,76	20.647,41	95.934,50	48.218,39	24.084,25	462.203,01
junio-12	867.569,94	8,48	70.655,38	32.034,87	67.545,29	21.988,58	114.351,59	56.234,92	24.057,91	480.701,41
julio-12	880.184,00	1,45	66.220,28	29.721,88	70.472,00	21.928,96	111.735,25	51.401,45	24.361,75	504.342,44
agosto-12	902.883,71	2,58	70.452,65	32.185,35	72.719,24	22.746,22	133.489,13	55.253,82	24.566,49	491.470,81
septiembre-12	923.152,07	2,24	76.321,45	34.024,46	78.733,10	23.330,53	135.226,75	56.971,50	24.947,72	493.596,55
octubre-12	926.035,34	0,31	81.962,51	35.110,96	80.642,45	24.311,57	136.245,36	56.660,80	24.968,99	486.132,71
noviembre-12	905.916,80	-2,17	81.149,31	35.111,78	84.256,29	24.407,71	137.625,17	55.842,83	25.041,46	462.482,25
diciembre-12	945.935,31	4,42	85.520,28	36.999,93	85.344,52	26.107,75	146.514,25	56.955,34	24.606,58	483.886,66

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

parte del gobierno argentino que ha hecho que la petrolera española pierda el 30% de su capitalización en el año. Estas caídas han sido compensadas por los 30.000 millones de euros ganados por el Sector de Bienes de Consumo, donde Inditex ha ejercido como principal locomotora del crecimiento a lo largo de todo el ejercicio. El grupo textil ha revalorizado sus acciones desde principios de año un 60% y su valor de mercado ha aumentado un 66% (26.254 millones) situándose en el primer lugar en el ranking de empresas por capitalización por delante de Telefónica y Banco de Santander.

Las ampliaciones de capital llevadas a cabo por la banca, la mayor de ellas la del Banco de Sabadell para la adquisición de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, junto con las de Santander, Banco Popular o

BBVA, han minimizado la caída del valor de mercado del sector Servicios Financieros que cierra el año en los mismos niveles de diciembre de 2011.

Volatilidad alta y sostenida hasta el último mes

El discurrir de las cotizaciones en España se ha producido, un año más y hasta las últimas 15 sesiones, en un entorno tremendamente volátil por encima sistemáticamente del 35% anual (nuestra media de los últimos 20 años es del 24%). Exceptuando Italia, en el resto de mercados la volatilidad se redujo sensiblemente a lo largo de 2012. ■

La volatilidad se reduce mucho excepto en la periferia de la Eurozona

Se sitúa en todos los mercados desarrollados por debajo de su promedio histórico. En España, los últimos datos de volatilidad implícita de las opciones sobre IBEX apuntan a que el descenso está llegando con retraso, pero rápido, a los movimientos de las cotizaciones.

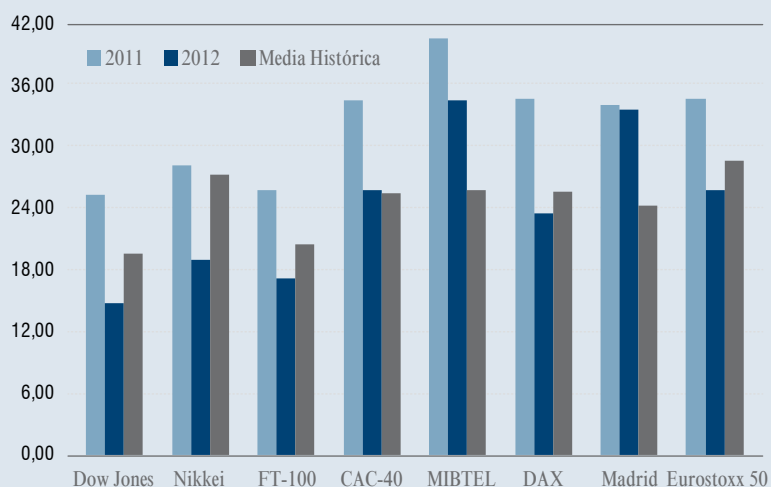
La volatilidad ha sido uno de los argumentos dominantes en el comportamiento de las Bolsas de todo el mundo en estos años de crisis. Desde 2007 se ha situado sistemáticamente por encima de sus promedios históricos. Los máximos se registraron en 2008 con porcentajes anuales en todos los casos entre el 40% y el 50%. Desde ese año la incertidumbre en los mercados de acciones ha seguido siendo alta y la volatilidad anual mostrada por los movimientos de los principales índices bursátiles ha continuado por encima de su media en los últimos 20 años. Eso ha sido así hasta este ejercicio cuando, excepción hecha de el MIBTEL italiano y el Índice General de la Bolsa de Madrid (el más amplio de los disponibles), en el resto de mercados los índices de referencia ha registrado sensibles recortes en su volatilidad hasta situarlos varios puntos por debajo de su media histórica.

Sin duda, parece que el riesgo de la deuda soberana de los países periféricos de la Eurozona está retrasando la estabilidad en el movimiento de los

precios de las acciones de las empresas con domicilio social en los mismos. Los fuertes ajustes presupuestarios, las reformas y la reestructuración del sector financiero, parece que poco a poco van reconduciendo nuestra prima de riesgo en las últimas semanas (en el entorno de 330-360 puntos básicos en las primeras dos semanas de 2012). Tal vez a precio de un gran deterioro de la actividad de la economía interior estemos en el preámbulo de una mayor estabilidad en las Bolsas. El dato de volatilidad implícita de las opciones sobre IBEX 35 registró desde mediados de noviembre hasta final de año una caída de casi 10 puntos, desde niveles del 25% a otros mínimos del año en el entorno del 15%. Entre mayo y agosto de este ejercicio, este indicador alcanzó en bastantes ocasiones el valor del 40% llegando a alcanzar casi el 49% el 17 de mayo y el 48% el 2 de agosto. Recordemos que la volatilidad implícita llegó a estar cerca del 70% (53 puntos más que en la actualidad) en algunos días de agosto de 2011, es decir hace tan sólo 16 meses. ■

GENERALIZADO DESCENSO DE LA VOLATILIDAD EN LAS BOLSAS

Volatilidad anual en porcentaje.
La media histórica corresponde a 22 años excepto Eurostoxx 50 que son 14.



4

EL VOLUMEN NEGOCIADO

cae en línea con el resto de las Bolsas pero la liquidez se mantiene en máximos

El descenso de las cotizaciones y las restricciones dictaminadas por la CNMV a la toma de posiciones cortas en 2012 ha impactado negativamente en los volúmenes efectivos negociados en acciones. La cifra de negociación de acciones en 2012 alcanzó los 698.780 millones de euros. El mejor mes del año fue julio con 71.000 millones de euros. No obstante, el apetito internacional por los valores cotizados españoles, el buen funcionamiento del modelo de mercado y algunas iniciativas puestas en marcha por BME para favorecer el acceso al mercado o el desarrollo de un mayor número de estrategias de inversión con activos cotizados, han servido un año más para apuntalar los elevados estándares de liquidez de la Bolsa española.

Los valores más negociados de la Eurozona

En 2012 las acciones de cinco sociedades cotizadas en la Bolsa española están entre los diez valores más líquidos de la eurozona: Banco Santander, Telefónica, BBVA, Repsol e Inditex. En el ranking de

2012 del índice paneuropeo EuroStoxx 50, que agrupa los cincuenta principales valores cotizados de las bolsas de la eurozona, las acciones de las citadas compañías figuran en primer, segundo, tercer, sexto y noveno lugar por importe anual negociado. Iberdrola figura en el puesto dieciséis. Aunque las sociedades españolas incluidas en este índice son las mismas que en 2011, este año se han producido notables diferencias con respecto al pasado año: los tres primeros puestos del indicador están ocupados por las acciones de compañías españolas, e Inditex, que entró a formar parte del índice en septiembre de 2011, ha pasado desde el puesto 27 en 2011 al noveno en 2012. En este ranking únicamente se tienen en cuenta el valor efectivo negociado para cada valor incluido en el índice europeo en sus mercados nacionales de origen, normalmente situados en donde las empresas representadas por los títulos tienen su domicilio social.

El volumen negociado en 2012 por los seis valores españoles negociados en el EuroStoxx 50 representa el 20% del total negociado por los 50 valores del índice; muy por encima de la ponderación de estos valores en el índice (12,41%) y también del peso de

SIGUE EN PÁGINA 39 >>

RANKING DE CONTRATACIÓN ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2012 DE LOS VALORES DEL ÍNDICE PANEUROPEO EUROSTOXX 50

Ranking	Nombre valor	Volumen efectivo negociado en el mercado de origen (euros)	Volumen efectivo MTFs (euros)	% ponderación en el Índice
1	Banco Santander SA	150.006.642.480	4.005.636.993	4,01
2	Telefónica, S.A.	108.314.908.260	3.439.215.273	2,58
3	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	104.129.759.620	2.993.154.762	2,41
4	UniCredit SpA	89.125.849.460	8.791.946.871	1,27
5	ENI SpA	67.545.010.900	15.739.029.017	3,12
6	Repsol YPF SA	64.239.224.040	2.332.730.183	0,76
7	Siemens AG	63.095.330.320	30.812.283.451	4,35
8	Deutsche Bank AG	60.650.864.220	25.401.383.937	1,95
9	Inditex SA	56.330.751.370	1.968.180.427	1,42
10	BNP Paribas	54.906.872.900	28.706.558.417	2,87
16	Iberdrola SA	46.504.463.400	1.381.020.810	1,23

Avances tecnológicos y desarrollo de los mercados de valores en España

La renovación de la plataforma SIBE y la puesta en marcha de servicios que favorecen el acceso a las plataformas de negociación, han ayudado a soportar los niveles de actividad en momentos tan tensos para la economía como los que se han vivido en 2012.

El último informe sobre el desarrollo financiero de los países publicado por el World Economic Forum en octubre de 2012 coloca al mercado financiero español como el noveno más desarrollado de 62 naciones examinadas. Es el primer país de la zona euro en el ranking y su posición relativa es especialmente destacada en el análisis concreto del desarrollo de sus mercados de acciones, renta fija y derivados. Las variables analizadas en este campo dictaminan el alto nivel de desarrollo de estos mercados en España en términos de tamaño relativo, liquidez de sus plataformas y variedad de instrumentos negociados. Gran parte de esta responsabilidad puede atribuirse a las continuas mejoras del modelo de mercado incorporadas en la última década y, por supuesto, a la renovación y actualización de los soportes tecnológicos y servicios que favorecen la actividad de trading y el acceso ágil de múltiples participantes.

En este último capítulo, en 2012 se ha producido un hito importante en la historia de la Bolsa española. En abril entró en funcionamiento la nueva plataforma SIBE que ha multiplicado por diez la capacidad de respuesta del sistema que soporta la negociación de acciones, warrants, certificados y ETFs, con estándares de seguridad

muy elevados. La nueva plataforma, junto con los servicios de *co-location* puesto en marcha en noviembre, la conexión desde el Hub de Londres y la nueva *datafeed* (feed de información en tiempo real) dan como resultado un mercado altamente competitivo y accesible en las mejores condiciones para todo tipo de inversores.

Esta aportación positiva de la tecnología a la actividad del mercado queda reflejada en los datos. Las tensiones de la economía y la caída de los precios han incidido negativamente en los volúmenes efectivos negociados en acciones en todas las Bolsas del mundo con una caída global en 2012 del -24,2% hasta octubre. En la Bolsa española ese descenso era del -24,7%. Sin embargo, con datos hasta noviembre, en 2012 se han procesado más de 240 millones de órdenes, alrededor de 500.000 órdenes al día. Estos datos suponen un incremento de más del 600% sobre el año 2001, cuando se implementaron en SIBE las órdenes automáticas y sólo un ligero retroceso del -6% respecto a igual período de 2011. En términos de negociaciones, hasta el 30 de noviembre se habían cruzado más de 38 millones de operaciones frente a los 14 millones de 2001, un 170% más y un 12% menos que en igual período de 2011. ■

>> VIENE DE PÁGINA 37

la economía española en el área euro en términos de PIB, que se sitúa en torno al 11%. El comportamiento de estos valores dentro del ranking viene a reflejar de nuevo la fortaleza y el atractivo que para los inversores tienen las empresas españolas cotizadas.

La liquidez muy elevada

Por otra parte el mercado de valores español, a pesar de la competencia, continúa concentrando cerca del 95% de la negociación del global de títulos cotizados en SIBE, lo que favorece la transparencia y una eficiente formación de precios. La horquilla media del IBEX 35 en 2012 se situó a finales de diciembre en 0,111%, apenas una décima por encima del valor alcanzado por ésta en 2011. En diciembre la horquilla promedio de los 5 principales valores del IBEX 35 se

instaló entre el 0,05% y el 0,09% y la del resto entre el 0,10% y el 0,25%. Sin duda, la puesta en marcha en 2012 de un nuevo soporte técnico de negociación más avanzado, de mayor capacidad aunque igual de seguro, ha sido un elemento fortalecedor de las transacciones de la Bolsa española, que se transformarán en ventajas futuras más consistentes y tangibles para inversores e intermediarios, una vez superada la crisis. También los nuevos servicios de acceso ofrecidos como "co-location" para albergar de manera más avanzada sistemas automáticos de negociación, contribuyen a potenciar la liquidez de los títulos de las compañías cotizadas.

Estas características se constatan a través de otros parámetros operativos de la negociación. El volumen efectivo negociado ha finalizado el año 2012 en el entorno de los 700.000 millones de euros. Son valores similares a los anotados en los momentos previos de la crisis (2005). Sin embargo esto contrasta con el número de operaciones eje-

SIGUE EN PÁGINA 42 >>

CONTRATACIÓN EN EL MERCADO ELECTRÓNICO (SIBE)

Período	Nº Sesiones	Efectivo (Mill. Euros)	Número de Títulos	Número de Operaciones	Número de Órdenes	Efectivo medio por sesión (Mill. Euros)	Efectivo medio por operación (Euros)
2003	250	494.346	56.944.007.159	14.028.546	28.545.921	1.977,38	35.238,56
2004	251	636.895	58.840.731.099	13.601.664	25.637.545	2.537,43	46.824,79
2005	255	848.209	77.129.637.091	17.092.433	31.901.237	3.326,31	49.624,82
2006	254	1.150.566	87.183.222.987	23.143.452	40.385.557	4.529,79	49.714,52
2007	253	1.665.873	110.723.382.322	34.541.667	69.995.919	6.584,48	48.227,91
2008	254	1.243.168	119.701.200.701	36.937.580	88.957.918	4.894,36	33.655,91
2009	254	897.187	114.201.475.356	31.606.663	94.219.392	3.532,23	28.386,00
2010	256	1.037.277	133.586.756.603	40.456.534	175.640.317	4.051,86	25.639,30
2011	257	925.321	161.072.208.294	45.801.150	284.876.154	3.600,47	20.203,01
enero-12	22	69.996	27.925.227.852	3.832.200	25.975.340	3.181,65	18.265,29
febrero-12	21	45.637	6.435.986.679	3.415.611	22.476.958	2.173,20	13.361,38
marzo-12	22	61.315	12.636.381.071	4.008.617	26.015.279	2.787,03	15.295,70
abril-12	19	65.760	25.533.688.331	4.608.661	28.711.078	3.461,06	14.268,80
mayo-12	22	70.403	14.911.836.895	4.751.959	33.409.747	3.200,14	14.815,60
junio-12	21	62.510	17.427.223.524	4.130.346	29.828.833	2.976,65	15.134,23
julio-12	22	71.146	29.565.613.392	4.006.688	24.842.031	3.233,89	17.756,69
agosto-12	23	33.586	6.219.872.246	2.305.978	14.429.582	1.460,28	14.564,92
septiembre-12	20	48.751	8.793.812.132	2.476.887	12.313.990	2.437,55	19.682,34
octubre-12	23	70.389	28.036.189.592	2.724.789	12.661.519	3.060,40	25.832,91
noviembre-12	22	42.287	7.423.709.140	2.230.713	11.966.957	1.922,15	18.956,86
diciembre-12	19	57.170	11.080.751.353	2.102.283	9.309.156	3.008,93	27.194,12
2012	237	698.950	195.990.292.207	40.594.732	251.940.470	2.730,27	17.217,75

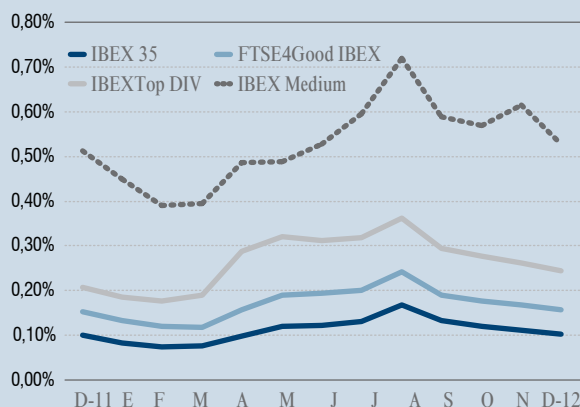
La Bolsa española, un importante polo de liquidez a pesar de las tensiones

Uno de los principales argumentos que sustentan la actividad de los inversores en torno a los valores cotizados en la Bolsa española es el poco coste de liquidez soportado. En 2012 la horquilla media del IBEX 35 se situó a finales de diciembre en 0,111%, una escasa décima por encima del valor anotado al cierre de 2011.

Este es un dato importante por cuanto, a pesar de las agudas tensiones registradas en los mercados financieros a lo largo del año, el comportamiento del mercado ha sido muy positivo en el caso de operaciones. La horquilla máxima del IBEX se alcanzó en agosto (0,168%), el mes siguiente al inicio de la prohibición de las posiciones cortas y tras otro de los agudos episodios de crisis de nuestra deuda soberana con la prima de riesgo alcanzando los 630 puntos básicos. La horquilla llegó a ese valor tras duplicar los registros anotados en los dos primeros meses del año. Después del verano y tras conocerse los resultados del test de stress realizado al conjunto de nuestros bancos, el nerviosismo en los mercados fue reduciéndose, lenta pero paulatinamente. En diciembre la horquilla promedio de los 5 principales valores del IBEX (Santander, Telefónica, BBVA, Repsol e Iberdrola) se situaba entre el 0,05% y el 0,09%. La de las acciones de Inditex, una de las empresas que más sorpresas positivas ha dado este año, alcanzaba el 0,10%. Para el grueso de acciones de las restantes compañías la horquilla media de diciembre se movía entre el 0,10% y el 0,25%.

El mercado de valores español continúa concentrando cerca del 95% de la negociación de sus acciones cotizadas convirtiéndose en un importante polo de liquidez que favorece la transparencia y la formación eficiente de los precios. ■

GRÁFICO EVOLUCIÓN HORQUILLAS MEDIAS



Prohibición de las posiciones cortas y nueva regulación europea

Los organismos supervisores de los mercados de valores de España e Italia tomaron en 2012 medidas de prohibición transitoria de las posiciones cortas ("short selling" en terminología anglosajona) sobre acciones cotizadas como consecuencia de las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana. Adicionalmente, el 1 de noviembre de 2012 entró en vigor una normativa europea armonizada sobre posiciones cortas recogida en el Reglamento 236/2012 (el Reglamento).

Ambos organismos supervisores de los mercados de valores español e italiano, CNMV y CONSOB respectivamente, establecieron la prohibición sobre las posiciones cortas de todas las acciones españolas e italianas cotizadas el día 23 de julio de 2012. La prohibición en Italia afectó únicamente a los valores del sector financiero y, apenas unos días después, el 27 de julio se levantó. En España la prohibición, que afectó a todas las acciones españolas cotizadas y sus índices durante tres meses, además de los productos derivados que supongan un incremento en términos netos de las posiciones a la baja, se amplió primero hasta el 31 de octubre de 2012 y posteriormente, ya con la nueva regulación en vigor, hasta el 31 de enero de 2013 acogiéndose a las facultades que el nuevo Reglamento europeo otorga a los organismos reguladores para establecer medidas más restrictivas que las previstas en el propio reglamento.

Como es bien conocido, la prohibición de las posiciones cortas está en el centro de intensos debates sobre sus efectos. Como reconocen diversos estudios "desde un punto de vista teórico, existe un amplio consenso acerca de la idea de que la posibilidad de realizar posiciones cortas tiene más efectos positivos que negativos para los mercados. Las posiciones cortas proveen de liquidez al mercado, al igual que cualquier otra estrategia que canalice órdenes. Por otro lado, estas operaciones aumentan la eficiencia de mercado,

en el sentido de que facilitan la correcta formación de precios, es decir, ayudan a que los precios recojan la nueva información disponible con prontitud. Éstas han sido las conclusiones obtenidas por la mayoría de los trabajos teóricos llevados a cabo a lo largo de las últimas décadas” (CNMV (2010).

EFFECTOS NEGATIVOS SOBRE LA FORMACIÓN DE PRECIOS Y LA LIQUIDEZ DE LOS VALORES AFECTADOS

En España, la prohibición de las posiciones cortas por tres meses y su ampliación posterior se justificó como respuesta a “la situación excepcional que atravesaba el sistema financiero español” pero el coste fue muy alto en términos de deterioro de la liquidez y eficiencia en la formación de precios del conjunto del mercado de valores español, además del impacto en el mercado europeo por el peso de los grandes valores españoles en los índices europeos. De acuerdo con nuevos estudios publicados “el poder estabilizador de la prohibición sobre algunos bancos de tamaño mediano viene con un elevado coste en términos de liquidez relativa, volúmenes negociados y eficiencia en la formación de precios” (CNMV 2012). En suma, una prohibición tan desproporcionada como la adoptada en España en 2012 pone en peligro la liquidez, eficiencia y credibilidad del mercado de valores español y falta de confianza en los mecanismos de mercado. Un coste que podría haberse reducido limitando el ámbito de la medida a un grupo más reducido de valores o incluso a valores concretos.

Trabajos muy recientes también están comenzando a alertar sobre las perturbaciones que causa en las relaciones entre diferentes activos financieros y mercados de distintos países con prohibiciones o no de posiciones cortas. En Europa, la adopción de este tipo de medidas desde el inicio de la crisis financiera ha generado obstáculos en el correcto funcionamiento del mercado interior, debido a las discrepancias existentes entre legislaciones. Con el fin de armonizar la normativa relativa a las posiciones cortas surgió la nueva regulación establecida en el Reglamento 236/2012 y sus reglamentos de desarrollo.

LA NORMATIVA APROBADA POR LA U.E.

La nueva normativa europea sobre posiciones cortas afecta no sólo a acciones sino también a bonos y otros instrumentos negociados. Se articula en torno a dos puntos fundamentales: el establecimiento de un régimen de transparencia de las posiciones cortas netas significativas y la prohibición sobre las posiciones cortas denominadas descubiertas (naked).

El régimen de transparencia de las posiciones cortas netas significativas sobre acciones y deuda soberana establece la obligación de notificar al regulador estas posiciones a partir de determinados porcentajes. En el caso de posiciones cortas netas sobre acciones deberán notificarse las que alcancen o desciendan del 0,2% del capital social del emisor. Las posiciones cortas netas en deuda soberana española se notificarán cuando alcancen o desciendan del 0,5% del saldo vivo de la citada deuda soberana. Además, las posiciones cortas netas sobre acciones que alcancen o desciendan del 0,5% del capital social deberán publicarse en una página web gestionada/supervisada por la CNMV.

El Reglamento prohíbe las posiciones cortas “descubiertas” de acciones o de deuda soberana. Éstas son aquellas en las que quien vende no dispone ni de los valores ni de garantías para su entrega (no se han tomado los valores en préstamo ni han establecido acuerdos o pactos con terceros para su entrega). En cuanto a las permutas de cobertura por impago de crédito soberano (credit default swap o CDS) descubiertas están igualmente prohibidas, ya que el Reglamento exige que quien contrate un CDS mantenga una posición larga en el instrumento de deuda soberana en cuestión.

La nueva regulación concede facultades a los organismos reguladores para establecer, de forma provisional, medidas más restrictivas que las previstas en el Reglamento, cuando se produzcan hechos o circunstancias excepcionales que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado y en situaciones de caída de valor de un instrumento financiero. El período de vigencia de las medidas adoptadas en estas circunstancias será de tres meses y además su adopción deberá ser necesaria para hacer frente a la amenaza y no perjudicar de forma desproporcionada la eficiencia de los mercados financieros. ■

ACTIVIDAD DE PRÉSTAMO DE VALORES SOBRE ACCIONES COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

	Comunicaciones		Cancelaciones		Saldo vivo
	Nº de acciones	Valor efectivo (millones de euros)	Nº de acciones	Valor efectivo (millones de euros)	Nº de acciones
2008	46.305.776.835	576.193,6	47.002.310.062	586.040,8	62.583.481.214
2009	48.427.208.678	483.077,1	49.201.979.771	490.115,3	65.262.831.467
2010	56.517.688.305	538.976,6	55.893.553.567	542.833,0	45.781.897.087
2011	54.068.742.456	498.570,6	54.617.719.362	485.165,9	49.068.969.222
2012	57.994.361.150	427.735,6	56.478.799.493	423.783,6	50.697.309.720

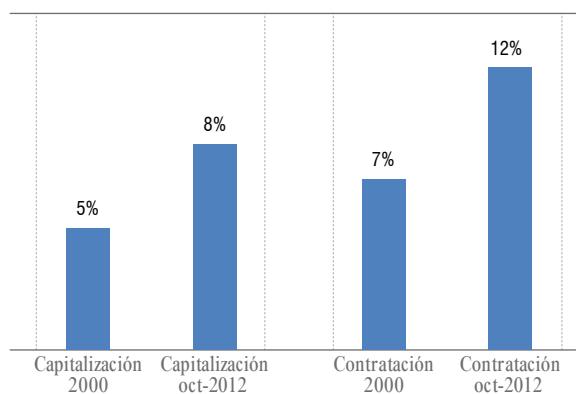
>> VIENE DE PÁGINA 39

cutadas en 2012 que ascendió hasta los 40,5 millones frente a los 17 que se anotaron en 2005 o los 34 que se registraron en 2007 cuando el volumen efectivo anual marcó máximo histórico con 1,6 billones de euros. La cifra de operaciones ejecutadas en 2012 constituye la segunda cifra más alta de la historia de la Bolsa. El récord histórico mensual en número de negociaciones se registró en mayo de 2012 con 4,7 millones de operaciones cruzadas. En cuanto al número de órdenes gestionadas por el sistema hemos pasado de cerca de 32 millones a mitad de la década pasada a los 252 millones canalizados en 2012. Es decir, a pesar de las dificultades del entorno económico y financiero, la Bolsa española ha multiplicado exponencialmente su liquidez y su capacidad aumentando así el valor aportado a la sociedad y al amplio conjunto de personas e instituciones que se relacionan directamente con los mercados de valores regulados en España.

La caída de volúmenes resiste bien la comparativa internacional

Un elemento que no ha ayudado al incremento de los volúmenes ha sido la prohibición de posiciones cortas para todas las acciones cotizadas vigente desde el pasado 23 de julio. Una medida controvertida prorrogada ya por dos veces por la CNMV desde esa fecha. La última prohibición se extendió hasta finales de enero de 2013 y la decisión ya fue adoptada siguiendo las pautas de la

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



Fuente: WFE y elaboración propia

nueva regulación sobre *short selling* aprobada por la Unión Europea.

Como ya hemos comentado, esta eventualidad ha marcado el devenir de la negociación en acciones en la Bolsa española en 2012 pero el descenso anual registrado, del orden del 24% en términos de efectivo, no difiere de lo ocurrido en otras plazas bursátiles de similar grado de desarrollo y donde las cotizaciones han experimentado una evolución más positiva en el año. Este dato refrenda que el mercado español guarda en su interior argumentos que potencian la demanda de sus valores cotizados. Argumentos que parecen ser tenidos en cuenta por los inversores no residentes que siguen acaparando algo más de tres cuartas partes de los importes negociados en acciones. También las familias parecen tenerlos en cuenta y ha-

SIGUE EN PÁGINA 45 >>

Descensos generalizados de la negociación de acciones

La gran liquidez de los valores y el mercado español permiten que la caída en la Bolsa española esté en línea con otras plazas en términos de efectivo pero sea bastante menor en cuanto al número de operaciones ejecutadas.

La negociación de acciones en las Bolsas de todo el mundo ha acusado el golpe del deterioro generalizado de la actividad económica en 2012. En todas las plazas correspondientes a mercados desarrollados han disminuido los volúmenes efectivos contratados generalmente por encima del 20% en el transcurso del año.

La Bolsa española no ha sido una excepción pero su comportamiento ofrece una lectura diferencial importante que remarca la virtud de la gran liquidez de los valores y el mercado nacionales. En términos efectivos la negociación de acciones ha caído alrededor de un -24,5% anual, ligeramente por debajo de Nueva York y por encima de lo sucedido en la Bolsa alemana (-21,2%) o Euronext Europa (-19,7%). Sin embargo mientras a lo largo del año las cotizaciones han caído en España frente al cierre de 2011 (hasta más de un 30% anual de caída acumulaba el IBEX 35 a finales de julio de 2012), en el resto de plazas los índices bursátiles de referencia han vivido un año plácido siempre consistentemente por encima de los valores de cierre del año anterior. Además, nuestro mercado ha estado sometido, desde el 23 de julio, a la prohibición de tomar posiciones cortas sobre la totalidad de las acciones cotizadas, algo que otros países no sufren y que, sin duda, es un freno en el normal desarrollo de la operativa del mercado.

Siguiendo sólo estas dos variables, la negociación

de acciones en la Bolsa española debería haber caído diferencialmente más que en el resto, pero no ha sido así. Principalmente no lo ha sido porque la liquidez de los valores españoles sigue siendo muy elevada y el mercado satisface con mucha eficiencia las necesidades de los inversores. Los datos de variación del número de operaciones en acciones ejecutadas en el año dan buena cuenta de este hecho. En este capítulo en la Bolsa española la caída fue del -11,4% frente a cerca del -33% de NYSE, el -26% de Nasdaq, el -19,1% de la Bolsa alemana o el -15,4% registrado en las plataformas de Euronext Europa. En 2012, en Europa, sólo la Bolsa de Londres registra caídas inferiores a las anotadas por nuestra Bolsa tanto en efectivo como en operaciones ejecutadas con acciones. ■

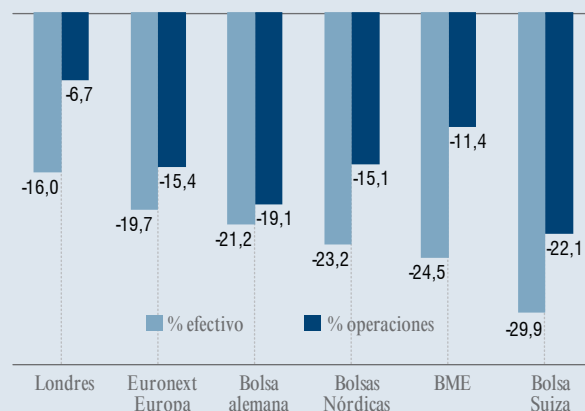
RANKING INTERNACIONAL DE NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN LOS MERCADOS REGULADOS

	Año 2012 (Millones de Dólares)	% variación respecto a 2011 (en moneda local)
NYSE USA	13.442.720	-25,4
NASDAQ	9.784.206	-23,1
BOLSA DE TOKIO	3.463.095	-12,2
BOLSA DE SHANGHAI	2.598.805	-30,8
BOLSA DE SHENZHEN	2.369.080	-18,5
LONDRES	2.194.257	-16,0
NYSE EURONEXT EUROPA	1.576.121	-19,7
BOLSA DE KOREA	1.517.897	-23,9
TORONTO S.E.	1.357.293	-10,8
BOLSA ALEMANA	1.275.949	-21,2
BOLSA DE HONG KONG	1.106.069	-23,7
BOLSA AUSTRALIANA	935.988	-21,1
BOLSA DE BRASIL	875.418	10,5
BME	851.828	-24,5
BOLSA DE TAIWAN	678.515	-23,4
NASDAQ OMX BOLSAS NORDICAS	586.971	-23,2
BOLSA SUIZA	585.205	-29,9
TOTAL TOP 17	45.199.415	

Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE)

DESCENSO GENERALIZADO DE LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN 2012

Cálculos realizados sobre volúmenes anuales de 2012 y 2011 en los sistemas electrónicos (EOB) de cada Bolsa. Fuente: WFE



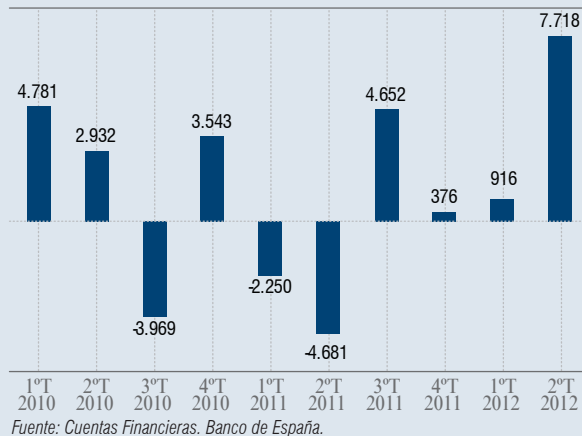
Las familias se desendeudan y retoman el interés por las acciones cotizadas

En los últimos 12 meses hasta el 2º trimestre de 2012 los hogares españoles redujeron su endeudamiento neto en casi 15.500 millones de euros. Aceleraron así, dentro de sus posibilidades, el ajuste de su balance financiero, en particular su pasivo. Mientras el valor del conjunto de sus activos financieros se mantuvo relativamente estable entre 2009 y el primer semestre de 2012 tras la fuerte corrección experimentada en 2008, la reducción del endeudamiento es apreciable a partir de 2009 y se intensifica en 2011 y 2012 como puede apreciarse en el valor negativo que toman los pasivos netos contraídos por los hogares en 2011 y la primera mitad de 2012 recogidos en el gráfico adjunto. La ruptura que se produce en 2008 y 2009 respecto a la situación anterior es indicativa de la intensidad del cambio en la situación patrimonial y financiera de las familias españolas como consecuencia de la crisis financiera.

Por la parte de sus activos financieros, los hogares acumulaban hasta el segundo trimestre de 2012 cuatro trimestres consecutivos de adquisiciones netas de acciones cotizadas (la diferencia entre inversión y desinversión en el trimestre) lo que parece reflejar un interés renovado en este tipo de activo. El valor conjunto de las adquisiciones netas durante esos cuatro trimestres superaron los 13.500 millones de euros. ■

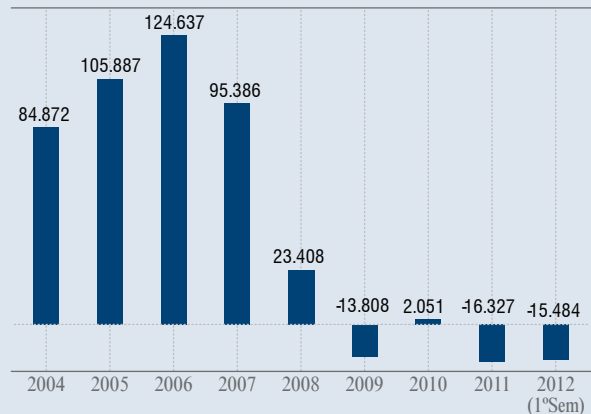
ADQUISICIONES NETAS DE ACCIONES COTIZADAS POR HOGARES

(España 2010 - 2012 (2º Trim.)). Datos Trimestrales. Millones de Euros.



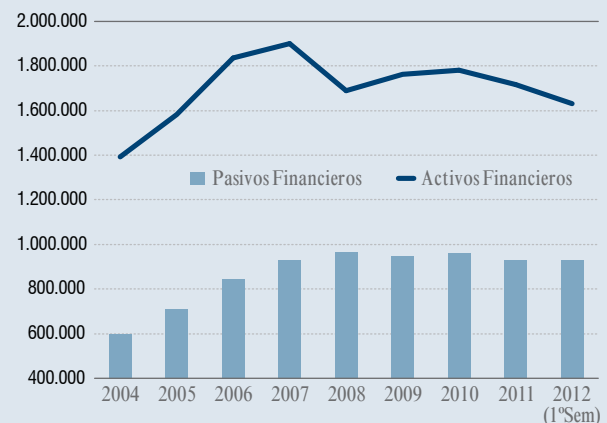
VARIACIÓN NETA DE LA DEUDA DE LOS HOGARES

(España 2004 - 2012 (1º Semestre)). Millones de Euros. Para 2012, datos de 12 meses hasta el primer semestre.

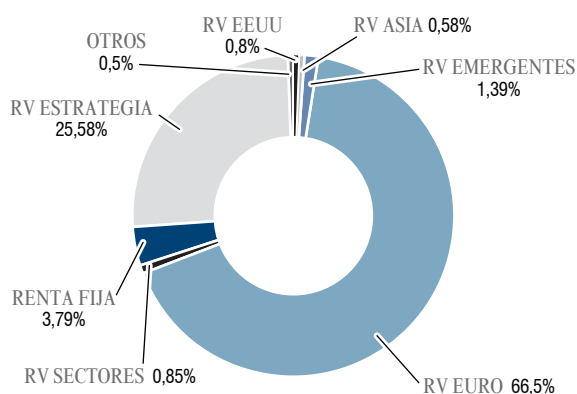


VALOR TOTAL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES

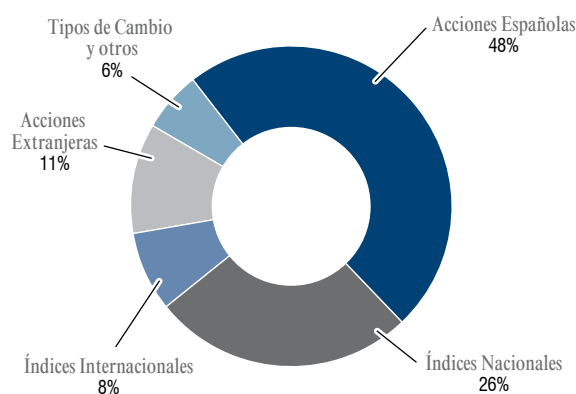
España 2004 - 2012 (1º Sem). Millones de euros.



ETFs: EFECTIVO NEGOCIADO POR CATEGORÍAS EN 2012



WARRANTS: DISTRIBUCIÓN DE EFECTIVOS NEGOCIADOS POR TIPO DE SUBYACENTES EN 2012



>> VIENE DE PÁGINA 42

ber decidido que, tras los descensos de precios de los últimos años, las valoraciones ya están bastante ajustadas: la adquisición neta de acciones de este grupo ha crecido mucho entre 2009 y 2012.

El análisis de la evolución de las cifras de la actividad de Préstamo de Valores, de la que BME lleva el registro, no permite extraer evidencias respecto al impacto de la prohibición de las posiciones cortas sobre esta operativa. Se han rebajado paralelamente los efectivos comunicados (aperturas de préstamos) y cancelados en línea con el descenso de las cotizaciones pero en número de títulos los niveles se mantienen en guarismos muy similares a los anotados en 2011: al cierre de 2012 había 50,7 millones de títulos en situación de prestados.

Otro aspecto que ha ayudado a acrecentar el interés por la renta variable española ha sido la progresiva ampliación de la familia de índices IBEX. Este año se han incorporado 3 nuevas referencias que permiten la emisión de productos de inversión con subyacentes anclados en las mismas (ETFs, warrants, derivados,...). De esta manera se facilita a los gestores de carteras la posibilidad de aplicar y ofrecer a sus clientes exposiciones más ajustadas a diferentes perfiles de inversión.

El IBEX 35 domina la operativa con ETFs

Precisamente han sido los ETFs basados en los índices IBEX 35 los que más han aumentado su presencia entre los inversores en 2012. El 80% de las operaciones cruzadas y del efectivo negociado en el segmento de ETFs a lo largo de este año, han tenido como protagonista a nuestro índice más representativo. Este dinamismo parece evidenciar el crecimiento del interés por el mercado nacional y el aumento del número inversores particulares que cada vez tienen más en cuenta a los ETF a la hora de construir una cartera ajustada a su perfil de riesgo.

En 2012 el número de ETFs listados en la Bolsa española se eleva a 73, que han movido en su conjunto un importe de efectivo que alcanza los 2.699 millones de euros, un 22,7% inferior al contabilizado en igual período del ejercicio anterior. La preferencia de los inversores ha tenido como protagonista a los ETFs de renta variable, que se han llevado el 96% de la negociación. El líder indiscutible es el viejo continente que contribuye casi con un 70% y aporta subyacentes con tanto interés como el IBEX® 35, el DAX y el EURO STOXX 50®. Concretamente, los ETFs que siguen la evolución del selectivo español

han contratado 1.607 millones de euros, lo que supone un 60% del total del mercado. Le siguen a continuación los ETFs de Estrategia, es decir, los inversos y los apalancados, que suman un volumen de efectivo de 690 millones de euros, es decir, un 25,58% de la negociación. De entre ellos, los que más interés han despertado han sido el LYXOR ETF IBEX[®] 35 DOBLE APALANCADO DIARIO, el LYXOR ETF IBEX[®] 35 DOBLE INVERSO DIARIO, el LYXOR ETF IBEX 35 INVERSO y el LYXOR ETF EURO STOXX 50[®] DAILY LEVERAGE. De cada 100 millones de efectivo negociados por esta categoría, 34 son para el primero, 25 para el segundo, 22 para el tercero y 12 corresponden al último.

En cuanto a los ETFs que tienen como subyacente índices de renta fija, el que mayor interés ha despertado ha sido el LYXOR AAA GOVT BD (referenciado a una cesta de bonos soberanos de la Zona Euro basados en emisores con los mayores ratings de crédito) con un efectivo de 46,5 millones de euros, que corresponde al 45% del volumen negociado por la categoría de ETFs de Renta Fija.

En términos de negociaciones, la cifra acumulada en ETFs hasta diciembre se sitúa en 55.011, lo que supone superar en un 27% a la registrada en los doce meses del pasado año. Una vez más, el IBEX 35[®] lidera el ranking como subyacente más negociado en la bolsa española.

Nuevos índices estratégicos para ampliar la familia IBEX

Tres nuevos indicadores se han incorporado en 2012 a la ya amplia familia IBEX de índices bursátiles. Los tres se encuadran dentro de los denominados índices estratégicos, una gama de indicadores que pretende servir de referencia a diversas estrategias de inversión que parten de la base del comportamiento diario del IBEX 35 (índice subyacente) y lo modifican variando tanto su sentido, como su multiplicador. En suma, mientras el IBEX 35 es representativo del comportamiento del mercado continuo español, éstos índices estratégicos obtienen una rentabilidad que puede ser el doble o el triple de la del IBEX o realizan una estrategia de inversión que obtiene una rentabilidad inversa a la del índice subyacente multiplicándola por uno, dos, tres y hasta cinco veces.

Para completar esta gama de indicadores en noviembre de 2012 se han lanzado tres nuevos índices, son: el IBEX 35[®] TRIPLE APALANCADO NETO que ofrece una triple exposición a la revalorización diaria del índice IBEX 35[®] CON DIVIDENDOS NETOS; el IBEX 35[®] X5 APALANCADO NETO ofrece una quintuple

exposición a la revalorización diaria del índice IBEX 35[®] CON DIVIDENDOS NETOS y el IBEX 35[®] INVERSO X5 ofrece una revalorización quintuple del IBEX 35[®] CON DIVIDENDOS (BRUTOS) en sentido inverso.

El objetivo es que estos 3 nuevos indicadores sirvan como subyacente de diversos productos financieros como warrants, certificados o Fondos Cotizados (ETFs), de forma que los inversores finales puedan acceder a estas estrategias de una manera sencilla. Al cierre del año 2012 la gama de índices estratégicos se compone de seis índices apalancados y cuatro índices inversos:

- IBEX 35 Doble Apalancado
- IBEX 35 Triple Apalancado
- IBEX 35 Doble Apalancado Bruto
- IBEX 35 Doble Apalancado Neto
- IBEX 35 Triple Apalancado Neto
- IBEX 35 X5 Apalancado Neto
- IBEX 35 Inverso
- IBEX 35 Doble Inverso
- IBEX 35 Triple Inverso
- IBEX 35 Inverso X5

Warrants: menores volúmenes y gran variedad de subyacentes

A 31 de diciembre el número de emisiones de warrants y certificados admitidas a negociación es de 6.987 y, aunque representa una disminución del 24% respecto a 2011, el abanico de subyacentes que abarcan sigue siendo muy amplio: acciones e índices españoles y extranjeros, materias primas y tipos de cambio.

En todo el año, se han negociado en este mercado warrants y certificados por un efectivo de 780,6 millones de euros. El número de operaciones se ha mantenido, en media, en

el entorno de las 17.000 negociaciones mensuales. Se trata de cifras inferiores a las alcanzadas el año anterior, pero aún consistentes.

En el transcurso del año, los inversores han demostrado su preferencia por los warrants referenciados a acciones españolas: una de cada dos operaciones realizadas tenía como protagonista a una de nuestras empresas. Destacan Santander (10,91%), Telefónica (7,19%), Inditex (6,92%) y BBVA (5,53 %). El segundo lugar del ranking lo ocupan los warrants sobre el índice más representativo de nuestra economía, el IBEX 35, con un 26% del volumen negociado, lo que significa que ha movido casi 170 millones de euros de efectivo.

La tributación que viene...

En un futuro inmediato queda por ver el efecto que sobre los volúmenes de negociación de activos de renta variable tienen dos medidas de carácter impositivo que se avecinan. La primera de ellas ya está determinada y tiene fecha de entrada en vigor el 1 de enero de 2013 y consiste en un aumento en la tributación de las plusvalías derivadas de la venta de activos financieros obtenidas a corto plazo.

Desde el 1 de enero de 2013 habrá dos regímenes de tributación para las ganancias procedentes de la venta de activos financieros. Las plusvalías generadas en un período de un año o menos tributarán al tipo marginal del IRPF (entre el 24% y el 45%), mientras que las ganancias obtenidas en períodos superiores a un año tributarán como rentas del ahorro en función de una escala que va del 21% al 27%. Este cambio, ha sido introducido por la ley 16/2012, de medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, que entró en vigor el 28 de diciembre, y supone una penalización a las plusvalías obtenidas a corto plazo.

La segunda de estas medidas impositivas es la creación de un impuesto a las transacciones financieras ("tasa Tobin"). El 16 de octubre de 2012 el gobierno español comunicó oficialmente a la Comisión Europea la decisión de sumarse al proyecto de instaurar en Europa una tasa sobre las transacciones financieras (FTT). Este nuevo impuesto gravaría con un tipo del 0,1% las compraventas de acciones y bonos y con un tipo del 0,01% las de derivados.

Este proyecto, al que se unieron 11 países de la zona euro, tiene como objetivo frenar las operaciones más especulativas y hacer que la banca asuma parte de los costes de la crisis. Sin embargo, desde asociaciones como la AEB o la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), se ha denunciado que la aplicación del nuevo impuesto podría provocar: una salida masiva de inversores extranjeros, un impacto negativo en los fondos de pensiones y de inversión, la reducción de los volúmenes de contratación y el aumento de los costes de financiación de las empresas y la desaparición de las firmas bursátiles pequeñas y medianas. ■

En un futuro inmediato queda por ver el efecto que sobre los volúmenes de negociación de activos de renta variable tienen dos medidas de carácter impositivo que se avecinan. Una ya está determinada y tiene fecha de entrada en vigor el próximo 1 de enero: el aumento de la tributación de las plusvalías

derivadas de la venta de activos financieros. La otra no está aún aprobada ni definidos sus términos concretos de aplicación, pero 11 países europeos, entre ellos España, se han comprometido a ponerla en marcha en los próximos meses: la Tasa sobre Transacciones Financieras (FTT). ■

5

LA BOLSA Y SUS MECANISMOS DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA: algo más de 31.500 millones en ampliaciones

El encarecimiento y la fuerte paralización de los flujos crediticios tradicionales ha sido una constante a lo largo de todo el ejercicio. Las empresas, especialmente las Pymes, están sufriendo con especial rigor esta realidad derivada de la excesiva dependencia del crédito bancario en su estructura de financiación. Muchas, incapaces de renegociar sus condiciones de financiación en un mercado de demanda interior decreciente, se están viendo abocadas al concurso de acreedores. En 2012 se produjeron en España 7.233 concursos, un 35% más que un año atrás con el coste añadido para las castigadas cifras de desempleo que ello supone.

Al margen de otras medidas para dinamizar la actividad de la economía parece evidente que, de cara a fortalecer y redefinir el modelo productivo español, es importante dotar a nuestras empresas con mecanismos de financiación alternativos al canal bancario. Los mercados de valores regulados han demostrado ser una vía extremadamente útil para satisfacer esta necesidad. Además, permiten a las empresas encauzar a través de ellos operaciones financieras de diferente naturaleza que sirven para ampliar la base de capital y reforzar los recursos propios.

Algo más de 31.500 millones de euros efectivos en ampliaciones

Lo dicho puede perfectamente ejemplificarse con los datos de que dispone BME en 2012. La Bolsa española aparece en la comparativa de la Federación Mundial de Bolsas (WFE) la sexta del mundo en flujos nuevos de inversión canalizados. Esta posición obedece fundamentalmente a la enorme actividad que se ha producido en el terreno de las ampliaciones de capital en el mercado de valores español. Sin tener en cuenta aquellas destinadas a cubrir operaciones de concentración (fusiones, compras,...) la cifra de 28.665 millones de euros es la más alta de la serie histórica.

Se han producido 121 ampliaciones de capital ejecutadas con muy diferentes propósitos por un importe total que sobrepasa ligeramente los 31.500 millones de euros. La parte importante, más por la cuantía que por el número de operaciones, corresponde a ampliaciones realizadas por empresas cotizadas en el mercado principal. En conjunto estas compañías han realizado 86 operaciones y han emitido acciones por un importe monetario equivalente

SIGUE EN PÁGINA 51 >>

Alternativas de mercado para equilibrar la estructura financiera de las empresas

La crisis ha puesto en evidencia algunos importantes defectos en la estructura de financiación del tejido productivo español y con especial intensidad en las empresas que se integran en el sector no financiero de la economía. Se trata de su excesiva dependencia del crédito bancario y la escasez de apelación a otras fuentes de recursos, en particular a aquellas constituidas por aportaciones colectivas que se instrumentan en títulos de deuda o capital y que se negocian en algún tipo de mercado secundario, más seguro si es regulado. Este es un problema no exclusivo de España pero, por diferentes razones, singularmente acentuado en nuestro país frente a lo que ocurre en economías con un modelo y un nivel de desarrollo similares. Es además, comúnmente, un problema que se hace más agudo a medida que las empresas son más pequeñas, es decir, que es especialmente significativo en la base productiva de la mayoría de países donde las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) representan un porcentaje superior al 99% del total de empresas constituidas, aportan más del 60% del PIB y son responsables de más del 80% del empleo creado. Es una cuestión relevante a la que se le empieza a prestar una atención destacada en toda Europa y también en España como elemento importante para impulsar una salida de la crisis más rápida y construir modelos de financiación menos vulnerables.

En la actualidad el peso de la deuda bancaria sobre el total de financiación dispuesta por las compañías en España es del orden del 80% cuando en los años 90 se acercaba al 65% y en países como Estados Unidos este porcentaje ha oscilado en torno al 30% en los últimos 20 años mientras que en el núcleo central de la Eurozona (Alemania y Francia) ha ido paulatinamente perdiendo peso hasta equilibrarse en cuotas alrededor del 50%. La utilización de la financiación bancaria de la Pyme española (el 99% del total) es 1,8 veces superior al de las grandes compañías.

IMPULSO PÚBLICO A LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE MERCADOS: ASPECTOS A ABORDAR

En septiembre pasado el Gobierno anunció el desarrollo de 43 nuevas leyes “para sentar las bases de la recuperación en España” y aprobó algunas propuestas más de índole económica y tributaria para impulsar la economía. En este paquete se recoge el establecimiento de medidas de fomento para que las Pymes acudan al MAB. Posteriormente se ha anunciado en varias oca-

siones la intención de poner en marcha un mercado alternativo de renta fija para estimular la financiación ajena no bancaria en la base del tejido productivo español. El objetivo es que empresas solventes puedan acceder a liquidez a corto plazo para gestionar su fondo de maniobra y obtener fondos a medio plazo atrayendo capital de inversores institucionales. Aún es pronto para hablar de cómo se conformará finalmente esta iniciativa ya que, entre otros, es preciso superar algunos obstáculos regulatorios importantes que menoscaban las posibilidades de éxito de su implementación, como es el caso de la prohibición por ley de emisiones para las Sociedades de Responsabilidad Limitada (la mayoría en España) o su limitación por tamaño de los recursos propios en el caso de las Sociedades Anónimas.

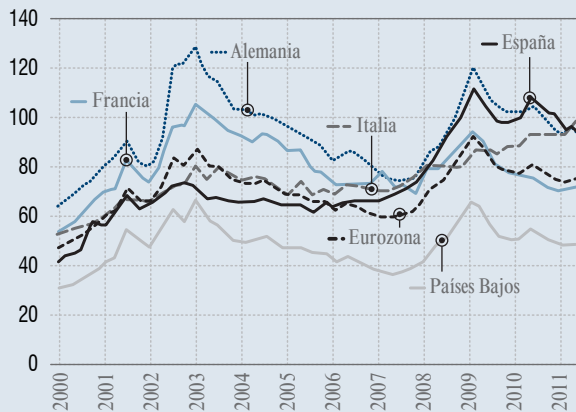
También hay aspectos importantes a abordar y decidir respecto al modelo de mercado. Integrarlo en las plataformas reguladas dotaría al mecanismo de más transparencia y seguridad evitando, entre otras cosas, asimetrías informativas características en las Pymes. Existe la opción de hacerlo a través de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) donde los requisitos de acceso serían menores para los emisores, pero la contrapartida de demanda quedaría muy limitada a inversores institucionales. Esto obligaría a su vez a diseñar y autorizar vehículos específicos para favorecer el acceso al mercado de los inversores particulares.

Convendría tener en cuenta, no obstante y en cualquier caso, que para facilitar el acceso a los mercados de las Pequeñas y medianas empresas no debe bastar con buscar fórmulas para reducir los costes de emisión. Aspectos como el fomento de la base inversora potencial y la salvaguarda de unos requisitos mínimos pero suficientes de calidad y transparencia deben ser también esenciales en la ejecución de cualquier diseño de mercado. El establecimiento de unos incentivos fiscales adecuados para los inversores participantes en estos mercados es un factor de estímulo fundamental para impulsar la actividad en los mismos y alcanzar los objetivos perseguidos. Estos incentivos también habría que definirlos con cautela y equilibrio.

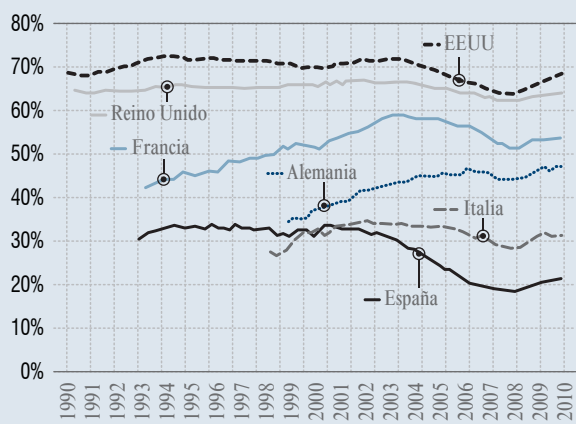
Por último, el establecimiento de un mercado alternativo de renta fija exige definir muy bien los tamaños mínimos de emisión para hacer viable la colocación y negociación de los títulos. Además es necesaria una cierta estandarización de los vencimientos para que el funcionamiento del mercado pueda ser ágil, ordenado e inteligible. ■

SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Deuda Financiera / Recursos Propios (%)

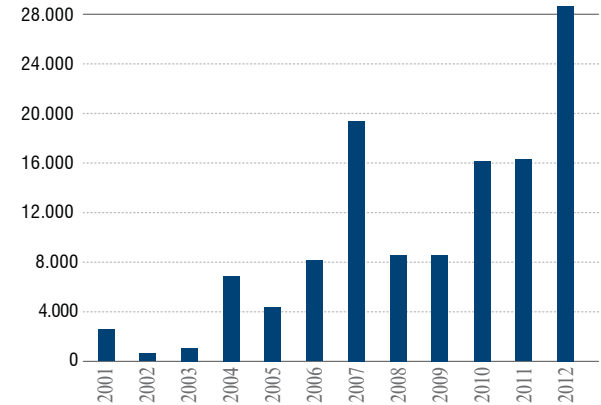


EL PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO



EFFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA NO LIGADAS A OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN (2001-2012).

Millones de euros



>> VIENE DE PÁGINA 49

de 30.952 millones de euros. Las entidades bancarias han sido las más activas y, en esencia, las acciones emitidas han servido para avanzar hacia el cumplimiento de los nuevos requerimientos de capital que se les impone para rebajar su riesgo sistémico. Si bien en número la mitad de las ampliaciones han sido realizadas por entidades bancarias, en efectivo han supuesto el 89,5% del total.

Captación de fondos con diferentes propósitos

Las empresas han acudido al mercado vía ampliaciones de capital por diversos motivos. Uno de ellos es atender las conversiones de Bonos o Participaciones Preferentes, consiguiendo de esta forma reducir la base de deuda y ampliar la de capital al tiempo que da liquidez a ciertos instrumentos que carecían de ella. Con esta finalidad se han realizado operaciones por 14.294 millones de efectivo, protagonizadas por entidades bancarias la práctica totalidad.

También ha sido importante el volumen alcanzado por las acciones entregadas a accionistas que han optado por cobrar el dividendo bajo esta modalidad (scrip dividend o dividen-

do elección). Trece compañías han utilizado esta fórmula para retribuir a sus accionistas, y lo emitido sobrepasa ligeramente los 8.900 millones de euros a valor de mercado. De nuevo aquí, se amplía la base de capital al tiempo que se reduce la salida de tesorería. Los accionistas de entidades financieras han sido los destinatarios del 69,5% del total.

Para atender a procedimientos de fusión, sobre todo aquellos enmarcados en el plan de reestructuración financiera de entidades, se han emitido acciones por un valor de mercado de 2.840 millones de euros.

También es significativo el volumen de fondos captados a través de lo que podemos considerar ampliaciones clásicas, aquellas con desembolso en efectivo y cuyos derechos de suscripción preferentes son objeto de negociación en el mercado. En un momento de déficit de financiación las empresas han captado por esta vía 4.550 millones de euros.

Las SICAVs han protagonizado 26 operaciones de ampliación de capital y en conjunto han captado algo más de 500 millones de euros.

SIGUE EN PÁGINA 54 >>

El MAB: un buen ejemplo de fórmulas alternativas de financiación para las Pymes

La compañía Gowex es un buen ejemplo de la utilidad del MAB. Desde que iniciara su andadura bursátil hace algo más de dos años y medio ha captado en el mercado casi 31 millones de euros, algo más del setenta y cinco por ciento de su valor de mercado el primer día de cotización.

Dentro de la tónica general de dificultades para obtener financiación por parte de las empresas, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para Empresas en Expansión (EE) se ha revelado como una buena alternativa de obtención de recursos para algunas buenas Pymes españolas.

La incorporación de las empresas al mercado es sólo un primer paso que luego tiene continuidad con la posibilidad de apelar al mismo para captar recursos y proseguir con los planes de expansión a pesar de la crisis. El mejor ejemplo de esto, combinado con una gestión bien orientada y dirigida, es la evolución de la

compañía Gowex. La compañía arrancó su cotización en marzo de 2010 captando 6 millones de euros en el mercado para una capitalización cercana a los 40 millones. En junio de 2011 amplió capital y consiguió casi 7 millones más de los inversores. Hoy, dos años y medio después, ha cerrado una segunda ampliación en la que ha obtenido casi 18 millones de euros y capitaliza por 162 millones.

En 2012 han debutado en el MAB para EE cinco compañías, cuatro en el primer cuatrimestre del ejercicio y la quinta lo ha hecho en los últimos días de diciembre. Se trata de Bionaturis, Carbures, Ibercom, Suavitas y 1Nkemia. Entre todas captaron 8,5 millones de euros, una cantidad que puede parecer pequeña pero que es relevante en las circunstancias actuales y en términos relativos representa cerca del 20% del valor de mercado agregado de esas empresas.

Sin embargo, como hemos dicho una de las principales aportaciones del MAB a las Pymes listadas es la posibilidad de contar permanentemente con un canal abierto de posible captación de nuevos fondos del mercado. En 2012 han tenido lugar 9 ampliaciones de capital llevadas a cabo por 6 de las 22 empresas que actualmente cotizan en el MAB. Han obtenido en conjunto financiación por un importe de 36 millones de euros.

Son cifras importantes puestas en su contexto y sirven de indicación respecto a las medidas que los

EMPRESAS INCORPORADAS AL MAB EN 2012

	Fecha de incorporación	Capitalización al incorporarse (millones de euros)
Bionaturis	26/01/2012	9,64
Carbures	23/03/2012	15,05
Ibercom	30/03/2012	15,87
Suavitas	12/04/2012	5,51
1Nkemia Inct	21/12/2012	17,60
TOTAL		63,67

AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA (MILLONES DE EUROS)

	Operaciones de concentración		Dº de Suscripción negociable		Otras ampliaciones		Conversión		Total	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
2000	2.746,78	54.217,15	1.781,59	14.214,61			82,00	1.165,66	4.610,37	69.597,41
2001	961,50	7.308,09	1.183,65	2.632,02			1,20	7,15	2.146,35	9.947,26
2002	329,40	2.973,02	482,91	321,14	380,48	342,42	37,38	51,04	1.230,17	3.687,62
2003	804,12	6.437,97	638,91	510,60	509,44	521,92	5,45	7,94	1.957,92	7.478,42
2004	758,64	13.523,08	828,58	2.977,94	1.151,29	3.768,50	26,76	172,50	2.765,27	20.442,03
2005	4,35	22,49	493,64	1.929,90	1.496,38	2.479,24	42,13	67,18	2.036,50	4.498,80
2006	150,77	19.480,43	613,97	2.401,61	1.292,93	5.661,11	56,58	179,47	2.114,25	27.722,62
2007	4.004,79	48.901,46	1.677,21	11.023,11	1.687,22	8.280,33	156,55	161,45	7.525,78	68.366,34
2008	659,56	8.278,88	1.149,06	7.783,44	640,88	827,17	3,53	4,27	2.453,03	16.893,76
2009	207,09	3.423,82	1.427,46	5.656,78	1.253,08	2.950,25	5,78	9,79	2.893,41	12.040,65
2010	91,66	1.102,89	3.581,89	12.026,13	2.289,44	2.605,79	722,08	1.625,56	6.685,07	17.360,37
2011	428,35	3.391,18	4.394,19	10.011,10	1.943,10	4.295,76	178,92	2.073,10	6.944,55	19.771,14
2012	363,30	2.840,16	2.961,04	13.491,17	753,14	879,17	1.389,75	14.294,39	5.467,23	31.504,90

Gobiernos deben adoptar para engrasar el sistema de financiación de nuestras Pymes. Hay experiencias internacionales que avalan la solvencia de esta fórmula pero requieren de compromisos importantes desde la Administración para adoptar la regulación y los incentivos necesarios para facilitar el acceso de más empresas a este tipo de mercados y promover la

participación de más inversores en las mismas. Por último reflejar que se han producido en los últimos meses del año tres bajas y un alta en el registro de Asesores Registrados del MAB (los especialistas que acompañan a la empresa en su experiencia con los mercados de valores). El número actual de los mismos es de 29. ■

AMPLIACIONES LLEVADAS A CABO EN EL MAB EN 2012

	Desde	Hasta	Proporción	Acciones Emitidas	Valor nominal (euros)	Precio (euros)	% Lib.	Valor efectivo (euros)
Ab-biotics, S.A.	03/02/2012	03/02/2012	29 X 100	1.598.461	79.923,05	2,7	0	4.315.844,70
Eurona Wireless Telecom, S.A.	03/02/2012	03/02/2012	5 X 100	562.544	562.544,00	1,4	0	787.561,60
Medcom Tech, S.A.	25/05/2012	24/06/2012	2 X 15	1.173.576	11.735,76	2,16	0	2.534.924,16
Carbures Europe, S.A.	21/06/2012	20/07/2012	8 X 17	1.955.521	19.555,21	1,3	0	2.542.177,30
Eurona Wireless Telecom, S.A.	24/07/2012	24/07/2012	25 X 1000	317.832	317.832,00	1,43	0	454.499,76
Secuoya Grupo de Comunicacion, S.A.	30/10/2012	30/10/2012	14 X 1000	104.780	1.309,75	4,44	0	465.223,20
Ab-biotics, S.A.	16/10/2012	16/11/2012	5 X 16	2.004.596	100.229,80	2,15	0	4.309.881,40
Let's Gowex, S.A.	15/11/2012	14/12/2012	1 X 5	1.528.404	76.420,00	11,6	0	17.729.486,40
Eurona Wireless Telecom, S.A.	27/11/2012	26/12/2012	1 X 6	1.998.330	1.998.330,00	1,5	0	2.997.495,00
TOTAL								36.137.180,46

>> VIENE DE PÁGINA 52

Ampliaciones también en el MAB

Queda un resto, pequeño en importe pero enormemente significativo por lo que supone paradigmáticamente. Destacar las 9 ampliaciones realizadas por compañías cotizadas en el MAB, en el segmento de empresas en expansión. A pesar del esca-

so recorrido de las mismas como entidades cotizadas han captado por la vía de las ampliaciones 36 millones de euros, cifra equivalente al 7% de la capitalización de todas las empresas del MAB. Una señal a tener en cuenta a la hora de tomar medidas para favorecer el acceso a financiación complementaria de las Pymes.

OPVs en el mundo en 2012: datos y tendencias

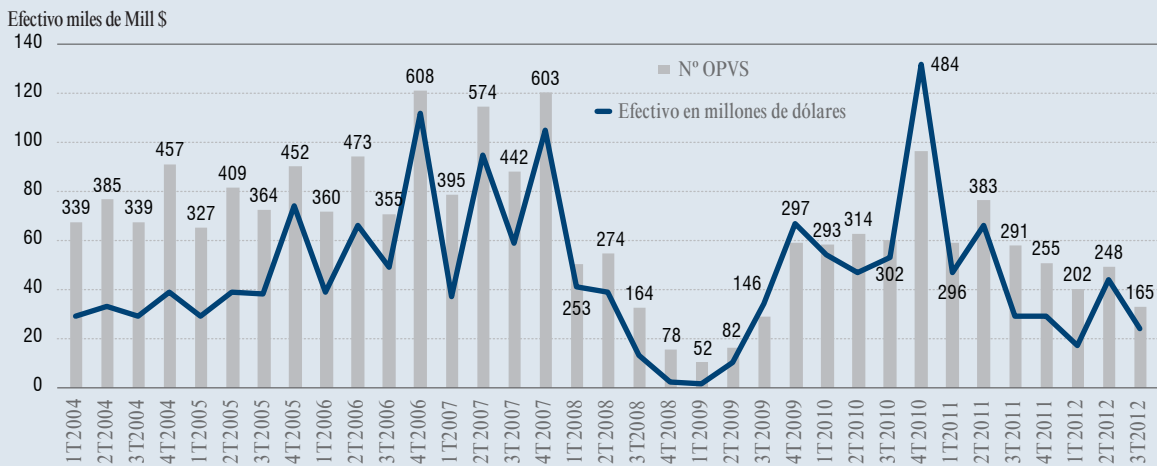
La debilidad de las salidas a Bolsa en los mercados desarrollados está propulsando iniciativas legislativas para potenciar la cotización de compañías en expansión.

No ha sido 2012 un buen año para las Ofertas Públicas de Venta iniciales en las Bolsas mundiales. La recuperación que se produjo en 2009 y 2010 tras el profundo bache de 2008 no se ha mantenido en los dos años siguientes reflejando bases poco sólidas en la recuperación de los mercados bursátiles mundiales y especialmente en los del área euro, muy afectados por la crisis de deuda soberana. De enero a septiembre de 2012 se realizaron 615 OPVs, un 37% menos que durante el

mismo período de 2011, por un valor de 85 mil millones de dólares, lo que representa una caída del 40% respecto al mismo período de 2011.

En esta situación general de debilidad son los mercados emergentes y en especial los del área Asia Pacífico los que mantienen niveles importantes de actividad con el 49% del valor total de las operaciones realizadas en el mundo en los tres primeros trimestres de 2012 de acuerdo con datos recopilados por la consultora Ernst & Young.

EVOLUCIÓN DE LAS OPVs INICIALES EN EL MUNDO 2004-2012



Las salidas a Bolsa: pocas y de importe pequeño

Tal vez la parcela de actividad de las Bolsas dónde más se ha dejado sentir el influjo negativo del entorno y la dificultad para cuadrar necesidades de capital de las compañías con las condiciones requeridas por la demanda (capital inversor), ha sido en las salidas a Bolsa. Las OPVs (IPOs por sus siglas en inglés) han brillado a escasa altura en todo el mundo o casi por su ausencia en el caso de España dónde sólo 5 operaciones de este tipo llevadas a cabo en el MAB completan el balance de 2012

en este apartado. Esta atonía es compartida con lo sucedido en otros mercados desarrollados y es en los emergentes dónde mayor actividad se está produciendo en los últimos 24 meses.

El número final de compañías admitidas a cotización es de 3.200 de las cuales 127 cotizan en el Mercado Continuo; 3.015 cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil de las que 22 lo hacen en el segmento de Empresas en Expansión; 27 son compañías latinoamericanas que cotizan en el Mercado de Valores Latinoamericano en euros (Latibex) y las restantes 31 cotizan en corros electrónicas. ■

Junto con el 5% representado por las bolsas de América Central y del Sur, los mercados emergentes se apuntan en 2012 más de la mitad del volumen total efectivo de operaciones mundiales de salida a Bolsa.

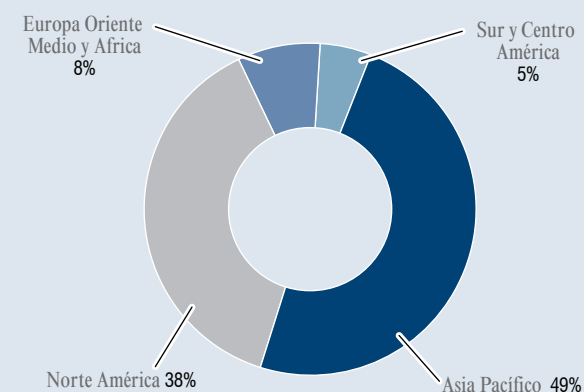
Adicionalmente a su comportamiento poco brillante en los mercados desarrollados, las OPVs iniciales también han sido objeto de controversias y debates. En mayo de 2012 se llevó a cabo la mayor operación del año, la salida al mercado norteamericano Nasdaq de la red social Facebook mediante una OPV por valor de 16.000 millones de euros. No solo se produjeron problemas técnicos en su debut en el mercado bursátil sino que la fuerte corrección experimentada por su precio, cercana al 50% en los 4 meses siguientes, suscitó fuertes críticas a la compañía, a los intermediarios y a los asesores por la fijación de un precio de venta tan elevado.

La debilidad de las salidas a Bolsa en los mercados desarrollados también está propulsando iniciativas legislativas para potenciar la cotización de compañías en expansión. Es el caso de la "Jobs Act" (Jumpstart Our Business Startups) en EEUU, la legislación aprobada en Abril 2012 para promover la financiación de negocios y compañías de tamaño mediano y pequeño y el uso de mercados de capitales públicos.

También en el Reino Unido está en marcha una iniciativa conjunta del "Department for Business, Innovation and Skills" del Gobierno británico junto con la

Bolsa de Londres para atraer al mercado emprendedores y compañías de alto crecimiento a través de reformas en el mercado de OPVs. La Unión Europea puso en marcha hace algunos meses una iniciativa denominada "Action Plan to improve access to finance for SMEs" que pretende cambiar la regulación para hacer más visibles las pequeñas y medianas empresas a inversores y mercados y para promover el acceso de las Pymes a mercados de valores para diversificar sus fuentes de financiación. ■

DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LAS OPVs POR REGIÓN GEOGRÁFICA (ENERO-SEPTIEMBRE DE 2012)



Fuente: Ernst & Young

Incentivos para combatir la debilidad estructural de la demanda de valores de pequeñas compañías

En 2012 se ha hecho aún más patente la necesidad de dar acceso a las empresas más pequeñas a la financiación en los mercados de valores. La drástica reducción del crédito lo hace más urgente. Sin embargo, no está tan claro quién en esos mercados va a tomar el relevo de los bancos en esta financiación. La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual del mercado de valores español.

Este no es un problema exclusivo de España. En los Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones $\leq 25\text{ Mill}$) casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa y ya no se han vuelto a recuperar. Sólo parece haber dinero para el sector de las TIC. En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM (Alternative Investment Market) ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares. ¿Cómo lo han conseguido? En el caso británico hay una mayor tradición inversora en este tipo de activo, pero la clave está en que ambos se han visto alentados con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

En España, el MAB, Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión, registró su primera incorporación en julio de 2009. Transcurridos tres años, el número de empresas admitidas a negociación es de 21 (2 en 2009, 10 en 2010, 5 en 2011 y 4 en 2012), que han obtenido 104 millones de euros de financiación. En la coyuntura económica y de los mercados financieros del periodo, la cifra de compañías incorporadas debe ser valorada positivamente. Pero el MAB dispone de un potencial aún mayor como canal de financiación de las Pymes que aún no ha explotado.

En este contexto y dada la conocida relevancia de las Pymes para la economía española, parece del todo necesario elaborar un plan estratégico para favorecer e incrementar la utilización de esta alternativa de financiación por parte de las empresas en expansión. El Gobierno debería desempeñar un papel protagonista en este Plan, con el objetivo de buscar alternativas para financiar a estas empresas. Las Pymes con acceso al mercado de capitales se convierten más rápido en empresas medianas, con tamaño necesario para competir internacionalmente.

ESTÍMULOS FISCALES PARA ATRAER INVERSIÓN

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente y la capacidad de sus Pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas que coticen en el MAB.

Para inversores personas físicas se debería ofrecer la deducción en la cuota íntegra del IRPF de cierto porcentaje de las inversiones estables aportadas a través de ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB. Preferentemente a través de fondos especializados en Pymes, que se creen con objeto de invertir en compañías MAB que capten capital vía ampliaciones u ofertas públicas. Además las plusvalías deberían poder diferirse, en caso de reinversión en este tipo de compañías.

Para las sociedades que inviertan en estos valores deberían extenderse los beneficios fiscales del capital riesgo en el tratamiento de dividendos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades: exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año y deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

Lejos de resultar una carga más en este momento de dificultad presupuestaria, la experiencia demuestra que la recaudación vía otros impuestos vinculados a la actividad de las empresas (IVA, Sociedades e IRPF de los trabajadores nuevos) compensa sobradamente los mencionados incentivos fiscales.

Otras iniciativas, como la constitución de algunos fondos públicos especializados en la inversión en estas empresas o la promoción de iniciativas para mejorar el análisis financiero de estos valores, de modo que los inversores cuenten con la orientación necesaria para sus decisiones, deben completar el paquete de medidas.

En una coyuntura tan difícil para la inversión en valores como la actual no se puede pretender que el mercado, es decir los ahorradores, tomen decisiones más arriesgadas sin encontrar algo a cambio. Si la esperanza de un mayor rendimiento no es suficiente hay que añadir un potente atractivo. La experiencia en otros mercados nos marca el camino. Se necesita decisión. ■

6

LA RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA siguió elevada en 2012 y se populariza el cobro optativo del dividendo en acciones

En este capítulo el año 2012 empezó con una mala noticia para los accionistas. La elevación de la tributación de los rendimientos de capital penalizaba uno de los mayores atractivos de la inversión en acciones durante los últimos años: el dividendo. No obstante a lo largo del

año la mayor parte de las empresas cotizadas han continuado haciendo esfuerzos por mantener elevada la retribución al accionista, lo que ha permitido que la rentabilidad por dividendo en el ejercicio en la Bolsa española haya seguido siendo de las más altas del mundo (6,9% al cierre de diciembre según datos de Morgan Stanley Capital International). La retribución total al accionista ha sido de 27.153 millones de euros efectivos en todo el año 2012. La mayor parte, 26.769 millones corresponden a dividendos.

RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA

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

	Dividendos	Devolución de Primas de Emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total
2005	14.435,72	4.463,76	223,99	19.123,47
2006	21.809,71	513,02	761,24	23.083,97
2007	23.338,92	220,40		23.465,54
2008	28.065,00	346,56		28.411,56
2009	33.115,21	763,09	3,83	33.892,23
2010	24.288,33	295,26	9,32	24.592,91
2011	28.212,84	5.432,79	13,51	33.659,14
2012	26.768,81	384,46		27.153,27

En 2009, 2010, 2011 y 2012 la cifra de dividendos incluye el total pagado bajo la fórmula de Dividendo Elección o Scrip Dividend, tanto lo cobrado por los accionistas que venden su derecho de suscripción a la empresa como el equivalente monetario de los derechos que son ejercitados.

El Scrip Dividend gana cuota

En línea con ejercicios anteriores los importes satisfechos a los inversores han seguido siendo elevados a pesar de la crisis, pero la retribución al accionista en 2012 tiene un matiz diferencial importante respecto a lo ocurrido en años anteriores: la diversificación de fórmulas para repartir con los inversores una parte importante de los beneficios obtenidos. Para poder cumplir simultáneamente con la necesidad de desen-

deudarse, aumentar sus ratios de capital y satisfacer las expectativas de renta periódica de muchos accionistas las empresas han acudido a mecanismos de reparto variados, pero principalmente basados en la entrega de derechos de suscripción de títulos nuevos de la compañía. Para hacer frente a estos repartos han realizado ampliaciones de capital importantes. Esta alternativa faculta a las empresas a elevar el beneficio retenido y no se ve en la obligación de distribuir dinero efectivo en momentos de disminución de los resultados y necesidad de disponer de recursos propios de financiación en un contexto de elevación del coste de financiación mediante deuda.

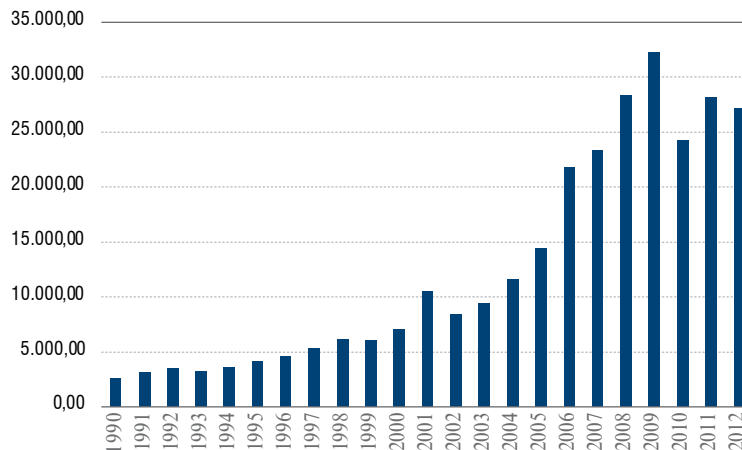
A lo largo del año trece empresas han distribuido el importe equivalente a 8.865 millones de euros en acciones a través de la fórmula de Scrip Dividend o Dividendo Elección”, un 32,67% de la remuneración total al accionista. La utilización de esta fórmula trae consigo una ampliación de capital que permite al accionista recibir derechos gratuitos de la compañía y, en función de sus preferencias, elegir entre ejercitar los derechos y recibir acciones nuevas de la compañía (en la proporción establecida) o un importe en efectivo procedente de vender los derechos, bien a la compañía directamente (a un precio prefijado) o bien en el mercado (al los precios que se marquen en el mismo en el período que se negocian los derechos).

Las sociedades cotizadas están utilizando esta alternativa retributiva como medio para combinar los pagos en efectivo con otros en especie (derechos sobre acciones, en este caso) y dejar que sea el propio accionista el que elija lo que más le conviene. Además, Dividendo Elección da a la empresa la posibilidad de reducir la salida de caja de la compañía en la medida que algunos accionistas decidan suscribir las acciones nuevas.

Para los inversores recibir derechos de suscripción de acciones en vez de dinero

DIVIDENDOS SATISFECHOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA 1990 -2012

Importes brutos efectivos en millones de euros



efectivo tiene una ventaja fiscal inmediata que se materializa en el diferimiento de la tributación de los rendimientos percibidos hasta la fecha en que se deshaga la posición en acciones que han generado la opción de recibir tales derechos.

Cuando el accionista opta por ejercitar los derechos de asignación gratuita y recibir acciones nuevas de la compañía, aumenta el número de acciones de su cartera sin realizar desembolso alguno lo que se traduce en una disminución del precio de adquisición unitario. Cuando se vendan las acciones el resultado de la transmisión, ya sea ganancia o pérdida patrimonial, se integrará en la base imponible del ahorro del IRPF del año en que se realice la transacción. Por otro lado, si el accionista opta por vender los derechos en el mercado, el importe efectivo obtenido de la transmisión disminuye el valor de adquisición de las acciones de las que proceden los derechos y tampoco en este caso habría efectos fiscales hasta la transmisión de los títulos. Sin embargo, la venta de derechos a la empresa, si se considera renta de capital y tiene la misma tributación que los dividendos cobrados en efectivo.

Han sido 81 las empresas que han satisfecho dividendos en 2012. De ellas, frente a 2011, lo han elevado 32, lo han rebajado 35, lo han mantenido igual 14. Hay 19 compañías que pagaron dividendo en 2011 y no lo han hecho este año.

EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS QUE HAN OFRECIDO DIVIDENDO EN ACCIONES (SCRIP DIVIDEND) EN 2012

Fecha de Pago	Entidad	Nº de Acciones que han optado	Valoración del Pago por acción (euros)	Importe Total (euros)
03/01/2012	Iberdrola	2.892.000.046	0,146	422.232.007
16/01/2012	Santander	7.377.466.889	0,119	877.918.560
13/03/2012	B. Popular	1.309.781.182	0,040	52.391.247
13/04/2012	B.Santander	6.314.211.609	0,220	1.389.126.554
16/04/2012	BBVA	3.712.271.506	0,118	438.048.038
15/05/2012	Almirall	159.272.235	0,172	27.394.842
18/05/2012	Telefónica	2.844.213.736	0,285	810.600.915
30/05/2012	Gas Natural	180.344.067	0,467	84.220.679
30/05/2012	Caixabank	648.037.280	0,050	32.401.864
21/06/2012	Repsol	776.935.838	0,545	423.430.032
04/07/2012	Iberdrola	3.486.588.032	0,160	557.854.085
10/07/2012	Gamesa	217.494.237	0,043	9.352.252
10/07/2012	ACS	111.764.687	1,068	119.364.686
13/07/2012	Santander	6.988.515.189	0,152	1.062.254.309
03/09/2012	DAAM	258.259.500	0,038	9.813.861
11/09/2012	Caixabank	3.834.309.035	0,060	230.058.542
01/10/2012	BBVA	4.032.767.752	0,099	399.244.007
17/10/2012	Santander	8.473.084.911	0,150	1.270.962.737
06/12/2012	Caixabank	3.876.552.367	0,060	232.593.142
21/12/2012	FAES	195.449.701	0,030	5.863.491
25/12/2012	Repsol	866.900.145	0,473	410.043.769
Totales	Total	58.556.219.944		8.865.169.619

Otras formas de remuneración

A lo largo de 2012, trece compañías han optado por devolver la prima de emisión o las reservas de libre disposición como fórmula de remuneración por un importe de 385 millones de euros. De este importe, lo equivalente a 330 millones de euros lo han retribuido con acciones que tenían en su autocartera.

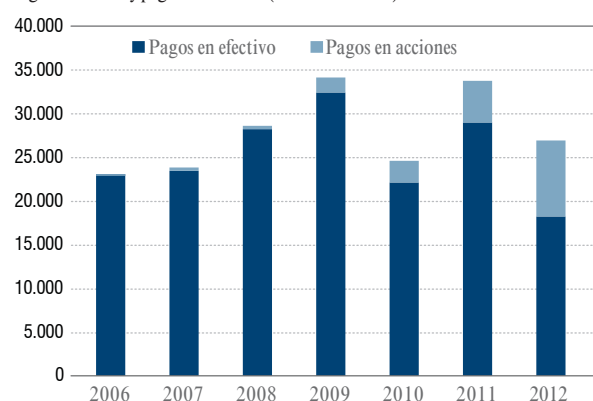
Simultáneamente para evitar la dilución de los rendimientos repartidos o directamente para ampliar el importe retribuido por acción y apoyar el sostenimiento de las altas tasas de rentabilidad por dividendo presentadas, algunas compañías han optado por llevar a cabo procesos de amortización de acciones. Durante el período que nos ocupa, siete compañías cotizadas han amortizado capital por importe de 102 millones de euros para retribuir al accionista.

La tributación de los dividendos

Respecto al cambio tributario comentado inicialmente, recordar que desde comienzo de 2012 (en la próxima declaración de la renta), las rentas de capital mobiliario pagan un 21% para los primeros 6.000 euros (antes un 19%), un 25% desde 6.000 euros hasta 24.000 euros (antes un 21%) y un 27% cuando las rentas de capital mobiliario superen esta cantidad (antes un 25%). Por tanto, durante 2012, la retención a cuenta de los rendimientos de capital se ha elevado al 21% desde el 19% que se retenía en el ejercicio anterior. Sigue vigente la exención tributaria de los primeros 1.500 euros anuales para las rentas percibidas en forma de dividendos, beneficio fiscal que no será de aplicación cuando se trate de acciones homogéneas adquiridas o vendidas en los dos meses anteriores o posteriores al cobro del dividendo. ■

RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA (2006-2012)

Pagos en efectivo y pagos en acciones (Millones de euros)



7

RENTA FIJA: tensiones sobre la deuda soberana y aumento de las emisiones de deuda corporativa en el mercado español

Al igual que sucedió el año anterior pero si cabe con mayor intensidad, los mercados de deuda soberana de los países del área euro han vuelto a protagonizar en 2012 las tensiones financieras mundiales con la deuda pública española e italiana situadas en el centro de un huracán que ha amenazado en algunos momentos con romper la moneda única europea y ha obligado

a tomar decisiones de gran relevancia en el ámbito de la gobernanza financiera del área.

La divergencia en los mercados entre los tipos de los bonos a 10 años, en euros, de países integrantes de la moneda única como España e Italia frente a los de países del área como Alemania, también en euros, se ha exacerbado hasta alcanzar niveles insostenibles en algunos momentos del año.

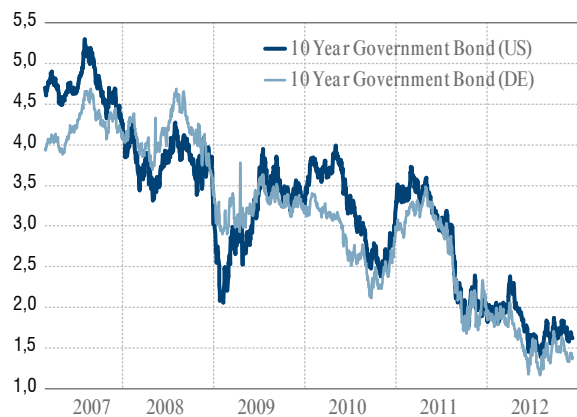
El bono español a 10 años iniciaba el año con tipos del 5,06% y en medio de una espiral alcista alimentada por la incertidumbre sobre el sistema bancario español y la desconfianza sobre la evolución de cuentas públicas, alcanzaba el 24 de julio su nivel máximo desde el nacimiento de la moneda única en el 7,53%. En poco más de medio año la deuda pública española a 10 años se encarecía más de 2,5 puntos porcentuales poniendo a España al borde de perder el acceso a los mercados de deuda. El denominado círculo infernal que lleva de la crisis de deuda soberana a la crisis bancaria, con ambas retroalimentándose, volvía a amenazar la supervivencia del euro. Por el contrario, el bono alemán a 10 años iniciaba el año en tipos del 1,88% y alcanzaba el 20 de julio su mínimo histórico en el 1,17% convirtiéndose junto con el bono a 10 años norteamericano en el “puerto seguro” de destino

TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN ESPAÑA Y ALEMANIA (2007-2012)

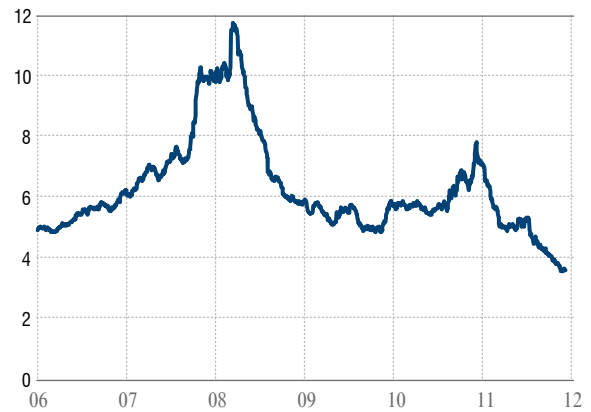


TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN ESTADOS UNIDOS (US) Y ALEMANIA (DE) (2007-2012)

DATOS DIARIOS



TIPOS DE INTERÉS (%) DE LOS BONOS CORPORATIVOS BBB A 10 AÑOS EN EUROPA 2007-2012



de los flujos de capital mundial. La prima de riesgo del bono español a 10 años respecto al bono alemán alcanzaba en algunos momentos del mes de julio unos niveles máximos de 6,30 puntos.

Con España e Italia al borde de perder el acceso a los mercados de financiación, el euro en mínimos de dos años frente al dólar y la debilidad económica extendiéndose por el área de la moneda única, la necesidad de tomar medidas forzando el marco institucional vigente se hizo urgente y así el BCE decidía el 5 de julio una rebaja de 0,25 puntos de los tipos de interés de referencia hasta el 0,75% y dejaba de remunerar la facilidad de depósito para tratar de incentivar el crédito. Por su parte los líderes de la Unión Europea aprobaban unos días después la ayuda financiera a España por importe máximo de 100.000 millones de euros para capitalizar el sistema bancario y acelerar su ajuste, condicionada al cumplimiento de condiciones recogidas en un Memorandum de Entendimiento (MoU). Adicionalmente se abrían perspectivas de avance en el camino hacia una efectiva unión bancaria europea con una supervisión centralizada y la posibilidad de recapitalizar directamente bancos con problemas. El punto de inflexión se produjo a finales de julio coincidiendo con las declaraciones de los responsables del BCE acerca de un papel más activo para preservar el euro que se veían confirmadas en septiembre con el anuncio de un plan de compra ilimitada

de deuda sujeto a condiciones (OMT) para rebajar la presión sobre las primas de riesgo de países como España e Italia bajo cuyo paraguas el BCE podrá intervenir en el mercado secundario de deuda pública previa petición de ayuda a los fondos de rescate y sometimiento a su condicionalidad. Ya en octubre se producía la puesta en marcha efectiva del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el nuevo instrumento permanente de rescate y apoyo a la estabilidad financiera de la zona euro con una capacidad financiera de hasta 700.000 millones de euros.

Las medidas y decisiones adoptadas y la estabilización de la actividad económica mundial conseguían atenuar las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos y los tipos de interés de la deuda española caían fuertemente hasta situarse a finales de diciembre en el 5,23% más de dos puntos por debajo del nivel máximo alcanzado en julio. La prima de riesgo también se reducía de forma apreciable hasta los 3,92 puntos.

En contraste con las tensiones sufridas por algunos mercados de deuda soberana, ha sido un año favorable para los mercados de deuda corporativa emitida por las grandes empresas cuyas emisiones a largo plazo han reducido de forma apreciable sus tipos de interés. Al final de noviembre el índice de tipos de interés de los bonos corporativos europeos con calificación BBB se situaba en niveles inferiores al año 2006, antes del estallido de la crisis financiera.

El SEND registra record de operaciones en los últimos meses

Cuando se cumplen dos años y medio de funcionamiento, la actividad del SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda), la plataforma electrónica de Renta Fija para particulares creada por BME a través de AIAF muestra una clara progresión en cuanto a sus volúmenes, tanto en términos de efectivo como de operaciones.

En el conjunto del año 2012, el número de operaciones alcanza las 57.579, cifra que supone multiplicar por 10 las del año anterior. En noviembre se alcanzó en número de operaciones mayor desde su nacimiento con 10.458.

La operativa a vencimiento a través del SEND representa ya una cuarta parte del total de operaciones que se realizan en esta operativa en AIAF, lo que da idea de la pujanza que está adquiriendo y el peso que comienza a cobrar dentro del mercado de Renta Fija de BME. Adicionalmente, está logrando estrechar las horquillas entre las posiciones de compra y venta y convirtiendo sus precios en una referencia pública y accesible para el mercado y los inversores particulares.

El interés creciente de los inversores particulares no sólo queda patente por este incremento de la actividad sino por el número de visitas que efectúan a las páginas y boletines del SEND en la web de BME Renta Fija, convirtiéndose en una referencia constante en no pocos foros de inversores en relación con la renta fija española, con comentarios y valoraciones muy positivas acerca de su aportación a la transparencia en el mercado de renta fija y el acercamiento de los valores de Deuda Corporativa a los inversores particulares.

En breve plazo, el SEND podría contar en su seno con valores de Deuda Pública ya que existen conversaciones con el Tesoro acerca de la posibilidad de listar la mayoría ó todos los títulos de Deuda Pública en un próximo futuro, lo que redundaría en un acercamiento y una simplificación del acceso a la Deuda Pública por parte de los pequeños inversores que, adicionalmente, dispondrían de un mercado secundario para aquellos que quisieran vender sus títulos antes de su vencimiento. ■

EVOLUCIÓN DE LA NEGOCIACIÓN EN EL SEND (2011-2012)

VOLUMEN NEGOCIADO Y Nº DE OPERACIONES



Los mercados españoles de Renta Fija. Crecen las emisiones en el Mercado de Deuda Corporativa

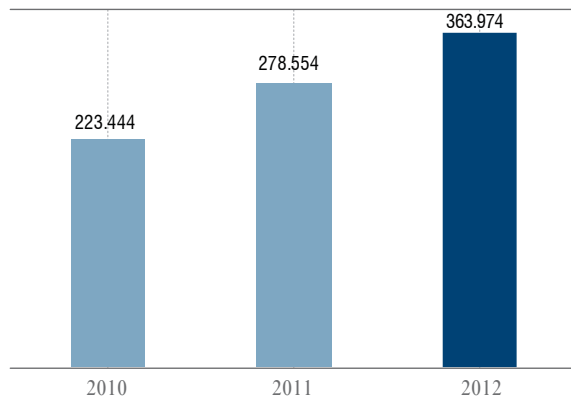
En España, las tensiones sobre la deuda pública se han reflejado no solo en los tipos de interés sino también en unos volúmenes de contratación significativamente inferiores a los de 2011 que, de acuerdo con datos de la Central de Anotaciones de Deuda Española supervisada por el Banco de España y cuya liquidación se realiza en Iberclear, han descendido un 30% con 4,7 billones de euros

en operaciones de compraventa simple al contado. Por lo que se refiere a la operativa electrónica en deuda pública canalizada mayoritariamente a través de la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública de BME, SENAF, la actividad ha experimentado una disminución sobre la registrada el año pasado, con un volumen de negociación acumulado en 2012 de 40.034 millones de euros.

Por su parte, el mercado español de Deuda Corporativa ha mantenido a lo largo del año 2012 un fondo de firmeza a pesar de las dificultades del entorno y de las ad-

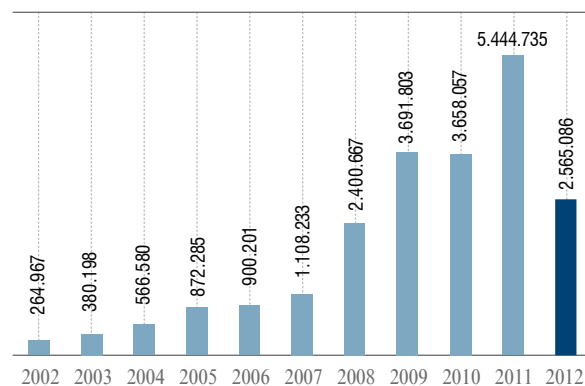
VOLUMEN DE NUEVAS EMISIONES ADMITIDAS EN EL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

2010 - 2012 (MILLONES DE EUROS)



VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

2002 - 2012 (MILLONES DE EUROS)



versas circunstancias en las que las empresas privadas deben desenvolverse a la hora de la captación de recursos en este mercado.

A pesar de estas dificultades el mercado primario ha registrado un notable incremento en el presente año en España, con un volumen acumulado en 2012 de 363.975 millones de euros, lo que supone un incremento del 30,7% respecto al año anterior.

El incremento se ha producido tanto en lo que se refiere a los activos de corto plazo como a los de medio y largo plazo. Los pagarés han registrado un volumen de emisión en 2012 de 134.347 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 32% respecto al pasado año y las emisiones de activos de medio y largo plazo han alcanzado un volumen de 229.627 millones de euros, con un incremento del 30%.

La favorable evolución del primario se ha desenvuelto en paralelo con la misma tendencia en el mercado mundial de bonos, que ha registrado una revitalización, especialmente en los últimos meses.

Tras el verano, con la reducción de los niveles de la prima de riesgo, que se situó alrededor de los 4 puntos porcentuales, se ha producido una cascada de emisiones por importes significativos por parte de un buen número de compañías y entidades bancarias.

Por lo que se refiere a los plazos, mientras la segunda parte del año ha representado una ralentización del segmento de pagarés, en la medida en que las entidades bancarias han reducido sus volúmenes por contar con menores incentivos legales para ello, el medio y largo plazo ha experimentado una reanimación tras el verano por efecto de la relajación sobre la prima de riesgo de España, que ha permitido a no pocas empresas y entidades bancarias aprovechar las oportunidades vehiculando un buen número de misiones.

Con ello, se ha reactivado en buena medida el segmento de cédulas hipotecarias, percibidas como uno de los activos que mayor seguridad ofrecen a los inversores tanto nacionales como extranjeros, al tiempo que una magnífica vía para los bancos españoles a la hora de utilizar estos activos como colaterales ante el Banco Central Europeo.

La actividad en el mercado secundario, por su parte, muestra una comparación menos favorable en relación con el pasado año, en buena medida por los altos niveles a los que se llegó en 2011, a pesar de lo cual el volumen de negociación en 2012 fue de 2,56 billones de euros, un 53% inferior al año anterior, y la operativa a vencimiento ha experimentado en 2012 un fuerte impulso frente a la negociación de repos.

Aumenta el número de operaciones

Adicionalmente, si se mide la actividad por el número de operaciones puede decirse que ha sido un año positivo puesto que en 2012 se han efectuado en el Mercado de Deuda Corporativa 1,28 millones de operaciones, con un aumento del 99% sobre las efectuadas en 2011. Las perspectivas para el mercado de Deuda Corporativa español han ido mejorando a lo largo de la segunda parte del año y permanecen optimistas en la medida en que se suavice la prima de riesgo y se beneficie tanto de aspectos técnicos como fundamentales.

De hecho, la calidad de los activos es buena, y a pesar del entorno macroeconómico las compañías están actuando adecuadamente, han mantenido una postura sólida

en sus balances y es previsible que continúen así, dando soporte fundamental a esta clase de activos. Las tasas de impago son bajas y los spreads – aunque han sufrido ligeramente – todavía pueden mantenerse en niveles atractivos para los inversores.

Adicionalmente, son numerosos los analistas y gestores que muestran su disposición favorable a mantener, y animar a hacerlo, importantes niveles de inversión en bonos corporativos en la medida que sean capaces de mantener sus rentabilidades. Esto refuerza la previsión de un sostenimiento de la demanda de bonos corporativos durante el futuro próximo si bien no pueden descartarse ciertos vaivenes debidos a las numerosas incertidumbres que aún planean no sólo sobre las condiciones de estos mercados sino sobre la evolución de no pocas economías. ■

MEFFREPO registra un alto volumen de actividad

La Cámara Central de Contrapartida (CCP) de repos de MEFF, que desempeña este servicio de cámara de contrapartida central para repos de Deuda Pública tiene en la actualidad 32 entidades participantes, 30 españolas y 2 no españolas.

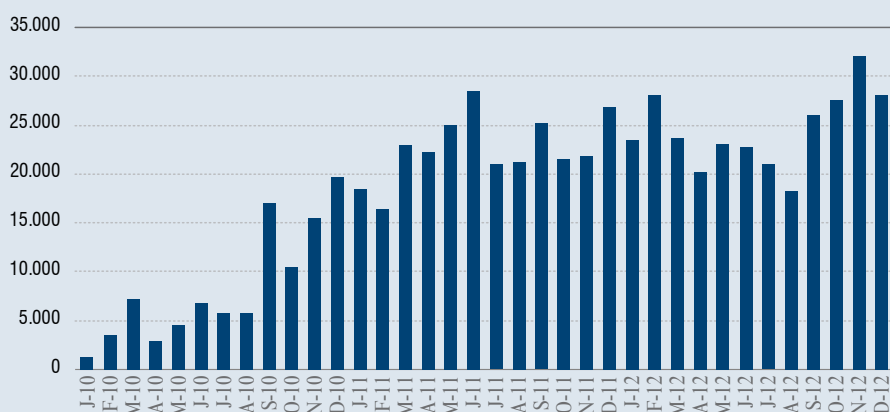
Durante el año 2012 MEFFREPO ha visto progresivamente aumentados sus volúmenes y número de operaciones. Así, desde el mes de mayo los volúmenes mensuales de la CCP han superado en todos los casos los 100.000 millones de euros y en la casi totalidad de los meses de este año el número de operaciones ha sido superior a 1.000.

Es significativo destacar que la posición abierta financiada, es decir el saldo vivo de operaciones no vencidas en las que MEFFREPO actúa de contrapartida como comprador / financiador de repos para los vendedores / financiados, ha ido creciendo hasta alcanzar a finales de diciembre una cifra media de 28.317 millones de euros.

Debe añadirse que la actividad y los volúmenes descritos han venido acompañados con una disminución del plazo medio vivo que es actualmente de 19 días. ■

MEFFREPO: SALDOS VIVOS DE OPERACIONES "REPO"

2010 - 2012. MEDIA DE LOS 10 ÚLTIMOS DÍAS DE MES EN MILLONES DE EUROS.



8

EL MERCADO DE OPCIONES Y FUTUROS

mantiene su actividad aún en circunstancias desfavorables

El mercado de Derivados de BME, MEFF, ha mantenido en el año 2012 un volumen de contratos similar al del anterior ejercicio al alcanzar una cifra total de 67,1 millones de contratos negociados. Si bien la volatilidad de la primera mitad del año ha aumentado las necesidades de cobertura y se ha producido un incremento inicial de los vo-

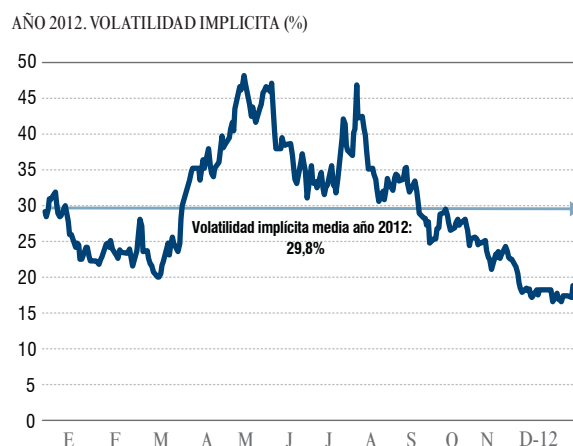
lúmenes, han sido desfavorables las circunstancias posteriores en las que se ha desenvuelto la actividad de este mercado, lastrado especialmente por la prohibición de las posiciones cortas, en vigor desde el mes de agosto.

En la operativa del mercado durante el año resulta destacable la negociación de Opciones sobre Índices que ha alcanzado un volumen de 4,2 millones de contratos, un 91% más elevado que el registrado en 2011, así como en las Opciones sobre Acciones, con un volumen de contratos de 34,5 millones en el conjunto del año, un 17% por encima de los registrados el pasado año.

Durante el año 2012 el mercado de Derivados de BME ha registrado dos novedades de cara a su operativa: por un lado, el lanzamiento de un contrato de Futuro sobre el bono nacional a 10 años con el objetivo de servir de instrumento de cobertura y ofrecer nuevas oportunidades en la ejecución de estrategias y trading, y la ampliación del horario de negociación de los contratos de futuros sobre el IBEX 35.

Esta última decisión se adoptó con el fin de atender las demandas expresa-

VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA OPCIONES IBEX 35



CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE

VOLÚMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

	Futuros					Opciones		Total Contratos
	Ibex	Mini Ibex	Impacto Div	Acciones	Divid Acciones	Ibex	Acciones	
2000	4.183.028	-	-	-	-	7.659.790	16.580.519	28.423.337
2001	4.305.892	22.423	-	8.766.165	-	6.014.405	22.628.133	41.737.018
2002	3.896.643	724.424	-	12.645.186	-	5.366.944	18.701.248	41.334.445
2003	3.545.942	1.070.853	-	12.492.568	-	2.981.593	11.378.992	31.469.948
2004	4.354.868	1.182.497	-	12.054.799	-	2.947.529	8.200.314	28.740.007
2005	4.935.648	1.145.628	-	18.813.689	-	4.407.465	10.915.227	40.217.657
2006	6.408.961	1.598.296	-	21.229.811	-	5.510.621	12.425.979	47.173.668
2007	8.435.258	2.865.739	-	21.294.315	-	5.670.773	13.593.493	51.859.578
2008	7.275.299	3.300.418	-	46.237.568	-	8.286.224	18.317.249	83.416.758
2009	5.436.989	3.148.292	-	44.586.779	-	4.357.260	35.527.914	93.057.234
2010	6.280.999	3.579.263	-	19.684.108	-	3.072.418	37.607.374	70.224.162
2011	5.281.218	3.099.647	3.154	27.578.789	-	2.198.967	29.410.340	67.572.115
enero-12	288.567	150.951	-	2.004.160	1.500	101.811	2.979.422	5.526.411
febrero-12	312.558	145.163	317	765.321	-	126.678	1.964.193	3.314.230
marzo-12	420.896	199.352	238	4.318.249	-	253.511	4.501.655	9.693.901
abril-12	557.197	300.752	166	1.517.577	-	288.324	1.680.694	4.344.710
mayo-12	590.421	351.350	-	1.731.150	-	394.970	2.379.880	5.447.771
junio-12	535.536	302.132	216	3.109.168	-	374.678	4.208.644	8.530.374
julio-12	487.278	278.169	200	942.151	-	404.512	2.099.171	4.211.481
agosto-12	355.858	183.454	4	50.873	-	334.981	2.010.601	2.935.771
septiembre-12	340.615	165.584	6	2.404.464	-	493.982	4.887.530	8.292.181
octubre-12	324.242	133.528	-	1.951.005	-	436.422	1.775.689	4.620.886
noviembre-12	276.036	131.820	15	503.188	21.000	421.817	1.857.147	3.211.023
diciembre-12	255.863	82.511	1.000	1.923.570	2.500	574.372	4.162.734	7.002.550
2012	4.745.067	2.424.766	2.162	21.220.876	25.000	4.206.058	34.507.360	67.131.289

das por numerosos miembros para dejar abierta la posibilidad de negociación de los futuros sobre el IBEX 35 también en las horas posteriores al cierre de la Bolsa española, durante las que están abiertas otras bolsas internacionales, particularmente, la de Nueva York y por lo tanto se siguen negociando los principales contratos sobre "benchmarks" internacionales entre los que se encuentra el Futuro del IBEX 35.

Los derivados, en el centro de la regulación financiera internacional

Los mercados de productos derivados han continuado siendo objeto de intensa presión regulatoria a lo largo de 2012. El elevadísimo volumen de estos productos que se negocia de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado de derivados over the counter u OTCD) mantiene encendida la alerta sobre el riesgo sistémico que acumulan y la necesidad de mejorar la transparencia de estos mercados. De acuerdo con datos del Banco

MEFF: CONTRATACIÓN FUTUROS SOBRE EL BONO A 10 AÑOS

	Nº de contratos
mayo-12	1.139
junio-12	9.657
julio-12	8.019
agosto-12	4.682
septiembre-12	5.958
octubre-12	10.647
noviembre-12	3.794
diciembre-12	1.342
2012	45.238

de Pagos Internacionales (BIS) correspondientes al cierre del primer semestre de 2012, el volumen notional vivo de los contratos de productos derivados OTC existentes en el mundo era de 638 billones de dólares, casi 10 veces el PIB mundial y un 9% menos que un año antes. Por su parte, el volumen notional vivo de los contratos negociados a través de Bolsas y mercados organizados de derivados de todo el mundo se situaba en 60 billones de dólares, menos de un 10% del valor total de los derivados vivos en el mundo en esa fecha.

Entre los acuerdos tomados por el G20 en 2009 para reformar la arquitectura financiera mundial destacaron las medidas relativas al funcionamiento de los mercados de derivados OTC. Estas incluían encauzar la negociación de estos productos desde el mercado

OTC de negociación bilateral a plataformas electrónicas de mercados organizados como vía para una creciente estandarización de los mismos, que se compensen a través de cámaras de Cámaras de Contrapartida Central (CCP), así como requerir el uso de registros de operaciones (Trade Repositories) en el caso de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Las reformas persiguen mitigar el riesgo sistémico mejorando la gestión del riesgo, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia. Las legislaciones base para apuntalar muchas de estas medidas ya han sido aprobadas (Dodd-Frank Act en los Estados Unidos y EMIR en la UE) y están empezando a ser implementadas. La obligación de uso de Cámaras de Contrapartida Central (CCP) es el aspecto que se está revelando como más complejo dado que no todas las transacciones de derivados OTC son suficientemente estandarizadas para ser liquidadas a través de una CCP y sin embargo pueden presentar riesgo sistémico. El Comité de Basilea e IOSCO han propuesto que para este tipo de derivados no liquidados a través de CCPs sea también obligatorio el depósito de garantías y márgenes. ■

MEFFPower continúa creciendo y cuenta ya con 40 participantes

MEFFPower ha consolidado la tendencia de su actividad en 2012 con un creciente registro en Cámara y número de participantes. El promedio mensual registrado en MEFFPower en 2012 asciende a 712.401 MWh frente a 412.979 MWh de promedio en 2011.

El número de operaciones registradas se ha situado en 2012 en 92 en promedio mensual frente al promedio mensual del pasado año que era de 40. Adicionalmente, en el mes de noviembre del presente año se ha alcanzado el record con 133 operaciones registradas.

MEFFPower es el servicio creado por BME a través de MEFF para el mercado de la electricidad, al amparo de la nueva normativa establecida por el Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, que regula los mercados secundarios oficiales de Futuros y Opciones y otros instrumentos financieros derivados, así como por el nuevo Reglamento de MEFF que amplía la gama de productos para los que MEFF puede ofrecer servicios de CCP o de negociación.

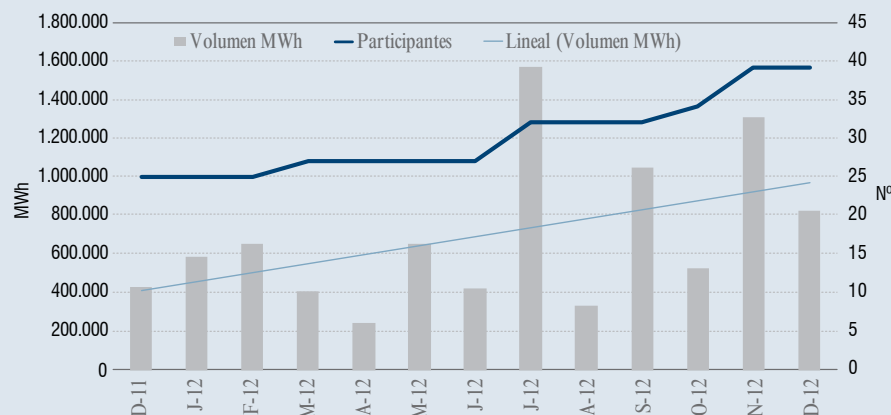
De esta forma MEFFPower se constituyó en marzo de 2011 como un segmento específico de la cámara de contrapartida de MEFF que ofrece servicios de Cámara de Contrapartida Central (CCP) para los derivados sobre energía negociados OTC, contribuyendo así a dar mayor fluidez y transparencia al mercado eléctrico y a un mayor control de las operaciones OTC, algo que se reclama desde distintos ámbitos para rebajar el riesgo sistémico y aumentar la confianza.

La posición abierta alcanza un volumen de 1.709.602 MWh a final de diciembre, muy superior al volumen de posición abierta en diciembre del pasado año (1.322.433 MWh).

MEFFPower cuenta con el apoyo de las principales empresas energéticas nacionales e internacionales, bancos de inversión, entidades de trading europeas, además de medianas comercializadoras de energía. En la actualidad participan 40 entidades, con otras 7 más en proceso de adherirse próximamente. ■

MEFFPOWER: EVOLUCIÓN VOLUMEN REGISTRADO Y PARTICIPANTES

(DICIEMBRE 2011 - DICIEMBRE 2012)



9

LA COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO EN 2012

El valor de las operaciones bursátiles liquidadas en Iberclear en 2012 supone un descenso de un 22%, al haberse liquidado 2.841 millones de euros de media diaria, frente a los 3.662 millones de 2011. Por el contrario, el número de operaciones liquidadas muestra un incremento en media de un 0,4% sobre 2011, alcanzando una media mensual de 3,1 millones de operaciones.

Respecto a los saldos registrados en el ejercicio, estos han experimentado un incremento del 0,4% en valores cotizados en AIAF Renta Fija con respecto al año precedente y un crecimiento del 9,5% en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la Renta Variable, se ha registrado un descenso de un 1,79% respecto a 2011.

Dentro del ámbito de la Comisión Técnica Asesora, que agrupa a las Entidades Participantes más relevantes junto con Iberclear, el año 2012 ha sido dedicado a la discusión y diseño de un nuevo Sistema de Registro, Compensación y Liquidación y su adaptación a los requerimientos de T2S.

El proyecto supone el desarrollo de un nuevo sistema en el que se unificarán el Registro y Liquidación de la Renta Variable y la Renta Fija y que será compatible con T2S. En 2012, la Comisión Técnica Asesora ha celebrado numerosas reuniones monográficas sobre la Reforma. Asimismo se ha creado un subgru-

po específico dedicado en concreto al diseño de la Entidad de Contrapartida Central.

Target2 Securities (T2S)

El proyecto de plataforma única de liquidación de valores promovida por el Eurosistema ha seguido avanzando en su desarrollo en 2012. En Mayo, el primer grupo de Depositarios Centrales firmaba el Contrato Marco, en el que se rubricaba el compromiso de llevar a cabo las adaptaciones necesarias para incorporar su actividad de liquidación a la nueva plataforma. Entre estos primeros firmantes está Iberclear como Depositario Central de Valores español. 23 Depositarios Centrales de Valores se han adherido al proyecto.

Como consecuencia de la entrada en vigor del Contrato Marco y de la nueva Gobernanza de Target2 Securities, se ha constituido un nuevo grupo decisorio, el CSD Steering Group (CSG). Este grupo debatirá sobre las materias que sean relevantes para los Depositarios Centrales de Valores y tomará parte en el proceso de toma de decisiones en el seno de Target2 Securities. Como Presidente de dicho grupo, en julio se designó a Jesús Benito, Consejero Delegado de Iberclear. ■

ANEXO

Otros servicios de mercado suministrados por BME en 2012: la promoción de la transparencia, la liquidez, la seguridad y la conectividad

REGIS-TR: LUZ PARA OPERACIONES HASTA AHORA OPACAS

REGIS-TR, el repositorio (Trade Repository) de derivados desarrollado por Iberclear y Clearstream, cierra ya su segundo año de operativa con grandes transformaciones en su sistema y estrategia, como consecuencia de los muchos cambios en la definición de la regulación y panorama internacional acontecidos en el año 2012.

Tras el comienzo de operaciones, a mediados de diciembre de 2010, REGIS-TR empezó a darse a conocer entre participantes de la industria y sus reguladores ya en 2011, siendo hoy uno de los Trade Repositories de referencia Europeo y mundial. Con una intensa actividad comercial y participación en eventos internacionales en lugares como Londres, Alemania, Francia, Italia, Suráfrica o Japón, ha seguido anunciando su marca en eventos como SIBOS, FOW, Market Force o C5, todos ellos encuentros de referencia internacional de la industria financiera de derivados.

Además de la actividad comercial, REGIS-

TR ha intensificado en 2012 su relación con los reguladores europeos e internacionales para alinear el diseño de su plataforma con las nuevas regulaciones y necesidades de los supervisores.

REGIS-TR estará listo para ofrecer los servicios de reporting sobre todos los productos derivados, tanto OTC como listados, de acuerdo con las fechas fijadas por los reguladores. REGIS-TR ha sido capaz de ofrecer al mercado el primer entorno de test acorde con los estándares técnicos de la regulación europea.

BME MARKET DATA: INFORMACIÓN DE MERCADO RÁPIDA, SEGURA Y ACCESIBLE

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

En 2012, BME Market Data ha introducido un nuevo contrato que establece un régimen común aplicable a todos los usuarios de los contenidos de información generados por BME. Este régimen, entre otros aspectos, hace universal el tratamiento favorable que ciertos mercados venían aplicando a los inversores privados, mejora las condiciones que disfrutaban los usuarios profesionales que contribuyen a la formación de precios enviando sus órdenes a los sistemas de negociación operados por BME, simplifica la carga administrativa de los clientes y, en general, moderniza la política comercial de la difusión de información del Grupo con la introducción de nuevas figuras -como el Service Facilitator- y regímenes contractuales especiales -como el Honesty Statement- que se han ido implantando en la industria de la información financiera en los últimos años.

De la misma forma, durante este ejercicio BME Market Data ha incorporado a su plataforma técnica de difusión BME Data Feed los contenidos de información de AIAF, SENAF y los índices de las cuatro Bolsas españolas, completando el proceso de integración de fuentes de datos iniciado cuando se creó la compañía. Con este paso, los clientes de BME Market Data ya pueden recibir a través de una sola conexión y un único formato toda la información en tiempo real que es generada por los mercados y sistemas del Grupo.

En cuanto a nuevos servicios y contenidos, en 2012 BME Market Data ha ampliado su familia de productos de tiempo real con tres nuevos índices creados durante el ejercicio. Asimismo, se ha expandido de forma muy significativa la línea de productos y servicios analíticos y de "fin de día" con la incorporación de datos de hechos relevantes, préstamo de valores, crédito al mercado, capital flotante, carteras réplicas de futuros sobre índices y el lanzamiento de la nueva web de consultas "e-Data Services", que permite acceder a datos históricos, tanto de cierre de sesión como de maestros de valores de todos

los activos de renta fija admitidos a negociación en BME.

La compañía ha continuado ofreciendo el Sistema de Información de Operaciones. Este servicio permite a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito la comunicación a la CNMV de las operaciones que hayan efectuado en otros mercados o sistemas distintos de los comprendidos en BME.

INRESEARCH: AUMENTANDO LA VISIBILIDAD DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

BME sigue fiel en su convicción de que el análisis es una pieza clave para la visibilidad y la liquidez de las compañías cotizadas. La crisis económica, que ha mermado los volúmenes de negociación de las compañías cotizadas, ha pasado factura también a las sociedades y agencias de valores, principales emisores de análisis financieros. Dichas entidades han visto reducida su estructura y por tanto su capacidad de cubrir un amplio espectro de compañías cotizadas, centrándose de manera natural en las de mayor tamaño.

Como consecuencia, en los últimos meses muchas compañías, especialmente las de menor tamaño, han visto reducido el número de analistas que cubren su valor. Según nuestros análisis el 24% de las compañías del mercado continuo español cuentan con un seguimiento activo inferior a 3 analistas.

Este hecho conlleva numerosos peligros. Por un lado existe un riesgo considerable para la correcta formación de los precios. El descenso en la información disponible puede afectar negativamente a la formación eficiente de los precios de los valores cotizados. Por otro lado, las empresas corren el riesgo de entrar en un círculo vicioso de

reducción de volúmenes, menor cobertura y menor visibilidad.

Además de estos dos factores podemos añadir que las compañías que dejan de ser analizadas, sufren un aumento en su coste de financiación. De hecho, ante operaciones de captación de recursos, el mercado exigirá más de las compañías menos conocidas.

Algunos informes, como “Los efectos reales de los shocks financieros: evidencia de los cambios exógenos en la cobertura de los analistas” de Kecskés y Derrién llegan a cuantificar que tras la pérdida de un analista, la empresa reduce su inversión de media en un 2,4% del valor total de sus activos. Los efectos reales son significativamente mayores en los casos de compañías de menor capitalización o que cuenten con una menor cobertura. En cuyo caso puede llegar a disminuir hasta en un 5%.

Inresearch, el servicio de análisis independiente puesto en marcha por BME y el IEF, puede contribuir a mejorar la cobertura de las empresas cotizadas, con un servicio de análisis de calidad e independiente con unos costes muy competitivos.

Cómo garantía para la prestación de este servicio, InResearch establece un proceso de selección de analistas transparente, profesionalizado y disciplinado, en perfecta sintonía con las normas y buenas prácticas sobre análisis financiero que existen en el mercado. Los analistas interesados se incorporan al Registro de Analistas adscritos a InResearch. Para ello deben acreditar una experiencia de más de tres años, ser miembro del IEF y asegurar el seguimiento de la compañía por un mínimo de dos años. Un Comité Técnico de Análisis (CTA) formado por cinco analistas de reconocido prestigio en el ámbito del análisis financiero español y presidido por Ignacio Gómez Montejo, Director de International Capital Research (ICR), gestiona la selección del analista más indicado para la cobertura de cada compañía y vela por la calidad e independencia de los análisis emitidos.

Desde su puesta en marcha en septiembre de 2011, 4 compañías han contratado el servicio de InResearch. Los análisis financieros de Iberpapel, Gowex, TecnoCom y Bodegas Riojanas ya se han publicado y difundido entre los miembros de la comunidad financiera.

Dichos análisis, que analizan en profundidad el modelo de negocio y las perspectivas de futuro de estas empresas, han sido realizados por analistas de contrastada experiencia en el sector y reputado prestigio profesional, miembros del IEF. El registro de analistas, gestionado por IEF ha tenido buena acogida con más de 20 miembros de distintos perfiles dentro del ámbito del análisis financiero.

SERVICIOS DE GESTIÓN DE COLATERAL: REFORZANDO LAS GARANTÍAS

El proyecto de Gestión de Colateral de Iberclear incrementará la gama de servicios en oferta y conseguirá diversificar adicionalmente las fuentes de ingresos de éste área de negocio. Asimismo, supone un servicio de valor añadido muy demandado por el mundo financiero en estos momentos, ya que permite a las entidades financieras optimizar el colateral que tienen disponible para sus operaciones de financiación.

Para desarrollar este servicio, Iberclear ha establecido una colaboración con Clearstream Banking Luxemburgo, que aporta su software de gestión de colateral, el cual se conecta, mediante interface, a los sistemas de liquidación y custodia de Iberclear. De esta manera, Iberclear puede ofrecer el servicio a sus clientes para los valores que tengan depositados en sus sistemas, sin necesidad de acometer grandes desarrollos.

INFOBOLSA: EXPORTANDO UN MODELO DE DIFUSIÓN

En el año 2012, Infobolsa ha dado los pasos necesarios para mantener su ya tradicional posición de liderazgo en España mediante el desarrollo de nuevos servicios. Asimismo, ha dirigido sus esfuerzos hacia la consolidación de su presencia en México y la expansión en otros países de la región Latinoamericana.

Respecto del lanzamiento de nuevos servicios, destaca la puesta a disposición de aplicaciones nativas específicas (APPs) para IOs (Ipad y Iphone) y para Android, con contenidos de información financiera nacionales e internacionales, y acceso a mercados en tiempo real para los usuarios de los servicios NetStation, Web Terminal y Web Premium en España. El App para IOs, lanzado a mediados de año, se colocó durante la tercera semana de Julio en el primer lugar del ranking de descargas de Aplicaciones en el App Store tanto a nivel nacional como en la categoría de Finanzas.

A día de hoy, se han producido 44.500 descargas de la aplicación para dispositivos IOs de los cuales 22.000 usuarios acceden a la aplicación de manera regular. Respecto de dispositivos Android, el número de descargas ha sido de 6.650, debido a su lanzamiento en meses posteriores y al perfil de usuario de estos dispositivos, más joven y alejado del entorno financiero.

Es precisamente con este tipo de servicios, que la compañía ha afianzado su presencia en México, concretamente, mediante el lanzamiento de la herramienta de Broker on Line para dispositivos móviles de una importante institución financiera para la que ya se desarrollaron, en años anteriores, otros servicios para su banca y bróker por internet. Destaca el interés creciente en estos mercados por este tipo de aplicaciones, por lo que

los esfuerzos se encaminarán hacia esas áreas de negocio.

Respecto de la compañía filial Openfinance, suministradora de herramientas para la automatización de los procesos de Asesoramiento Financiero, es destacable su penetración en Chile, donde cuenta con una importante implantación en una de las principales entidades financieras; asimismo, y mediante una colaboración comercial con la Bolsa de Comercio de Santiago, se encuentra inmersa en dos concursos en otras dos grandes instituciones.

En este último mes, se han lanzado los servicios de Openfinance en el país mexicano, aprovechando la presencia de Infobolsa en la zona así como la potente alianza existente con la Bolsa Mexicana de Valores, mediante la cual Infobolsa es la proveedora tecnológica de los servicios de información que, para su comunidad financiera, suministra la propia Bolsa Mexicana de Valores. Confiamos que esta alianza se vea reforzada próximamente no sólo con las herramientas de Asesoramiento Financiero mencionadas, sino con nuevos servicios de Infobolsa.

VISUAL TRADER: SERVICIOS DE VALOR AÑADIDO PARA LA CANALIZACIÓN Y GESTIÓN DE ÓRDENES AL MERCADO

A lo largo de este año Visual Trader Systems ha consolidado su posición de líder en sistemas de canalización y gestión de órdenes en España, con un crecimiento del 25% en número de terminales de contratación instalados. Este terminal permite la operativa en los mercados nacionales de Renta Variable, Renta Fija y

Derivados, así como en más de 50 mercados internacionales.

El equipo de Visual Trader trabaja de manera continuada para reducir lo más posible los tiempos de acceso a los mercados, con objeto de satisfacer la creciente demanda de velocidad por parte de los High Frequency Traders. Fruto de este esfuerzo, en abril se lanzó una nueva tecnología que permite a los miembros controlar y filtrar las órdenes que se dirigen al mercado mediante un algoritmo con una latencia inferior a los 70 nanosegundos. En línea con estos desarrollos, también se ha adoptado un nuevo protocolo basado en tecnología Google para optimizar el consumo de anchos de banda en las comunicaciones en tiempo real, que se irá implementando en todos los productos de la compañía.

En la segunda mitad del año se ha invertido en ampliar los sistemas de control de riesgo de todas las aplicaciones y en mejorar la Mejor Ejecución (Best Execution), dotando al routing de órdenes de algoritmos que permiten seleccionar aquellos mercados que simultáneamente negocian los mismos activos y dirigir de manera automática las órdenes hacia los que ofrecen mejores precios. Estos desarrollos ya están operativos y se prevé una mayor demanda durante el año 2013.

El servicio de Proximity, lanzado hace 3 años y medio, ha crecido un 60% en ingresos durante el año 2012, como resultado de la incorporación de nuevas entidades. En noviembre se puso en marcha el servicio de Colocation, que ofrece espacio en el Centro de Proceso de Datos de BME a los miembros para alojar sus aplicaciones de contratación y reducir aún más los tiempos de acceso al mercado. Estos dos servicios son complementarios y completan la oferta

de BME en éste área, lo que favorece sin duda la liquidez del mercado español.

Visual Trader ha comenzado en 2012 a transformar su infraestructura para adaptarse a las nuevas arquitecturas conocidas como “en la nube” o Cloud, como respuesta al exponencial crecimiento de la web 2.0, al mayor uso de dispositivos móviles y a la demanda de herramientas de negociación con menor mantenimiento, menores costes y más versatilidad. El ancho de banda de las comunicaciones por Internet ha alcanzado el nivel suficiente como para permitir el uso de aplicaciones profesionales de negociación en mercados a través de esta red con la necesaria calidad y con unos costes muy bajos. La compañía está trabajando en el desarrollo del maXCloud como su primer producto “en la nube”, un terminal de contratación profesional basado en navegadores HTML5.

Durante el año 2012 también se ha trabajado en el desarrollo del acceso directo a Eurex, así como en la ampliación de la infraestructura de los HUBs de acceso a BME en Londres, conectándola con una línea adicional de 1 GigaBit. Estos puntos de acceso a BME en Londres ofrecen a las entidades la conexión a los mercados BME con la mayor calidad posible (13.8 milisegundos de latencia) y con unos costes muy reducidos.

Finalmente, en este año se han realizado importantes mejoras en los sistemas de simulación de mercados de Visual Trader, que permiten a los desarrolladores de algoritmos probar sus modelos con gran fiabilidad antes de su puesta en producción. El próximo año se potenciará la comercialización de estos servicios, como respuesta al gran crecimiento de la negociación de sistemas automáticos en los últimos años.

BME INNOVA: SOLUCIONES TECNOLÓGICAS PARA EL TEJIDO EMPRESARIAL

Durante el año 2012, BME Innova ha potenciado su actividad de diversificación, centrándose en ofrecer servicios de alto contenido tecnológico, optimizando los recursos técnicos y de negocio de BME para dar respuesta a las necesidades de aumento de la eficiencia del tejido empresarial español y, en concreto, de las PYMES.

La estrategia de producto de BME Innova ha continuado teniendo como objetivo esencial poner a disposición de cualquier empresa la capacidad tecnológica de BME y, muy en particular, su experiencia en la gestión segura y confidencial de grandes volúmenes de información altamente sensible, complementada con su conocimiento en el campo de herramientas de asistencia a la función de Cumplimiento Normativo.

Esta estrategia de generación de productos, sigue además estando fundamentada en la asociación empresarial de BME INNOVA con PYMES españolas que complementan a BME en conocimiento de sectores más allá del sector financiero en el que BME ha venido desarrollando su actividad principal.

En esta línea de trabajo, BME Innova ha lanzado dos nuevos productos en 2012:

- en asociación con Anadat Consulting, uno de los principales integradores de virtualización en España, ha puesto en marcha la solución BME InCloud, servicios en la Nube adaptados a las PYMES.
- en asociación con TAYA, uno de los principales especialistas en Sistemas de Tesorería en España, ha puesto en marcha un conjunto de soluciones de Gestión de la Tesorería y Comunicación Financiera específicamente diseñadas para cubrir las necesidades de las Administraciones Públicas y

sus entes dependientes. Estas herramientas, en una primera fase, se han adaptado a las necesidades de las Administraciones Públicas para cubrir las exigencias impuestas por la reciente Orden HAP/2105/2012 que desarrolla las obligaciones de suministro de información previstas en la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

Durante 2012, en el ámbito del servicio contra el Abuso de Mercado, se ha dado respuesta a las implicaciones que suponen las directrices publicadas por ESMA, Sistemas y Controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizado con la fase 2 del servicio SICAM (Servicio Integrado contra el Abuso de Mercado) y se ha iniciado la internacionalización de este servicio en entidades financieras de Portugal. Por otra parte, se ha ampliado el servicio de Reporting Normativo a la CNMV con el desarrollo de las circulares 5/2011 de la CNMV, relativa a solvencia e información reservada de las empresas de servicios de inversión y la circular 7/2011 de la CNMV, sobre los folletos informativos de tarifas y contenido de contratos-tipo.

Todos estos servicios comparten, desde el punto de vista de receptor, su orientación hacia un destinatario cada vez más amplio y, desde el punto de vista tecnológico, su arquitectura como "Servicios Privados en la Nube" ("Private Cloud Services"), implementados, en consonancia con el estándar de BME, en un entorno de máxima seguridad, confidencialidad y privacidad.

Por último, en lo que respecta a la internacionalización, durante 2012 BME Innova, por medio de su área BME Consulting, ha realizado para el BID un estudio de mejora del acceso a la financiación de las PYMES a través de los mercados de valores. Este proyecto incluía el análisis de las oportunidades existentes para el desarrollo de Mercados Al-

ternativos (para PYMES) en tres países de la región: Chile, Perú y Jamaica. Los resultados obtenidos servirán como piloto para la implantación de otros mercados que fomenten nuevas fuentes de financiación a PYMES.

EL REGISTRO NACIONAL DE DERECHOS DE EMISIÓN EN 2012

El año 2012 ha estado caracterizado por la implantación definitiva del nuevo Registro de la Unión Europea, como plataforma única de conexión de los 27 Estados Miembros, en aplicación de lo establecido en el Reglamento Comunitario 1193/2011, de 18 de noviembre. La creación y puesta en funcionamiento de dicho Registro ha sido el resultado de los

procesos de migración, iniciados a finales de 2010, desde cada uno de los Registros Nacionales existentes en cada Estado Miembro a una nueva plataforma propiedad de la Comisión. Tras la satisfactoria carga de nuestras bases de datos en el nuevo entorno de producción, dicho Registro quedó plenamente operativo el 20 de junio. Desde esta fecha se iniciaron las tareas encaminadas a facilitar a todos nuestros usuarios el acceso y activación de su cuenta en el Registro de la Unión.

Adicionalmente, y en aplicación de lo dispuesto en el citado Reglamento, en febrero de este año se llevó a cabo la inclusión del sector de la aviación en el Registro de la Unión. Iberclear ha seguido desempeñando las funciones de Administrador Nacional dentro del Registro Único, en coordinación directa con la Comisión y prestando servicio de atención, a través de su propio Centro de Atención al Usuario, a todos los titulares de cuenta adscritos al Registro español. ■



INFORME DE
MERCADO 2012



www.bolsasymercados.es

SIGUENOS EN:     