

# INFORME DE MERCADO 2017



**Progresar la financiación de capital vía mercado.** La Bolsa española vuelve a estar entre los líderes del mundo en **financiación con 40.000 millones** de euros. El volumen de ampliaciones de capital alcanza los 30.178 millones de euros, un 30,3% más.

**Crece la financiación vía deuda a través del mercado.** La admisión a cotización en el MARF ha superado los 3.900 millones. El saldo vivo ha aumentado el 36%, hasta 2.191 millones de euros.

**Se intensifica el atractivo de estar en Bolsa.** 27 nuevas empresas se han incorporado a los mercados de BME, captando 4.290 millones. Especialmente **relevante la incorporación de SOCIMIs**: ya son 52, con una capitalización que asciende a 13.000 millones de euros.

La **rentabilidad por dividendo** de la Bolsa española continúa siendo de las más atractivas del mundo al superar la media el 4%. Las compañías han distribuido **entre sus accionistas dividendos por valor de 27.844 millones de euros.**



---

SIGUENOS EN:



---

#balancebolsa

---

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

# INFORME DE MERCADO 2017

---

Balance de actividad de los  
Mercados de Valores en España



Datos a cierre de 2017

# UN EJERCICIO MUY DINÁMICO

- 40.000 millones de flujos canalizados por la Bolsa... ✓
- 27 nuevas empresas se incorporan a los mercados de BME... ✓
- 52 SOCIMIs que suman más de 20.000 millones de capitalización... ✓
- 25.000 millones de dividendos repartidos por las cotizadas... ✓
- 29.000 millones en ampliaciones de capital... ✓
- El mejor año del MARF con 28 empresas financiándose vía Renta Fija... ✓
- La Bolsa española, líder mundial en rentabilidad por dividendo... ✓

.....

## ENERO

- 13 El IBEX 35® cumple 25 años
- 18 El MARF registra un nuevo programa de pagarés de Audax
- 19 Comienza a negociarse Gore Spain Socimi
- 23 MEFF amplía el horario de negociación de los Futuros IBEX 35® y Mini IBEX
- 26 BME reorganiza sus actividades ligadas a los ámbitos tecnológico, de regulación e innovación
- 27 MAB y PIMEC crean "Lanzaderas PYME"

## FEBRERO

- 8 BME refuerza su gama de servicios MiFID II
- 15 El MARF registra pagarés de Teknia por 25 millones de euros
- 15 BME, adjudicataria del proyecto para la modernización del Mercado de Valores de Argelia
- 20 Comienza a negociarse Tarjar Xairo Socimi
- 22 Comienza a negociarse Ores Socimi
- 27 BME y Big Ban angels inician la selección de "startups" para el Entorno Pre-Mercado
- 28 El MARF admite un nuevo bono proyecto de Solaria

## MARZO

- 17 El MARF admite a cotización un nuevo tramo de bonos de MásMóvil
- 17 Comienza a negociarse Prosegur Cash
- 22 Comienza a negociarse Albirana Properties Socimi
- 29 Comienza a negociarse Neinor Homes

---

## ABRIL

- 3 REGIS-TR, autorizado como registro de operaciones extranjero en Suiza
- 6 30 "startups" se interesan por entrar a formar parte del Entorno Pre-Mercado
- 7 Comienza a negociarse Gestamp
- 21 El MARF admite un programa de pagarés del fondo de titulización IM Summa I
- 25 Housers, Biomar y Cuatroochenta, primeras empresas del Entorno Pre-Mercado
- 26 BME pone en marcha BME4Companies

---

## MAYO

- 9 BME crea la serie de índices IBEX MAB
- 10 BME y la BNV de Costa Rica acuerdan distribución de la tecnología de Openfinance en el país
- 16 Comienza a negociarse Optimum III Value Added Socimi
- 18 Iberclear adopta el servicio "My Standards" de Swift
- 25 Un nuevo fondo de titulización del Santander admitido al MARF
- 30 Foro MedCap
- 31 El MARF registra un nuevo programa de bonos de Audax
- 31 Nace Alastria, la red blockchain multisectorial de referencia

---

## JUNIO

- 1 El MARF admite un programa de bonos de Ekondakin Energía y Medioambiente
- 8 Openfinance colaborará con el Grupo Financiero Acobo para la gestión de inversiones
- 14 BME alcanza acuerdo con la Cámara de Riesgo de Colombia para usar su tecnología en IRS
- 19 AIAF admite a cotización una emisión de Additional Tier I de Caixabank por 1.000 millones de euros
- 19 Comienza a negociarse ElZinc
- 22 Más de 10 gestoras trabajan ya para cotizar sus fondos en el nuevo segmento de BME
- 29 Fluidra registra un programa de pagarés por 50 millones de euros en el MARF
- 29 Los bonos de titulización emitidos por el Fondo IM Wanna I se incorporan al MARF
- 29 Cambios en el IGBM para el segundo semestre
- 30 Comienza a negociarse Unicaja Banco

---

## JULIO

- 3 Comienza a negociarse Colón Viviendas Socimi
- 4 Comienza a negociarse Galerías Comerciales Socimi
- 11 Comienza a negociarse Kingbook Inversiones Socimi
- 13 Openfinance celebra su 15º aniversario

- 14 Comienza a negociarse MásMóvil
- 21 Comienza a negociarse Numulae Socimi
- 24 Comienza a negociarse Bay Hoteles & Leisure Socimi
- 25 Comienza a negociarse Am Locales Socimi
- 28 Comienza a negociarse Grupo Ortiz Properties Socimi

---

## SEPTIEMBRE

- 18 Iberclear culmina con éxito su migración a T2S. Finaliza la Reforma
- 21 Comienza a negociarse Domo Activos Socimi
- 27 BME crea una serie de índices de estrategias y volatilidad con opciones IBEX 35®

---

## OCTUBRE

- 2 REGIS-TR comienza su actividad en Suiza como registro de operaciones
- 20 Comienza a negociarse Aedas Homes
- 25 BME adapta su plataforma de Renta Fija para que los operadores cumplan con MiFID II
- 25 La Certificación MFIA de Instituto BME, declarada apta por la CNMV para prestar asesoramiento financiero
- 26 BME y BBVA ponen en marcha la nueva versión de la plataforma de negociación de la Bolsa de Bolivia
- 31 Comienza a negociarse Netex

---

## NOVIEMBRE

- 2 Comienza a negociarse Elaia Investment Socimi
- 13 BME Clearing amplía el segmento de energía para ofrecer derivados sobre gas
- 14 EBN Securities, nuevo miembro de la Bolsa de Madrid
- 23 Foro Latibex
- 28 REGIS-TR e IHS Markit desarrollarán una solución de reporting para el cumplimiento de la normativa SFTR

---

## DICIEMBRE

- 1 Comienza a negociarse Greenalia
- 1 Iniciativa de la CNMV para agilizar el registro de emisiones de Renta Fija en España
- 13 Comienza a negociarse P3 Spain Logistic Parks Socimi
- 27 Las compañías Barcino y Student Socimi se incorporan al MAB
- 29 Meridia Real State comienza a negociarse

- 
- 0 *Día del mes*

# Índice

UN EJERCICIO MUY DINÁMICO	5
CIFRAS DEL AÑO	10
RESUMEN DEL AÑO	11
1. ENTORNO ECONÓMICO Y RESULTADOS EMPRESARIALES	19
2. LA FINANCIACIÓN	34
3. RENTA VARIABLE	47
4. RENTA FIJA	70
5. OPCIONES Y FUTUROS	75
6. LA ACTIVIDAD DE CLEARING EN 2017	81
7. LA LIQUIDACIÓN Y REGISTRO EN 2017	84
8. DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN Y SERVICIOS DE VALOR AÑADIDO	88
9. MIFID II: CAMBIOS RELEVANTES PARA LA INDUSTRIA DE VALORES EN 2018	92

# Cifras del año

## INDICES DE COTIZACIONES

	31/12/15	30/12/16	29/12/17	Variación <sup>(1)</sup>	Máximo*	Fecha	Mínimo*	Fecha
<b>IBEX 35</b>	9.544,20	9.352,10	<b>10.043,90</b>	7,40%	11.135,40	5 may.	9.304,80	23 en.
<b>IBEX 35 con dividendos</b>	23.602,00	24.215,10	<b>26.939,60</b>	11,25%	29.201,60	5 may.	24.176,10	23 en.
<b>IBEX MEDIUM CAP</b>	15.511,00	14.485,20	<b>15.060,00</b>	3,97%	16.201,80	2 jun.	14.554,80	15 nov.
<b>IBEX SMALL CAP</b>	4.598,30	5.006,20	<b>6.580,20</b>	31,44%	6.629,30	27 dic.	5.120,90	2 en.
<b>IBEX TOP DIVIDENDO</b>	2.640,10	2.775,90	<b>3.091,40</b>	11,37%	3.354,00	5 may.	2.801,60	23 en.
<b>FTSE4Good IBEX</b>	9.607,60	9.568,40	<b>10.447,30</b>	9,19%	11.323,40	5 may.	9.552,50	31 en.
<b>FTSE Latibex Top</b>	2.262,10	3.795,20	<b>4.072,40</b>	7,30%	4.509,40	22 feb.	3.743,50	22 may.
<b>FTSE Latibex Brasil</b>	3.682,50	8.041,40	<b>8.518,70</b>	5,94%	10.293,70	21 feb.	6.848,60	22 jun.

## OTROS INDICADORES

<b>Tipos de Interés a 10 años</b>	1,77%	1,40%	<b>1,54%</b>					
<b>Tipo de cambio dólar / euro</b>	1,09	1,06	<b>1,20</b>					

(\*) Calculados sobre datos de cierre de sesión (1) Sobre el cierre del año anterior.

## ÍNDICE DE VOLATILIDAD/ RIESGO

	31/12/15	30/12/16	29/12/17
<b>VIBEX</b>	22,48%	18,03%	<b>13,38%</b>

## VOLUMENES DE CONTRATACIÓN (MILLONES DE €, SALVO INDICACIÓN)

	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Variación <sup>(1)</sup>
<b>Renta Variable</b>	962.166	652.925	<b>651.489</b>	-0,22%
<b>Deuda Pública*</b>	6.096.752	5.875.113	<b>6.232.262</b>	6,08%
<b>Opciones y Futuros sobre IBEX 35**</b>	16.042.838	12.617.526	<b>12.241.973</b>	-2,98%
<b>Opciones y Futuros sobre acciones individuales**</b>	31.768.355	32.736.458	<b>32.335.004</b>	-1,23%

(\*) Operaciones simples de contado sobre Deuda Pública anotada (\*\*) Volúmenes en número de contratos

(1) Sobre el cierre del año anterior

## CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS (MILLONES DE €)

	31/12/15	30/12/16	29/12/17	Variación <sup>(1)</sup>
<b>Capitalización Renta Variable</b>	975.383	1.035.332	<b>1.137.418</b>	9,86%
<b>Saldo vivo Deuda Pública</b>	900.650	933.007	<b>980.651</b>	5,11%
<b>Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF</b>	533.474	510.048	<b>493.948</b>	-3,16%

(1) Sobre el cierre del año anterior

# Resumen del año

El año 2017, tanto en el ámbito económico como financiero, ha sido uno de los mejores de la última década, marcada por la profunda crisis económica y financiera mundial que se inició en 2007 y por los graves episodios de la crisis de deuda soberana en Europa pocos años después. Los mercados mundiales de acciones han acogido de forma muy positiva la mejora del crecimiento económico mundial y de las expectativas para los próximos años, mientras los mercados de bonos han mantenido una estabilidad inesperada teniendo en cuenta el paulatino cambio hacia políticas monetarias de sesgo más restrictivo por parte de los principales bancos centrales. En este comportamiento ha tenido mucho que ver la suavización de las expectativas inflacionistas que ha restado presión a las autoridades monetarias y a los tipos de interés a largo plazo. Mercados de acciones y bonos se han caracterizado por niveles de volatilidad históricamente bajos que han impulsado la confianza.

Al contrario de lo sucedido en recientes ejercicios, los principales organismos internacionales revisaban al alza en varias ocasiones el crecimiento mundial y las previsiones de octubre del FMI apuntaban a un aumento del PIB mundial del 3,6% en 2017 y del 3,7% en 2018 tras el 3,2% de 2016. Esta escalada se acompañaba de una tasa de aumento anual estimado del volumen de comercio en el mundo que casi se dobla hasta el 4,2% en 2017 frente a lo anotado en 2016 y se mantendrá alrededor del 4% en 2018. La economía europea ha sido una de las sorpresas positivas del año, acelerando su marcha hasta situar el crecimiento estimado del PIB de 2017 unas décimas por encima del 2%, el mejor dato del último lustro, impulsado por los buenos registros de las economías alemana y española pero también por la mejoría de Francia e Italia. Este buen comportamiento ha tenido también reflejo en el Euro ha llegado a revalorizarse más de un 15% frente al dólar.

Diez años después del inicio de la crisis, las autoridades monetarias de las principales áreas económicas mundiales han seguido teniendo un protagonismo muy destacado. La Reserva Federal norteamericana ha acelerado la vuelta a la normalidad de la política monetaria con tres subidas de 0,25 puntos porcentuales cada una en abril, junio y diciembre, hasta alcanzar el nivel del 1,50% con los tipos de intervención. Adicionalmente, comenzaba la reducción de su balance con el abandono de la reinversión de los vencimientos de deuda. Por su parte, el Banco Central Europeo ha mantenido a lo largo del año el tono expansivo de su política monetaria con tipos

de intervención al 0% y el programa de expansión cuantitativa (QE) a pleno rendimiento, pero ha comenzado en el último trimestre a concretar el proceso de normalización de su política monetaria: las compras de deuda se reducirán a partir de enero de 2018. La reticencia del BCE a reducir de forma más agresiva los estímulos se ha visto reforzada por la revalorización del euro frente al dólar y por la contención de la inflación tanto en Europa como en general en el resto de los países desarrollados.

Por tercer año consecutivo, la economía española ha destacado en el contexto internacional con un crecimiento estimado del PIB por encima del 3% en 2017 que la sitúa en cabeza del grupo de grandes países desarrollados. A pesar de la situación política generada en la segunda mitad del año por la cuestión catalana; factores como un entorno mundial más positivo, la intensa creación de empleo, los tipos de interés bajos, o el desendeudamiento del sector privado han vuelto a propiciar un muy buen comportamiento del consumo privado, las exportaciones y también la inversión. No obstante, la economía española todavía presenta aspectos que la hacen vulnerable: la elevada tasa de desempleo, un déficit público todavía elevado, el peso de la Deuda Pública, la dependencia de la financiación exterior o complejidades políticas.

## BOLSAS E ÍNDICES

---

El IBEX 35, principal índice de la Bolsa española, ha vuelto al terreno positivo en 2017 y cerraba el año con una subida del 7,4%. Teniendo en cuenta los dividendos la rentabilidad se sitúa en el 11,25%. El año ha tenido para el principal indicador del mercado español dos partes diametralmente opuestas, hasta el mes de mayo acumulaba una subida del 19% y posteriormente perdía casi un 10% entre otros factores por la incertidumbre política generada en Cataluña.

En 2017 las Bolsas mundiales han acumulado fuertes ganancias que oscilan para los principales índices mundiales entre el 17,4% y el 20,5% y han marcado varios máximos históricos durante el año. En el conjunto del año anterior, los indicadores agregados mundiales habían cerrado con ganancias inferiores, alrededor del 6%.

En las Bolsas europeas las rentabilidades han sido positivas de forma generalizada pero con una dispersión significativa. La referencia EuroSTOXX 50 para el área del euro ascendía un 6,5% y por encima están las Bolsas de Austria (+30,6%), Grecia (+24,6%), Portugal (+17,8%), Suiza (+14,1%), Italia (+13,6%), Francia (+9,26%) Alemania (+9,5%) o el IBEX 35 de la Bolsa española (+7,40%). Destacable también es el peor registro relativo de las grandes compañías cotizadas europeas, cuyo índice (Stoxx Europe Large Caps) apenas ha subido un 5,9%.

Un año más, los mercados norteamericanos han vuelto a mostrar una gran fortaleza sostenidos por un dólar más débil y el buen comportamiento de la economía mundial y norteamericana, y a pesar del sesgo restrictivo que va tomando la política monetaria de la Reserva Federal. Sus principales índices han alcanzado rentabilidades por encima de la media mundial: el Dow Jones ha subido un 25,1%, el S&P 500 un 19,4% y el Índice Nasdaq 100 de marcado componente de nuevas tecnologías, un impresionante 31,5%, completando una impresionante racha de nueve años consecutivos de ganancias. Todos los principales índices norteamericanos han alcanzado máximos históricos de forma repetida durante el año. También dentro de los mercados desarrollados, el índice Nikkei de Japón marcaba un excelente registro anual con una subida del 19,1%

Los registros de rentabilidad de las Bolsas mundiales adquieren más valor si cabe por cuanto se han producido en un contexto de volatilidad a la baja, en muchos casos en niveles mínimos históricos.

## NEGOCIACIÓN Y LIQUIDEZ

---

La actividad negociadora en la Bolsa española en 2017 ha seguido una pauta continuista respecto al año anterior. Los volúmenes contratados han alcanzado la cifra total de 651.489 millones de euros con mejoras sobre todo a partir de mayo. El número de operaciones ejecutadas sobre acciones ha sido de 50,9 millones, ligeramente inferior a los 54 millones de 2016.

En un entorno de creciente competencia, la Bolsa española mantiene una elevadísima liquidez para las acciones que se negocian en el mercado y las horquillas y profundidad que ofrece su sistema de negociación han seguido siendo la referencia en los meses previos a la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que refuerza las exigencias a los intermediarios financieros sobre mejor ejecución de las ordenes sobre valores españoles. En concreto, durante el año 2017 han continuado estrechándose las horquillas promedio del conjunto de valores incluidos en el IBEX 35, en el IBEX Medium Cap y en el IBEX Small Cap. Para los valores del IBEX 35 se reduce a 5,1 puntos básicos, 1 punto menos que hace un año. Por su parte, el IBEX Medium Cap presentaba en diciembre una horquilla de 25 puntos básicos, también cerca de los mínimos en una década y 5 pb. inferior a lo presentado hace ahora un año.

En 2017 han sido 3 los valores españoles posicionados entre los 10 más negociados de la Eurozona y dos más se situaron en las posiciones 20ª y 24ª. Es decir, el 10% de los valores del EuroSTOXX 50 son españoles y todos ellos están situados en la mitad más alta en términos de negociación efectiva con un peso total del 14% sobre el total contratado por los 50 valores del índice

## OPERACIONES CORPORATIVAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN: OPVS, SALIDAS A BOLSA, AMPLIACIONES Y OPAS

---

La capacidad de canalizar nueva inversión y financiación, uno de los puntos fuertes de la Bolsa española, ha alcanzado cotas muy brillantes en 2017. El total de nuevos flujos de inversión y financiación canalizados a través de la incorporación de acciones procedentes de ampliaciones de capital, nuevas admisiones a cotización y ofertas públicas de venta y suscripción ha alcanzado los 39.723 millones de euros, un 39% más que el año anterior y el segundo mejor registro en una década. Con datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), al cierre de 2017 BME se colocaba en la 3ª posición de Europa y la 7ª mundial por volumen de nuevos flujos de inversión y financiación en acciones.

Las colocaciones de acciones (OPVs) han cerrado un gran año en todo el mundo y en España. El positivo comportamiento en términos de rentabilidad y riesgo ha impulsado las colocaciones de salida a Bolsa que cierran el mejor ejercicio global desde 2007 en número de colocaciones (1.700) con un crecimiento del volumen colocado del 40% sobre el año anterior, según el informe EY Global IPO Trends

Según el mismo informe, la Bolsa española se situó como líder de la Eurozona en 2017 en OPVs. Las salidas a Bolsa de Gestamp, Prosegur Cash, Unicaja Banco, Neinor Homes y Aedas Homes han estado entre las más relevantes del año a nivel europeo, y en concreto la OPV de Gestamp por un valor de casi 1.000 millones de euros se situaba como la tercera más importante de Europa en el primer semestre del año.

En el conjunto del año las 27 empresas que se han incorporado a los distintos segmentos y mercados de BME han captado fondos a través de colocaciones de acciones por casi 4.300 millones de euros, cifra que multiplica por 3 los fondos captados durante el mismo periodo del año anterior. De las empresas que se han incorporado, cinco lo hicieron en la Bolsa a través de cuatro Ofertas Públicas de Venta (OPV) y tres Ofertas Públicas de Suscripción (OPS). El resto lo han hecho en el MAB: tres en el segmento de Empresas en Expansión (EE) a través de tres OPS por un importe de 22 millones de euros y 19 en el segmento de SOCIMIs, a través de doce

admisiones directas (listing) y dos OPS, por un importe conjunto de más de 250 millones de euros.

En 2017 y mediante 116 operaciones de ampliación de capital las empresas cotizadas captaron recursos por importe de 30.178 millones de euros, un 30,34% más que lo obtenido durante 2016. Dos grandes operaciones por importe superior a los 7.000 millones de euros han sido referencia mundial en los sectores eólico y bancario: la ampliación de capital de Gamesa para atender su fusión con el negocio eólico de Siemens y la realizada por el Banco Santander para dar cobertura a la adjudicación del 100% del capital social del Banco Popular Español, tras haber sido intervenido por las autoridades bancarias europeas.

La actividad relacionada con las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) ha sido reducida en número de operaciones pero muy relevante por el volumen de las operaciones, en algunos casos sin concretarse al cierre del año. Se han presentado 5 Ofertas Públicas, dos finalizadas con resultado positivo y tres pendientes entre ellas las dos que tienen por objeto la concesionaria de autopistas Abertis.

La tendencia hacia una mayor diversificación de la financiación empresarial en España es cada vez más patente y en el caso de las principales compañías cotizadas muy acelerada. El Banco de España lo recoge así en informe anual: "se está produciendo un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas españolas. Aunque es un fenómeno global su intensidad ha sido algo más marcada en España, donde el grado de bancarización ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno". Recientes análisis realizados sobre las cuentas auditadas de las compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX 35 entre 2010 y 2016, muestran que los recursos propios han aumentado un 24% y la financiación bancaria se ha reducido un 42%, situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializado en instrumentos de renta fija, que crece un 30%, de acuerdo este análisis elaborado a partir de las cuentas auditadas de las compañías. En suma, más capital, menos endeudamiento y más diversificación de este.

## CAPITALIZACIÓN Y EMPRESAS COTIZADAS

---

Tanto la incorporación de grandes y pequeñas compañías al mercado, como el aumento de la financiación obtenida por las empresas a través de las ampliaciones son elementos que impulsan el crecimiento de la base del mercado y las alternativas para los inversores. Los dos factores han propulsado en 2017 la capitalización o valor de mercado total de las compañías presentes en el mercado que alcanzó los 1,14 billones de euros al cierre, un 10% más que en 2016. De este importe, más de 741.000 millones de euros correspondían a empresas nacionales, cuyo valor superaba en más de 404.000 millones los mínimos de la crisis en 2012.

A 31 de diciembre del 2017, eran 3.136 las empresas que se encontraban negociando sus acciones en alguno de los sistemas dispuestos a tal fin por la Bolsa española.

## INVERSORES

---

Los inversores extranjeros siguen depositando su confianza en la Bolsa española y lo hacen marcando récords de propiedad de las acciones españolas cotizadas con más de un 45% del valor total con datos provisionales al cierre de junio de 2017. También en términos de actividad siguen estando presentes más de tres cuartas partes del volumen total de negociación.

En cuanto a las familias españolas, su patrimonio o riqueza financiera neta vuelve a marcar un nuevo récord al cierre del primer semestre de 2017 al rozar 1,37 billones de euros, un 4,5% más que a cierre de 2016. Desde 2008, la riqueza neta ha aumentado más de 640.000 millones

de euros, convirtiéndose en los últimos años en un apoyo fundamental de la recuperación de la economía española. El aumento y revalorización de la cartera de renta variable y de participaciones en Fondos de Inversión son en buena medida responsables de este positivo comportamiento.

Para las Instituciones de Inversión Colectiva el año 2017 ha sido muy favorable. Los fondos y sociedades de inversión españolas y las extranjeras comercializadas entre inversores españoles tienen acumulados casi 425.000 millones de euros con un crecimiento en los últimos cinco años del 130%. Concretamente los Fondos de Inversión españoles suman en 2017 su 5º año consecutivo de crecimiento y su patrimonio aumenta casi un 12% hasta situarse en 262.847 millones de euros y 10,34 millones de partícipes, niveles que superan los máximos históricos previos a la crisis. Especialmente significativo está siendo el crecimiento de los Fondos de Renta Variable Nacional que crecen un 247% en el último lustro.

Las SOCIMIs, sociedades de inversión en el mercado inmobiliario especializadas en alquiler, continúan creciendo en número y valor de mercado aportando a los inversores vehículos líquidos de inversión ligados al alquiler inmobiliario. Con las 19 incorporaciones de 2017, son ya 52 las compañías acogidas a esta figura que cotizan en diferentes segmentos de la Bolsa española: 5 en la Bolsa principal y 47 en el segmento especializado del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Su valor de mercado conjunto ronda los 21.000 millones de euros.

## RESULTADOS Y DIVIDENDOS

---

Entre los factores que tanto a nivel nacional como internacional han sustentado las elevadas rentabilidades bursátiles se encuentra en lugar destacado la pujanza de los resultados empresariales. Durante el primer semestre las empresas de la Bolsa española que forman parte del IBEX 35 aumentan un 10% sus ingresos de explotación, el EBITDA un 9,4% y el Beneficio Neto un 19,4% respecto al mismo periodo del año anterior. Los datos provisionales hasta el tercer trimestre mantienen la tónica de mejora: crecen un 17,8% los ingresos, un 7% el EBITDA y casi un 18% el Resultado Neto.

Las compañías españolas cotizadas también se han convertido en punta de lanza de la expansión exterior de la economía española y de acuerdo con datos correspondientes al primer semestre de 2017, la cifra total de facturación exterior de las empresas de la Bolsa española alcanza máximos históricos por encima del 67%.

En 2017 las empresas cotizadas han repartido a sus accionistas 28.225 millones de euros en dividendos, devolución de aportaciones por primas de emisión y reducciones de nominal, con un leve aumento del 2,3% respecto al año anterior. La rentabilidad por dividendo de la Bolsa española, el 4,1% según los datos de la publicación MSCI Blue Book, sigue manteniéndose en las primeras posiciones entre los mercados bursátiles desarrollados y lleva más de diez años superando el 4%.

## DEUDA PÚBLICA Y CORPORATIVA

---

Las intervenciones del BCE a través de la compra de deuda pública y corporativa han seguido manteniendo los tipos de interés de emisión españoles en niveles históricamente bajos y condicionando los mercados de Renta Fija cuya actividad de contratación se reduce. Para el Tesoro español la política monetaria de la zona euro ha significado en los dos últimos años una reducción de los costes de financiación, con un efecto favorable en las cuentas del Estado que ha permitido destinar recursos a otros gastos prioritarios.

En línea con los principales mercados mundiales de Deuda Pública, el Bono español a 10 años

ha registrado una volatilidad reducida y tipos contenidos en una franja entre el 1,32% y el 1,89%. La prima de riesgo frente al bono de referencia alemán iniciaba el año en 114 puntos y volvía a niveles similares al cierre con tensiones puntuales sobre todo en octubre derivadas de la crisis política catalana.

La Deuda Corporativa también ha vivido un ejercicio caracterizado por la reducción de las rentabilidades de los bonos de alta calificación impulsados por el programa de compra de deuda corporativa (CSPP) del Banco Central Europeo, que ha alcanzado un volumen medio mensual de unos 7.500 millones de euros. Con ello, el coste para las empresas de emitir deuda en los mercados de renta fija se ha reducido en un 38% desde el arranque de este programa.

En el Mercado de Renta Fija de BME se ha reducido en un leve 3,2% el saldo de Deuda Corporativa sostenido por el aumento de casi el 38% de las emisiones de Bonos y Obligaciones y penalizado sobre todo por la reducción de la emisión de Bonos de Titulización y de Pagarés. También dentro del apartado de Deuda corporativa, destaca la consolidación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) como canal de financiación de empresas de todo tipo con predominio de las medianas.

#### **ALTERNATIVAS DE MERCADO PARA EMPRESAS DE MENOR TAMAÑO: MAB Y MARF**

---

Si bien las condiciones de financiación de las compañías de tamaño reducido han seguido mejorando en 2017, estas empresas siguen teniendo una gran dependencia del crédito bancario que las hace frágiles en momentos de restricciones financieras. Entre el conjunto de soluciones que se han impulsado para apoyar la reversión de esta situación ocupan un lugar destacado las alternativas de financiación basadas en el mercado de valores como el MAB para empresas en Expansión o el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

El segmento del MAB para Empresas en Expansión ha seguido consolidando en 2017 su potencial de financiación. Las ampliaciones de capital han alcanzado los 112 millones de euros en once operaciones y el número de empresas presentes en el mercado ha alcanzado las 42 empresas tras la incorporación de tres nuevas compañías: Asturiana de Laminados, Netex y Greenalia. A lo largo del ejercicio, la compañía de telecomunicaciones MásMóvil que pertenecía a este mercado, se incorporaba a la cotización en el mercado principal de la Bolsa española en el mes de julio.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) con apenas cuatro años de vida sigue cumpliendo con éxito el objetivo para el que fue creado: contribuir a la financiación de las empresas españolas como una nueva fuente de financiación complementaria del crédito bancario a través de distintos tipos de emisiones de Renta Fija: bonos simples, pagarés o bonos de proyecto. Una vez emitidos se admiten a cotización en la plataforma de admisión y negociación del mercado que ofrece transparencia y garantiza la mejor ejecución de las órdenes.

Con las incorporaciones de 2017 ya son un total de 41 las empresas que se han financiado directamente en el MARF operado por BME desde su nacimiento en 2013. En el conjunto del año el volumen de emisiones y admisiones a cotización en el MARF alcanza los 3.932 millones y supera ampliamente los 2.280 millones del conjunto de 2016. El saldo vivo de emisiones de deuda corporativa alcanzó los 2.191 millones de euros y crece un 36% respecto al año anterior.

#### **FUTUROS Y OPCIONES: MEFF**

---

En un entorno de volatilidad muy reducida, la actividad negociadora global se mantiene estable en 2017 en los mercados mundiales de derivados con descenso en futuros y aumento en opciones. En MEFF, el mercado español de Opciones y Futuros gestionado por BME se han negociado 44,6 millones de contratos de futuros y opciones sobre subyacentes relacionados con

la renta variable, índices y acciones, prácticamente igual que en el año anterior. La volatilidad implícita media de las opciones sobre IBEX 35 ha sido del 14,9%, casi 9 puntos por debajo del dato promedio de 2015 y 2016, y ocho puntos menos que el promedio histórico desde 1995.

La negociación del principal producto de MEFF, los contratos de Futuro IBEX 35, desciende un 8% respecto al año anterior, en línea con la caída generalizada de la negociación en la mayoría de los futuros sobre índices en el resto de Europa. Mientras, los contratos de Opciones sobre IBEX 35 aumentan un 34%, los Futuros sobre Acciones individuales lo hacen un 23% y las Opciones cuyo subyacente son Acciones individuales españolas disminuyen un 11% pero mantienen una cuota de mercado superior al 75% frente a mercados competidores como EUREX.

En cuanto a los contratos de Futuro sobre energía eléctrica (Swap y Futuro), que se admiten y negocian en MEFF y se compensan a través de BME Clearing y permiten tanto cubrir el riesgo de oscilaciones en los precios de la electricidad como tratar de anticiparse a sus movimientos, en 2017 destaca el aumento del número de participantes en el mercado hasta las 146 entidades al cierre de diciembre de 2017 (+17%). El volumen negociado ha sido de 17,9 TWh con una reducción cercana al 25% respecto al año anterior, en línea con el menor volumen de operaciones en todos los mercados relacionados con la energía eléctrica española.

## REPO SOBRE DEUDA PÚBLICA: CONTRAPARTIDA CENTRAL

---

Para las operaciones sobre Deuda Pública con pacto de recompra (REPO) negociadas bilateralmente, la cámara de compensación BME Clearing ofrece servicios de registro y contrapartida central. En el conjunto de 2017, el volumen total registrado ha alcanzado los 295.257 millones de euros, con 410 operaciones de media mensual. En la actualidad el servicio REPO cuenta con 28 entidades participantes, de las que 26 son españolas y 2 foráneas.

La posición abierta, es decir, el saldo medio vivo de operaciones no vencidas, equivalente a la financiación facilitada, se situaba, a 31 de diciembre, en los 15.659 millones de euros, con un plazo medio financiado de 38 días

## REGISTRO DE OPERACIONES DE DERIVADOS: REGIS-TR

---

Con la entrada en vigor de la obligación de reporte de operaciones de derivados sobre todo tipo de activos financieros a un registro centralizado accesible para los reguladores, recogida en la normativa EMIR europea, las entidades europeas llevan tres años reportando operaciones de derivados a los denominados repositorios de operaciones europeo (Trade Repository).

REGIS-TR es el registro europeo desarrollado conjuntamente por BME y la Bolsa alemana que se consolida como segundo repositorio más grande de Europa con más de 1.400 cuentas de clientes abiertas, recibiendo y procesando más de 8 millones de mensajes al día en 2017, ejercicio en el que también ha sido autorizado a prestar servicios de reporte bajo normativa suiza.

REGIS-TR ofrece ya información a 35 reguladores europeos, la práctica totalidad de los mismos, reforzando así su posición como canal de comunicación entre los participantes del mercado y los supervisores.

También en este contexto se impone definitivamente la obligatoriedad del uso del "Legal Entity Identifier (LEI) por parte de las entidades participantes en los mercados en el reporte obligatorio, junto con estándares identificativos para productos Unique Product Identifier (UPI) y operaciones Unique Trade Identifier (UTI).

## EL NUEVO AÑO TRAE CAMBIOS DE CALADO: LLEGA MIFID II

---

El ámbito europeo de los mercados de capitales se verá sometido a importantes modificaciones con la entrada en vigor el 3 de enero de 2018 de la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros conocida como MiFID II, y el Reglamento 600/2014 o MiFIR. El año 2017 ha estado caracterizado por una intensa actividad preparatoria tanto por parte de los mercados como de los intermediarios y otros participantes en los mercados de capitales.

MiFID II reforma y amplía el ámbito de la directiva anterior y supone un refuerzo suplementario de la protección del inversor, la aplicación de normas europeas a nuevos productos y servicios financieros y la ampliación de requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados, a los prestadores de suministro de datos y a las empresas de terceros países que prestan servicios o realizan actividades de inversión en la Unión Europea. La magnitud del cambio que supone esta nueva normativa lleva consigo en España la elaboración de una nueva Ley del Mercado de Valores, que a finales de 2017 se encuentra en trámite parlamentario.

En lo que se refiere a la actividad del mercado, la normativa MiFID II supone un refuerzo de los requisitos de transparencia, estableciendo límites a determinadas exenciones a la pre-transparencia y acotando otros tipos de exención con el objetivo de fomentar la negociación en los libros de órdenes de los mercados regulados y MTFs en los que se realice de forma eficiente el proceso de formación de precios. Estos nuevos requisitos limitan las exenciones a aquellos tipos de operación o mecanismos de contratación que no contribuyan al proceso de formación de precios y por tanto no detraigan liquidez de los libros de órdenes transparentes.

Se establecen también, en un entorno de centros de negociación intensivos en tecnología, requisitos que contribuyan a fomentar el funcionamiento ordenado de los mercados. En este sentido, se regulan aspectos como la negociación algorítmica y de alta frecuencia o el acceso directo o patrocinado al mercado, actividades que deberán además estar identificadas para su supervisión adecuada. Los esquemas de creación de mercado tienen por objeto que este tipo de actividades contribuyan de forma efectiva a la liquidez de aquellos instrumentos a los que se aplican.

La nueva normativa es, asimismo, exigente en términos de información con el objetivo doble de establecer un entorno de competencia en igualdad de condiciones para todos los centros e intervinientes que en ellos operan y de conseguir una protección suficiente de los inversores en aplicación de la normativa de abuso de mercado. En este sentido, se establecen estándares para la comunicación de la información relevante sobre los valores, datos de referencia y datos de liquidez, así como requisitos exigentes en términos de información a proporcionar a las autoridades competentes a efectos de registro de órdenes y de reporte de operaciones.

Los mercados de Renta Fija sufren cambios de gran relevancia por cuanto se asimilan por primera vez a los de acciones en transparencia, ejecución y protección. En la fase de cotización de órdenes se establece un nuevo régimen de transparencia pre-negociación. La nueva directiva establece la obligación de hacer transparentes la cotizaciones y volúmenes sobre valores de Renta Fija antes de su ejecución. También los mercados de derivados pasan a estar encuadrados bajo la regulación MiFID II.

# 1

## Entorno económico y resultados empresariales

La mera observación de la tabla de crecimiento de los índices bursátiles de todo el mundo en el año 2017, con registros crecientes en todas las áreas económicas de referencia, avanzadas y emergentes, permite afirmar que el último ejercicio anual cerrado ha sido bastante positivo, en especial desde el punto de vista bursátil.

Gran parte de esta favorable evolución de las cotizaciones responde a un mejor desempeño de los negocios de las empresas cotizadas impulsados, qué duda cabe, por un entorno económico mundial estable y en crecimiento generalizado desde mediados de 2016. Además, en 2017 ha dominado la estabilidad financiera en condiciones expansivas y de progresiva, aunque lenta, normalización en Estados Unidos y Europa.

El perfil de la economía española también se muestra positivo con el avance muy favorable del empleo, la mejora de la inversión, las ventas en el exterior, la continuidad del desendeudamiento de hogares y empresas, así como la reconducción del déficit público.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL FMI (OCTUBRE 2017)

	Proyecciones		
	Real 2016	2017	2018
<b>Crecimiento PIB (%)</b>			
Producto mundial	3,2	3,6	3,7
Economías avanzadas	1,7	2,2	2,0
Estados Unidos	1,5	2,2	2,3
Japón	1,0	1,5	0,7
Reino Unido	1,8	1,7	1,5
Eurozona	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Alemania	1,9	2,0	1,8
<b>España</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,3	4,6	4,9
América Latina y Caribe	-0,9	1,2	1,9
Economías en desarrollo de Asia	6,4	6,5	6,5
China	6,7	6,8	6,5
India	7,1	6,7	7,4

<b>Volumen de comercio (% anual)</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
--------------------------------------	------------	------------	------------

**Importaciones**

Economías avanzadas	2,7	4,0	3,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,0	4,4	4,0

**Exportaciones**

Economías avanzadas	2,2	3,8	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,5	4,8	4,5

**Precios al consumidor (% anual)**

Economías avanzadas	0,8	1,7	1,7
Estados Unidos	1,3	2,1	2,1
Japón	-0,1	0,4	0,5
Reino Unido	0,7	2,6	2,6
Eurozona	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Alemania	0,4	1,6	1,5
<b>España</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	2,8	2,6	3,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,3	4,2	4,4

	Proyecciones		
	Real 2016	2017	2018
<b>Tasa de paro (% pobl. Activa)</b>			
Economías avanzadas			
Estados Unidos	4,9	4,4	4,1
Japón	3,1	2,9	2,9
Reino Unido	4,9	4,4	4,4
Eurozona	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>
Alemania	4,2	3,8	3,7
<b>España</b>	<b>19,6</b>	<b>17,1</b>	<b>15,6</b>

**Balanza por Cta. Crrte. (% s/PIB)**

Economías avanzadas	0,8	0,7	0,7
Estados Unidos	-2,4	-2,6	-2,5
Japón	3,6	3,8	3,7
Reino Unido	-3,6	-3,3	-2,5
Eurozona	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
Alemania	8,1	7,7	6,9
<b>España</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Economías emergentes y en desarrollo	-0,3	-0,4	-0,9

**Déficit público en % s/PIB**

Economías avanzadas	-3,3	-3,2	-2,7
Estados Unidos	-4,4	-4,3	-3,7
Japón	-4,2	-4,1	-3,3
Reino Unido	-2,9	-2,9	-2,3
Eurozona	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>
Alemania	0,8	0,7	0,8
<b>España</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,5</b>

**Deuda pública bruta en % s/PIB**

Estados Unidos	107,1	108,1	107,8
Japón	239,3	240,3	240,0
Reino Unido	89,3	89,5	89,7
Eurozona	<b>89,0</b>	<b>87,4</b>	<b>85,6</b>
Alemania	68,1	65,0	61,8
<b>España</b>	<b>99,4</b>	<b>98,7</b>	<b>97,2</b>

Fuente: FMI y elaboración propia

El repunte del PIB mundial en los últimos meses es tan generalizado en todo el mundo que es difícil encontrar en el pasado un consenso de crecimiento económico tan amplio entre regiones de muy diferentes niveles de desarrollo. Según el FMI aproximadamente el 75% de la economía mundial disfruta de este período de bonanza económica que, aunque no exento de riesgos, está siendo recogido por los inversores bursátiles con optimismo y ascensos prolongados de los precios de las acciones en muchos países. Tanto es así que en los últimos meses han proliferado encuestas y voces expertas, especialmente en EEUU, advirtiendo de un escenario de sobrevaloración en las Bolsas que, sin embargo, un buen número de indicadores fundamentales parecen querer desmentir. El Dow Jones marca máximos históricos sucesivos desde hace meses y crece de forma imparable desde el año 2009 con un ascenso cercano al 25% en el año 2017. Y el caso norteamericano es sólo el ejemplo más destacado pero no único en el mundo.

La últimas previsiones del FMI apuntan a un aumento del PIB mundial del 3,6% en 2017 y del 3,7% en 2018 tras el 3,2% de 2016. Esta escalada se acompaña de una tasa de aumento anual del volumen de comercio en el mundo que casi se dobla en 2017 frente a lo anotado en 2016 (4,2% frente a 2,4%) y se mantendrá alrededor del 4% en 2018.

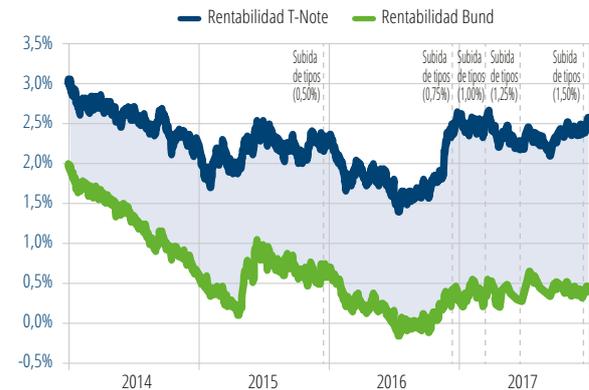
Cómo en anteriores ciclos de expansión económica mundial gran parte de la responsabilidad se deriva del buen comportamiento de la principal economía del mundo. El PIB norteamericano crece por encima del 2,2% (3,3% en 3T 2017, de los más altos desde 2014) con la tasa de desempleo más baja en una década (4,1%), la venta de casas en las tasas de crecimiento más elevadas en una década (18%), mejoras continuas en los indicadores de confianza de los consumidores y también de las empresas que esperan ya por la concreción de una reforma fiscal en la que el presidente se ha comprometido a conseguir un descenso muy sustancial en el Impuesto de Sociedades (del 35% al 20%). Los precios han reaccionado moderadamente al alza (2,1% interanual) dejando atrás los fantasmas de la deflación y, más allá de la necesidad de incorporar a los salarios con más decisión al proceso de crecimiento de la economía, no se observan riesgos relevantes de corto plazo si el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias se sigue graduando con equilibrio.

## EUROPA MUESTRA MÁS VIGOR ECONÓMICO DEL QUE SE ESPERABA EN 2017

A esta expansión económica de EEUU hay que sumarle la de una Europa que parecía más debilitada de lo que se ha mostrado, la escalada del PIB japonés desde el 1% previsto hace unos meses hasta al 1,5% actual para 2017 y unas economías emergentes, lideradas por China e India que muestran síntomas de acelerar la escalada de su presencia en el concierto económico mundial.

Sin duda, el mayor crecimiento de lo esperado del PIB en Europa es una de las sorpresas positivas de 2017. Tras la confirmación del Brexit en 2016, se atisbaban problemas e incertidumbres de cierto alcance económico que, por el momento, no se están manifestando en el comportamiento de los agentes económicos. Las últimas previsiones apuntan a que el aumento del PIB per cápita de la Eurozona será del 2% en 2017 y del 1,8% en 2018, por encima del promedio registrado entre los años 1999 y 2008, algo que ocurre en muy pocas zonas del mundo.

## SPREAD DE DEUDA - ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA



- SE MANTIENE EL *DECOUPLING* ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA Y ESTADOUNIDENSE.
- LAS ÚLTIMAS SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS ESTADOUNIDENSE HAN CONLLEVADO QUE LA RENTABILIDAD DEL *BUND* ALEMÁN TAMBIÉN SE INCREMENTE.
- EN EL 2017, SE HA OBSERVADO UNA RESISTENCIA PARA SUPERAR LA RENTABILIDAD DEL 2,5% EN EL BONO ESTADOUNIDENSE Y DEL 0,5% POR PARTE DEL BONO ALEMÁN.

... Pasa a página 23

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

AÑOS Y TRIMESTRES

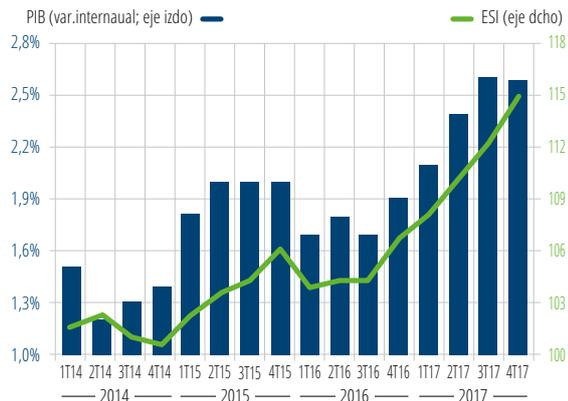
INDICADOR		2014	2015	2016	4T 16	1T 17	2T 17	3T 17	4T 17 (3)
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO (1)</b>	EE.UU.	2,57%	2,87%	1,48%	1,84%	2,00%	2,21%	2,33%	<b>2,40%</b>
	EUROZONA	1,38%	1,95%	1,78%	1,90%	2,10%	2,40%	2,60%	<b>2,60%</b>
	JAPÓN	0,25%	1,40%	0,90%	1,50%	1,30%	1,70%	2,10%	<b>1,70%</b>
	ESPAÑA	1,38%	3,43%	3,28%	2,96%	3,01%	3,09%	3,14%	<b>3,00%</b>
<b>PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (1)</b>	EE.UU.	3,09%	-0,69%	-1,22%	-0,14%	0,58%	2,14%	1,70%	<b>3,10%</b>
	EUROZONA	0,81%	2,11%	1,48%	2,20%	1,27%	2,73%	3,63%	<b>3,70%</b>
	JAPÓN	2,18%	-1,22%	-0,21%	2,78%	3,95%	5,80%	4,59%	<b>3,90%</b>
	ESPAÑA	1,20%	3,23%	1,97%	1,70%	1,93%	2,20%	2,47%	<b>4,10%</b>
<b>ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (1)</b>	EE.UU.	1,61%	0,12%	1,28%	1,80%	2,57%	1,90%	1,93%	<b>2,10%</b>
	EUROZONA	0,44%	0,01%	0,24%	0,73%	1,77%	1,53%	1,43%	<b>1,40%</b>
	JAPÓN	2,80%	0,80%	-0,13%	0,30%	0,30%	0,40%	0,60%	<b>0,35%</b>
	ESPAÑA	-0,20%	-0,50%	-0,19%	1,00%	2,70%	2,00%	1,70%	<b>1,50%</b>
<b>TASA DE PARO (2)</b>	EE.UU.	6,20%	5,30%	4,90%	4,70%	4,70%	4,40%	4,30%	<b>4,10%</b>
	EUROZONA	11,60%	10,90%	10,00%	9,70%	9,50%	9,10%	9,00%	<b>8,80%</b>
	JAPÓN	3,60%	3,40%	3,10%	2,90%	2,90%	2,90%	2,80%	<b>2,80%</b>
	ESPAÑA	24,40%	22,10%	19,60%	18,60%	18,80%	17,20%	16,40%	<b>16,20%</b>

(1) Tasa de variación anual en %. (2) Tasa de paro en % de la población activa. (3) Último dato disponible o estimado.

INDICADOR		2014	2015	2016	4T 16	1T 17	2T 17	3T 17	4T 17 (1)
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>	EE.UU.	0,22%	0,61%	0,82%	0,82%	1,03%	1,24%	1,30%	<b>1,74%</b>
<b>CORTO PLAZO - 1 AÑO</b>	EUROZONA	-0,08%	-0,37%	-0,85%	-0,85%	-0,71%	-0,67%	-0,73%	<b>-0,71%</b>
<b>TIPOS DE INTERÉS LARGO PLAZO - 10 AÑOS</b>	EE.UU.	2,17%	2,28%	2,43%	2,43%	2,40%	2,30%	2,33%	<b>2,41%</b>
	EUROZONA	0,54%	0,63%	0,21%	0,21%	0,33%	0,47%	0,46%	<b>0,42%</b>
	ESPAÑA	1,61%	1,78%	1,39%	1,39%	1,66%	1,53%	1,61%	<b>1,57%</b>
	Prima de riesgo (p.b.)	106,9	114,7	118,7	118,7	132,7	106	114,9	<b>114,6</b>
<b>TIPOS OFICIALES</b>	EE.UU.	0,25%	0,50%	0,75%	0,75%	1,00%	1,25%	1,25%	<b>1,50%</b>
	REINO UNIDO	0,50%	0,50%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	<b>0,50%</b>
	EUROZONA	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	<b>0,00%</b>
<b>TIPO DE CAMBIO</b>	EURO - DÓLAR	1,2097	1,086	1,051	1,051	1,065	1,142	1,181	<b>1,200</b>
<b>PRECIO DEL PETRÓLEO</b>	BRENT	57,3	37,3	56,8	56,8	52,8	47,9	57,5	<b>66,9</b>

(1) Datos correspondientes al día 29-12-2017.

## CRECIMIENTO ECONÓMICO - UEM



- EL RITMO DE CRECIMIENTO DE LA UEM EN EL 2017 SE HA CONSOLIDADO POR LA MEJORA DE LA CONFIANZA EMPRESARIAL Y DEL CONSUMIDOR.
- EL RITMO DE CRECIMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA UEM HA MEJORADO EL ACOPLAMIENTO ENTRE ESTAS ECONOMÍAS. SIN EMBARGO, SIGUEN EXISTIENDO GRANDES DIFERENCIAS ENTRE EL NORTE Y EL SUR DE LA UEM.
- EL ÍNDICE DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (ESI) ALCANZA MÁXIMOS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS Y SUGIERE UNAS PERSPECTIVAS POSITIVAS DE CARA LOS PRÓXIMOS MESES.

... Viene de página 21

La economía alemana está anotando registros de actividad interior mejores de lo esperado con el PIB aumentando ligeramente por encima del 2% y liderando importantes mejoras del clima económico en Europa Central y del Este dónde las economías desarrolladas y emergentes de la región anotan aumentos generalizados del PIB en el entorno del 3-4%. Estas tasas también están presentes en países como España o Irlanda y en Italia la previsión de crecimiento del PIB en 2017 se establece en el 1,5% pero a principios de año apenas alcanzaba el 0,5%.

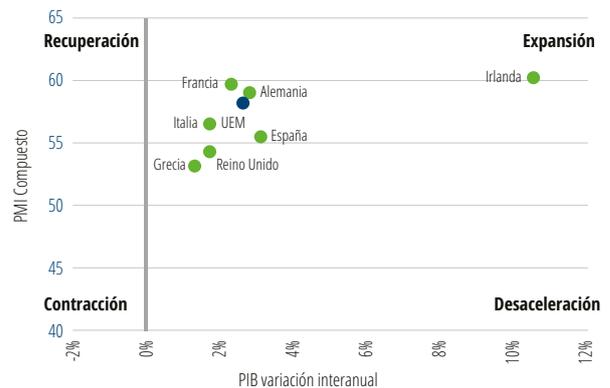
La acción del BCE manteniendo los tipos de interés en mínimos históricos y rebajando paulatina y progresivamente estímulos procedentes de la compra de activos, parece estar generando una suerte de alineamiento positivo o estabilidad en las sendas de crecimiento del Producto de la mayoría de países europeos. Como mínimo, a corto plazo está posibilitando un avance importante en los procesos de desendeudamiento del sector privado de la economía y la aplicación de programas de consolidación presupuestaria y contención del déficit público y la deuda en economías que aún siguen siendo muy vulnerables a cambios en las condiciones de financiación a corto y medio plazo.

Los niveles de inflación en Europa parecen haber salido definitivamente de la zona negativa y, aunque aún son más bajos de lo deseable (el entorno del 2%, según mandatos de estabilidad), siguen una senda que hace más accesible el proceso de normalización de las condiciones financieras. Para prolongar el impulso económico alcista ahora es necesario que se trasladen las mejoras a euros reales en los salarios en un entorno muy positivo de creación de empleo y reducción progresiva de la tasa de desempleo.

La reducción de la tasa de paro en todo el mundo es una noticia muy positiva: actualmente se sitúa muy por debajo de la media del período 1995-2015 de manera consistente en las principales áreas económicas: 4,1% en Estados Unidos frente a un promedio del 6%; 7,8% en la UE-28 frente al 9,3%; 9,1% en la UEM frente a 9,8%; y, por último, 2,9% en Japón frente a 4,3% promedio. En España aún se sitúa ligeramente por encima de la media de dicho periodo (17,4% sobre 16,2%) pero tras descender de manera acelerada cerca de 10 puntos porcentuales en los últimos tres años.

El repunte inflacionario en Europa viene parcialmente de la mano del encarecimiento del precio del petróleo que en 2 años ha duplicado su precio pasando del entorno de los 35 dólares el barril Brent a los alrededor de 65 que vale actualmente. Asimismo, la pujanza de la actividad en Europa

## RELOJ DE CRECIMIENTO (3T 2017). EUROPA



\* GRECIA: PMI MANUFACTURERO, REINO UNIDO: PMI SERVICIOS

- EL RELOJ DE CRECIMIENTO MUESTRA UNA MEJOR CONVERGENCIA ENTRE PAÍSES.
- EL CICLO EXPANSIVO EN EUROPA SE HA ACELERADO, REFLEJÁNDOSE EN UNA APRECIACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR, A PESAR DE QUE LAS POLÍTICAS MONETARIAS ESTÁN EN TIMINGS DIFERENTES.
- IRLANDA Y ESPAÑA SIGUEN LIDERANDO EL CRECIMIENTO EN LOS PAÍSES DE LA UEM. GRECIA POR SU PARTE EMPIEZA SALIR DE LA DEPRESIÓN ECONÓMICA.

y la continuidad del decoupling en la política monetaria frente a EEUU también han tenido efectos sobre la relación de cambio del euro con el dólar. El euro se ha apreciado casi un 20% frente al dólar en 2017.

A medio plazo, pero ya desde hoy, el foco debe ponerse en continuar reduciendo el volumen de deuda del sistema, mientras que los países con más desahogo fiscal deberían destinar más recursos a dinamizar procesos de inversión, una variable esencial para el desarrollo futuro de las regiones y que ha sido una de las más dañadas por los efectos de la crisis. Esos procesos de inversión son los generadores de empleo de futuro que pueden permitir abordar, entre otras cuestiones esenciales, el imparable proceso de envejecimiento de la demografía europea con soluciones que habiliten la obtención de los recursos económicos necesarios para sostener los estándares de bienestar y equidad social subyacentes en los principios fundacionales de la UE.

## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA NAVEGA EN BUENA DIRECCIÓN

En España los niveles de crecimiento se mantienen sólidos, en concordancia con el buen momento que está experimentando la recuperación en la zona euro. El PIB acumula 16 trimestres consecutivos al alza y la expectativa es que cierre el año con un aumento del 3,1%. Para 2018 se barajan perspectivas de moderación en el ritmo de crecimiento tras tres años vigorosos con tasas de variación del PIB por encima del 3%, fuerte creación de empleo, aceleración de las acciones de consumo e inversión a pesar de la moderación salarial y ajuste fiscal. Respecto a esta última cuestión, para 2017 el déficit del conjunto de las AA.PP. se situará, previsiblemente, en el 3,2% ... Pasa a página 27

### INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

	2017				2018			
	FMI (octubre 2017)	Comisión Europea (noviembre 2017)	Gobierno (octubre 2017)	Consenso analistas españoles (no-viembre 2017) (1)	FMI (octubre 2017)	Comisión Europea (noviembre 2017)	Gobierno (octubre 2017)	Consenso analistas españoles (no-viembre 2017) (1)
<b>Cuadro macroeconómico</b>								
<b>PIB</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>
Consumo de los Hogares	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,2	1,8	2,2
Consumo público	0,9	0,9	0,9	1,1	0,4	0,8	0,7	1,1
FBCF		4,1	4,2	4,3		4,0	3,4	3,7
Bienes de Equipo		5,1	4,8	5,2		4,5	3,8	4,0
Construcción		3,8	3,9	4,0		4,0	3,5	3,7
Demanda nacional	2,6	2,5	2,4	2,6	2,2	2,3	1,8	2,3
Exportaciones	5,9	6,0	6,2	5,7	4,8	4,8	5,1	4,6
Importaciones	4,7	4,4	4,4	4,4	4,2	4,3	4,1	3,9
Saldo exterior (contrib. PIB) (1)			0,7				0,5	
<b>Otros Indicadores</b>								
Empleo	2,8	2,7	2,9	2,8	1,7	2,1	2,4	2,2
Tasa de Paro (% s/ población activa)	17,1	17,4	17,2	17,1	15,6	15,6	15,5	15,3
Coste Laboral Unitario		0,5	1,1	0,5		1,2	1,1	1,1
IPC (media anual)	2,0	2,0		2,0	1,4	1,6		1,5
Saldo B. Pagos c/c (% PIB)	1,9	1,7	1,7	1,7	1,9	1,5	1,6	1,6
<b>Saldo AA.PP (% PIB)</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,4</b>
<b>Deuda pública bruta (% PIB)</b>	<b>99,4</b>	<b>98,4</b>			<b>98,7</b>			

Fuente: FUNCAS. (1) Fuente: panel de previsiones de FUNCAS (en puntos porcentuales)

## Estabilidad en los mercados de deuda

LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES TIENDE A ENDURECERSE MUY PAULATINAMENTE

A lo largo de 2017, y con diferente intensidad según los países o áreas económicas, la política monetaria de los principales bancos centrales ha tenido un sesgo más restrictivo como reflejo de la paulatina mejora de los datos sobre la economía mundial y de las expectativas para los próximos años.

Al mismo tiempo, diferentes acontecimientos políticos de signo global o local han tenido impacto en los mercados de deuda y acciones, aunque de forma mucho más moderada que en 2016, el año del Brexit y de la elección del presidente Trump en Estados Unidos.

El carácter fuertemente expansivo de las políticas monetarias que habían mantenido las autoridades de las principales áreas del mundo durante los años posteriores a la crisis económica y financiera mundial de 2007 y 2008 comenzó a modificarse en diciembre de 2015 con la subida de tipos de intervención aplicada por la Reserva Federal norteamericana (FED), la primera desde 2008, casi una década atrás. Si en 2016 la FED únicamente aplicó una subida de tipos también en diciembre, en 2017 la tendencia se ha intensificado con tres subidas de 0,25 puntos porcentuales cada una los días 15 de abril, 14 de junio y 13 de diciembre, hasta alcanzar un rango entre el 1,25 y el 1,50%. Adicionalmente, anunciaba el inicio en octubre de la reducción de su balance: se dejan de reinvertir los vencimientos de deuda inicialmente por valor de 6.000 millones mensuales en deuda pública y 4.000 en deuda y bonos de titulización hipotecaria.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido a lo largo del año el tono expansivo de su política monetaria con tipos de intervención al 0% y el programa de expansión cuantitativa (QE) a pleno rendimiento, pero ha comenzado en el último trimestre a concretar el proceso de normalización de su política monetaria: las compras de deuda se reducirán a partir de enero de 2018 desde los 60.000 millones de euros mensuales hasta los 30.000 millones y en principio durante un periodo de nueve meses, pero prorrogables las compras "si fuese necesario". La reticencia del BCE a reducir de forma más agresiva los estímulos se ha visto reforzada por la revalorización del euro frente al dólar y por el reducido nivel de la inflación tanto en Europa como en general en el resto de los países desarrollados.

Tampoco han faltado durante el ejercicio acontecimientos de carácter político aunque de mucho menor calado e impacto que en el año anterior. A los efectos negativos de las tensiones entre EEUU y Corea del Norte, la crisis política catalana en España o la ajustada victoria de Angela Merkel en Alemania se han contrapuesto efectos positivos derivados de los resultados electorales en Francia o las mejores expectativas sobre las negociaciones del Brexit.

### VOLATILIDAD REDUCIDA EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

En un escenario mucho menos tensionado que en años anteriores, los mercados mundiales de deuda tanto pública como privada han disfrutado de un ejercicio sosegado y con tipos en niveles reducidos. A pesar de los mejores datos de crecimiento económico mundial, la

TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE Y LA FED  
(2000 -2017)

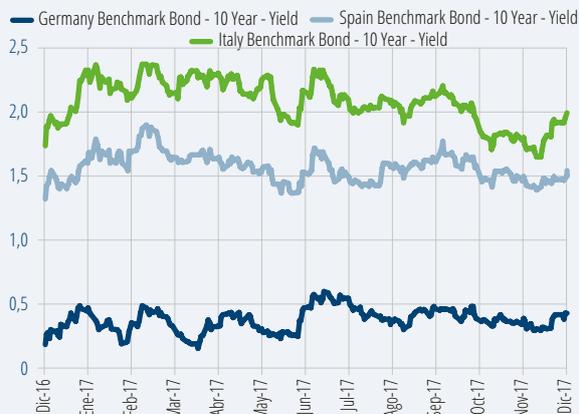


**TIPOS A 10 AÑOS EN ALEMANIA, ESPAÑA E ITALIA EN LA ÚLTIMA DÉCADA (2007 - 2017)**



DATOS DIARIOS. FUENTE: FACTSET

**TIPOS A 10 AÑOS EN ALEMANIA, ESPAÑA E ITALIA AÑO 2017**



DATOS DIARIOS. FUENTE: FACTSET

ausencia de tensiones inflacionista ha mantenido los tipos a medio y largo plazo en niveles bajos.

La rentabilidad del bono a 10 años norteamericano, que iniciaba el año en el 2,44%, ascendía ligeramente hasta un máximo del año del 2,63% el día 3 de marzo, para posteriormente bajar al mínimo del año del 2,06% el 8 de septiembre. Al cierre de diciembre se situaba en el 2,42%, prácticamente en los niveles iniciales del año. El bono alemán a 10 años, por su parte, comenzaba 2017 en el 0,18%, anotaba su mínimo el 18 de marzo en el 0,15%, ascendía a un máximo del 0,60% el 14 de julio y al cierre del año se situaba en el 0,42%.

El diferencial entre ambos bonos a 10 años de referencia también se ha caracterizado por la escasa volatilidad. Se ha mantenido alrededor de los dos puntos porcentuales como reflejo del programa de compra de deuda pública del BCE, de las expectativas de mayores y más rápidas subidas de tipos en EEUU respecto a la Eurozona y de la existencia de algunas tensiones potencialmente inflacionistas en la economía norteamericana.

La evolución del bono español a 10 años también ha registrado una volatilidad reducida. Iniciaba el año con una rentabilidad del 1,32%, también mínimo del año, alcanzaba su máximo el 10 de marzo en el 1,89% y en una trayectoria con oscilaciones reducidas cerraba diciembre en el 1,57%. La prima de riesgo, el diferencial de tipos respecto a los bonos a 10 años alemanes, se situaba en 1,14 puntos porcentuales en enero y cerraba diciembre prácticamente en el mismo nivel. En los meses intermedios, repuntes ligeros en marzo y octubre por las tensiones derivadas de la crisis política catalana. También el comportamiento del bono de referencia español ha seguido siendo mejor que su homólogo italiano pero el diferencial de tipos se ha estrechado en el último trimestre de 0,60 a 0,30 puntos.

**LA DEUDA CORPORATIVA SE BENEFICIA DE LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE LOS BANCOS CENTRALES**

La deuda corporativa también ha vivido un ejercicio muy positivo caracterizado por la reducción de las rentabilidades de los bonos de máxima calificación impulsados por el programa de compra de deuda corporativa (CSPP) del BCE, que ha alcanzado un volumen medio mensual de unos 7.500 millones de euros. De acuerdo con el índice elaborado por Moody's con emisiones triple A, las rentabilidades han caído de forma sostenida más de medio punto porcentual en conjunto.

**INDICE DE TIPOS DE INTERÉS (%) DE BONOS CORPORATIVOS DE CALIFICACIÓN AAA**

(MOODY'S AAA CORPORATE BOND YIELD). DIARIO 2017.

**INDICE DE PRECIOS DE BONOS CORPORATIVOS DEL ÁREA EURO CON CALIFICACIÓN BBB**

(IBOXX EURO OVERALL BBB RATED). DIARIO 2017.



En el caso de la renta fija europea de mayor nivel de rentabilidad y riesgo ("high yield"), de acuerdo con el Índice Iboxx de precios de bonos del área euro de calificación BBB, los precios de los bonos se han mantenido estables durante el año en niveles cercanos a sus máximos históricos.

... Viene de página 24

del PIB y en el 2,4% en 2018. Si se da este resultado España podrá salir del programa europeo de "procedimiento de déficit excesivo", que exige que el déficit baje significativamente por debajo del umbral del 3% del PIB.

Desde 2015 el excedente bruto de explotación empresarial crece anualmente unas décimas porcentuales por encima de la remuneración de los asalariados y la previsión es que en 2018 se reproduzca la situación. Es importante aprovechar estos momentos de bonanza económica para conseguir que la creación de empleo que previsiblemente llevará a cerrar 2018 en una tasa de paro del orden del 15%, tenga su correlato con un aumento real de las rentas familiares, más allá del crecimiento de la riqueza financiera neta de éstas, producto del proceso paralelo de desendeudamiento y revalorización de los activos financieros de sus carteras.

Como en el caso de Europa la inflación ha regresado a la economía española en los últimos 15 meses y la previsión es que finalice el año cerca del 2% (1,4% la subyacente que excluye los efectos de la subida de los precios de la energía). Parece claro que la ausencia de inflación en los últimos años ha servido para mantener un ritmo creciente de consumo de los hogares acorde con la mejora de las cifras de empleo y a pesar de la fuerte moderación de las rentas salariales. El dinamismo del consumo, la menor presión de las cargas de deuda y la reducción de salarios de las familias ha conducido en la actualidad a una tasa de ahorro equivalente al 7% de la Renta Bruta Disponible (RBD), prácticamente su nivel más bajo en 2 décadas y que se aproxima al mínimo histórico (5,8% en 2008).

La Deuda bruta de las familias españolas está en un nivel próximo a un año (100%) de su Renta disponible (RBD). Es un valor alto pero muy inferior al valor medio del 127% mantenido en el período 2008-2013 o el 107% de la etapa 2014-2016.

Este fenómeno de desendeudamiento familiar es similar al sucedido en las empresas no financieras españolas que presentan actualmente un nivel de deuda sobre PIB cercano al 96% tras promediar el 128% entre 2008 y 2013 y el 108% en los dos años posteriores a este período.

Lo cierto es que a lo largo de 2017 todos estos buenos registros no se han trasladado al ascenso de las cotizaciones bursátiles con la misma fuerza que ha ocurrido en Estados Unidos u otras Bolsas europeas.

En 2018 podemos esperar que el ambiente de los negocios se estabilice y la incertidumbre política deje paso a un entorno más proclive a dar continuidad a la recuperación de los niveles y procesos de inversión que ya se han iniciado en España de la mano del mejor momento de las empresas y de los mercados interiores y exteriores destino de sus productos.

De hecho los indicadores adelantados siguen mostrando unas perspectivas positivas a nivel nacional. El PMI manufacturero español se ha elevado en noviembre hasta los 56,1 puntos, la tasa más alta desde febrero de 2007. Un avance que parece propiciado por el impulso de los nuevos pedidos y, en especial, los pedidos para exportaciones que dinamizaron la producción.

### **EXPECTATIVAS POSITIVAS DE LOS INVERSORES NO RESIDENTES PARA SU ACTIVIDAD EN ESPAÑA**

---

En esta línea positiva respecto a la actividad económica en España es relevante comprobar como los extranjeros, protagonistas indiscutibles de una parte importante de la generación de negocio en España y para las empresas españolas, son mayoritariamente optimistas respecto al desempeño de la economía española. Según la 10ª edición del "Barómetro del Clima de Negocios desde la perspectiva del Inversor Extranjero" que promueve y edita el ICEX, la valoración global que hacen las 785 empresas participantes respecto a la economía en 2017 mejora por cuarto año consecutivo.

Según los resultados del mencionado Barómetro, publicado el 15 de noviembre pasado, las perspectivas de inversión para el año por parte de las empresas extranjeras en España eran muy favorables en mayo-junio de 2017. Un 95% de las empresas encuestadas tenían previsto aumentar o mantener sus inversiones en España en el año. Las perspectivas de empleo también eran muy positivas, el porcentaje de empresas que tenían previsto aumentar o mantener su plantilla en España en 2017 fue del 94%, desde el 87% que afirmaron esto en 2016. También fueron excelentes las perspectivas de facturación, con un 91% de empresas encuestadas que esperaban aumentar o mantener su facturación frente al 84% de 2016.

Es casi seguro que la "cuestión catalana" ha afectado en algo a estas previsiones durante el año pero lo cierto es que los datos de actividad de las empresas cotizadas en la Bolsa española en la primera mitad del año ratificaban punto por punto las expectativas depositadas por las empresas extranjeras en este Barómetro.

### **LAS EMPRESAS COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA MUESTRAN FORTALEZA EN 2017: MEJORAN LOS INGRESOS Y LOS BENEFICIOS**

---

Los ingresos de explotación registrados por el conjunto de empresas españolas cotizadas en nuestra Bolsa en la primera mitad de 2017 crecían un 8,39% frente al primer semestre de 2016. También lo hacía el beneficio neto un 80,08%, una cifra distorsionada por los resultados de Abengoa y que sin su concurso ascendía a un favorable y más realista 20,25%. La subida de precios de las materias primas experimentada en este periodo ha quedado compensada, en muchos casos, por una mayor facturación fuera de nuestras fronteras, que ha permitido alcanzar estas importantes cifras de beneficios.

Si incluimos los datos de las empresas cotizadas extranjeras (sin Latibex) el aumento de los ingresos sería del 8,84% en el semestre y el del beneficio neto un 69,36% que sería del 23,5% si excluimos de la comparación a Abengoa.

... Pasa a página 30

## La deuda mundial crece y preocupa, pero con menos peso de las economías desarrolladas

EN ESPAÑA EL ENDEUDAMIENTO PRIVADO CAE SIGNIFICATIVAMENTE DESDE HACE ALGO MÁS DE UN LUSTRO Y, AUNQUE SIGUE SIENDO ALTO, HA REDUCIDO SU INFLUENCIA COMO FACTOR DE INESTABILIDAD

El elevado endeudamiento es uno de los factores unánimemente considerado como desencadenante de la crisis económica y financiera mundial y de la crisis de deuda soberana europea, que han marcado la última década. Aún hoy, su nivel a escala mundial sigue preocupando. Los volúmenes de deuda crecen de forma imparable desde hace tres décadas y hoy representan un valor equivalente al 327% del PIB mundial. Aunque son cifras altas en casi todas las economías desarrolladas, en los últimos 5 años la contribución de estas economías (especialmente las europeas) al crecimiento del nivel global de deuda ha decrecido de forma importante. Son las economías emergentes, con China a la cabeza, las que lideran el crecimiento de la deuda global.

El último Informe de Estabilidad Financiera Mundial del FMI se hace eco de esta preocupación y se expresa así: “Estudios recientes han demostrado que los beneficios para el crecimiento comienzan a disminuir cuando el apalancamiento agregado es elevado. Los nuevos trabajos empíricos -así como la experiencia reciente de la crisis financiera internacional- han demostrado que, dentro de los plazos propios de los ciclos económicos, el aumento del crédito al sector privado, incluida la deuda de los hogares, puede incrementar la probabilidad de una crisis financiera y podría debilitar el crecimiento”.

Desde este punto de vista la fuerte tendencia descendente observada en los sectores privados residentes (hogares y empresas) del mundo desarrollado, incluida España de manera destacada, estaría actuando a favor de una disminución progresiva de riesgos recesivos en la economía.

### INTENSO DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO EN ESPAÑA. LA DEUDA PÚBLICA SE INSTALA EN EL 100% DEL PIB PERO DEJA DE CRECER

La deuda privada española (familias y empresas) alcanzó su máximo nivel en 2010 al situarse en el 218% del PIB. Con datos de cierre de 2016 había descendido hasta el 166% del PIB, casi 52 puntos de PIB, pero su nivel todavía sigue siendo elevado en relación a ciertos umbrales de referencia que actúan como señal de alerta (133% del PIB establecido por la eurozona).

#### DEUDA TOTAL MUNDIAL

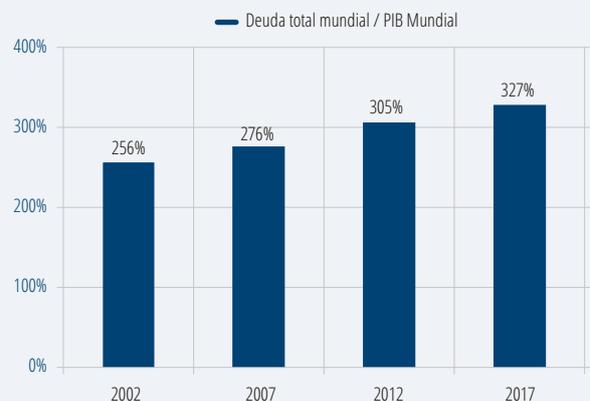
BILLONES DE DÓLARES



FUENTE: IIF Y BIS

#### DEUDA TOTAL MUNDIAL

% SOBRE EL PIB MUNDIAL



FUENTE: IIF Y BIS

Las empresas han reducido su endeudamiento en más de 31 puntos de PIB y de acuerdo con datos de CaixaBank Research se sitúan 3 puntos porcentuales por debajo de la media de la eurozona. Los hogares han rebajado su endeudamiento en algo más de 20 puntos: se sitúan 6 puntos porcentuales por encima del nivel promedio de la eurozona y se prevé que lo alcancen en 2018, y en caso de subida suave de tipos, los gastos financieros ascenderán muy levemente.

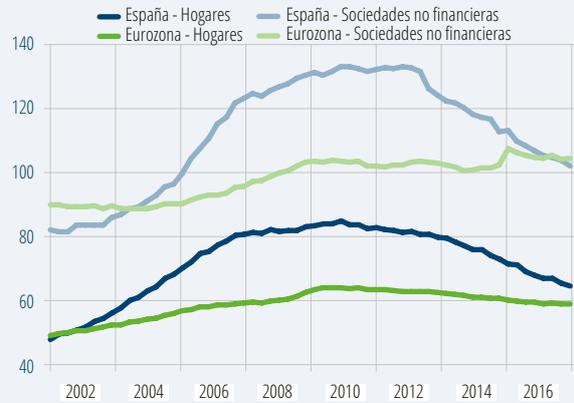
La deuda pública española permanece en el entorno del 100% del PIB desde 2014, unos 10 puntos porcentuales por encima del promedio de los países de la eurozona. Este nivel de deuda pública representa un factor claro de vulnerabilidad financiera ante cambios en el sentimiento inversor ya que implica unas

necesidades de financiación elevadas del sector público y limita el margen de actuación de la política fiscal en un eventual escenario de desaceleración. Es muy relevante corregir el saldo primario y asentar las bases para el crecimiento sostenible del PIB para mejorar la capacidad de crecimiento del país. No obstante, una eventual subida moderada de los tipos de interés tendría un impacto muy gradual sobre el coste de la deuda pública como consecuencia de la alta duración de la vida media de la misma, actualmente alrededor de los 7 años de promedio.

La posición deudora de España frente al exterior, centrada en gran medida en la deuda pública, es elevada. La posición de la inversión internacional (PIIN), que mide la diferencia entre los pasivos financieros de la economía española frente al exterior y los activos financieros de la economía española frente al exterior, se sitúa en un 85,7% del PIB con datos cerrados de 2016 y continúa siendo una de las más elevadas entre las economías avanzadas. Incrementa la necesidad de apelar de forma amplia y recurrente a los mercados de capitales internacionales y significa estar sujeto a la sensibilidad de dichos mercados. Esta dependencia, en suma, representa un elemento de vulnerabilidad macrofinanciera ante cambios en el sentimiento inversor.

ESPAÑA: DEUDA PRIVADA BRUTA (2002-2016)

(% DEL PIB)



FUENTE: CAIXABANK RESEARCH Y BCE

... Viene de página 28

Sólo 24 compañías de las 130 cotizadas en el segmento principal de la Bolsa española registraron pérdidas en el primer semestre de 2017 y ninguna de ellas pertenecía al IBEX 35 (con 25 de 35 mejorando su excedente frente a 2016). Es decir, que el comportamiento de las grandes multinacionales españolas, las que integran el IBEX 35, en los 6 primeros meses del año en curso ha sido muy positivo: con un aumento del 10,03% de sus ingresos de explotación, un EBITDA superior en un 9,4% al anotado en igual período de 2016 y un Beneficio Neto un 19,4% más alto en esta misma comparación.

La mejora de la actividad en la primera mitad del año era general en las empresas del IBEX 35, independientemente de su dedicación. Así, las empresas no financieras del 'selectivo' veían incrementar sus ingresos semestrales conjuntos un 12,09%, para un beneficio neto creciente en un 15,93% que, además, ha sido mejor que el registrado en 2016 en 17 de 26 empresas. En cuanto a las empresas financieras del Índice también incrementaban sus ingresos de explotación un 4,08% en el semestre, mientras que sus beneficios netos lo hacían un 24,96%. Al cierre del

tercer trimestre la estimación de aumento del beneficio de las empresas del IBEX 35 se acercaba al 16%.

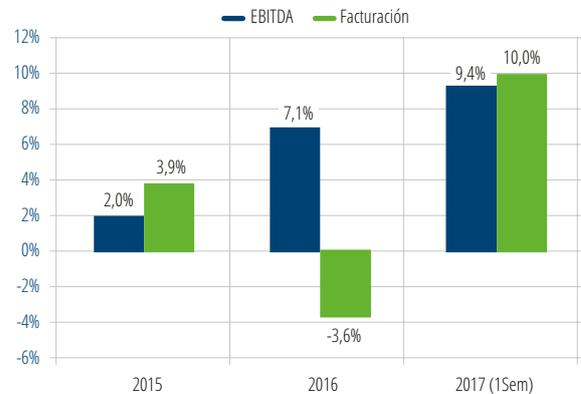
Pero, como ya hemos dicho, la mejora de las cuentas de las empresas cotizadas ha sido generalizada y los datos de las compañías incluidas en el siguiente escalón de tamaño de la Bolsa española, las 20 pertenecientes al Ibex Medium Cap, también recogían en sus saldos de negocio del primer semestre de 2017 los beneficios de un entorno económico mayormente positivo. Así, los ingresos de este grupo de empresas aumentaban un 5% conjunto frente al mismo dato de los primeros seis meses de 2016 con sólo 6 sociedades registrando descensos en el año. Por su parte el EBITDA o resultado de explotación (actividades ordinarias o principales) crecía un 9,11% en el período para alcanzar en la última línea de la cuenta de resultados un beneficio neto un 29,12% superior en el semestre.

En este grupo de empresas el resultado del sector financiero ha sido mejor que el del conjunto de sociedades no financieras. Las primeras vieron crecer sus ingresos un 5% para un beneficio neto semestral ascendente en un 62,57%, sobre todo debido al gran incremento en los resultados de Corporación Alba, sin cuyo concurso el porcentaje descendería hasta el 5,58%. En cuanto a las empresas no financieras, sus ingresos de explotación ascendieron un 5,38% en el período para dejar el avance del beneficio neto agregado del 6,96%, un porcentaje que escalaría hasta el 30% si excluyéramos de la muestra las fuertes pérdidas anotadas por Almirall.

Finalmente señalar que la media de beneficios para las empresas del IBEX 35 en el primer semestre de 2017 se acercó a los 600 millones de euros. Este importe para las empresas españolas fue extraído de unas cifras medias de ingresos netos por facturación de 4.300 millones de euros procedentes del exterior y de 2.077 millones facturados de media en el interior por ese mismo conjunto de compañías españolas que integran el IBEX 35. Es decir, que uno de los factores más relevantes que sirven para explicar el buen estado de salud de la cuenta de resultados global de las cotizadas españolas vuelve a ser, un año más, su capacidad de vender y crecer en mercados exteriores. En la primera mitad de 2017 se ha alcanzado un nivel histórico con el 67,13% del Importe Neto de la Cifra de Negocios obtenido por las cotizadas españolas en el extranjero (67,43% para las integrantes del IBEX 35).

### LOS NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS MEJORAN EN 2017

DATOS AGREGADOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35. VARIACIÓN (%) RESPECTO AL MISMO PERÍODO EL AÑO ANTERIOR.



FUENTE: CNMV Y ELABORACIÓN PROPIA

## El negocio internacional de las cotizadas marca un nuevo récord

El año 2017 fue positivo para las empresas españolas cotizadas. Con datos cerrados de la primera mitad del año, el importe neto de la cifra de negocio (la facturación) conjunta anotada por todas ellas se elevaba hasta los 254.419 millones de euros, un 8,07% más que lo obtenido en el mismo período de 2016.

Este crecimiento esconde varios aspectos muy positivos. El primero es que se produce en los dos grandes destinos geográficos de las ventas empresariales: un 3,60% en el mercado interior (hasta los 83.683 millones de euros) y un 10,41% en el mercado exterior (170.781 millones de euros).

Precisamente es esta segunda cifra de casi 171 mil millones de euros la que marca un nuevo factor decisivo para evaluar el tipo de crecimiento del negocio de las empresas españolas cotizadas: la internacionalización de los mismos. En el primer semestre de 2017 su peso en el total facturado asciende 2 puntos sobre lo que representó en 2016 y escala hasta un 67,13% que es un nuevo máximo histórico de la serie. Y es que el 73,1% de las empresas cotizadas que anotan facturación fuera de España han visto aumentar dicha cifra en los primeros 6 meses del año.

La fuerte presencia del negocio exterior entre las compañías cotizadas es, además, muy generalizado independientemente del tamaño de las empresas. Aunque es cierto que más dimensión facilita la ampliación de caladeros de negocio en más partes del mundo, no es por sí mismo, ni mucho menos, el factor más decisivo en la estructura geográfica del destino

### EL PESO DEL SECTOR EXTERIOR EN LA CIFRA DE NEGOCIOS DEL CONJUNTO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS ALCANZA UN NUEVO MÁXIMO HISTÓRICO

% PROCEDENTE DEL EXTERIOR SOBRE EL TOTAL DE FACTURACIÓN.  
2011 - 1SEM 2017



### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA CIFRA NETA DE NEGOCIO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS EN BOLSA SEGÚN SU TAMAÑO Y LIQUIDEZ. PRIMER SEMESTRE 2017.

UDS. EN MILLONES DE EUROS Y % DEL IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS

	1S 2017	Importe neto cifra de negocios						
		Total	Mercado interior			Mercado exterior		
			1S 2017	1S 2017	1S 2016	1S 2017	1S 2016	1S 2016
Nº Cías incluidas	Efectivo	Efectivo	(%)	(%)	Efectivo	(%)	(%)	
IBEX 35	34	216.827,16	70.627,65	32,57%	34,13%	146.199,51	67,43%	65,87%
IBEX MEDIUM CAP	20	18.246,57	6.061,24	33,22%	34,76%	12.185,34	66,78%	65,24%
IBEX SMALL CAP	29	9.874,13	3.890,91	39,41%	37,59%	5.983,22	60,59%	62,41%
RESTO	41	9.471,49	3.058,12	32,29%	33,34%	6.413,37	67,71%	66,66%
<b>TOTAL SIBE</b>	<b>124</b>	<b>254.419,35</b>	<b>83.637,92</b>	<b>32,87%</b>	<b>34,29%</b>	<b>170.781,44</b>	<b>67,13%</b>	<b>65,71%</b>

Fuente: CNMV y elaboración propia

de las ventas de las empresas cotizadas. Lo que sí parece ocurrir es que las exigencias de apertura y transparencia general que para las empresas exige el hecho de cotizar en Bolsa promueve su internacionalización más rápida en todos sus apartados de actividad. El más relevante, lógicamente, las ventas.

Dicho esto, señalar que el primer semestre de 2017 se saldó para las empresas que integran el IBEX 35 con un aumento del 8,64% en su facturación frente al primer semestre de 2016. La cifra de negocio nacional subió un 3,68% y la exterior un 11,21%. Como curiosidad señalar que del total de empresas del índice, 11 redujeron su facturación interior y 26 incrementaron su cifra de ventas en el extranjero. Son 21 las empresas del IBEX que obtienen más ingresos por ventas en el exterior que en España.

Al igual que en el ejercicio anterior, las empresas de Bienes de Consumo, Materiales Básicos, Industria y Construcción, Tecnología y Telecomunicaciones y Servicios Financieros e Inmobiliarios, son las que más se benefician de la facturación exterior. Siendo las relacionadas con el Petróleo y la Energía las que menos, pese al gran incremento experimentado por sus ingresos durante el primer semestre de 2017.

**PORCENTAJE DE FACTURACIÓN EXTERIOR SOBRE EL TOTAL POR SECTORES BURSÁTILES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2017**

Sector	Total cotizadas	IBEX 35
Bienes de Consumo	80,95%	84,58%
Mat.Basicos, Industria y Construcción	78,46%	83,17%
Petróleo y Energía	44,17%	44,29%
Servicios de Consumo	67,76%	65,27%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	71,21%	74,06%
Tecnología y Telecomunicaciones	75,36%	76,08%
<b>TOTALES</b>	<b>67,13%</b>	<b>67,43%</b>

# 2

## La financiación

La Bolsa española vuelve nuevamente en 2017 a ocupar una posición destacada en el concierto internacional en el capítulo de flujos nuevos de financiación canalizados para sus empresas cotizadas, tras crecer su importe cerca de un 39% en el ejercicio hasta alcanzar los 39.723 millones de euros. Esta cifra es la segunda más alta en los últimos 10 años y coloca a la Bolsa española en este capítulo como la tercera más importante de Europa y la séptima del mundo. Los importes son relevantes tanto en lo referido a salidas a Bolsa como en lo tocante a ampliaciones de capital con cerca de 11.200 millones de euros más que en el mismo periodo de 2016.

La importancia de los procesos de financiación gestionados por las empresas a través del mercado de valores español no es exclusiva para compañías financieras y/o de gran tamaño. Como muestran los datos las empresas no financieras cotizadas están usando el recurso de ampliaciones para ajustar mejor la reestructuración de sus balances y también las compañías de tamaño medio y pequeño se muestran cada año más activas en el uso de este tipo de operaciones corporativas para acceder a recursos con los que financiar sus planes de expansión.

La actividad de los mercados financieros internacionales en 2017 ha sido positiva, manteniéndose a lo largo de todo el período una pauta de mejora gradual, fruto de una situación económica fortalecida tras cuatro trimestres de buenos resultados y bonanza de las perspectivas. Este buen ánimo se ha trasladado a inversores y protagonistas de los mercados de valores que han impulsado las cotizaciones y las operaciones de financiación a cifras de crecimiento importantes respecto al año anterior en todo el mundo.

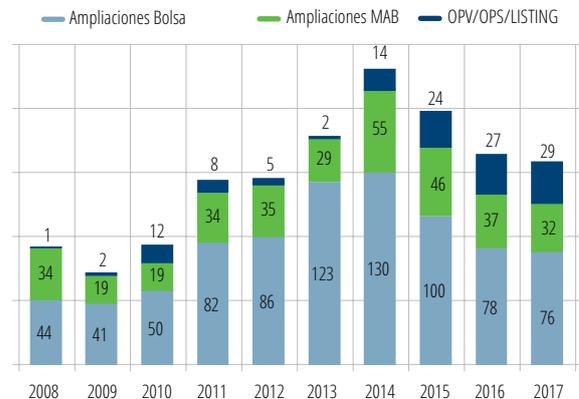
En un contexto de creciente protagonismo de los mercados de valores en los procesos de financiación de la economía y de viraje de la estructura financiera de las empresas, especialmente las europeas, hacia una composición con menos presencia de deuda y, dentro de ésta, una proporción mayor representada por títulos valores frente a crédito bancario, nuevamente en 2017 la Bolsa y las empresas cotizadas españolas han jugado un papel cuantitativo destacado en el concierto internacional.

Con datos extraídos de los informes periódicos de actividad en los mercados de la CNMV en los 9 primeros meses de 2017, "el volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable acumulado en ese período en el mundo alcanzó los 632 mil millones de dólares, lo que representa un incremento del 16,7% con respecto al mismo período de 2016. Por zonas geográficas, destacaron los aumentos de las emisiones en Estados Unidos, Europa y Japón, que anotaron volúmenes de 174, 194 y 25 mil millones de dólares respectivamente, un 20%, un 64% y un 33% más que en 2016. En estas regiones los avances notables de las Bolsas han favorecido el dinamismo de los mercados primarios de renta variable".

En este ambiente, los flujos de financiación canalizados por los mercados de valores a través de ampliaciones y capital y salidas a Bolsa en 2017 han sido muy relevantes convirtiendo a la Bolsa española, un año más, en uno de los mercados líderes en financiación empresarial en el mundo a través de títulos de renta variable. Los cerca de 39.723 millones de euros de nueva financiación encauzada por la Bolsa en 2017 es el segundo mejor registro en una década (el primero es 2015 con 41.636 millones).

... Pasa a página 38

#### Nº DE EMPRESAS QUE SE HAN FINANCIADO A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE BME



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

	Operaciones de concentración		Dº de suscripción negociables		Otras ampliaciones		Conversión		Total	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
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	4.396,52	10.041,99	1.940,76	4.264,87	178,92	2.073,10	6.944,54	19.771,14
2012	363,30	2.840,16	2.961,23	13.515,75	752,95	854,60	1.389,75	14.294,39	5.467,23	31.504,90
2013	56,31	233,98	9.396,01	21.668,55	5.403,04	7.360,45	4.152,70	8.049,36	19.008,05	37.312,34
2014	269,47	2.672,34	3.117,75	18.763,76	1.000,24	3.765,21	702,98	3.669,80	5.090,43	28.871,10
2015	145,73	351,22	2.190,27	17.139,63	1.979,86	10.335,42	94,50	1.868,17	4.410,36	29.694,44
2016	94,84	2.382,49	4.980,91	13.700,31	1.535,66	5.804,87	647,98	1.265,34	7.259,40	23.153,02
<b>2017</b>	<b>91,91</b>	<b>8.157,63</b>	<b>2.167,33</b>	<b>12.808,38</b>	<b>1.123,91</b>	<b>9.062,91</b>	<b>28,48</b>	<b>149,19</b>	<b>3.411,63</b>	<b>30.178,12</b>

Fuente: BME

LISTADO DE OPVs, OPSs Y OTRAS ADMISIONES EN 2017

Emisora y fecha de admisión	Tipo de Operación	Nº Títulos colocados en la operación	Precio colocación / referencia (Euros)	Volumen Efectivo operación (mill. Euros)	Total nº títulos admitidos en el mercado	% títulos colocados	Precio primer día de contratación (Euros)	Sector / Subsector / Mercado
<b>GORE SPAIN HOLDINGS SOCIMI</b> Admisión: 19.01.2017	-	0	14,58	0,00	9.878.150	0,00	14,58	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>TARJAR XAIRO SOCIMI</b> Admisión: 20.02.2017	-	0	53,12	0,00	173.385	0,00	53,12	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>ORES SOCIMI</b> Admisión: 22.02.2017	OPS	196.635.211	1,00	196,64	196.695.211	99,97	1,01	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>CASH (PROSEGUR CASH)</b> Admisión: 17.03.2017	OPV	375.000.000	2,00	750,00	1.500.000.000	25,00	2,06	Servicios de Consumo
	Green Shoe	37.496.170		74,99		2,50		Otros Servicios
	Total	412.496.170		824,99		27,50		Bolsa
<b>ALBIRANA PROPERTIES SOCIMI</b> Admisión: 22.03.2017	-	0	33,60	0,00	5.000.000	0,00	33,60	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>NEINOR HOMES</b> Admisión: 29.03.2017	OPV	37.018.320	16,46	609,32	79.005.034	46,86	16,98	Serv. Financieros e Inmobiliarios
	Green Shoe	4.014.687		66,08		5,08		Inmobiliarias y Otros
	OPS	6.075.334		100,00		7,69		Bolsa
	Total	47.108.341		775,40		59,63		
<b>GESTAMP AUTOMOCIÓN</b> Admisión: 07.04.2017	OPV	155.388.877	5,60	870,18	575.514.360	27,00	5,35	Materiales B. Indus y Const
	Green Shoe	22.108.770		123,81		3,84		Fabric y montaje de bienes de equipo
	Total	177.497.647		993,99		30,84		Bolsa
<b>OPTIMUM III SOCIMI</b> Admisión: 16.05.2017	OPS	5.393.000	10,00	53,93	5.403.000	99,81	10,10	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>ELZINC (Asturiana de Laminados)</b> Admisión: 19.06.2017	OPS	9.373.333	1,50	14,06	25.710.333	36,46	2,00	Materiales B. Indus y Const
								Mineral, Metales y Transformación
								MAB
<b>UNICAJA BANCO</b> Admisión: 30.06.2017	OPS	625.000.000	1,10	687,50	1.610.302.121	38,81	1,17	Serv. Financieros e Inmobiliarios
	Green Shoe	62.500.000		68,75				Bancos y Cajas de Ahorro
	Total	687.500.000		756,25				Bolsa
<b>COLON VIVIENDAS SOCIMI</b> Admisión: 03.07.2017	-	0	2,13	0,00	9.000.000	0,00	2,13	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>GALERIAS COMERCIALES SOCIMI</b> Admisión: 04.07.2017	-	0	79,00	0,00	26.000.000	0,00	100,00	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>KINGBOOK INVERSIONES SOCIMI</b> Admisión: 11.07.2017	-	0	4,78	0,00	5.000.000	0,00	4,78	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>MASMOVIL IBERCOM, S.A.</b> Admisión: 14.07.2017	-	0	62,00	0,00	19.951.100	0,00	62,00	Tecnología y Telecomunicaciones
								Telecomunicaciones y otros
								Bolsa

**LISTADO DE OPVs, OPSs Y OTRAS ADMISIONES EN 2017**

Emisora y fecha de admisión	Tipo de Operación	Nº Títulos colocados en la operación	Precio colocación / referencia (Euros)	Volumen Efectivo operación (mill. Euros)	Total nº títulos admitidos en el mercado	% títulos colocados	Precio primer día de contratación (Euros)	Sector / Subsector / Mercado
<b>NUMULAE SOCIMI</b>  Admisión: 21.07.2017	-	0	1,90	0,00	5.503.503	0,00	1,90	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>BORGES, S.A.</b>  Admisión: 24.07.2017	-	0	2,38	0,00	23.140.460	0,00	2,38	Bines de Consumo
								Alimentación y Bebidas
								Bolsa
<b>BAY HOTELS SOCIMI</b>  Admisión: 24.07.2017	-	0	5,29	0,00	93.384.900	0,00	5,29	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>AM LOCALES PROPERTY SOCIMI</b>  Admisión: 25.07.2017	-	0	19,48	0,00	5.028.013	0,00	19,48	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>GRUPO ORTIZ PROPERTIES SOCIMI</b>  Admisión: 28.07.2017	-	0	15,01	0,00	4.950.004	0,00	15,01	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>DOMO ACTIVOS SOCIMI</b>  Admisión: 21.09.2017	-	0	2,00	0,00	3.517.500	0,00	2,09	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>AEDAS HOMES</b>  Admisión: 20.10.2017	OPV	17.922.812	31,65	567,26	47.966.587	37,37	30,00	Serv. Financieros e Inmobiliarios
	OPS	3.159.557		100,00		6,59		Inmobiliarias y Otros
	Total	21.082.369		667,26		43,95		Bolsa
<b>NETEX</b>  Admisión: 31.10.2017	OPS	529.600	1,77	0,94	8.865.610	5,97	1,94	Tecnología y Telecomun.
		1.896.450	1,86	3,53		21,39		Electrónica y Software
	Total	2.426.050		4,46		27,36		MAB
<b>ELAIA SPAIN SOCIMI</b>  Admisión: 02.11.2017	-	0	10,55	0,00	11.292.420	0,00	10,55	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>GREENALIA</b>  Admisión: 01.12.2017	OPS	1.477.822	2,03	3,00	21.233.472	6,96	2,19	Petróleo y Energía
								Energías Renovables
								MAB
<b>P3 SPAIN LOG. PARKS SOCIMI</b>  Admisión: 13.12.2017	-	0	1,15	0,00	5.348.500	0,00		Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>PREVISION SANITARIA NACIONAL GESTIÓN SOCIMI, S.A. (PSN)</b>  Admisión: 22.12.2017	-	0	14,20	0,00	1.979.469	0,00	14,20	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI</b>  Admisión: 27.12.2017	-	0	1,15	0,00	11.000.008	0,00	1,15	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>BARCINO PROPERTY SOCIMI, S.A.</b>  Admisión: 27.12.2017	-	0	1,33	0,00	14.377.358	0,00	1,33	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB
<b>MERIDIA REAL ESTATE III SOCIMI</b>  Admisión: 29.12.2017	-	0	1,00	0,00	78.500.000	0,00	1,04	Serv. Financieros e Inmobiliarios
								SOCIMI
								MAB

... Viene de página 35

Con datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), al cierre de 2017 BME se colocaba en la 3ª posición de Europa y la 7ª mundial por volumen de flujos de inversión y financiación en acciones con 39.723 millones de euros,

En este ámbito ha destacado especialmente el mercado de salidas a Bolsa (OPVs). La Bolsa española fue líder europeo en el primer semestre de 2017 para colocarse en tercera posición al cierre del tercer trimestre. Casi tan importante han sido también las operaciones de ampliación de capital realizadas por las empresas cotizadas. Los recursos captados de esta manera en 2017 han aumentado un 30,34% respecto a 2016.

Según el estudio de *Global IPO Trends Q3 2017* de la consultora EY, en términos de fondos captados a través de OPVs la Bolsa española se situó al cierre del 3T como líder de la Eurozona en 2017 y el tercer mercado más importante del Viejo Continente por detrás de Reino Unido y Suiza. Los datos la convirtieron en la décimo primera plaza a escala mundial, pese a no registrar ninguna operación en el tercer trimestre. Las salidas a Bolsa durante el primer semestre del año 2017 de Gestamp, Prosegur Cash, Unicaja Banco y Neinor Homes, por valor de recursos captados de 3.500 millones de dólares impulsaron a la Bolsa española a las posiciones comentadas, toda vez que la OPV de Gestamp se situaba como la tercera más importante de Europa en el primer semestre del año.

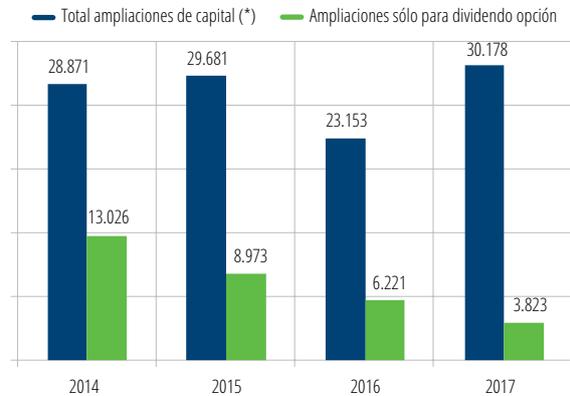
De acuerdo con el informe de EY relativo al cuarto trimestre de 2017, *Global IPO Trends Q4 2017*, la Bolsa española, con unos recursos captados de 4.290 millones de euros mantuvo en 2017 una posición destacada en el concierto internacional, siendo primera de la eurozona y el cuarto mercado de Europa por captación de recursos a través de OPVs. Los mercados americanos y asiáticos aumentaron su actividad en este capítulo en la recta final del año.

Uno de los efectos más importantes del liderazgo de la Bolsa en términos de financiación empresarial es el fortalecimiento de la base del mercado. La capitalización de las acciones admitidas a cotización en los mercados gestionados por BME a 31 de diciembre de 2017 alcanzó 1,137 billones de euros un 9,9% más que al cierre de 2016, mientras el IBEX 35 creció un 7,4% anual. Del valor total del mercado al cierre del año, 741.000 millones de euros correspondían a empresas cotizadas nacionales cuyo valor en Bolsa era 72.000 millones más elevado que hace 12 meses. Una parte importante de este ascenso no sólo obedece a precios sino también a la intensidad y tamaño de los nuevos procesos de financiación ejecutados a través de Bolsa por las empresas.

### SALIDAS A BOLSA: 3 VECES MÁS QUE EN 2016

Las salidas a Bolsa han sido el recurso de financiación empresarial destacado en 2017. Al finalizar 2017 veinticinco empresas habían salido a cotizar en los mercados de BME, con unos fondos captados por estas operaciones de 4.290 millones de euros, cifra que multiplica 3 veces los fondos captados en la misma fecha 2016 (1.426 millones en 2016) y se sitúa como el cuarto mejor registro del decenio. De las empresas que han salido a negociarse en los mercados de BME, siete lo hicieron en la Bolsa a través de cuatro Ofertas Públicas de Venta (OPV), tres Ofertas Públicas de Suscripción (OPS) y dos listing con un importe captado de 4.018 millones de euros. El resto lo han hecho en el MAB: tres en el segmento de Empresas en Expansión a través de tres OPSs por un importe de 22 millones de euros y diecinueve en el segmento de SOCIMIS, a través de diecisiete

### VOLUMEN AMPLIACIONES DE CAPITAL



(\*) Incluye ampliaciones asociadas a OPS

... Pasa a página 40

EVOLUCIÓN DEL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA

## La financiación bancaria se reduce un 42% y la emisión de renta fija crece un 30%

ENTRE 2010 Y 2016, LOS RECURSOS PROPIOS HAN AUMENTADO UN 24% EN LAS EMPRESAS DEL IBEX 35

El proceso de diversificación de la financiación empresarial en España sigue avanzando de forma significativa y así se reconoce desde las instancias más prestigiosas. El Banco de España en su último Informe Anual publicado en 2017 habla de que “se está produciendo un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas españolas. Aunque es un fenómeno global su intensidad ha sido algo más marcada en España, donde el grado de bancarización ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno”.

Lo confirman también los datos de las principales empresas no financieras españolas cotizadas, aquellas que forman parte del IBEX 35, que siguen avanzado hacia una estructura de financiación más equilibrada y flexible con más peso de los fondos propios y creciente financiación no bancaria. Tomando un conjunto homogéneo de compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX 35 entre 2010 y 2016, los recursos propios han aumentado un 24% y la financiación bancaria se ha reducido un 42%, situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializado en instrumentos de renta fija, que crece un 30%, de acuerdo con el análisis elaborado a partir de las cuentas auditadas de las compañías. La financiación obtenida a través de los mercados de capitales ha pasado de 90.800 millones de euros en 2010 a 117.000 millones en 2016 para el conjunto homogéneo de compañías del IBEX 35 en 2010 y lo siguen integrando en 2016. Esto significa que para este grupo de sociedades, a cierre de 2016 la financiación en forma de emisiones de deuda ya superaba en más de 50.000 millones a la financiación bancaria: 117.000 millones frente a 65.500 millones, cuando en 2010 esta última era superior en 20.000 millones a la primera (91.000 frente a 113.000 millones de euros de deuda bancaria).

Las grandes empresas son las que están aprovechando esta tendencia en mayor medida y el reto consiste en que más compañías de menor tamaño puedan también incorporarse a esta tendencia a través de mercados especializados como el MAB o el MARF.

### PATRIMONIO NETO

RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35 (2010 - 2016) MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 Y 2016



FUENTE: BME. Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

### FINANCIACIÓN BANCARIA TOTAL

DEUDA CON ENTIDADES DE CRÉDITO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35 (2010 - 2016) MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 - 2016



FUENTE: BME. Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

### FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) TOTAL

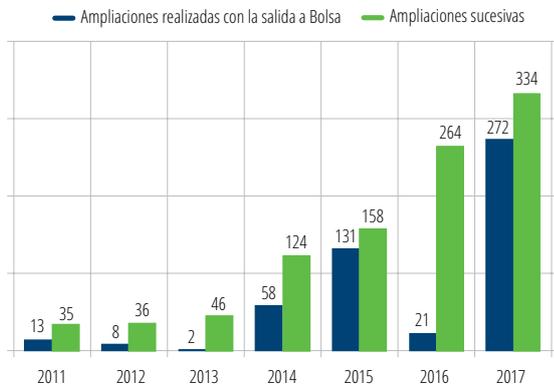
OBLIGACIONES, BONOS Y OTROS VALORES EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35 (2010-2016) MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010 - 2016



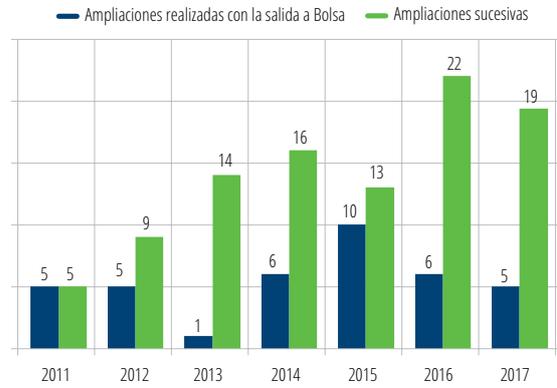
FUENTE: BME. Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

**EFFECTIVO CAPTADO A TRAVÉS DE AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MAB (EXCLUIDAS SICAVS)**

MILLONES DE EUROS



**EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE AMPLIACIONES DEL MAB (EXCLUIDO SEGMENTO SICAVS)**



... Viene de página 38

listing y dos OPSs, con un importe total captado de 272 millones de euros ([consulta en nuestra web la Estadística de Ofertas Públicas de Venta y Sucripción](#)).

**AMPLIACIONES DE CAPITAL: UN RECURSO PROFUSAMENTE UTILIZADO POR LAS COTIZADAS**

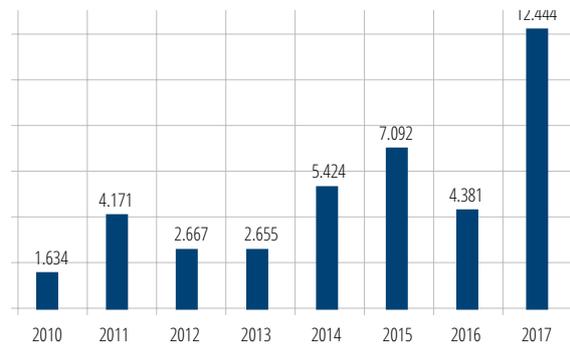
Las ampliaciones de capital constituyen una de las principales actividades bursátiles de las empresas cotizadas cuyo objetivo principal es la captación de financiación a través de la emisión de nuevas acciones. En 2017 y mediante 116 operaciones de ampliación de capital las empresas cotizadas captaron recursos por importe de 30.178 millones de euros, un 30,34% más que lo obtenido durante 2016. Los recursos obtenidos constituyen la cuarta cifra más alta desde que se inició la crisis en 2007 ([consulta en nuestra web la Estadística sobre Ampliaciones de capital](#)).

Durante 2017 en el segmento principal de la Bolsa española se llevaron a cabo un total de 79 operaciones de ampliación de capital a través de las cuales las sociedades obtuvieron unos recursos de 29.171 millones de euros. La mayor operación del período fue la realizada por Gamesa para atender a su fusión con Siemens por importe de 7.965 millones de euros. La operación de fusión se articuló a través de una ampliación de capital realizada por Gamesa de 401.874.595 acciones, representativas de aproximadamente el 59% de su capital social en circulación, que tras la efectividad de la Fusión le fueron entregadas a Siemens. En segundo lugar se situó la ampliación de capital realizada por el Banco Santander con objeto de reforzar y optimizar la estructura de recursos propios del Banco para dar adecuada cobertura a la adquisición del 100% del capital social de Banco Popular, que ascendió a 7.072 millones de euros. El objetivo de ambas operaciones fue la financiación de una operación corporativa, en el primer caso es la fusión con Siemens y en el segundo la compra del Banco Popular.

A lo largo del año cuatro empresas cotizadas en España realizaron operaciones de ampliación de capital con el fin de financiar una adquisición. El importe total de estas operaciones fue de

**VOLUMEN EFFECTIVO DE AMPLIACIONES DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35 QUE FORMAN PARTE DEL ÍNDICE ENTRE 2010 Y 2017**

DATOS EN MILLONES DE EUROS



8.128 millones de euros, el más alto de los nueve últimos años. Si a este importe sumamos también los 7.072 millones de euros de la ampliación de capital efectuada por el Banco de Santander para “digerir” la compra del Banco Popular, la cifra asciende hasta los 15.200 millones de euros y supone el 52% de los recursos obtenidos a través de operaciones de ampliación de capital realizadas en el segmento principal de la Bolsa española en 2017.

Las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente, con unos recursos captados de 12.808 millones de euros, representan el 44% de todas las realizadas en Bolsa (si no tenemos en cuenta el MAB). De este importe, las ampliaciones destinadas a satisfacer pagos de dividendo bajo la modalidad de dividendo opción alcanzaron la cifra de 3.823 millones de euros, la más baja de los últimos años. Desde 2015 se viene produciendo una disminución de este tipo de ampliaciones destinadas a los pagos de dividendos y un aumento de aquellas destinadas a realizar operaciones corporativas de crecimiento e inversión. A lo largo del año tres compañías: Aedas Homes, Unicaja Banco y Neinor Homes realizaron tres ampliaciones de capital por importe de 956 millones de euros como paso previo a su salida al mercado principal.

Además de lo comentado, decir que la importancia de las ampliaciones de capital como instrumento que está ayudando al sector no financiero de la Bolsa española a modular su estrategia de cambio en la estructura de los pasivos de sus balances es patente y queda bien reflejada en el gráfico adjunto (página anterior). En el mismo puede observarse como el recurso al capital de las empresas no financieras del IBEX 35 desde el año 2010 ha sido profuso y creciente. Este conjunto de empresas ha captado por este tipo de operaciones 40.470 millones de euros en los 8 años contemplados siendo el mejor año 2017 con cerca de 12.500 millones de euros conseguidos mediante ampliaciones de capital.

### CRECE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE AMPLIACIONES DE CAPITAL DE LAS SOCIMI DEL MAB

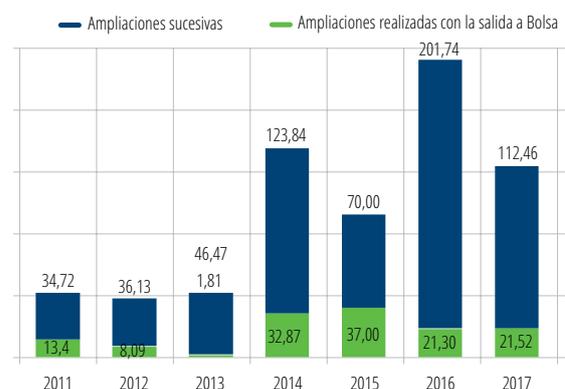
En el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) sigue aumentando el número de emisores que se suman a las opciones que ofrece para financiar sus procesos de crecimiento y expansión. En 2017 se ejecutaron 37 operaciones de ampliación de capital con las que se lograron captar 1.007 millones de euros.

El número de operaciones de ampliación de capital realizadas por las SICAV se ha reducido en 2017 en la misma línea en que el número de este tipo de sociedades ha reducido su presencia en el mercado de forma importante. Las incertidumbres generadas ante un posible cambio fiscal de estas sociedades pudiera ser la causa de esta reducción. Al finalizar 2017 el volumen alcanzado por las ampliaciones de capital realizadas por las SICAVs fue de 401 millones de euros. En el segmento de empresas en expansión el importe alcanzó los 112 millones de euros y el número de operaciones fue de once. Por último, en el segmento de SOCIMIS se desarrollaron ocho operaciones de ampliaciones de capital, seis más que 2016, con un importe captado de 222 millones de euros (159 millones más que en 2016).

Mencionar también en última instancia que también en 2017 y como paso previo al comienzo de su cotización en alguno de los segmentos del MAB, cinco empresas (Greenalia, S.A., Netex, El Zinc, Optimun III Socimi, y Ores Socimi) realizaron ampliaciones por valor de 272 millones de euros.

#### EFFECTIVO CAPTADO A TRAVÉS DE AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

(2011 - 2017) DATOS EN MILLONES DE EUROS



FUENTE: BME

## ADMISIONES Y EXCLUSIONES DE EMPRESAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Una parte importante de los movimientos del número de empresas listadas en alguno de los segmentos de negociación gestionados por BME van asociados a operaciones de financiación, sin embargo, hay otra parte que obedece a otras decisiones corporativas que buscan la presencia o la exclusión de los mercados de valores por otros motivos.

A 31 de diciembre del 2017, eran 3.136 las empresas que se encontraban negociando sus acciones en alguno de los sistemas dispuestos a tal fin por la Bolsa española. De este total 16 hacían en los Corros de las Bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia; 20 están adscritas a Latibex, el mercado español para valores latinoamericanos; 134 estaban negociando sus títulos en el Mercado Continuo (SIBE); y, por último, 2.966 empresas tenían sus acciones admitidas a negociación en alguno de los segmentos del MAB.

Entre enero y diciembre de 2017, han sido 6 las empresas que se han incorporado al segmento central de la Bolsa española (el que más exigencias de transparencia y gestión corporativa a todos los niveles exige a las empresas). Se trata de Cash, Neinor Homes, Gestamp, Unicaja, Aedas Homes y Borges. Esta última procedente del "Segundo Mercado" de la Bolsa y registrada como nueva admisión. Otras 27 compañías se han admitido a negociación en alguno de los apartados del MAB: El Zinc, Netex, y Greenalia en el segmento de Empresas en Expansión; 3 nuevas SICAV; 19 SOCIMIs y 2 Sociedades de Inversión libre (SIL), que también tienen cabida por separado en MAB. En total han sido 33 nuevas emisoras de acciones registradas en los sistemas de BME.

En este apunte de altas y bajas de compañías mencionar como hechos relevantes dos casos que se han dado por primera vez en la Bolsa española. Uno es el de la empresa de telefonía Masmovil que ha protagonizado el primer salto desde el MAB hacia la Bolsa aprovechando la nueva regulación que estableció las condiciones y la forma de hacerlo. Lo ocurrido con Masmovil es un ejemplo de cómo las empresas van apoyándose en los resortes de financiación y crecimiento que ofrecen las alternativas de mercado para escalar y ganar tamaño en sus proyectos. El otro caso es el de la Inmobiliaria Colonial que ha cambiado de sector tras transformarse en SOCIMI.

## CAPITALIZACIÓN DE LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

	Sectores (Nacional)						Extranjeros	MAB	TOTAL	T-1 (%)
	Petróleo y Energía	Materiales Básicos Indus. y Construcción	Bienes de Consumo	Servicios de Consumo	Servicios Financieros e Inmobiliarios	Tecnología y Telecomunicaciones	Todos los sectores	Todos los sectores		
<b>Año 2009</b>	129.567,99	55.384,76	41.996,22	32.660,65	203.262,77	95.147,31	522.437,61	26.549,01	1.107.006,33	41,03
<b>Año 2010</b>	112.909,56	46.479,71	49.570,41	25.101,67	150.252,32	87.008,88	573.388,67	26.921,80	1.071.633,01	-3,20
<b>Año 2011</b>	95.508,88	40.802,88	54.031,53	23.257,62	138.075,45	68.687,16	521.321,45	24.373,01	966.057,98	-9,85
<b>Año 2012</b>	85.520,28	36.999,93	85.344,52	26.107,75	146.514,25	56.955,34	483.886,66	24.606,58	945.935,31	-2,08
<b>Año 2013</b>	107.431,57	47.820,99	100.282,96	41.335,94	200.102,41	71.184,22	444.892,78	32.152,20	1.045.203,07	10,49
<b>Año 2014</b>	111.382,37	51.549,49	98.510,04	47.555,13	225.369,71	72.822,15	417.628,50	34.372,98	1.059.190,37	1,34
<b>Año 2015</b>	111.644,52	54.658,86	140.585,80	66.002,20	189.747,09	77.341,88	297.692,68	37.709,50	975.382,55	-7,91
<b>Año 2016</b>	114.869,62	55.760,52	129.047,11	67.394,11	190.973,12	72.076,57	366.294,68	38.916,75	1.035.332,49	6,15
<b>Año 2017</b>	<b>118.454,95</b>	<b>66.674,14</b>	<b>123.297,46</b>	<b>85.411,98</b>	<b>225.135,98</b>	<b>80.508,53</b>	<b>396.039,54</b>	<b>41.895,27</b>	<b>1.137.417,86</b>	<b>9,86</b>

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

**LAS 10 MAYORES EMPRESAS DE LA BOLSA ESPAÑOLA POR CAPITALIZACIÓN**

29 DE DICIEMBRE DE 2017

		Millones de euros
1	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	90.523,15
2	BANCO SANTANDER, S.A.	88.409,98
3	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	47.422,00
4	TELEFONICA, S.A.	42.186,06
5	IBERDROLA, S.A.	40.811,14
6	AMADEUS IT GROUP, S.A.	26.377,62
7	AENA, S.M.E., S.A.	25.350,00
8	CAIXABANK, S.A.	23.261,81
9	REPSOL, S.A.	22.521,45
10	GAS NATURAL SDG, S.A.	19.263,26

Por el lado de las exclusiones, 403 emisoras con acciones listadas han dejado los mercados de valores españoles entre enero y diciembre de 2017 por diferentes razones. En algunos casos porque han sido absorbidas por otras ya cotizadas, como ocurre en los casos de Banco Popular, Cementos Portland y Tecnocom; 4 han sido bajas voluntarias en la Bolsa; y otras 396 SICAV han desaparecido de su apartado en el MAB. En este último caso, el rumor de modificaciones fiscales para esta figura societaria se apunta como causa principal.

**LA CAPITALIZACIÓN DE LA BOLSA VUELVE A SUPERAR HOLGADAMENTE EL BILLÓN DE EUROS EN 2017**

Todos estos movimientos corporativos de incorporación de grandes compañías al mercado, con o sin OPVs, así como el aumento de la financiación obtenida por las empresas a través de las ampliaciones son elementos que impulsan el crecimiento de la base del mercado y las alternativas de inversión para más actores. Si, como veremos en el capítulo siguiente de este Informe, los precios de las acciones anotan ascensos generalizados eso suele traducirse en aumentos correspondientes de capitalización o valor de mercado de las empresas admitidas a negociación. El balance de todos estos elementos sobre el valor de mercado de la Bolsa española al cierre de diciembre de 2017 es un aumento del mismo del 10% anual hasta alcanzar los 1.137.417,86 millones de euros.

El crecimiento apuntado es superior si aplicamos el foco sobre las empresas españolas cotizadas. La capitalización de este grupo crece en el año casi un 11%. Esto significa que desde mínimos de la crisis la Bolsa española ha visto aumentar el valor de mercado del conjunto de empresas con acciones admitidas a negociación en 404.378 millones de euros. En mayo de 2012 esa cifra era de 337.000 millones de euros, es decir que en sólo cinco años se ha duplicado el mencionado importe mínimo hasta alcanzar los 741.378 millones el 30 de diciembre de 2017, una cifra que se aproxima cada vez más al máximo histórico, 850.000 millones, alcanzado por las cotizadas españolas en junio de 2007.

Curiosamente en el año 2017 sólo hay un sector, Bienes de Consumo, cuya capitalización retrocede (cerca de un 4%) y es justo el único que triplica su valor de hace 7 años hasta los 123.297 millones de euros. Dentro de este sector hay que destacar a Grifols que ha visto aumentar un 30% su valor de mercado hasta los 10.408 millones de euros.

Por su parte, y de la mano de los bancos, el sector Financiero e Inmobiliario ha visto crecer su capitalización este año en 34.000 millones de euros un 18%, Banco de Santander, Caixabank y Banco de Sabadell incrementan su valor de mercado 22%, 24% y 25% respectivamente. En esta agrupación es interesante observar como el subsector inmobiliario duramente castigado por la crisis con la pérdida del 93% de su valor de mercado, entre su máximo histórico de 51.000 millones en enero de 2007 y su mínimo de la crisis de mayo de 2012 de 3.600 millones de euros, hoy presenta una capitalización de 17.613 millones de euros dónde tienen un peso importante (73%) las cincuenta y dos SOCIMI admitidas a negociación con un valor de mercado agregado de 12.908 millones de euros.

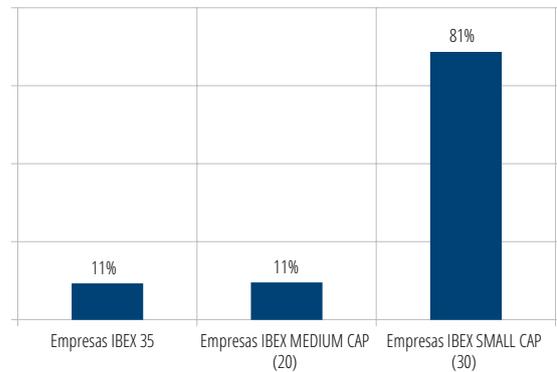
Otros sectores de actividad que acumularon incrementos del valor de mercado de sus empresas en 2017 son Servicios de Consumo que creció un 26,7%, gracias a Abertis, IAG y Aena que aumentaron su capitalización en el año un 41%, 35% y 30% respectivamente. También Tecnología y Telecomunicaciones crece un 12% de la mano de Cellnex Telecom que incrementa su capitalización un 56% en 2017.

A finales de diciembre Inditex encabezaba la lista de las 10 mayores empresas por capitalización seguida de cerca por Santander que ha visto aumentado su valor de mercado en más de 8.000 millones de euros por la ampliación de capital realizada en julio de este año para absorber al Popular. En sexto lugar se posiciona Amadeus que arrancaba el año en décimo lugar y que ha visto ascender su capitalización un 40% en este año.

Por tamaño de las empresas comentar también que las 20 que integran el índice IBEX Medium Cap valían al cierre de diciembre 49.842 millones de euros, a precios de mercado. La capitalización de este conjunto ha crecido en el año un 11% y su peso en el total de la Bolsa española es del 4,4%. En cuanto a las 30 empresas que componen el IBEX Small Cap y cuyo peso en la capitalización total es del 2%, presentan un valor de mercado de 24.263 millones de euros, un 81% superior al cierre de 2016.

**CRECIMIENTO DE LA CAPITALIZACIÓN EN 2017 SEGÚN TAMAÑOS**

% VARIACIÓN 2017 SOBRE 2016



## OPAs que afectan a sectores económicos importantes y estratégicos

En 2017 se cumplen 10 años de entrada en vigor de la regulación vigente en materia de Ofertas públicas de Adquisición (OPAs) en España. El régimen vigente ha funcionado con bastante eficacia y ha servido para dar cauce a operaciones corporativas de diferente calado, muchas de las cuales han servido para transformar e internacionalizar una parte importante de sectores críticos para nuestra economía. La regulación que nació en 2007 ha permitido hacerlo de manera más transparente y más equitativa para todos los inversores.

En total, entre 2008 y 2017, se han registrado en la Bolsa española 50 OPAs (sin contar las competidoras), 5 de las cuales corresponden a este año y de ellas 2 están actualmente en trámite. Por la envergadura de las mismas y algunos de los sectores afectados (Energía, Infraestructuras, Comunicaciones,...) podemos decir que el conjunto de operaciones de este tipo que se han desarrollado en España en 2017 caracteriza, tal vez, uno de los ejercicios de mayor impacto en los cambios estructurales que implica para la economía española.

Como ya hemos dicho durante 2017, se han presentado sobre valores cotizados en la Bolsa española cinco OPAs de las cuales tres han tenido un resultado positivo y hay otras dos que están en proceso de tramitación. A una de ellas se ha sumado una Oferta competidora por lo que realmente son tres las operaciones sobre las que actualmente se está decidiendo.

El 19 de abril Indra Sistemas, S.A. adquirió el 100% de TecnoCom, Telecomunicaciones y Energía, S.A. a través de una oferta pública de adquisición (OPA) al haber sido aceptada por el 93,96% de las acciones a las que se dirigió. El precio de la oferta, fue de 4,605 euros por acción, dividido en 2,55 euros en efectivo y 0,1727 acciones de Indra por cada acción de TecnoCom. Con esta operación Indra se convirtió en líder en tecnologías de la información en España. Como consecuencia de esta operación TecnoCom fue excluida de negociación el 19 de mayo de 2017.

En agosto Aier Eye International, SLU adquirió a través de una OPA el 100% de Clínica Baviera, S.A. La contraprestación de la oferta fue de 10,35 euros y fue aceptada por el 96,48% de las acciones a las que se dirigió dicha oferta.

Por último, el 21 de diciembre Sotogrande LuxCo, adquirió el 100% de Sotogrande, S.A a través de una oferta pública de adquisición al ser aceptada por 379.602 acciones representativas del 78,62% de las acciones a las que se dirigió dicha la oferta. La contraprestación de la oferta fue de 3,08 euros. Como consecuencia de esta operación Sotogrande, S.A. fue excluida de negociación el 2 de enero de 2018.

La situación de las tres OPAS en tramitación es la siguiente:

1. En junio Atlantia, S.p.A. presento una OPA sobre Abertis, a la que acudió en octubre como OPA competidora Hochtief, AG (Filial de ACS), con el mismo objetivo: la adquisición de Abertis Infraestructuras, S.A. La OPA de Atlantia fue autorizada en octubre a un precio de 16,50 euros y durante su plazo de aceptación, Hochtief lanzó una OPA competidora al precio de 18,76 euros. De momento Atlantia no ha realizado una oferta superior. En la actualidad está pendiente de autorización la OPA competidora y la formulación de un nuevo plazo de aceptación de ambas OPAS.
2. Y, por último, el 28 de diciembre la CNMV autorizó la OPA presentada por Inmobiliaria Colonial, sobre la totalidad de las acciones de Axiare Patrimonio SOCIMI. El precio de la oferta es de 18,36 euros por acción, y el plazo de aceptación del 29 de diciembre de 2017 al 29 de enero de 2018.

## **EL ACTUAL RÉGIMEN DE OPAS Y LOS PRINCIPIOS BÁSICOS QUE LO SUSTENTAN**

---

El régimen vigente de las OPAs modificó radicalmente los presupuestos del régimen originario de la LMV de 1988 y nace de la reforma de la Ley del mercado de Valores (LMV) por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición y de la transparencia de los emisores. El desarrollo reglamentario se realizó a través del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAS.

Los principios esenciales del sistema vigente desde mediados de 2007 son: la imposición del deber de formular una OPA obligatoria, "a posteriori" (tras la adquisición del control) y total (dirigida a todas las acciones y valores que den derecho a su adquisición o suscripción y a todos sus titulares), a un precio equitativo, por quien alcance el control de una sociedad cotizada. En segundo lugar, la aplicación de las reglas de procedimiento generales a las OPAs voluntarias, que deben dirigirse a todos los titulares de valores con voto de la sociedad cotizada, aunque pueden dirigirse a un número de valores inferior al total. Y, en tercer lugar, la sanción específica para aquellas adquisiciones que no respeten el procedimiento de la OPA, consistente en la privación de los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas.



# 3

## Renta Variable

El año 2017 fue, en general, bastante positivo para los mercados de acciones. A pesar de las incertidumbres políticas nacionales, el IBEX 35 se revalorizó casi un 7,5% anual al que hay que sumar cerca de un 4% de rentabilidad por dividendo que, un año más, coloca a la Bolsa española en posiciones destacadas en la comparativa internacional y muy por encima del 1,5% que ofrece el Bono a 10 años nacional. Esta evolución de las cotizaciones impulsó la capitalización bursátil hasta los 1,14 billones de euros y hacia un volumen de negociación de acciones muy cerca de alcanzar los 652.000 millones de euros que se registraron en 2016. La elevada liquidez de los valores españoles, el aumento de la presencia de valores pequeños y medianos en el día a día de la Bolsa y la participación activa de los inversores extranjeros y las familias en los procesos de inversión y financiación, volvieron a ser elementos destacados en el balance de actividad de la Bolsa española.

3.1

Las cotizaciones

Los principales índices de Renta Variable internacional acumularon revalorizaciones notables durante el ejercicio, en especial los referidos a los mercados de valores norteamericanos donde se alcanzaron máximos históricos. Los índices bursátiles generales más significativos de Estados Unidos o Asia crecieron en 2017 por encima o cerca del 25%, según los casos. Mientras, las Bolsas europeas se conformaron con ascensos más en el entorno del 6-10% con algunas divergencias entre países entre los que se encuentra España afectada durante buena parte del año por factores de índole interno. El índice bursátil FTSE World creció en el año alrededor del 17,5% y es difícil encontrar en el mundo algún índice de Bolsa (ya sea general, sectorial o de país) que durante 2017 haya registrado un comportamiento negativo.

En el caso de la Bolsa española, contrariamente a lo que las cifras apuntaban en los primeros compases del año, los precios de las acciones de los valores cotizados que experimentaron revalorizaciones significativas hasta abril, detuvieron su trayectoria ascendente en mayo y desde ese momento se mostraron mayoritariamente faltos de fuerza para crecer e incluso el tercer trimestre fue descendente. El consenso de la mayoría de analistas apunta a que ha sido la incertidumbre política, el factor que más ha pesado para explicar la divergencia en la evolución de las cotizaciones entre las acciones de las cotizadas españolas y las de Estados Unidos u otros países europeos en los últimos 6 meses.

El comportamiento de las cotizaciones ha sido generalmente positivo entre sectores y valores, concentrándose las mayores caídas en las compañías del sector de Bienes de Consumo. En el lado positivo destaca la evolución de las compañías del sector de Servicios de Consumo (con las Autopistas liderando el crecimiento), los servicios Financieros e Inmobiliarios y el sector de la Tecnología y las Telecomunicaciones.

**EL IBEX 35® A PESAR DE LAS INCERTIDUMBRES ACUMULA UNA GANANCIA DEL 8% EN 2017**

En los mercados españoles de Renta Variable el índice IBEX 35 comenzó el año con revalorizaciones muy elevadas que se estabilizaron en el segundo trimestre, para finalizar el tercero con leves descensos que continuaron en el cuarto y determinaron un crecimiento acumulado del IBEX 35 del 7,4%.

Como puede observarse a lo largo de este informe el comportamiento de los precios de las acciones vino acompañado de niveles de actividad contenidos en términos de volúmenes

**EVOLUCIÓN DIARIA DEL IBEX 35 EN 2017**



**IBEX 35 vs VOLATILIDAD EN 2017**

RENTABILIDAD ACUMULADA AL CIERRE DE CADA MES (%) Y VOLATILIDAD ANUALIZADA DE LOS ÚLTIMOS SEIS MESES CALCULADA TAMBIÉN AL CIERRE DE CADA MES (%)



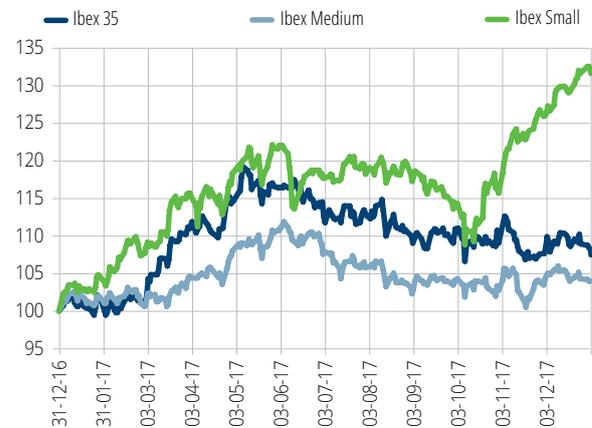
## IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE EL IBEX 35

JUNIO 2007- DICIEMBRE 2017



## IBEX 35 vs IBEX MEDIUM CAP - IBEX SMALL CAP

AÑO 2017. BASE 100: 31/12/2016



de negociación de acciones o salidas a Bolsa (OPV) que, como en el caso de las cotizaciones, vivieron una segunda mitad de ejercicio de escasez. Estas variables de mercado tuvieron contrapeso en los buenos registros en materia de ampliaciones de capital e importes de retribución al accionista elevados que, un año más, hicieron que el IBEX 35 con dividendos creciera en el año un 11,3%. Por undécimo año consecutivo la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española superó el 4% y ello hace que, en este ejercicio, las ganancias derivadas del movimiento de los precios se convirtieran en rendimientos muy positivos si incorporamos la reinversión del dividendo durante el año.

Dentro de una línea tendencial lateral predominantemente en zona de variación anual positiva el año tuvo dos partes bien diferenciadas desde el punto de vista de evolución del IBEX 35. Una primera parte se extendió hasta principios de mayo con un aumento casi ininterrumpido del índice hasta acumular una revalorización anual del orden del 17% amparado por la continuidad de la política monetaria expansiva del BCE, los buenos datos de crecimiento económico en España, el asentamiento del nuevo Gobierno salido de las elecciones generales de diciembre de 2016 y, en general, una tónica nacional e internacional de descenso de la volatilidad en los mercados de valores. Como consecuencia de ello el IBEX 35 anotó su mejor momento al alcanzar su valor más alto en el ejercicio: 11.135,40 puntos el 5 de mayo.

Los factores positivos que parece que influyeron en el buen comportamiento de los precios en el primer cuatrimestre del año han estado vigentes durante el resto del ejercicio, además de constatarse un crecimiento positivo de los resultados empresariales en el primer semestre. Es más, la volatilidad del IBEX 35 siguió mostrándose muy contenida y en niveles significativamente inferiores a los de 2016. Sin embargo, todo parece indicar que desde esos máximos de mayo las circunstancias ya comentadas han pesado en el mercado.

## EL IBEX SMALL CAP DESTACA EN POSITIVO

Las mejores noticias respecto a la evolución de los precios de las acciones cotizadas durante 2017 vinieron del segmento que recoge el comportamiento de las empresas de menor tamaño. En este caso el IBEX Small Cap, compuesto por 30 valores, ganó un 15,1% en el primer trimestre, un 2,1% en el segundo, perdió un 2,8% en el tercero y en el cuarto subió de nuevo un 15,1%. A finales de diciembre presentaba una revalorización anual próxima al 32% que lo situaba entre los indicadores bursátiles líderes mundiales en rentabilidad anual en 2017. Por su parte, el IBEX Small con Dividendos arrojaba entre 2 y 3 puntos más de rentabilidad anual suplementaria en el año. Esta evolución se enmarca en un aumento de casi el 75% en el año de la capitalización agregada de las empresas integrantes.

... Pasa a página 52

## Bolsas internacionales en 2017

UN GRAN AÑO BURSÁTIL: TODOS LOS PRINCIPALES ÍNDICES MUNDIALES EN POSITIVO. MERCADOS EMERGENTES ASIÁTICOS Y EEUU CON GANANCIAS ENTRE EL 20 Y 30%, EL CONJUNTO DE EUROPA Y EL IBEX 35 TAMBIÉN CON GANANCIAS PERO POR DEBAJO DE LAS MEDIAS MUNDIALES.

El conjunto de las Bolsas mundiales cerraba el año 2017 con fuertes ganancias anuales acumuladas, que oscilan entre el 17,4% y el 20,5% de acuerdo con los principales índices mundiales. En el conjunto del año anterior, los índices internacionales habían cerrado también con ganancias pero inferiores, alrededor del 6%.

Las Bolsas europeas han acumulado rentabilidades unánimemente positivas, apoyadas por el mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE, pero con una significativa dispersión. La referencia EuroSTOXX 50 para el área del euro ascendía un 6,5%.

Por encima del registro del EuroSTOXX, la dispersión es la nota dominante. Austria (+30,6%), Grecia (+24,6%), Noruega (+20,2%), Portugal (+17,8%), Suiza (+14,1%) Italia (+13,6%), se encuentran en el grupo de las más destacadas, mientras que en Irlanda (+8,23%), Francia (+9,26%) Alemania (+9,5%) o el IBEX 35 de la Bolsa española (+7,40%) las ganancias son menos brillantes. Destacable también es el peor registro relativo de las grandes compañías cotizadas europeas, cuyo índice (Stoxx Europe Large) subía solo un 5,9% frente a casi el 20% mundial (MSCI World Large Caps).

Un año más, los mercados norteamericanos han vuelto a mostrar una evolución muy brillante con el apoyo del buen comportamiento generalizado de la economía mundial y norteamericana y a pesar del sesgo restrictivo que va tomando la política monetaria de la Reserva Federal. Sus principales índices alcanzaban en 2017 rentabilidades por encima de la media mundial: el Dow Jones subió un 25,1%, el S&P 500 un 19,4% y el Índice Nasdaq 100 de mercado componente tecnológico, un impresionante 31,5%, completando una racha de nueve años consecutivos de ganancias. Todos los principales índices norteamericanos han alcanzado máximos históricos de forma repetida durante el ejercicio. También dentro de los mercados desarrollados, el índice Nikkei de Japón marcó un excelente registro con una subida del 19,1%

También el año 2017 ha sido de nuevo favorable para los mercados emergentes. En esta ocasión, los asiáticos más que los latinoamericanos. El índice global MSCI EM ha subido un 34,3% con Asia como zona más rentable donde el Índice MSCI EM Asia subió un 30,6%, apoyado sobre todo por la Bolsa de Hong Kong. En Latinoamérica, el índice Bovespa de Brasil acumula un 21,4% en 2017 que suma al excepcional ejercicio 2016.

### RESUMEN DE ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

(VARIACIÓN EN 2017)

Mercados Emergentes MSCI EM Asia	40,07%
Hong Kong Hang Seng Index	35,99%
Mercados Emergentes MSCI EM	34,34%
Mercados Islámicos DJ Islamic Market World	32,07%
EEUU NASDAQ-100	31,52%
Austria ATX	30,62%
Brasil Bovespa Index	26,86%
EEUU Dow Jones Industrial Average	25,08%
Grecia ATHEX Composite	24,66%
Mundo MSCI World Mid Cap (Medianas Comp.)	21,30%
Mundo MSCI World Index/ Financieras	21,08%
Mercados Emergentes Latinoamérica MSCI EM Latin America	20,83%
<b>Mundo STOXX Global 1800</b>	<b>20,56%</b>
Noruega OSE OBX	20,24%
<b>Mundo MSCI The World Index</b>	<b>20,11%</b>
EEUU S&P 500 / Bancos	20,02%
Mundo MSCI World Large Cap (Grandes Compañías)	19,86%
EEUU S&P 500	19,42%
Japón Nikkei 225	19,10%
Mundo MSCI The World Index / Bancos	19,08%
Portugal PSI General	17,83%
<b>Mundo FTSE World</b>	<b>17,44%</b>
Europa STOXX Europe TMI Small (Pequeñas Compañías)	15,71%
Suiza SMI	14,14%
Italia FTSE MIB	13,61%
Europa STOXX Europe TMI Mid (Medianas Compañías)	13,55%
EEUU Russell 2000 (Pequeñas y Medianas Compañías)	13,14%
Holanda AEX	12,71%
Eurozona MSCI EMU / Financieras	11,72%
Belgica BEL-20	10,30%
Alemania DAX (Indice de Precios)	9,56%
Francia CAC 40	9,26%
Europa MSCI Europe / Bancos	8,54%
China DJ Shanghai	8,46%
Europa STOXX Europe 600 / Serv. Financieros	8,36%
Irlanda ISEQ General	8,23%
Europa STOXX Europe 600 / Bancos	8,05%
Europa STOXX Europe 600	7,68%
Reino Unido FTSE 100	7,63%
<b>España IBEX 35</b>	<b>7,40%</b>
<b>Europa EuroSTOXX 50</b>	<b>6,49%</b>
Europa STOXX Europe TMI Large (Grandes Compañías)	5,94%

En el ámbito sectorial financiero, los bancos norteamericanos han subido un 20,2%, mientras los valores bancarios y financieros europeos han tenido un peor desempeño relativo: el sectorial STOXX Europe 600 Bancos sube un 8,1% y el Europe 600 Financial Services que incluye aseguradoras, inmobiliarias y otros servicios financieros subía un 8,4%.

### EL EXCELENTE COMPORTAMIENTO DEL IBEX SMALL CAP FRENTE A LAS COMPAÑÍAS "SMALL" DEL RESTO DEL MUNDO

Por el tamaño de las compañías, el año 2017 ha arrojado resultados por debajo de la media mundial para las compañías pequeñas y medianas cotizadas, excepción hecha del IBEX Small Cap que es uno de los indicadores bursátiles con mejor desempeño anual del mundo en términos de rentabilidad en 2017: un 31,44% que es cercano al 33% si incluimos dividendos. Las compañías norteamericanas, representadas en el índice Russell 2000, suben un 13,1%, mientras en Europa el STOXX Europe Small subía un 15,7% y el STOXX Europe Mid lo hacía en un 13,1%. En el conjunto mundial, el MSCI World Mid Cap subía un 13,5%. Las grandes compañías cotizadas se han comportado prácticamente igual que los grandes índices mundiales, con el MSCI World Large Cap subiendo casi un 19,8%.

### ¿SOBREVALORACIÓN DE PRECIOS?

Los ratios fundamentales de evaluación (PER y Precio/Valor Contable) marcaban a finales de 2017 valores superiores a sus promedios históricos de 30 años en el caso de la Bolsa de Estados Unidos. Sin embargo, para las Bolsas europeas los resultados mostraban cifras discretas en los momentos cercanos al cierre del ejercicio y, en muchos casos, inferiores a su media histórica.

En concreto, la Bolsa española ostentaba un PER de cierre de noviembre de 15,10. Es un valor muy moderado y acorde con la mejora de los beneficios de muchas de las grandes cotizadas que no han visto el reconocimiento rápido de esta realidad en los valores cotizados. Además el valor en libros de sus acciones más representativas seleccionadas por MSCI para sus cálculos era, en noviembre, bastante inferior a su promedio mensual histórico: 1,4 frente a 1,85.

En los compases iniciales del año 2018 las principales Bolsas del mundo han registrado ascensos continuados de las cotizaciones que han llevado a nuevos máximos históricos a índices como el Dow Jones norteamericano que, por vez primera en su historia, el 16 de enero tocó los 26.000 puntos.

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

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
<b>Ratio PER (veces)</b>						
dic-16	17,50	27,50	15,20	39,00	21,00	23,20
<b>nov-17</b>	<b>15,10</b>	<b>20,40</b>	<b>18,40</b>	<b>33,60</b>	<b>18,10</b>	<b>24,10</b>
Max 30 años	34,90	27,50	69,00	288,90	76,30	34,60
Mín 30 años	6,10	6,40	-211,00	-0,10	7,00	11,30
Media 30 años	15,85	15,57	20,58	24,76	21,22	20,05

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
<b>Rentabilidad por dividendo (%)</b>						
dic-16	4,50	4,00	2,70	3,80	3,30	2,10
<b>nov-17</b>	<b>4,10</b>	<b>4,00</b>	<b>2,50</b>	<b>3,30</b>	<b>3,00</b>	<b>1,90</b>
Max 30 años	10,60	6,00	6,30	9,00	6,40	4,00
Mín 30 años	1,40	2,10	1,60	1,20	1,40	1,10
Media 30 años	4,03	3,76	2,86	3,25	3,13	2,21

	ESPAÑA	REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	EE.UU.
<b>Ratio Precio / Valor Contable (veces)</b>						
dic-16	1,30	1,80	1,80	1,00	1,50	2,90
<b>nov-17</b>	<b>1,40</b>	<b>1,80</b>	<b>1,90</b>	<b>1,20</b>	<b>1,70</b>	<b>3,30</b>
Max 30 años	3,61	4,18	4,46	4,31	4,60	5,81
Mín 30 años	0,80	1,20	1,00	0,60	1,00	1,50
Media 30 años	1,83	2,22	2,00	1,65	1,91	2,86

Fuente: Morgan Stanley Cap. Int. (noviembre 2017)

... Viene de página 49

Atendiendo a esta misma escala de tamaño de las empresas cotizadas, la peor parte del ejercicio en términos de revalorización de las cotizaciones se la llevó el conjunto integrado por las compañías pertenecientes al IBEX Medium Cap. Este indicador es el que peores registros bursátiles anotó a lo largo de todo el ejercicio acusando más las incertidumbres del entorno. Ganó el 4,3% y el 3,3% en el primer y segundo trimestre del año. Sin embargo, en el tercero y cuarto perdió un 3,3% y un 0,3% respectivamente, para terminar el año con aumentos del orden del 4% anual que ascendieron hasta cerca del 6,5% al incorporar el efecto de los dividendos.

### ANÁLISIS SECTORIAL

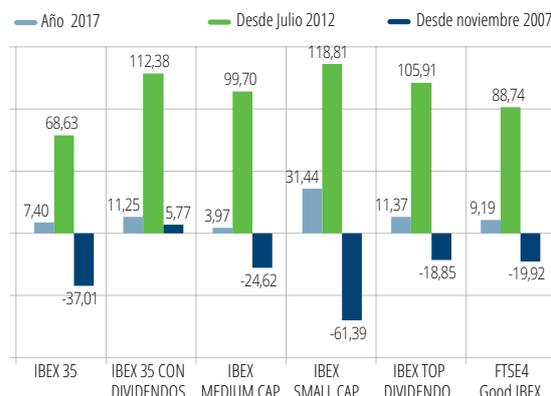
En relación con la evolución sectorial de las cotizaciones, el análisis de los diferentes epígrafes de actividad que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) revela el comportamiento positivo de la mayoría de ellos en 2017. En el acumulado del año destacan la revalorización de los sectores de Servicios de Consumo (23,2%) favorecido por la recuperación de los precios de las Autopistas (40%), y de Servicios Financieros e Inmobiliarios (10,5%) donde continúa la recuperación de Bancos y Cajas de Ahorro (10,5%) una vez realizado la mayor parte de su saneamiento. Destacan también el subsector de las Inmobiliarias que junto con el de SOCIMI experimentan una ganancia superior al 18%. También son reseñables las alzas correspondientes al sector de las Telecomunicaciones (7,5%) por el buen comportamiento de Amadeus que sube cerca del 40%, y del sector Petróleo (4%) por la recuperación de los precios del crudo y de las materias primas. El único de los sectores que en el año acumula una retrocesión del 2% es el de Bienes de Consumo penalizado por el subsector Textil (-10,4%) y su principal compañía Inditex que pierde en el año un 4%.

### LA DIFICULTAD DE LOS PRECIOS PARA SUPERAR LOS NIVELES PRECRISIS

A pesar de los resultados anuales positivos registrados en la evolución de los índices sectoriales, las cotizaciones bursátiles de muchas compañías importantes están todavía por debajo de los niveles anteriores al inicio de la crisis de 2007. Tan sólo dos sectores, Bienes de Consumo y Servicios de Consumo han experimentado una revalorización interesante desde entonces con repuntes del 168% y del 36%, respectivamente. Las cotizaciones de los sectores de Servicios Financieros e Inmobiliarios y de Materiales Básicos, Industria y Construcción que experimentaron los mayores retrocesos durante la crisis, aún están alrededor de un 60% y un 45% respectivamente por debajo de sus máximos de 2007. Petróleo y Tecnología también retroceden cerca de un 30% y un 40% respecto a los niveles de hace diez años.

Esta es una característica de la evolución de las cotizaciones en la Bolsa española que subraya la severidad de la crisis económica desatada desde el núcleo básico de la economía española en aquellos años: el sector inmobiliario y financiero. Tanto es así que, en la actualidad, mientras muchas voces empiezan a alertar sobre un proceso de corrección de precios en Bolsas como la norteamericana que transita por valores máximos históricos de índices como el Nasdaq 100, el Standard & Poor 500 o el Dow Jones que han crecido más del 250% desde los mínimos anotados en febrero de 2009, en el caso de la Bolsa española las circunstancias se vean de forma ligeramente distinta teniendo en cuenta que la revalorización del IBEX 35 en ese mismo período ha sido del orden del 35%, el PER está en senda descendente desde hace 5 años y se sitúa en 15 veces frente a un promedio histórico de 16 y, por último, la ratio Precio/Valor Contable es de 1,4 veces (medio punto inferior a la media histórica).

**VARIACIÓN DE ÍNDICES IBEX DESDE MÍNIMOS (JUL.2012), DESDE MÁXIMOS (NOV. 2007) Y EN 2017**



... Pasa a página 55

## La volatilidad en mínimos de 3 décadas

SU NIVEL HISTÓRICAMENTE BAJO COMBINADO CON IMPORTANTES ASCENSOS EN LAS COTIZACIONES DAN COMO RESULTADO LOS MEJORES BINOMIOS DE RENTABILIDAD/RIESGO DE LA HISTORIA RECIENTE DE LAS BOLSAS.

Uno de los factores más sorprendentes de los mercados de valores en 2017 ha sido la práctica ausencia de volatilidad durante todo el año. Que los Bancos Centrales de las principales áreas económicas desarrolladas del mundo (EEUU y Europa) hayan cooperado durante años en materia de regulación para asegurar un sistema financiero más seguro y armonizado o que hayan demostrado decisión y poder para reducir acontecimientos financieros o económicos negativos imprevistos, parecen haber sido soportes fundamentales para oxigenar el momento del ciclo económico en gran parte del mundo. Consecuentemente los niveles de confianza de los agentes económicos en los países desarrollados han mejorado mucho en 2017 y se han apuntalado positivamente para contribuir a un sorprendente y generalizado ambiente de estabilidad económica que ha contribuido a reducir la volatilidad de los precios de las acciones.

Los valores anuales son tan anómalos que, por ejemplo, en el caso del índice Dow Jones la volatilidad de los precios es del 8%, el valor mínimo en períodos anuales de los últimos 30 años y 11 puntos por debajo del promedio de este dilatado período que se acerca al 19%. En tales circunstancias el binomio rentabilidad / riesgo anual que presenta la Bolsa norteamericana en 2017 es, con diferencia, el más elevado del mundo en este ejercicio y de su historia contemporánea: 3.12 puntos de rentabilidad por cada uno de riesgo asumido en el año.

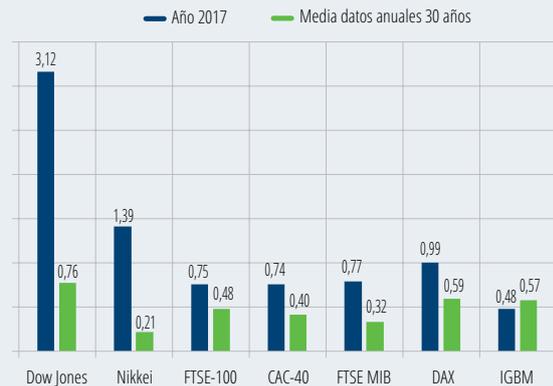
Esta situación de rentabilidad anual elevada y volatilidad reducida se repite con un valor de la ratio Sharpe de 1,39 en los resultados para el índice japonés Nikkei, una cifra que es casi 7 veces la que arroja en su promedio histórico. En el resto de Bolsas los valores de Sharpe son altos pero no máximos históricos aunque, eso sí, en todos los casos menos en España son cifras muy superiores al promedio histórico anual y también en todos los casos la volatilidad anual es la más baja de las últimas tres décadas.

La Bolsa española también muestra niveles de volatilidad muy reducidos en el año: 15,94% anual el IGBM con precios diarios de cierre de 2017. Una cifra que es la mitad de la anotada en 2016 y 9 puntos por debajo del 24,5% que arroja su promedio anual histórico de períodos anuales naturales. Sin embargo, dado el parón que ha sufrido la escalada de precios desde mediados de mayo hasta estos días, su ratio Sharpe es de 0,48 puntos, por debajo de su media histórica contemporánea en esta comparación.

### RATIO SHARPE EN DIFERENTES BOLSAS MUNDIALES

PUNTOS DE RENTABILIDAD POR CADA UNO DE RIESGO ASUMIDO

Volatilidad o riesgo calculado sobre cierres diarios de cada año natural



**ÍNDICES SECTORIALES Y SUBSECTORIALES DEL ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID (IGBM)**

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

	29 DICIEMBRE-17 (VALOR)	% año 2017	% año 2007/2017
<b>IGBM</b>	<b>1.015,17</b>	<b>7,59</b>	<b>-38,18</b>
Petróleo y Energía	1.308,71	3,92	-32,14
Petróleo	813,89	9,87	-42,43
Electricidad y Gas	1.533,95	2,02	-28,68
Energías Renovables	591,87	28,73	-62,11
<b>Mat. Basicos Ind. y Constr.</b>	<b>1.230,10</b>	<b>2,59</b>	<b>-45,25</b>
Minerales , Metales y Transform.	1.256,32	14,17	-47,35
Fabric. y Montaje B. de Equipo	1.234,48	-19,29	-49,92
Construcción	1.443,35	9,94	-35,27
Materiales de Construcción	114,92	-7,46	-90,89
Industria Química	330,84	55,43	-74,86
Ingeniería y Otros	1.471,70	-9,86	-68,52
Aeroespacial	3.890,37	33,31	281,05
<b>Bienes de Consumo</b>	<b>4.655,17</b>	<b>-2,09</b>	<b>167,73</b>
Alimentación y Bebidas	2.275,35	5,16	60,12
Textil, Vestido y Calzado	6.386,65	-10,43	236,37
Papel y Artes Gráficas	1.925,60	84,41	47,71
Prod. Farmacéuticos y Biotecnología	2.659,08	14,59	38,51
Otros Bienes de Consumo	6.565,00	72,75	339,97
<b>Servicios de Consumo</b>	<b>1.641,00</b>	<b>23,28</b>	<b>35,52</b>
Ocio, Turismo y Hostelería	667,09	3,42	-42,98
Comercio	82,04	-7,82	-94,32
Medios Comunicación y Publicidad	469,54	-16,12	-50,57
Transporte y Distribución	5.029,76	32,29	346,50
Autopistas y Aparcamientos	2.065,02	39,53	33,76
Otros Servicios	2.648,75	10,39	78,43
<b>Serv. Financieros e Inmob.</b>	<b>619,98</b>	<b>10,50</b>	<b>-60,36</b>
Bancos y Cajas de Ahorro	550,77	10,56	-62,36
Seguros	1.843,10	0,13	5,45
Cartera y Holding	2.151,62	19,78	20,65
Inmobiliarias y Otros	253,91	17,62	-88,28
Servicios de Inversión	865,80	-4,26	-41,79
SOCIMI	1.474,55	18,82	-
<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	<b>926,90</b>	<b>7,47</b>	<b>-42,45</b>
Telecomunicaciones y Otros	640,22	-5,14	-60,20
Electrónica y Software	3.654,41	36,63	138,22

... Viene de página 52

No obstante el riesgo de una corrección de precios en los mercados de acciones de Estados Unidos es un factor que gana peso a tenor de los resultados de algunas encuestas relevantes entre gestores de fondos y otros datos cuantitativos que señalan cierta inminencia de un recorte en las cotizaciones bursátiles. De producirse, habrá que estar atentos al impacto que puede tener en Bolsas como la española que no presenta sesgos de sobrevaloración tan claros como otras plazas.

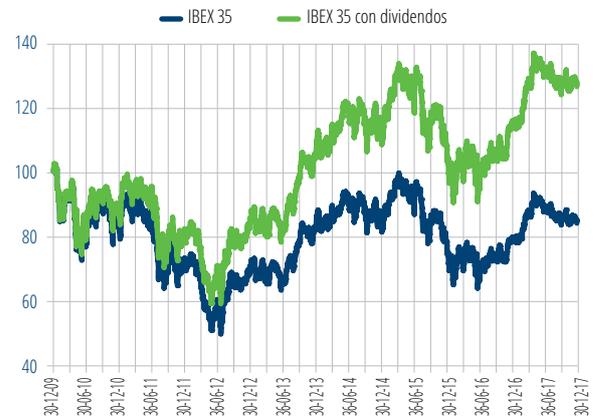
### IMPORTANTE APORTACIÓN DEL DIVIDENDO AL RENDIMIENTO DE LAS ACCIONES

Un año más destacamos la importancia del dividendo y su impacto en el comportamiento de los índices. Los resultados mejoran bastante si se incorporan a la evolución de los precios los elevados dividendos satisfechos en los últimos años por el grueso de las cotizadas españolas. Por ejemplo, en los 8 años que el Dow Jones no ha cesado de crecer (desde el cierre de 2009), el IBEX 35 ha retrocedido un 15% mientras que el IBEX 35 Con Dividendos ha crecido un 25% (40 puntos de diferencia). Si consideramos sólo el último período anual, 2017, ya hemos dicho que la diferencia que marca la reinversión del dividendo es cercana a 3,9 puntos porcentuales de rendimiento extra. Desde los niveles mínimos de precios marcados por los índices de la Bolsa española en estos años de crisis, en julio de 2012, el IBEX con Dividendos se ha revalorizado alrededor del 115% y el IBEX 35, un 71%.

Se pone de manifiesto de nuevo que la retribución al accionista es muy atractiva en la Bolsa española, hecho que la coloca un año más entre los líderes internacionales en rentabilidad por dividendo (+4,1%).

#### IBEX 35 vs IBEX 35 CON DIVIDENDOS

2010 - 2017 . BASE 100 31/12/2009



## 3.2

## Los inversores

Como se ha señalado ya en diferentes partes de este Informe, durante todo el año se ha producido una mejora gradual de la confianza de los inversores en todo el mundo propiciada por un ciclo económico mundial mayoritariamente positivo y un entorno de tipos de interés relajados y predecibles en lo que afecta a las decisiones de la Reserva Federal y el BCE. Esta confianza se ha traducido, para los mercados de Renta Variable, en cotizaciones generalmente alcistas y niveles de volatilidad muy bajos. La consecuencia de estos hechos sobre la actividad transaccional en las Bolsas es doble: por un lado, se reduce el número de órdenes y compraventas procedentes de gestores que siguen estrategias de puramente especulativas de arbitraje (sostenidas principalmente por HFTs) con el consiguiente impacto negativo en los volúmenes transaccionales, pero sin embargo, por otro lado, el ascenso de los precios y la estabilidad general opera a favor del aumento de la negociación efectiva de acciones entre los inversores profesionales de otro tipo y entre los pequeños también.

En este contexto, los volúmenes negociados en acciones en la Bolsa española en 2017 han seguido una pauta continuista respecto a los anotados en 2016. El mercado de valores español ha hecho gala, un año más, de una extraordinaria capacidad para promover la liquidez de las inversiones en un entorno donde los extranjeros siguen siendo protagonistas destacados de la actividad, las familias han visto crecer su riqueza financiera, hay figuras societarias nuevas y de amplia aceptación en el mercado que favorecen inversiones en sectores específicos (caso de las SOCIMIs) y, por último, la inversión colectiva se ha mostrado mucho más activa en general y particularmente en operativa sobre renta variable española.

## NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Período	Nº Sesiones	Efectivo (Mill.Euros)	Número de Títulos	Número de Operaciones	Número de Órdenes	Efectivo medio por sesión (Mill.Euros)	Efectivo medio por operación (Euros)
2003	250	494.346	56.944.007.159	14.028.546	28.545.921	1.977,38	35.238,56
2004	251	636.895	58.840.731.099	13.601.664	25.637.545	2.537,43	46.824,79
2005	255	848.209	77.129.637.091	17.092.433	31.901.237	3.326,31	49.624,82
2006	254	1.150.566	87.183.222.987	23.143.452	40.385.557	4.529,79	49.714,52
2007	253	1.665.873	110.723.382.322	34.541.667	69.995.919	6.584,48	48.227,91
2008	254	1.243.168	119.701.200.701	36.937.580	88.957.918	4.894,36	33.655,91
2009	254	897.187	114.201.475.356	31.606.663	94.219.392	3.532,23	28.386,00
2010	256	1.037.277	133.586.756.603	40.456.534	175.640.317	4.051,86	25.639,30
2011	257	925.321	161.072.208.294	45.801.150	284.876.154	3.600,47	20.203,01
2012	256	698.950	195.990.292.207	40.594.732	251.940.470	2.730,27	17.217,75
2013	255	703.669	198.058.280.964	48.607.561	288.458.392	2.759,49	14.476,53
2014	255	883.869	202.396.476.962	70.921.145	471.886.313	3.466,15	12.462,70
2015	256	962.166	205.835.184.671	61.964.033	645.222.729	3.758,46	15.527,81
2016	257	652.925	177.768.106.300	54.443.888	611.272.764	2.540,57	11.992,63
<b>2017</b>	<b>255</b>	<b>651.489</b>	<b>203.054.548.041</b>	<b>50.947.187</b>	<b>422.642.108</b>	<b>2.554,86</b>	<b>12.787,55</b>

Los volúmenes de negociación en acciones en la Bolsa española en 2017 han alcanzado la cifra de 651.489 millones de euros. Si bien es cierto que este registro es casi igual al del año pasado, la evolución mensual de los volúmenes a lo largo del año 2017 ha sido inversa a la de 2016. A partir de mayo de 2017 los volúmenes mensuales de negociación han superado los registros de los mismos meses de 2016 hasta noviembre, y esto se ha producido a pesar del habitual frenazo estival y de la incierta coyuntura política española sentida con mayor intensidad durante los meses posteriores al verano.

El número de operaciones ejecutadas sobre acciones en 2017 fue de 51 millones, un poco inferior a los 54 millones alcanzados en 2016. A pesar de todo la cifra es muy alta, sobre todo si tenemos en cuenta que partimos de records históricos (2014 y 2015) y que el número de operaciones cruzadas de 2017 está muy por encima de las ejecutadas en 2007, año en el que se alcanzó el record histórico anual en importe efectivo negociado con 1,66 billones de euros, un billón más que en 2017.

En cuanto al número de órdenes sobre valores de renta variable canalizadas por los sistemas de la Bolsa española en 2017, ascendió a 423 millones, un 31% por debajo de las contabilizadas en 2016. Como ya hemos mencionado una de las posibles razones de este descenso está en que la baja volatilidad ha hecho que en la operativa algorítmica de alta velocidad (HFT) haya sido más reducida. Lógicamente, este descenso de actividad también tiene consecuencias sobre el número de operaciones de compraventa sobre acciones finalmente ejecutadas que, como hemos visto, se han movido en valores similares a los de 2016.

Lo más importante en este capítulo es que, un año más, la Bolsa española ha sido el principal polo de la alta liquidez demostrada por las acciones que se negocian en el mercado. En 2017 y a pesar de convivir ya en un entorno de fuerte competencia por los volúmenes de negociación en toda Europa, BME se ha hecho fuerte en torno al mantenimiento del 75% del volumen negociado en las acciones de las multinacionales más reconocidas. Con esta cuota cerró el año 2016 y en 2017, a pocos días de aumentar las exigencias MiFID sobre mejor ejecución, las horquillas y la profundidad que ofrecen los sistemas de negociación de la Bolsa española sobre la mayoría de los valores incluidos en algún índice de la familia IBEX son, sin duda, los mejores que existen.

#### RANKING DE CONTRATACIÓN DE 2017 DE LOS VALORES DEL ÍNDICE PANEUROPEO EUROSTOXX 50

Ranking	Nombre	Total origen (euros)	Total MTFs (euros)	% ponderacion en el Índice (Dic. 2017)
1	<b>Banco Santander</b>	113.663.406.170	40.600.348.381	3,55%
2	<b>Intesa Sanpaolo SpA</b>	71.397.060.800	35.394.313.011	1,53%
3	<b>Telefonica SA</b>	64.449.132.620	18.099.446.671	1,79%
4	<b>Banco Bilbao Vizcaya Argentaria</b>	64.256.718.340	24.235.202.459	2,00%
5	<b>Total SA</b>	63.452.609.250	38.738.410.410	4,57%
6	<b>Siemens AG</b>	60.516.808.020	36.577.696.256	4,40%
7	<b>BNP Paribas</b>	59.459.829.170	39.735.374.918	2,89%
8	<b>Daimler AG</b>	59.179.675.000	31.623.920.759	2,70%
9	<b>Deutsche Bank AG</b>	56.321.526.720	23.744.387.140	1,29%
10	<b>ING Groep NV</b>	56.028.769.100	30.877.530.373	2,44%
20	<b>Inditex SA</b>	44.207.924.200	16.332.400.968	1,63%
24	<b>Iberdrola</b>	33.923.635.370	14.967.525.366	1,74%

## LA ELEVADA LIQUIDEZ DE LOS VALORES ESPAÑOLES VUELVE A DESTACAR EN 2017

Un año más la Bolsa española continúa siendo puntera en la liquidez de sus valores negociados, como lo lleva siendo en los últimos. Una de las razones de la gran actividad que los inversores generan en torno a los valores cotizados en la Bolsa española es el poco coste de iliquidez soportado. Los cambios operados durante el último cuarto de siglo en BME han transformado los sistemas técnicos, operativos y de organización lo que ha permitido canalizar importantes volúmenes de inversión y dotar al mercado de mayor liquidez, además de transparencia y eficacia.

A pesar de que los anómalos e históricamente bajos registros de volatilidad de precios experimentados en los mercados de acciones cotizadas de todo el mundo en 2017 han operado en detrimento de un mayor nivel de actividad transaccional en los mercados de valores, la Bolsa española se ha mostrado, un ejercicio más, altamente competitiva y solvente en la gestión de las transacciones de negociación canalizadas y ejecutadas.

La Bolsa española muestra, y ha mostrado durante todo el año, la mejor horquilla de precios y volúmenes asociados al grueso de sus principales valores cotizados (los incluidos en el IBEX 35 y el Ibex Medium Cap). Tanto es así que, a pesar de una segunda mitad de año dónde ha visto como uno de los multiplicadores del volumen, las cotizaciones, se ha quedado rezagado frente a otros mercados, el importe negociado en acciones ha mantenido los niveles del año anterior (muy positivo para la recuperación de las cifras de volumen negociado). Pues bien, además de esto, el mercado de valores español prácticamente ha conservado el 75% de los volúmenes contratados sobre sus acciones cotizadas más significativas.

Este porcentaje del 75% es el que ya obtuvo en 2016 para los valores españoles incluidos en el índice Eurostoxx 50 en 2016. Es decir que, en 2017, los centros de negociación competidores no han conseguido detraer de forma sistemática liquidez y cuota a la Bolsa española.

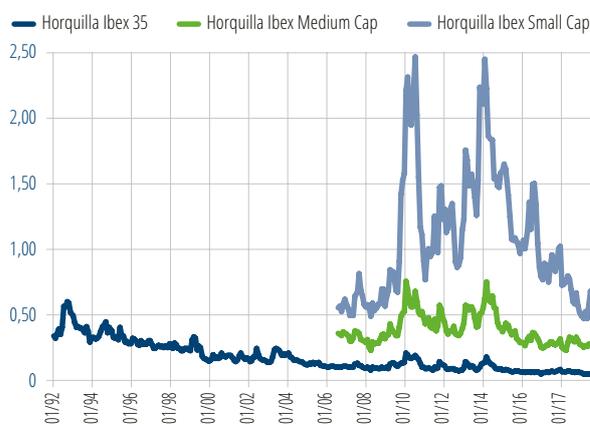
Un año más la calidad y la demanda de acciones de las multinacionales españolas cotizadas e incluidas en el Eurostoxx 50 ha sido destacada. En 2017 han sido 3 los valores españoles posicionados entre los 10 más negociados de la Eurozona y dos más se situaron en las posiciones 20ª y 24ª. Es decir que el 10% de los valores del Eurostoxx 50 son españoles y todos ellos están situados en la mitad más alta en términos de negociación efectiva con un peso total del 14% sobre el total contratado en los 12 meses de 2017 por los 50 valores del índice.

## LAS HORQUILLAS DE PRECIOS DE LAS ACCIONES EN MÍNIMOS HISTÓRICOS

La calidad de la ejecución de las operaciones de compraventa en la Bolsa tiene en las horquillas de precios uno de los elementos de evaluación más importante. A menor "distancia" entre los precios a los que se posicionan títulos a la compra y títulos a la venta en el sistema de negociación correspondiente, más aumentan las probabilidades de que se ejecute una operación. El otro elemento que es definitivo para calibrar la mayor o menor probabilidad de que se cruce una operación es lo que se conoce como profundidad de las órdenes, es decir que el número de títulos a los que se asocian precios de oferta y/o demanda sean suficientemente elevados para que compradores y vendedores puedan dar por cumplidas sus expectativas.

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA HORQUILLA PROMEDIO MENSUAL DEL CONJUNTO DE VALORES CORRESPONDIENTES A CADA ÍNDICE IBEX.

PROMEDIOS DIARIOS MES A MES (1992-2017)



En ambos casos, precios y volúmenes asociados a las órdenes expuestas en sus sistemas, la posición de la Bolsa española es muy destacada en lo referente a los títulos de empresas cotizadas en sus plataformas. En concreto, durante el año 2017 han continuado estrechándose las horquillas promedio del conjunto de valores incluidos en el IBEX 35 y en el IBEX Medium Cap y, algo menos, en el IBEX Small Cap que, no obstante, en 2017 ha visto aumentar un 83% el volumen efectivo negociado sobre el total de las 30 referencias empresariales que lo integran. Las horquilla o spread medio de los valores del IBEX 35 transita por mínimos históricos de 5,1 puntos básicos (0,051%), es decir 1pb menos que hace un año. Por su parte el IBEX Medium presentaba en diciembre una horquilla de 25 puntos básicos, también cerca de los mínimos en una década y 5 pb inferior a lo presentado hace ahora un año. Por último el IBEX Small registraba en noviembre de 2017 una horquilla promedio de 52 puntos básicos, una cifra pequeña y muy competitiva.

## LA ACTIVIDAD EN TORNO A ETFs Y WARRANTS CAE EN 2017

---

Por razones diferentes, el camino descendente seguido por los volúmenes de negociación de ETFs y warrants en la Bolsa española ha sido paralelo. En el primer caso, principalmente porque la falta de adecuación de las reglas fiscales que les afectan a las necesidades de los inversores les resta mucha competitividad frente a los fondos tradicionales (no cotizados). En el segundo porque en ausencia casi total de volatilidad los warrants y productos negociados asimilables a esta categoría tienen poco encaje en las estrategias de los inversores. Ya hemos dicho que la volatilidad ha sido durante todo el ejercicio anormalmente baja respecto a su historia.

La negociación acumulada de ETFs en 2017 se redujo un 26,1% frente al volumen efectivo anotado en 2016.

Si en 2018 llegan algunas de las modificaciones fiscales solicitadas por BME y otros intermediarios para hacer más competitivos este tipo de productos de inversión, podría pensarse en que este segmento bursátil recobrará el impulso que pareció tener en sus comienzos (hace alrededor de una década) y experimentar parte del crecimiento y la elevada aceptación que ha tenido en otros países, especialmente en Estados Unidos.

## LOS EXTRANJEROS Y LAS FAMILIAS EJES FUNDAMENTALES DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL

---

Si la participación de los inversores extranjeros en la propiedad de las empresas españolas cotizadas en Bolsa ya marcó al cierre de 2016 su mayor nivel histórico con el 43,1% del valor total, los datos provisionales correspondientes al cierre del primer semestre de 2017 apuntan a un nuevo record histórico por encima del 45%. La cuota actual es casi 13 puntos superior a la registrada en 1992 y refleja el intenso proceso de apertura al exterior tanto del mercado bursátil español como especialmente de las empresas españolas cotizadas, que han conseguido apoyarse en la visibilidad que proporciona el mercado de capitales y en la financiación exterior para crecer. En los casi 10 años de intensa crisis financiera y económica mundial, agravada en Europa por la crisis de deuda soberana de 2011 y primera mitad de 2012, sus momentos de máxima tensión para España, la confianza de los inversores extranjeros en las empresas cotizadas en la Bolsa española se ha mantenido.

También mantienen la confianza en el mercado las familias. Es el segundo grupo en importancia de la Bolsa con una cuota de propiedad de acciones del orden del 23-24%.

De acuerdo con datos del Banco de España, el valor de la cartera de acciones cotizadas en manos de familias en junio de 2017 alcanzaba los 136.395 millones de euros, un 6% por encima del cierre de 2016 y un 47% más que al cierre del año 2011, en los peores momentos de la crisis de deuda soberana en España. Este aumento es consecuencia tanto de las revalorizaciones bursátiles como de las nuevas adquisiciones de acciones realizadas por los hogares españoles, impulsadas en muchos casos por las políticas de dividendos en acciones (scrip dividend) practicadas por muchas compañías cotizadas.

La Encuesta Financiera de las Familias coordinada por el Banco de España permite acceder a datos referidos a las características de la participación de los hogares españoles en acciones cotizadas aunque no recientes. Así, de acuerdo con la oleada referida a 2014, un 11,4% de los hogares españoles eran en esa fecha propietarios de acciones cotizadas, lo que representa una cifra de 2,09 millones de hogares si la aplicamos al número total de hogares en España, y 5,25 millones de personas con exposición a acciones si utilizamos el número medio de personas por hogar.

El número de hogares propietarios de acciones crece de forma sostenida desde la primera Encuesta Financiera realizada en 2002, de 1,51 millones. Entre ese año y 2014 el aumento es del 38%. El número de personas con exposición financiera a acciones cotizadas por su vínculo familiar crece en ese mismo periodo de 4,43 millones a 5,25 millones, casi un 19%.

### LA EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES CONTRIBUYE A LA RECUPERACIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Como parte importante del balance de los mercados en 2017 hay que señalar la recuperación del patrimonio financiero de los hogares en España. El patrimonio neto o riqueza financiera neta de los mismos marcó un nuevo record histórico al cierre del primer semestre de 2017: rozó los 1,37 billones de euros, un 4,5% más que a cierre de 2016. Desde 2008, la riqueza neta ha aumentado casi un 89% en España, más de 640.000 millones de euros, convirtiéndose en los últimos años en un apoyo fundamental de la recuperación de la economía española.

La posición financiera neta es el resultado de restar el endeudamiento (los pasivos financieros) a los activos financieros totales. Su mejora es consecuencia tanto del aumento del valor de sus activos financieros como del descenso del endeudamiento.

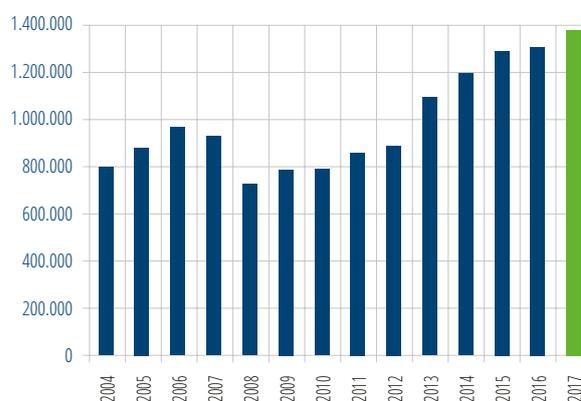
Los activos financieros de los hogares españoles se situaban, el pasado mes de junio, en 2,14 billones de euros, un 3,1% más que al cierre de 2016 de acuerdo con datos de las Cuentas Financieras de la economía española del Banco de España. La recuperación desde los niveles de 2008 era del 27%, más de 459.000 millones de euros.

El endeudamiento total de los hogares alcanzaba los 777.000 millones de euros, con un leve aumento del 0,7% respecto al cierre de 2016. Desde 2008 el descenso de la deuda de los hogares supera los 183.000 millones de euros, un 20%. En la actualidad, en términos de PIB, se encuentra ligeramente por encima de la media europea que roza el 60% del PIB.

Entre los factores que han contribuido a este excelente desempeño de la riqueza financiera agregada de los hogares se encuentra tanto el aumento del ahorro financiero provocado por la reducción de la inversión inmobiliaria como la creciente diversificación de su cartera de activos financieros hacia instrumentos como acciones, fondos de inversión, seguros de vida o planes de pensiones. Esta diversificación ha permitido aprovechar las revalorizaciones de los últimos años para impulsar el valor de sus activos financieros. Además, como acabamos de ver con datos, las familias españolas están inmersas desde hace casi 8 años en un intenso proceso de reducción del endeudamiento.

#### RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

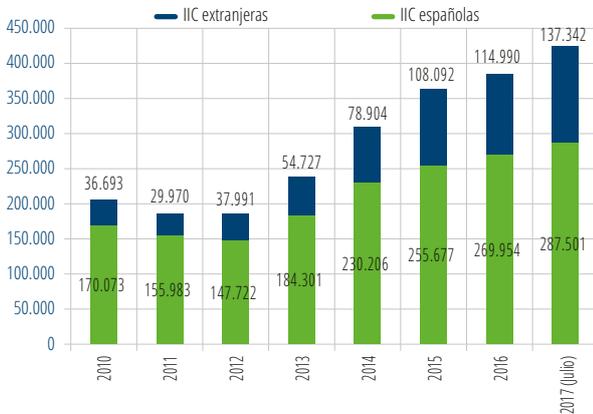
ACTIVOS FINANCIEROS MENOS PASIVOS FINANCIEROS . 2004 - 2017 (1º SEM)  
MILLONES DE EUROS.



FUENTE: Cuentas Financieras. Banco de España

## PATRIMONIO DE IIC ESPAÑOLAS Y DE IIC EXTRANJERAS EN MANOS DE INVERSORES NACIONALES

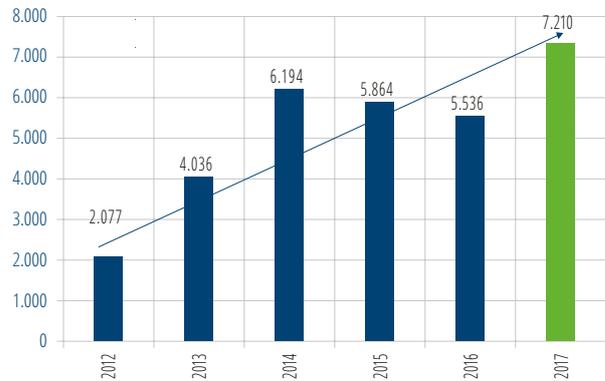
2010 - 2017 (JULIO). DATOS EN MILLONES DE EUROS.



Fuente: CNMV

## EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE RENTA VARIABLE

2012 - 2017. DATOS EN MILLONES DE EUROS.



Fuente: INVERCO

## LOS ACTIVOS BAJO GESTIÓN EN FONDOS DE INVERSIÓN HAN CRECIDO DESDE 2012 UN 113% Y LOS FONDOS DE RENTA VARIABLE UN 247 %

Otro de los elementos que han contribuido a mantener el dinamismo de los mercados de valores en 2017 ha sido la continua recuperación de los niveles de actividad del mercado de fondos de inversión tradicionales.

En la actualidad los inversores españoles tienen acumulados casi 425.000 millones de euros en fondos y sociedades de inversión (IIC), tanto domésticos como internacionales. En los últimos cinco años el patrimonio acumulado de las IIC españolas y de las IIC extranjeras ha crecido un 130% tanto en patrimonio como en número de partícipes. En este período se han canalizado hacia estos instrumentos de ahorro cerca de 240.000 millones de euros.

El impulso de los flujos de ahorro hacia los fondos de inversión domésticos sigue una tendencia creciente y sostenida desde 2012, siendo especialmente significativo el crecimiento de los fondos de renta variable nacional cuyo patrimonio aumenta un 247%.

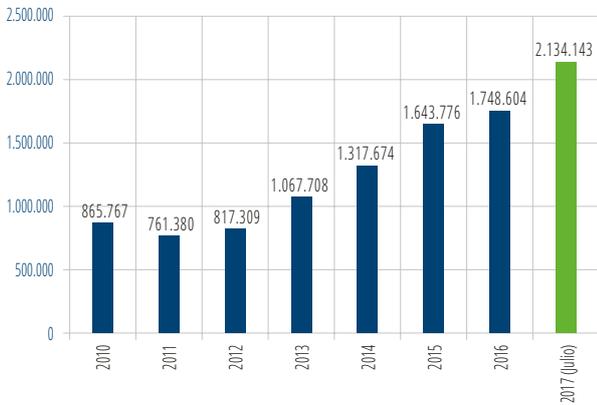
Según datos de INVERCO, en 2017 el patrimonio de los Fondos de Inversión españoles experimentó un crecimiento de 27.410 millones de euros, casi un 12% más que el pasado año, hasta situarse en 262.847 millones de euros. Este avance consolida la senda alcista iniciada en 2012 y sitúa el nivel del patrimonio gestionado por el sector en valores superiores a los existentes antes de la crisis. Desde diciembre de 2012, los Fondos de Inversión experimentan un aumento en su volumen de activos de 140.525 millones de euros, un 115% más que hace apenas cinco años.

Desde marzo de 2016 los Fondos de Inversión han acentuado su ritmo de captaciones de fondos de tal manera que, en diciembre de 2017 registraron veintidós meses consecutivos de suscripciones netas positivas superiores a los 1.000 millones de euros. En el conjunto del año el volumen de suscripciones netas asciende a 21.409 millones de euros. Más del 70% del incremento del patrimonio de los Fondos de Inversión tiene su origen en las inversiones netas de los partícipes.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión se ha incrementado de forma significativa durante 2017, con una variación de casi el 24% hasta alcanzar los 10,34 millones de propietarios. Desde el mínimo marcado en diciembre de 2012, un total de 5.858.387 nuevos partícipes han canalizado sus inversiones a través de los Fondos de Inversión, un 130% más

**IIC EXTRANJERAS (FONDOS Y SOCIEDADES). PARTÍCIPES ESPAÑOLES**

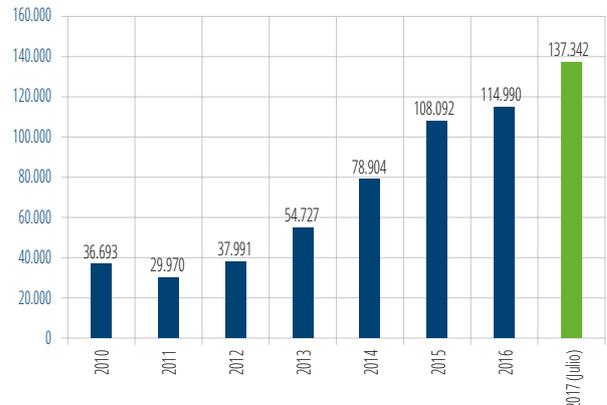
2010 - 2017 (JULIO).



Fuente: CNMV

**IIC EXTRANJERAS (FONDOS Y SOCIEDADES). PATRIMONIO EN MANOS DE INVERSORES ESPAÑOLES**

(DATOS EN MILLONES DE EUROS), 2010 - 2017 (JULIO).



Fuente: CNMV

que a finales de 2012. Por categorías, los incrementos más relevantes durante este año se produjeron en aquellas categorías que también mostraron un crecimiento significativo en su patrimonio. Así el 60% de los nuevos partícipes eligió fondos de renta variable nacional.

**LAS IIC EXTRANJERAS AUMENTAN SU PRESENCIA EN ESPAÑA**

La expansión del segmento de las IIC comercializadas en España que comenzó con fuerza en 2012 y que pareció detenerse en 2016 ha retomado su senda ascendente en 2017. Con datos hasta julio de 2017 el patrimonio de estas instituciones se incrementó un 19,4% hasta alcanzar los 137.342 millones de euros. Este volumen representa el 32,2% del patrimonio total de las IIC comercializadas en España, un porcentaje muy superior al que representaba al inicio de la crisis, un 8%. En tan solo cinco años el patrimonio de estas instituciones se ha multiplicado casi por cuatro, pasando de los 37.990 millones de euros en 2012 a los actuales 137.342 millones.

Durante la primera mitad de 2017 el incremento de la inversión de las IIC extranjeras se produjo tanto en los fondos como en las sociedades de inversión. El patrimonio de los fondos aumentó un 25,9% durante el primer semestre de 2017, hasta situarse en 26.864 millones de euros. Las sociedades registraron un incremento patrimonial del 18% hasta los 110.477 millones. De forma similar a la evolución de la inversión, el número de inversores creció un 4% en los fondos y un 8,5% en las sociedades. El número total de inversores asciende a 2.134.143, un 7,5% más que en diciembre de 2016.

En cambio, el número de instituciones disminuyó en 7 en el caso de los fondos, hasta los 430, pero esta cifra se vio compensada por el incremento del número de sociedades, que alcanzaron las 527, siendo 37 más que al cierre de 2016. A finales de julio había un total de 957 IIC extranjeras registradas en la CNMV.

## Las SOCIMI movilizan importantes recursos e inversión en torno al sector inmobiliario

Con cuatro años de vida y un fuerte apoyo de capital extranjero, las SOCIMI se consolidan como un instrumento útil para impulsar la reactivación económica y de mercado de un sector, el inmobiliario, muy dañado por la crisis que, aún con todo, incluye actividades que representan algo más del 10% del PIB español desde el lado de la oferta. Con ellas, la capitalización del sector inmobiliario en Bolsa ha crecido desde un mínimo de 3.620 millones de euros (mayo 2012) a los más de 17.613 millones actuales, de los cuales casi el 73% pertenecen a las 52 SOCIMI registradas en este momento tras las 19 nuevas incorporaciones al mercado que se han producido a lo largo del año 2017 (de las 52, a 31 de diciembre, había 5 cotizadas en la propia Bolsa y 47 admitidas en el MAB). Este crecimiento es un indicador importante respecto a la vuelta de la actividad a un sector clave en la estructura económica del país.

Las SOCIMI entraron con fuerza en el mercado español en 2014 y han continuado su floreciente desarrollo en 2017. Durante este año Inmobiliaria Colonial que se ha convertido en SOCIMI con efecto desde el 1 de enero, junto con Axiare, Hispania, Merlin Properties y Lar España conforman un grupo que cotiza en la Bolsa y tiene una capitalización cercana a los 13.000 millones de euros. El resto de SOCIMI se negocian en el MAB y totalizan un valor de mercado de 7.920 millones de euros.

El sector de las SOCIMI ha tenido un comportamiento al alza en la Bolsa en los tres últimos años: su volumen efectivo de contratación ha pasado de los 3.345 millones de euros en 2014 a más de 10.000 millones de euros durante este año. Hasta diciembre de este año, las SOCIMI habían realizado en el ejercicio 14 ampliaciones de capital por un importe de 832 millones de euros. En términos de retribución al accionista han repartido en el año 423 millones de euros en dividendos, un 1,61% de la cifra total distribuida por el conjunto de empresas listadas en Bolsa en 2017

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

A finales de 2013, el Mercado Alternativo Bursátil inauguraba el nuevo segmento de negociación de las SOCIMI con dos incorporaciones: Entrecampos Cuatro y Promorent. El 2 de julio de 2014 se incorporaba al MAB la tercera de las SOCIMI, Mercal Inmuebles. En 2015 se estrenaron ocho nuevas SOCIMI y en 2016 lo hicieron 17 que junto con las 19 de este año totalizan un total de 47 empresas admitidas en el MAB.

### EVOLUCIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO COTIZADO EN LA BOLSA ESPAÑOLA DESDE POCO ANTES DE LA CRISIS

ENTRE DICIEMBRE 2005 Y DICIEMBRE 2017

	Fecha	Capitalización (mill. Euros)	Peso del sector en la capitalización de la Bolsa española (%)	Nº de empresas en el sector
<b>Valor de Inicio</b>	dic-05	19.341,90	3,3	32
<b>Valor máximo</b>	ene-07	51.139,40	6,6	30
<b>Valor mínimo</b>	may-12	3.619,40	1,1	23
<b>Valor actual</b>	dic-17	17.613,27	2,4	63
<b>Del cual son SOCIMIs</b>	<b>dic-17</b>	<b>12.907,86</b>	<b>1,7</b>	<b>52</b>

Las cinco grandes SOCIMI cotizadas que han elegido la Bolsa para cotizar, es decir Merlin Properties, Hispania, Axiare Patrimonio, Lar España e Inmobiliaria Colonial, se han dedicado a la consecución de activos que les permitan hacer viables las extraordinarias apuestas que por sus proyectos han realizado grandes inversores internacionales. A principios de diciembre de 2017 las participaciones significativas declaradas de inversores extranjeros en el capital de estas sociedades se sitúan en el 7%, 75%, 14%, 59% y 23% respectivamente.

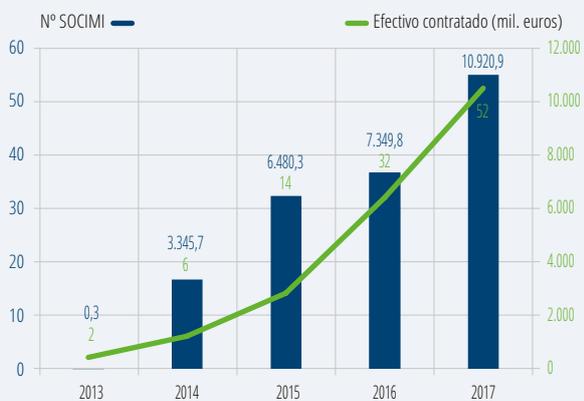
Merlin Properties es la mayor SOCIMI de las actualmente presentes en el mercado de valores español con una capitalización de 5.308 millones de euros, seguida de Inmobiliaria Colonial con 3.605 millones de euros, Hispania Activos Inmobiliarios con 1.714 millones de euros, Axiare con 1.456 millones y, en quinto lugar, Lar España Real Estate con un valor de mercado de 823 millones de euros.

### CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LAS SOCIMI

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

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

**EVOLUCIÓN DEL EFECTIVO CONTRATADO Y NÚMERO DE SOCIMI. 2013 - 2017**



FUENTE: BME

**EVOLUCIÓN DIARIA DEL IBEX 35 Y DEL SUBSECTOR SOCIMI (BASE 100: 30/12/2014). 30/12/2014 - 29/12/2017**



FUENTE: BME

### 3.3

## La Bolsa española: fuente recurrente y significativa de dividendos

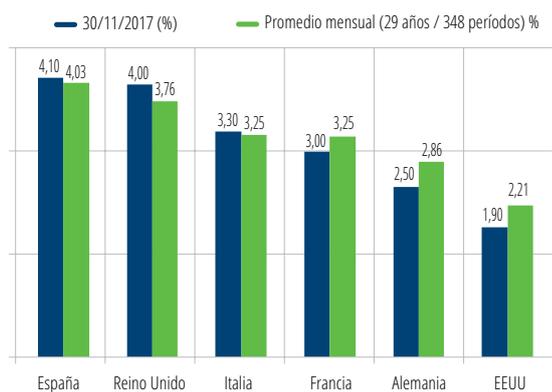
La rentabilidad por dividendo de la Bolsa española en 2017 ha vuelto a superar un año más el 4% y ya son más de 10 consecutivos superando este notable registro. Es un resultado que coloca al conjunto de las empresas cotizadas en España en posiciones de liderazgo internacional de forma sistemática en el último decenio. Usando datos mensuales de la agencia internacional Morgan Stanley Cap Int. 4,1% es la media histórica de 30 años de rentabilidad por dividendo para la Bolsa española. Un valor que supera en algo más de 2,5 puntos porcentuales el actual rendimiento que ofrece el tipo de interés sin riesgo de referencia en España, el Bono a 10 años, que cerró 2017 en el 1,57%.

El importe repartido por las empresas en forma de dividendo es un dato importante por lo que representa de colchón protector de los inversores frente a eventuales retrocesos de las cotizaciones. En 2017 el IBEX 35 con Dividendos acumuló una rentabilidad de 3,9 puntos porcentuales superior a la del IBEX 35. Es, sin duda, un atractivo sostenido e importante que es muy bien valorado por importantes gestores de carteras y fondos de todo el mundo, especialmente por los extranjeros que son los principales inversores y propietarios de acciones cotizadas en la Bolsa española.

En el ranking de rentabilidad por dividendo de empresas cotizadas, elaborado por BME al cierre del mes de diciembre, cincuenta empresas superan la rentabilidad del bono a 10 años: 29 de las 35 del IBEX 35; 10 de las 20 del IBEX Medium Cap; y 11 de las 30 que componen el IBEX Small. Además, veintidós de estas compañías tienen acciones cotizadas con rentabilidades por encima del 4,1%, la rentabilidad por dividendo media de los últimos 30 años en el total de la Bolsa española.

Entre las cotizadas con mayor rentabilidad por dividendo se sitúa este año Prosegur por encima de un 8 %, Saeta y Endesa con algo más de un 7% y BME, con registros superiores al 6%.

### ESPAÑA, UN AÑO MÁS, LÍDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



FUENTE: MORGAN STANLEY CAP. INT (NOVIEMBRE 2017)

### LA CONSISTENCIA DE LA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE LA BOLSA ESPAÑOLA

SUPERA SISTEMÁTICAMENTE A LA RENTABILIDAD DEL BONO A 10 AÑOS DURANTE UNA DÉCADA Y ESPECIALMENTE EN LOS ÚLTIMOS 3 AÑOS.



## LAS COTIZADAS RETRIBUYEN NUEVAMENTE A SUS ACCIONISTAS CON CASI DE 28.000 MILLONES DE EUROS

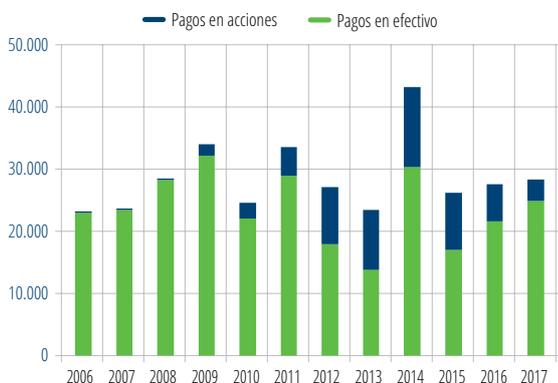
Entre enero y diciembre de 2017 las empresas cotizadas han repartido a sus accionistas 28.225 millones de euros en dividendos, devolución de aportaciones por primas de emisión y reducción de nominal. Solo en dividendos, las cotizadas han distribuido a sus accionistas 27.844 millones de euros, cifra que representa el 98 % de la retribución total en este año.

El 86 % del importe total de dividendos satisfechos por las cotizadas españolas han sido en efectivo y por un importe de un 2,60% más respecto al año anterior, debido fundamentalmente al dividendo de Telefónica que pagó su totalidad en efectivo el 12 de diciembre (0,20 euros por acción) en lugar de mediante scrip como lo hizo en noviembre anterior (0,34 por acción).

Desde 2006 el importe de dividendos repartido entre los accionistas presentes en la Bolsa española nunca ha sido inferior a 23.000 millones de euros, de tal suerte que en

### RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA (2006-2017)

MILLONES DE EUROS



### EL SCRIP DIVIDEND SIGUE REDUCIENDO SU PESO EN LA BOLSA ESPAÑOLA

% PAGADO EN ACCIONES SOBRE LOS TOTALES REPARTIDOS EN FORMA DE DIVIDENDO.



\*En el año 2014, si no descontamos los dividendos extraordinarios de Enesa, la retribución en acciones supondría un 45 %

### RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE LOS VALORES DEL IBEX 35

CÁLCULOS REALIZADOS POR EL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME A FECHA 29/12/2017 (\*)

	DIVIDENDOS BRUTOS POR ACCIÓN 2017 (€)	COT. 2017 actual (€)	DIVIDEND YIELD 2017
ENDESA	1,333	17,8550	7,466%
ENAGÁS	1,418	23,8700	5,941%
MEDIASET ESPAÑA	0,522	9,3590	5,576%
MAPFRE	0,146	2,6780	5,467%
TÉCNICAS REUNIDAS	1,396	26,4600	5,276%
GAS NATURAL	1,000	19,2500	5,195%
REPSOL	0,761	14,7450	5,161%
TELFÓNICA	0,400	8,1250	4,923%
DIA	0,210	4,3030	4,880%
IBERDROLA	0,312	6,4600	4,830%
RED ELÉCTRICA	0,859	18,7100	4,590%
BBVA	0,301	7,1120	4,232%
ACCIONA	2,875	68,0400	4,225%
ABERTIS	0,770	18,5500	4,151%
BANCO SANTANDER	0,210	5,4790	3,833%
FERROVIAL	0,719	18,9250	3,799%
ACERINOX	0,450	11,9150	3,777%
ACS	1,196	32,6200	3,666%
MERLIN	0,400	11,3000	3,537%
IAG	0,250	7,2360	3,455%
CAIXABANK	0,130	3,8890	3,343%
BANKINTER	0,250	7,9040	3,160%
BANCO SABADELL	0,050	1,6560	3,019%
BANKIA	0,110	3,9870	2,769%
VISCOFAN	1,490	55,0100	2,709%
INDITEX	0,680	29,0450	2,341%
AENA	3,830	169,0000	2,266%
INMOB. COLONIAL	0,165	8,2830	1,992%
AMADEUS	0,940	60,1100	1,564%
GRIFOLS	0,316	24,4250	1,292%
MELIÁ HOTELS	0,132	11,5000	1,143%
CELLNEX	0,086	21,3500	0,404%
INDRA	0,000	11,4050	0,000%
ARCELORMITTAL	0,000	27,0950	0,000%

\* Siemens Gamesa ha sido excluida de la lista ya que su cálculo está afectado por los 3,59 euros por acción que repartió Gamesa entre sus accionistas antes de fusionarse con Siemens. El dato atípico sería de orden del 36%.

## RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE LOS VALORES DEL IBEX MEDIUM CAP

CÁLCULOS REALIZADOS POR EL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME A FECHA 29/12/2017

	DIVIDENDOS BRUTOS POR ACCIÓN 2017 (€)	COT. 2017 actual (€)	DIVIDEND YIELD 2017
<b>BOLSAS Y MERCADOS</b>	1,800	26,5500	6,780%
<b>LOGISTA</b>	0,950	19,1700	4,956%
<b>FAES</b>	0,108	2,9400	3,673%
<b>ZARDOYA OTIS</b>	0,319	9,1200	3,498%
<b>EBRO FOODS</b>	0,570	19,5200	2,920%
<b>CORPORACION ALBA</b>	1,000	47,7200	2,096%
<b>CATALANA OCCIDENTE</b>	0,737	36,9400	1,995%
<b>GESTAMP AUTOMOCIÓN</b>	0,115	5,9560	1,936%
<b>CIE AUTOMOTIVE</b>	0,410	24,2100	1,694%
<b>AXIARE</b>	0,301	18,4200	1,631%
<b>APPLUS</b>	0,130	11,2750	1,153%
<b>HISPANIA</b>	0,157	15,7000	1,003%
<b>NH HOTELES</b>	0,050	6,0000	0,833%
<b>PROSEGUR CASH</b>	0,000	2,6760	0,000%
<b>NEINOR HOMES</b>	0,000	18,3000	0,000%
<b>LIBERBANK</b>	0,000	0,4420	0,000%
<b>OBRASCON HUARTE LAIN</b>	0,000	4,9810	0,000%
<b>SACYR</b>	0,000	2,3590	0,000%
<b>UNICAJA BANCO</b>	0,000	1,3140	0,000%

los 12 años transcurridos desde ese momento hasta hoy se han distribuido entre los inversores casi 350.000 millones de euros en concepto de retribución, fundamentalmente dividendos. Por hacernos una idea de la importancia y dimensión de este importe, señalar que equivale a cerca del 33% del PIB español en un año o a casi la mitad del valor total de mercado de las compañías cotizadas españolas en la actualidad.

En total, en 2017, han sido 122 las empresas cotizadas en la Bolsa española que han satisfecho dividendos. La gran mayoría lo hacen con subidas, excepto 11 compañías que lo bajan frente a lo realizado en 2016. Así mismo, 27 empresas han pagado dividendos a sus accionistas por primera vez como entidades cotizadas: se trata de 5 emisoras listadas en la propia Bolsa y de 22 SOCIMIs que negocian sus títulos en el MAB.

Por completar el cuadro, decir que algunas compañías que pagaron entre enero y diciembre del año anterior no lo han hecho este año. Tal es el caso, de Tubacex, Ercros, Reino de Medici, y Adveo

## RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE LOS VALORES DEL IBEX SMALL CAP

CÁLCULOS REALIZADOS POR EL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME A FECHA 29/12/2017

	DIVIDENDOS BRUTOS POR ACCIÓN 2017 (€)	COT. 2017 actual (€)	DIVIDEND YIELD 2017
<b>PROSEGUR</b>	0,564	6,5500	8,612%
<b>SAETA YIELD</b>	0,755	9,8100	7,699%
<b>EUSKALTEL</b>	0,360	6,7980	5,296%
<b>LINGOTES ESPECIALES</b>	0,803	17,8000	4,508%
<b>LAR ESPAÑA</b>	0,332	8,8900	3,735%
<b>ENCE</b>	0,168	5,5000	3,060%
<b>EUROPAC</b>	0,318	11,3150	2,811%
<b>CAF</b>	0,580	34,1800	1,697%
<b>TALGO</b>	0,072	4,2590	1,691%
<b>PARQUES REUNIDOS</b>	0,248	14,8500	1,668%
<b>MIQUEL Y COSTAS</b>	0,582	36,0100	1,616%
<b>ERCROS</b>	0,040	2,8600	1,399%
<b>FLUIDRA</b>	0,135	11,8100	1,145%
<b>AMPER</b>	0,000	0,1920	0,000%
<b>CODERE</b>	0,000	7,9900	0,000%
<b>DOGI</b>	0,000	3,4000	0,000%
<b>GL DOMINION</b>	0,000	4,3150	0,000%
<b>EDREAMS</b>	0,000	4,7700	0,000%
<b>GRUPO EZENTIS</b>	0,000	0,6130	0,000%
<b>FCC</b>	0,000	8,6260	0,000%
<b>MÁSMÓVIL</b>	0,000	87,9000	0,000%
<b>PHARMA MAR</b>	0,000	2,4800	0,000%
<b>QUABIT</b>	0,000	1,8800	0,000%
<b>REALIA</b>	0,000	1,1000	0,000%
<b>SOLARIA</b>	0,000	1,6300	0,000%
<b>TELEPIZZA</b>	0,000	4,7000	0,000%
<b>TUBACEX</b>	0,000	3,3500	0,000%
<b>TUBOS REUNIDOS</b>	0,000	0,7500	0,000%
<b>VOCENTO</b>	0,000	1,5300	0,000%

## LA RETRIBUCIÓN EN ACCIONES VUELVE A REBAJAR SU PESO EN EL TOTAL POR TERCER AÑO CONSECUTIVO

Los pagos de dividendos en acciones mediante la fórmula de scrip dividend realizados por las emisoras españolas han sido bastante relevantes desde hace casi una década. Alcanzaron el 41% del total en 2013, el 30 % en 2014 y el 35 % en 2015. No obstante, en el año 2016 bajaron ya a un 22 % del total para situarse en diciembre de este año cerca de un 14%, el mismo peso que ostentaron en 2011.

Durante el año 2017 fueron 9 las empresas cotizadas que utilizaron la fórmula de la retribución en acciones para atender a sus propietarios. Lo han hecho mediante trece ampliaciones por importe equivalente a 3.869 millones de euros (un 16 % menos que en el mismo período del año anterior).

Cinco empresas (Banco Popular, Caixabank, Banco de Sabadell, Acerinox y Telefónica) que pagaron mediante esta fórmula durante el año anterior, lo han dejado de hacer en 2017. Por el contrario, tres empresas (Laboratorios Reig Jofre, Talgo y Faes) han repartido este año parte de su dividendo en acciones mediante la fórmula de scrip dividend.

## CAMBIOS EN LA FISCALIDAD DE LOS SCRIPS DIVIDENDS

La fiscalidad de los dividendos se ha mantenido igual en 2017 (rango entre el 19% y el 22% con una retención general del 19%), sin embargo desde enero de este año se ha modificado la fiscalidad que afecta a los derechos de suscripción que, en definitiva, es lo que reciben los accionistas que optan por recibir su dividendo en acciones de la compañía emisora. Con

## Las SOCIMI crecen y dan participación al accionista de sus beneficios

Entre enero y diciembre de 2017, veintisiete SOCIMIs han repartido 423,35 millones de euros de dividendos, un 56 % del total repartido desde 2013 hasta la fecha. Esta cantidad, además, es el 1,61 % del total de dividendos pagados por todas las cotizadas en la Bolsa española durante el ejercicio.

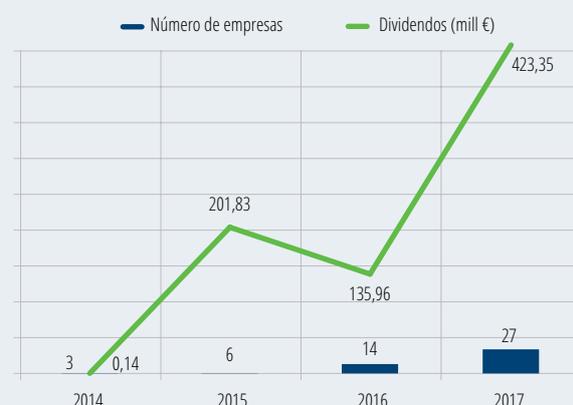
Desde noviembre de 2013 que comenzó a negociar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Entrecampos, la primera SOCIMI, estas compañías han repartido un total de 761 millones de euros en dividendos, aunque es en este ejercicio 2017 cuando han distribuido mayor cantidad de dividendos debido fundamentalmente al aumento de estas sociedades en el mercado español. De los 761 millones de euros pagados por las SOCIMIs en estos años (2014- 2017), hay que resaltar que 371 millones han pagado las que negocian en la Bolsa y 390 millones las admitidas en el MAB.

Como ya es sabido, las SOCIMIs están obligadas a distribuir el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% en el caso de venta de los mismos.

### DIVIDENDOS PAGADOS POR LAS SOCIMIS

COTIZADAS EN BOLSA Y ADMITIDAS EN EL MAB.

NÚMERO DE SOCIMIS QUE PAGAN EL IMPORTE A FINAL DE CADA AÑO EN MOLLONES DE EUROS



**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
2009	33.115,21	763,09	3,83	33.892,23
2010	24.288,33	295,26	9,32	24.592,91
2011	28.212,84	5.432,79	13,51	33.659,14
2012	26.768,81	384,46		27.153,27
2013	23.262,57	132,62	19,23	23.414,42
2014	43.260,55	145,83	2,51	43.408,89
2015	26.287,46	890,76	669,76	27.847,98
2016	27.136,55	448,28	0,00	27.584,83
<b>2017</b>	<b>27.844,29</b>	<b>343,63</b>	<b>37,62</b>	<b>28.225,54</b>

Nota: Desde el año 2009 hasta la fecha, la cifra de dividendos incluye el total pagado bajo la fórmula de dividendo opción 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.

anterioridad a este ejercicio el importe de la transmisión de los derechos de suscripción tenía tratamiento fiscal de ganancia patrimonial y no tenían retención. A partir del 1 de enero de 2017 el importe de la transmisión tiene la consideración de ganancia patrimonial del período en que se produce la transmisión, sometido a retención del 19%. La retención se practica sobre la ganancia obtenida de la primera transmisión de los derechos, es decir la realizada por los que recibieron los derechos por su condición de socios directamente de la sociedad. Por tanto, la ganancia procedente de la transmisión de derechos adquiridos a un tercero en el mercado (segunda y posteriores transmisiones) no originará la obligación de practicar retención alguna (*Consulta Vinculante de la Dirección General de Tributos -Nº Registro: 010283-16-, de 20 de diciembre de 2016*).

**OTRAS MODALIDADES RETRIBUTIVAS: DEVOLUCIÓN DE PRIMAS Y AMORTIZACIÓN DE ACCIONES**

La devolución de primas de emisión con un importe de 381 millones de euros en 2017 supuso un 23% menos que el importe repartido en el año anterior. En el mes de septiembre de este año, la empresa Cartera Industrial Rea redujo su capital en 6.000 millones y devolvió a sus accionistas 37,62 millones de euros. Este tipo de operaciones corporativas, no se hacía desde el año 2015.

Por último, señalar que también en 2017 hubo 10 empresas que amortizaron acciones por un valor efectivo de 2.141 millones de euros, lo que supone un 36 % menos que en 2016.

La amortización de acciones propias es una de las alternativas con las que cuentan las empresas para retribuir a sus accionistas. En muchos casos, está ligada a un programa previo de recompra de acciones propias en el mercado.



# 4

## Renta Fija

El impacto de la política monetaria del BCE sigue marcando el devenir de los mercados de Renta Fija. El saldo vivo de emisiones privadas a medio y largo plazo se mantiene estable mientras el saldo de Deuda Pública aumenta un 6% al cierre del año 2017 frente a la misma fecha de 2016. Durante todo el año, el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) ha continuado reforzándose como canal cada vez más relevante de financiación de empresas.

El saldo de emisiones en circulación del Mercado AIAF de Renta Fija ha disminuido un 3,2% en su conjunto al cierre de 2017. El descenso se ha producido en el volumen en circulación correspondiente a los activos de renta fija a corto plazo (pagarés), debido a dos factores: por un lado, la escasa o nula rentabilidad que ofrecen los hace poco atractivos para los inversores institucionales; por otro, desde el punto de vista de los emisores la abundancia de liquidez en el sistema los hace menos necesarios que en otras coyunturas dada la recobrada y agresiva competencia de la financiación bancaria a corto plazo. El saldo correspondiente a los activos a medio y largo plazo se ha mantenido estable en términos anuales, pese a una menor actividad registrada en el segmento de titulización, con respecto a 2016.

Por el contrario, el saldo de títulos del Tesoro continúa instalado en zona de crecimiento, +6% interanual. La deuda pública total (incluyendo deuda autonómica y otras entidades estatales) ha disminuido hasta el tercer trimestre de 2017 en 1.984 millones de euros y se sitúa en 1,14 billones, manteniéndose cerca pero por debajo del 100% del PIB.

## FINANCIACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN CONDICIONES FAVORABLES

La relativa estabilidad durante el año de la prima de riesgo de nuestro país, salvando algunos incrementos debidos a la crisis en Cataluña, la situaban al cierre de diciembre en los 111 puntos básicos, un nivel prácticamente igual al de inicio del año, aunque ligeramente por encima de los mínimos alcanzados en verano entre 95 y 100 puntos básicos.

El programa de compra de deuda por parte del BCE, ha continuado activo durante todo el año y el Tesoro se ha beneficiado de unos tipos de emisión muy favorables, adjudicándolas subastas con vencimiento a corto plazo con tipos negativos. En diciembre, las Letras marcaron un interés medio de -0,610% a tres meses y de -0,375% a un año.

La última subasta de Bonos del Estado a tres años se saldaba con un -0,022% de interés medio y el de cinco años con un +0,290%. Por su parte, las obligaciones a 10 y 30 años marcaban un interés medio del 1,410% y 2,427%, respectivamente. Todos estos niveles son inferiores a los existentes hace un año, por lo que el coste medio de la deuda del Estado en circulación se sitúa en el 2,58%, incluyendo préstamos. La vida media de la deuda en circulación alcanza los 7,19 años, lo que supone un incremento respecto a los 6,81 años de 2016.

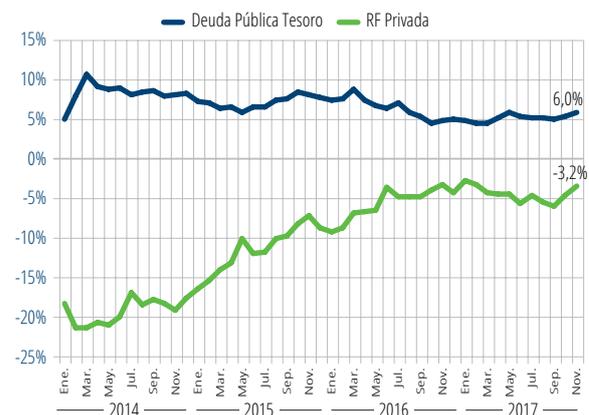
## LA DEUDA CORPORATIVA, MUY INFLUIDA POR LA POLÍTICA DEL BCE

El programa de adquisición de deuda corporativa (CSPP) del BCE superó los 100.000 millones de euros desde su puesta en marcha en junio del año 2016, con una media mensual de 7.500 millones de euros. Con ello, el coste para las empresas de emitir deuda en los mercados de renta fija se ha reducido en un 38%, desde el arranque de este programa.

En el mercado primario español de Deuda Privada español se observa un descenso del volumen admitido a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija, debido a las menores necesidades de las entidades financieras.

Un segmento que ha crecido en 2017 es el de Bonos y Obligaciones, cuyas emisiones en el conjunto del año crecieron un 36,1%, hasta alcanzar los 43.161 millones de euros. Los activos emitidos a medio y largo plazo descendieron en su conjunto un 3,9%, con un volumen acumulado

VARIACIÓN INTERANUAL (%) DEL SALDO VIVO EN EL MERCADO AIAF (2014 - 2017)



## AIAF. ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA A MEDIO Y LARGO PLAZO

MILLONES DE EUROS

	Bonos y obligaciones	Cédulas	Bonos de Titulización	Participaciones Preferentes	Total
2016	31.720	40.143	35.505	---	107.368
2017	43.161	30.350	28.635	1.000	103.146
Var. %	36,1%	-24,4%	-19,3%	---	-3,9%

de 103.146 millones de euros. El volumen emitido de pagarés continuó descendiendo y se situó a al cierre de ejercicio en los 18.389 millones de euros, un 19,2% inferior al anotado en la misma fecha del año anterior.

La actividad en el mercado secundario ha disminuido de forma importante. Las expectativas iniciales para el año 2017 y durante gran parte del año, apuntaban a una posible y abrupta corrección en los mercados de deuda, pero finalmente el año se ha caracterizado por una volatilidad reducida en los mercados de bonos a medio y largo plazo como consecuencia sobre todo de la persistencia de una inflación baja. También el volumen negociado en la plataforma SEND para minoristas se redujo un 7,3% hasta los 724 millones de euros.

## LA DEUDA PÚBLICA EN LOS MERCADOS DE BME

La contratación anual de deuda pública en la plataforma SENAF alcanzó los 137.618 millones de euros al finalizar el mes de diciembre, lo que significa una disminución del 21,3% respecto al año pasado. SENAF es el Mercado de Deuda Pública de BME que reúne a los grandes operadores y creadores de mercado. Por su parte, la negociación de deuda pública en la plataforma SEND se mantuvo estable.

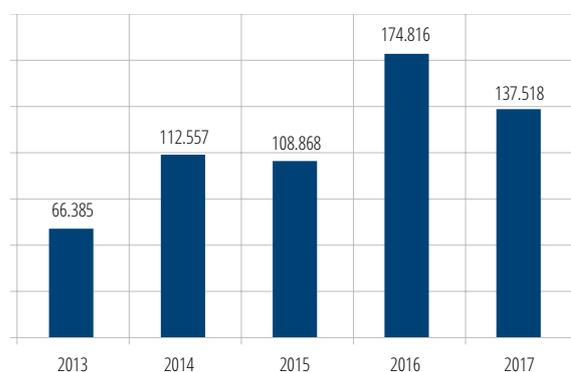
## DEUDA PÚBLICA. VOLUMEN NEGOCIADO EN LAS PLATAFORMAS DE BME

MILLONES DE EUROS

	SENAF	SEND	Total
2016	174.816	146	174.962
2017	137.618	146	137.764
Var %	-21,3%	-0,1%	-21,3%

## VOLUMEN DE CONTRATACION DE DEUDA PÚBLICA EN SENAF

2013 - 2017. MILLONES DE EUROS



## El MARF: más de 6.500 millones emitidos entre 2013 y 2017 por 41 compañías

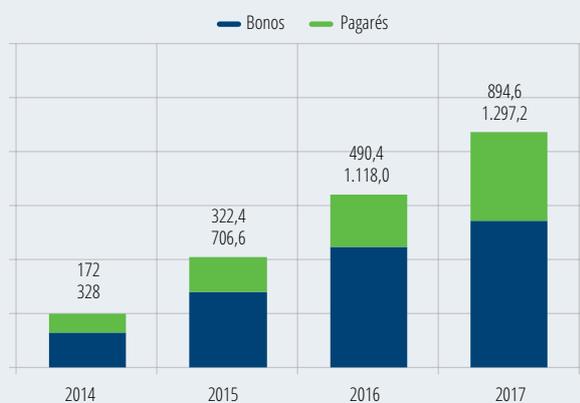
BME está contribuyendo de forma importante a ampliar las opciones de financiación para las empresas con la puesta en marcha en 2013 del MARF, una plataforma electrónica que ofrece transparencia y liquidez en los mercados de Renta Fija y garantiza la mejor ejecución de las órdenes. Su creación responde a las necesidades de empresas de tamaño mediano y reduce los plazos de emisión de instrumentos de Renta Fija. A lo largo de una trayectoria de apenas cuatro años se han ido incorporando al mercado emisiones de empresas de diversos tamaños, la mayoría de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales.

El MARF cerró 2017 con un saldo vivo de emisiones de deuda corporativa de 2.191 millones de euros, distribuidos en algo más de 1.297,1 millones de euros en bonos y el resto en programas de pagarés. Frente al cierre del año anterior, el saldo vivo asciende un 36 %, crecimiento que se reparte entre un 16 % en el mercado de bonos y un 82% en el de pagarés de empresa.

29 compañías han utilizado el MARF en 2017 para cubrir necesidades de financiación. De ellas, 10 lo hacían por primera vez y las 19 restantes ya lo habían hecho con anterioridad. Entre las nuevas sociedades incorporadas al MARF en este año se encuentran representantes de sectores como la ingeniería civil, de la mano de Sacyr hostelería; Grupo Batle, o de la industria pesada metálica con la cooperativa Ulma.

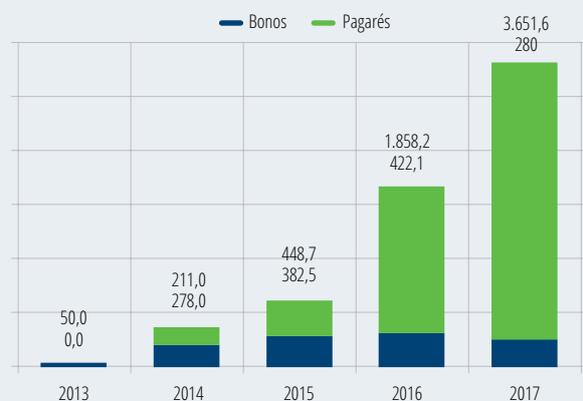
### SALDO VIVO EN EL MARF

CIFRAS EN MILLONES DE EUROS



### VOLUMEN INCORPORADO EN MARF

(2013 - 2017). DATOS EN MILLONES DE EUROS



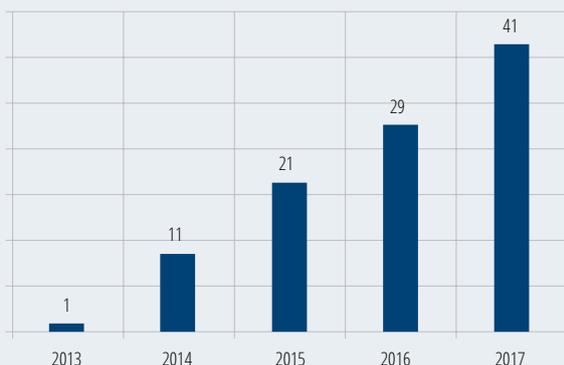
### Nº DE EMISIONES REALIZADAS A TRAVÉS DEL MARF

(2013 - 2017)



### 40 COMPAÑÍAS QUE SE HAN FINANCIADO EN EL MARF DESDE SU PUESTA EN MARCHA

(2013 - 2017). DESDE EL INICIO HASTA CIERRE DE CADA AÑO.



Con las incorporaciones de 2017 ya son un total de 41 las empresas que se han financiado en el Mercado Alternativo de Renta Fija operado por BME, desde su nacimiento en 2013. En conjunto, en 2017 el volumen de emisiones y admisiones a cotización en el MARF asciende a 3.932 millones de euros, cifra que supera ampliamente el total de 2016 que fue de 2.280 millones de euros admitidos.

**EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS PRESENTES EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA: PERSISTE LA TENDENCIA CRECIENTE**

38 empresas no financieras españolas se han financiado en 2017 mediante bonos en los mercados de Renta Fija. El volumen emitido por esas 38 empresas que han utilizado los mercados de bonos alcanza los 27.832 millones de euros.

El creciente acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de Deuda corporativa se documenta en el artículo de Fuertes y Serena (2016) titulado “La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de bonos”. Como puede comprobarse con las cifras disponibles, el volumen total de emisiones se incrementó considerablemente a partir del año 2009, en línea con la tendencia global hacia una mayor financiación vía mercados de capitales tras la crisis financiera. Así, el volumen anual medio emitido casi se triplicó pasando de 10.680 millones de euros durante el periodo 2000-2008 a 27.000 millones de euros durante el periodo 2009-2015,

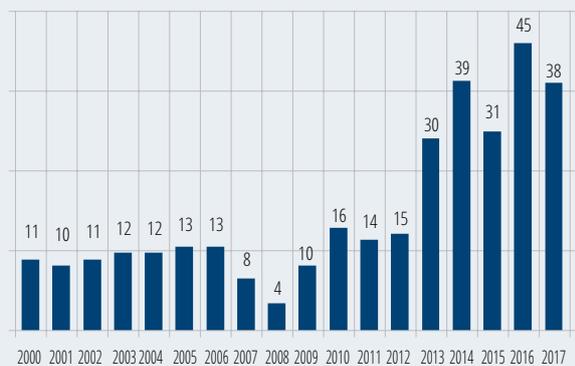
Este proceso de aumento de la financiación vía mercados de capitales se produjo en un contexto de bajos tipos de interés y búsqueda de rentabilidades tras la crisis financiera global, junto a la caída del crédito bancario debido a las necesidades de desapalancamiento del sector bancario mundial y español en particular. Ya en un entorno como el actual de recuperación de la financiación bancaria, la financiación a través de mercados de bonos sigue mostrando una gran fortaleza.

En los años 2007 y 2008 solo 8 y 4 empresas no financieras españolas fueron capaces de emitir en los mercados de bonos. Apenas 5 años después, en 2013, fueron 30 las empresas que emitieron, aumentando el número en 2014 a 39, y ya en 2017 38 las empresas financiadas.

Los volúmenes emitidos también multiplican su volumen pasando de los 8.980 millones en 2008 hasta los 38.090 millones en 2013. En 2017 alcanzaron los 27.832 millones, por encima de los 24.773 millones de todo el año 2016.

**NÚMERO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS QUE HAN REALIZADO EMISIONES DE BONOS**

(2000 - 2017)



**VOLUMEN DE EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS**

(2000 - 2017). DATOS EN MILES DE MILLONES DE EUROS.



# 5

## Opciones y Futuros

En un entorno de volatilidad muy reducida, la actividad negociadora global se mantiene estable en 2017 en los mercados mundiales de derivados: desciende en futuros y aumenta en opciones. MEFF, el mercado español de Opciones y Futuros, prácticamente iguala el volumen total del año anterior con caída de los Futuros sobre IBEX 35 y aumento de las Opciones sobre el mismo índice. Destacan sobre todos los productos el crecimiento de la negociación de Futuros sobre Acciones, un 23% y de las opciones sobre IBEX 35, casi un 34%.

En 2017 se ha ampliado el horario de negociación de productos derivados en MEFF y se han puesto en marcha nuevos índices de volatilidad y estrategia basados en productos ya negociados en el mercado español de Opciones y Futuros. Se espera que con la incorporación de estos nuevos índices como ampliación de la oferta de alternativas de seguimiento e inversión en la Bolsa española, se incremente la actividad del mercado a poco que las condiciones de volatilidad se normalicen respecto a sus valores históricos.

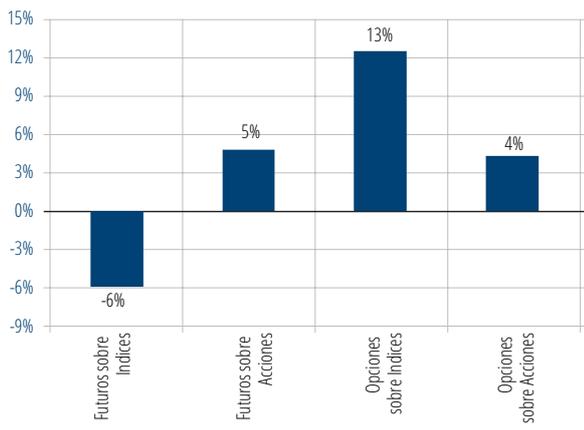
De acuerdo con las estadísticas de la FIA (Futures Industry Association), referidas al conjunto del año 2017, en los mercados regulados mundiales de productos derivados la negociación global en número de contratos desciende un ligerísimo 0,1% sobre el año anterior. No han sido sin embargo homogéneos los resultados en los dos tipos básicos de productos derivados negociados: mientras los contratos de futuros se negocian un 6,6% menos, las opciones aumentan un 11%. Dentro de estos dos grandes grupos, los futuros sobre acciones individuales crecen un 4,7%, los futuros sobre Índices caen un 6,3%, las opciones sobre índices aumentan un 12,7% y las opciones sobre acciones lo hacen un 4,2%.

En MEFF, el mercado español de Opciones y Futuros gestionado por BME, se reproducen en gran medida estas tendencias. En el año 2017 se han negociado 44,6 millones de contratos de Futuros y Opciones sobre subyacentes relacionados con la Renta Variable, índices y acciones, prácticamente igual (-1,7%) que el año anterior.

La negociación del principal producto de MEFF, los contratos de Futuro IBEX 35, desciende un 8% respecto al año anterior, en línea con la caída generalizada de la negociación en la mayoría de

**TENDENCIAS EN MERCADOS MUNDIALES DE OPCIONES Y FUTUROS EN 2017**

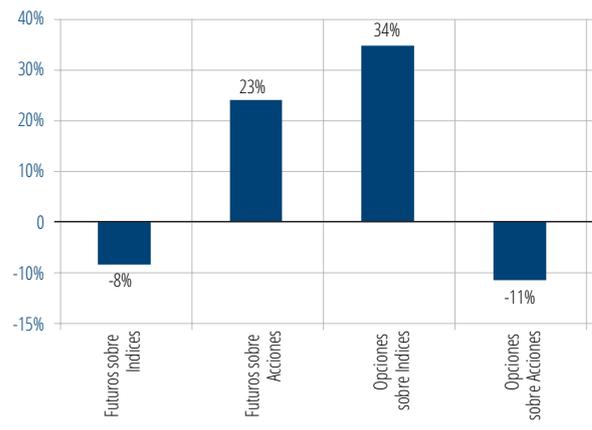
VARIACIÓN EN EL VOLUMEN DE CONTRATOS NEGOCIADOS RESPECTO A 2016



FUENTE: FIA

**TENDENCIAS EN EL MERCADO ESPAÑOL DE OPCIONES Y FUTUROS EN 2017**

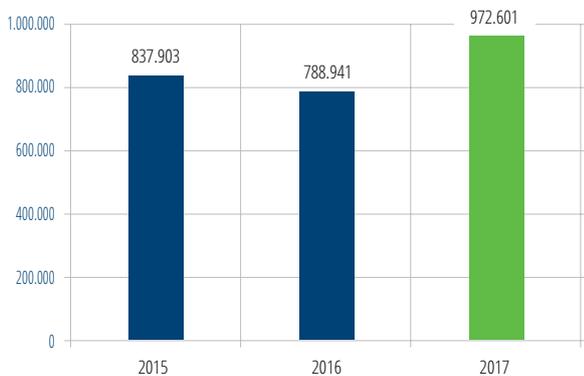
VARIACIÓN EN EL VOLUMEN DE CONTRATOS NEGOCIADOS RESPECTO A 2016



FUENTE: FIA

**VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE FUTUROS SOBRE ACCIONES**

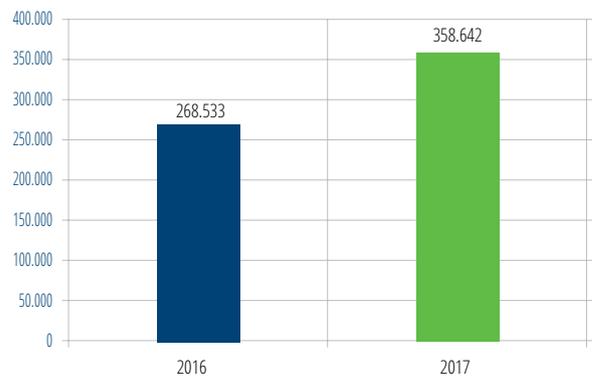
Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF



FUENTE: FIA

**VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE OPCIONES SOBRE IBEX 35**

Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF



FUENTE: FIA

**CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE EN MEFF (2000 - 2017)**

VOLUMENES EN NÚMERO DE CONTRATOS

	Futuros							Opciones		Total Contratos
	IBEX 35	Mini IBEX	IBEX Impacto Div	IBEX Sec- toriales	Acciones	Divid. Acc Plus	Divid Acciones	IBEX 35	Acciones	
2010	6.280.999	3.579.263	-	-	19.684.108	-	-	3.072.418	37.607.374	70.224.162
2011	5.281.218	3.099.647	3.154	-	27.578.789	-	-	2.198.967	29.410.340	67.572.115
2012	4.745.067	2.424.766	2.162	-	21.220.876	-	25.000	4.206.058	34.507.390	67.131.319
2013	5.578.607	1.987.362	3.520	-	14.927.659	-	66.650	5.172.426	26.944.611	54.680.835
2014	6.930.104	3.034.973	23.939	-	13.119.374	-	236.151	7.319.962	25.635.035	56.299.538
2015	7.384.896	3.181.287	32.499	-	10.054.830	484	291.688	5.444.156	21.420.685	47.810.525
2016	6.836.500	2.498.973	58.044	1.619	9.467.294	760	367.785	3.222.390	22.900.619	45.353.984
enero-17	497.133	117.454	503	245	324.109	-	-	365.897	1.747.056	3.052.397
febrero-17	495.399	119.232	3.432	180	297.230	-	5.250	208.117	1.386.699	2.515.539
marzo-17	530.348	135.322	4.845	430	2.220.330	-	57.250	221.281	2.129.590	5.299.396
abril-17	495.623	122.984	3.222	1.055	1.010.478	120	81.250	234.224	1.380.629	3.329.585
mayo-17	476.570	132.820	3.733	235	153.970	-	-	288.446	1.726.473	2.782.247
junio-17	504.996	153.697	6.377	450	2.444.395	320	-	339.242	1.938.624	5.388.101
julio-17	454.574	119.124	5.568	540	753.263	-	1.300	186.519	1.301.778	2.822.666
agosto-17	471.127	121.835	1.007	310	66.023	-	1.000	160.879	1.342.502	2.164.683
septiembre-17	515.967	107.674	388	680	1.876.536	-	47.389	505.895	1.941.235	4.995.764
octubre-17	730.985	202.620	1.248	1.415	119.898	-	-	828.649	1.513.074	3.397.889
noviembre-17	578.217	159.756	2.832	1.010	52.596	-	-	407.702	1.790.288	2.992.401
diciembre-17	517.351	126.339	10.217	1.203	2.352.387	440	153.116	556.850	2.118.406	5.836.309
<b>2017</b>	<b>6.268.290</b>	<b>1.618.857</b>	<b>43.372</b>	<b>7.753</b>	<b>11.671.215</b>	<b>880</b>	<b>346.555</b>	<b>4.303.701</b>	<b>20.316.354</b>	<b>44.576.977</b>

Fuente: BME

los futuros sobre índices en el resto de Europa: caen ligeramente los Futuros sobre el índice CAC francés y los del índice AEX holandés, mientras la reducción es más abultada en los Futuros sobre el DAX alemán o el MIB italiano.

En cuanto a la evolución de la negociación de los contratos de Opciones sobre Índices la disparidad es mayor: sobre el IBEX 35 aumentan casi un 34% en línea con los fuertes aumentos del CAC y el AEX, mientras disminuyen en distinta cuantía las Opciones sobre el Índice paneuropeo EuroStoxx, el DAX alemán, y el MIB Italiano.

Excelente comportamiento han tenido en 2017 los Futuros sobre Acciones individuales negociados en MEFF que han aumentado un 23%. En mercados europeos como el EUREX alemán o el IDEM italiano ha habido caídas de la negociación en estos productos.

Otro de los productos donde MEFF es mercado de referencia son las Opciones cuyo subyacente son Acciones individuales españolas. A pesar de que el volumen negociado ha disminuido un 11%, la cuota de MEFF supera el 75% frente a mercados competidores como EUREX, que se sitúan por debajo del 25%.

**VOLATILIDAD EXTREMADAMENTE BAJA**

La reducción de la volatilidad de los mercados de acciones en todo el mundo respecto años anteriores y a promedios históricos ha sido una de las características más relevantes del año bursátil mundial y ha sido también un factor de especial relevancia para los mercados de Opciones y Futuros cuyo subyacente son acciones e índices. En MEFF, la volatilidad implícita

... Pasa a página 79

## El saldo vivo mundial de productos derivados negociados en mercados crece un 33% entre 2013 y 2017

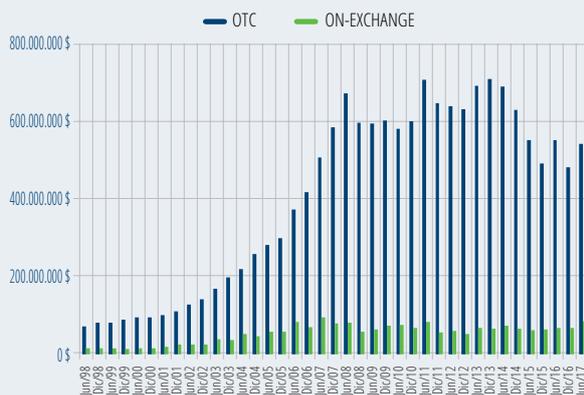
De acuerdo con datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS) relativos al cierre del primer semestre de 2017 el volumen nominal o valor notional vivo de todos los contratos de productos derivados existentes en el mundo alcanzaba al cierre del año 2016 los 628 billones, casi 8 veces el PIB mundial. Es especialmente relevante la reducción del 19% que se aprecia desde los máximos alcanzados en 2013, año en el que los derivados sumaban casi 775 billones de dólares en términos de volumen nominal vivo.

Del volumen nominal total al cierre de junio 2017, un 86% son contratos OTC negociados bilateralmente, fuera de los mercados organizados, y su volumen vivo alcanza los 542 billones de dólares. Por su parte, el volumen nominal vivo de los contratos negociados a través de Bolsas y mercados organizados de derivados de todo el mundo se situaba en casi 86 billones de dólares, un 14% del valor nominal total de los derivados vivos en el mundo. El volumen nominal vivo o valor notional es el valor del activo financiero subyacente en los contratos de productos derivados.

A pesar de representar una parte reducida del total, el volumen vivo de los contratos negociados en mercados organizados crece un 33% desde 2013 mientras los contratos negociados fuera de mercados organizados (OTC) disminuyen un 24%.

### VOLUMEN NOMINAL VIVO DE CONTRATOS DE PRODUCTOS DERIVADOS EXISTENTES EN EL MUNDO (1998 - JUN. 2017)

MERCADOS NO ORGANIZADOS (OTC) VS. MERCADOS ORGANIZADOS (ON-EXCHANGE) . MILLONES DE DÓLARES A CIERRE DE SEMESTRE.



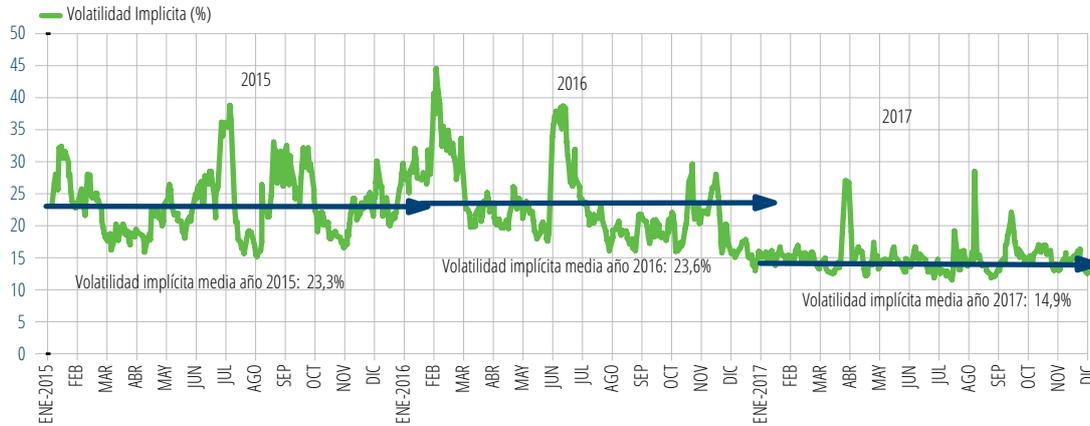
FUENTE: BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (BIS)

### LA REGULACIÓN DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS A PARTIR DE LA CRISIS FINANCIERA

Desde el inicio de la crisis financiera, la presión regulatoria ha sido muy intensa sobre los mercados de productos derivados en todo el mundo. Como reflejan los datos recopilados por el BIS, el volumen de estos productos negociado de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (lo que se conoce como mercado de derivados OTC u "over the counter") es muy elevado y los reguladores financieros de todo el mundo, a partir de las directrices formuladas por el G20 en 2009 en su reunión de Pittsburgh, pretenden encauzar la negociación, compensación y liquidación de estos productos hacia mercados organizados y Cámaras de Contrapartida Central (CCPs) así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados Trade Repositories, estos últimos especialmente para monitorizar los volúmenes de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Las reformas persiguen mitigar el riesgo sistémico mejorando su gestión, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia. Tanto el Comité de Basilea como IOSCO, la organización que agrupa a los organismos reguladores de todo el mundo, han insistido en que también en el caso de derivados OTC que no puedan ser liquidados a través de CCPs se generalice el depósito y uso de garantías y márgenes. En la UE, la Comisión Europea publicó en 2010 la primera propuesta de regulación y en 2012 se aprobaba el reglamento EMIR que define las obligaciones de compensación, información y control de riesgos de los derivados OTC, los requisitos de las cámaras de contrapartida central (CCPs) y el registro y supervisión de las entidades de registro de operaciones. La entrada en vigor en los últimos años a partir de 2013 de normas importantes en el proceso de reforma de los principales mercados de productos derivados mundiales, parece estar impulsando un trasvase muy importante de la operativa OTC hacia las Cámaras de Contrapartida Central y, de acuerdo con las cifras apuntadas, también hacia la negociación en mercados organizados.

## VOLATILIDAD IMPLÍCITA DIARIA OPCIONES SOBRE IBEX 35

AÑOS 2015 - 2016 - 2017 HASTA NOVIEMBRE



FUENTE: BME

... Viene de página 77

media de las opciones sobre IBEX 35 en 2017 ha sido del 14,9%, casi 9 puntos por debajo del dato promedio de 2016 y también de 2015 como puede apreciarse en el gráfico adjunto. También las oscilaciones de volatilidad han sido mucho menos marcadas que el año anterior ya que se han alcanzado picos máximos de volatilidad implícita en el precio de las opciones del 28% en el mes de septiembre, muy por debajo de los máximos alcanzados en el 2016. Este excepcional comportamiento de la volatilidad respecto a promedios históricos en MEFF queda reflejado en el hecho de que el promedio de volatilidad implícita en MEFF desde 1995 es del 23,4% más de 8 puntos superior al nivel medio de 2017.

## HORARIO DE MERCADO AMPLIADO DESDE ENERO

Durante el año 2017, MEFF ha seguido trabajando para ofrecer a los participantes en el mercado mejores servicios y nuevas oportunidades. Así, se han intensificado los trabajos de adaptación a la nueva regulación europea de mercados e instrumentos financieros conocida como MiFID II y adicionalmente se han implementado los desarrollos necesarios para ampliar en una hora el horario de negociación de los Futuros sobre IBEX 35 y MiniIBEX. Concretamente la apertura de mercado ha pasado a las 8:00 horas (antes 9:00 horas), asimilándose al contrato de referencia paneuropea, el futuro sobre EuroStoxx 50. MEFF ya ofrece a sus Miembros de Mercado un amplio horario que abarca desde las 8:00 de la mañana a las 20:00h. El efecto de esta ampliación de horario ha sido positivo para contratos de referencia como el Futuro IBEX 35 y el Futuro MiniIBEX que ya negocian en ese periodo ampliado un 1,23% y un 5,7% del volumen total, destacando sobre todo aquellas fechas coincidentes con acontecimientos políticos o económicos de relevancia.

## NUEVOS ÍNDICES DE LA FAMILIA IBEX BASADOS EN PRODUCTOS DERIVADOS DE MEFF

Otra de las novedades implantadas a lo largo de 2017 ha sido el lanzamiento de nuevos índices estrechamente relacionados con el mercado de opciones y futuros MEFF que han pasado a formar parte de la ya amplia familia IBEX. Se trata del índice de Volatilidad VIBEX, del índice de tendencia de la volatilidad IBEX 35 SKEW y de los índices estratégicos con opciones IBEX 35. La creación de estos nuevos indicadores ha sido fruto de la estrecha colaboración entre el Instituto BME (la división de formación de BME), el departamento de gestión de los Índices IBEX y el propio mercado de Opciones y Futuros MEFF.

Con el nacimiento de esta nueva gama de índices la Bolsa española refuerza su oferta de opciones de inversión con objetivos especulativos o de cobertura. Es un paso más hacia la diversificación de productos de inversión en las plataformas de BME con potenciales efectos beneficiosos sobre la

negociación de derivados y contado asociado en la Bolsa nacional. Si como un buen número de expertos espera, los niveles de volatilidad retornan a valores más normales en términos históricos, parece probable que la negociación de productos asociados a la existencia de estos nuevos índices sea un factor más positivo y dinamizador del mercado de Opciones y Futuros en España.

### **DOS ÍNDICES QUE PRETENDEN REFLEJAR LA VOLATILIDAD Y CUATRO ESTRATÉGICOS**

---

- El índice VIBEX® recoge la evolución de la volatilidad implícita cotizada en las opciones sobre IBEX 35® en el mercado MEFF, con un horizonte temporal constante de 30 días. Aporta así una información muy valiosa tanto para los intermediarios de mercado como especialmente para los gestores de activos con posición en valores españoles.
- El Índice IBEX 35® SKEW refleja la evolución de la tendencia (skew) de la volatilidad en las opciones IBEX 35® y sirve de indicador de riesgo en el mercado.

Por otro lado, son cuatro los nuevos índices estratégicos, que pretenden reflejar de manera sencilla la evolución de estrategias clásicas con derivados y convertirse en referencias sencillas (benchmarks, en terminología anglosajona de uso habitual en los mercados) contra las que se puedan medir los gestores que implementan este tipo de carteras. Se trata de los siguientes:

- El índice IBEX 35® BUYWRITE que replica una hipotética estrategia que consiste en estar sistemáticamente comprado en un Futuro IBEX 35® y vendido en una opción Call sobre IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® PUTWRITE está diseñado para replicar una hipotética estrategia consistente en estar sistemáticamente vendido en una opción Put con subyacente IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® PROTECTIVE PUT se crea para replicar una hipotética estrategia que consiste en estar sistemáticamente comprado en un Futuro IBEX 35® y comprado en una opción Put sobre IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® VENTA DE STRANGLE tiene como objetivo replicar una hipotética estrategia al estar sistemáticamente vendido en una opción Call sobre IBEX 35® y simultáneamente vendido de una opción Put con subyacente IBEX 35®.

Puedes obtener toda la información detallada sobre qué son, cómo están compuestos y cómo funcionan estos nuevos índices en un apartado especial dispuesto en la web de Renta Variable de BME.

# 6

## La actividad de clearing en 2017

Durante 2017 destaca la evolución de la actividad de compensación en los segmentos de Renta Variable y Derivados financieros.

BME Clearing, en su calidad de entidad de contrapartida central de la Bolsa española, ofrece servicios de compensación en cinco segmentos: los instrumentos derivados financieros negociados en MEFF, los instrumentos derivados sobre electricidad registrados a través de MEFF, las operaciones de compraventas de simultáneas (repos) de Deuda Pública española, las operaciones de compraventa de valores negociados en la Bolsa y la de operaciones de derivados OTC sobre tipos de interés.

Destacar que durante 2017 el segmento de Renta Variable de BME Clearing ha continuado con su actividad con normalidad y, en paralelo, se ha trabajado en las adaptaciones necesarias para su conexión a Target2 Securities, completada con éxito en el mes de septiembre.

### DERIVADOS FINANCIEROS

---

La actividad en el principal instrumento compensado, los Futuros sobre IBEX 35, tuvo en 2017 una disminución del 8% sobre el año anterior, si bien cabe destacar un aumento de la posición abierta del 26,5%, con respecto al final del año pasado.

En su conjunto, medida en contratos, la actividad en el segmento de derivados financieros ha tenido en 2017 un nivel ligeramente inferior (-1,71%) a la de 2016. En 2017 se han compensado 12,2 millones de contratos de Futuros y Opciones sobre índices, prácticamente igual que en el mismo periodo del año anterior, debido al incremento en el volumen de Opciones sobre IBEX 35 (+33,5%) que ha compensado la disminución en futuros.

En Futuros y Opciones sobre Acciones se han compensado 32,3 millones de contratos, un 1% menos que en 2016.

La posición abierta en Futuros sobre IBEX 35 se situó al final de 2017 en máximos históricos, por encima de los 113.000 contratos. En Opciones sobre IBEX 35 la posición abierta ha aumentado un 78,6% con respecto al final de 2016. En Futuros sobre Acciones ha aumentado también muy significativamente (+77,5%), mientras que en Opciones sobre Acciones ha caído un 7,8%.

### RENTA VARIABLE

---

El segmento de Renta Variable presta el servicio de contrapartida central para las compraventas de valores negociados en la Bolsa. Comenzó su actividad el 27 de abril de 2016 y su puesta en marcha fue una parte importante y significativa de la Reforma del sistema de compensación, liquidación y registro en España.

En el mes de septiembre de 2017 completó otro hito con la conexión de BME Clearing a la plataforma de liquidación de valores paneuropea Target2 Securities, dándose así por concluida la segunda y última fase de la Reforma.

En 2017 se ha registrado una media diaria de 399.845 operaciones, con un efectivo neto (un solo lado) medio diario negociado de 2.538 millones de euros, un 16% superior al de 2016, con un volumen medio de títulos de casi 755 millones diarios. En la actualidad, el segmento cuenta con 28 miembros compensadores.

### RENTA FIJA REPO

---

El segmento de Renta Fija REPO presta un servicio de contrapartida central para las operaciones de repos sobre de Deuda Pública española, eliminando así el riesgo de contrapartida para las entidades participantes.

En 2017 el volumen total registrado ha alcanzado los 295.257 millones de euros, con 410 operaciones de media mensual.

En la actualidad cuenta con 28 entidades participantes, de las que 26 son españolas y 2 no españolas. Además el número de participantes ha aumentado por el nuevo acceso a clientes institucionales. Un total de 16 clientes se han incorporado en septiembre.

La posición abierta, es decir, el saldo medio vivo de operaciones no vencidas, equivalente a la financiación facilitada, se situaba, a 31 de diciembre, en los 15.659 millones de euros, con un plazo medio financiado de 38 días.

## SWAPS IRS

---

El segmento de SWAPS consiste en el servicio de contrapartida central para las operaciones de derivados negociados OTC sobre tipos de interés.

Durante el año 2017 se ha registrado un volumen de 2.218 millones de euros. En la actualidad, el segmento cuenta con 8 entidades participantes.

La posición abierta ha aumentado desde el comienzo de la actividad a principios del año pasado hasta alcanzar a final del año 2017 los 470 millones de euros.

## ENERGÍA

---

El segmento de derivados sobre energía ha continuado atrayendo el interés de numerosas entidades activas en el sector, aumentando un 17% el número de participantes desde 125 entidades a final de 2016 hasta las 146 entidades participantes a final de 2017.

El volumen registrado en 2017 ha ascendido a los 17,9 TWh con una posición abierta de 8,0 TWh, en línea con el volumen del año anterior.

En el primer trimestre de 2018 está previsto el lanzamiento del nuevo servicio de cámara de contrapartida para el gas natural dentro del segmento de Energía. El creciente interés por parte de los actuales participantes, así como de nuevos operadores en el mercado del gas hace tener favorables expectativas, en un mercado con perspectiva de crecimiento de volúmenes en los próximos años. Los plazos de los productos negociados serán muy similares a los que ya se negocian en energía eléctrica, y la principal diferencia estriba en que los del gas natural serán productos con entrega física en el punto virtual de balance español gestionado por Enagás.



# 7

## La Liquidación y Registro en 2017

En el ámbito de la liquidación, lo más relevante para Iberclear ha sido la migración a T2S el pasado 18 de septiembre. Tanto el proceso de pruebas como el de la pura migración y la fase de estabilización posterior fueron un completo éxito.

Los saldos nominales registrados al finalizar 2017 en Iberclear han experimentado un descenso del 5,79% en valores cotizados en AIAF, Mercado de Renta Fija Privada, y un crecimiento del 5,1% en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la Renta Variable, se ha registrado un incremento de un 16% valorado a precios de mercado.

El efectivo liquidado en 2017 supone un aumento del 40,9%, al haberse liquidado 7.533 millones de euros de media diaria, frente a los 5.348 millones del año pasado.

El número de operaciones bursátiles liquidadas en Iberclear este año muestra un descenso medio de un 61% sobre el mismo periodo del año anterior, alcanzando una media mensual de 0,63 millones de operaciones. Este descenso constata lo ya previsto con la entrada en producción de la primera fase de la Reforma del Sistema en mayo de 2016, en el que se introdujo la entidad de contrapartida central, o cámara de compensación, entre el mercado y el depositario, cuya operativa de neteo de operaciones previo a la liquidación supuso un descenso de éstas en Iberclear.

## TARGET2 SECURITIES (T2S)

---

Desde que se produjo la puesta en marcha de la plataforma única de liquidación europea *Target2 Securities (T2S) en 2015*, la plataforma se ha mantenido operativa para los Depositarios Centrales de Valores (o DCV), así como para los Bancos Centrales Nacionales, que se han ido incorporando a la plataforma escalonadamente a lo largo de diversas olas de migración. La primera ola de migración a T2S para estas infraestructuras ocurrió en junio/agosto de 2015, habiendo tenido lugar la segunda en febrero de 2016.

Durante la tercera ola en septiembre de 2016, el funcionamiento de la plataforma técnica sufrió significativos retrasos por el gran incremento de los volúmenes procesados, que llegaron a poner en cuestión la factibilidad de la migración de la cuarta ola. Fueron precisas varias e intensas pruebas de capacidad, que llegaron a impactar en el plan de pruebas funcionales de la ola final de migración, la correspondiente a Iberclear.

El 6 de febrero de 2017 se produjo la entrada en producción de la cuarta ola de migración, compuesta por los DCV de Alemania (Clearstream Banking Frankfurt), Luxemburgo (Lux CSD), Austria (OeKB), Hungría (KELER), Eslovaquia (CDCP) y Eslovenia (KDD), tal como estaba previsto en el plan de migración, y sin que sufriera ninguna modificación. En esta ocasión, la mayoría de los problemas aparecidos durante esta incorporación fueron solucionados durante las semanas siguientes a su entrada en producción.

La migración de Iberclear a T2S se produjo en la ola final como DCV más importante de esa incorporación. El 18 de septiembre se produjo la entrada en producción de esta ola final de migración, en la que Iberclear estuvo acompañado por la plataforma de los DCV de los países bálticos, tal y como estaba previsto. Unos meses antes de dicha migración, el DCV finés, Euroclear Finland, informaba que no podría cumplir con la fecha de migración correspondiente a esta ola final en la que estaba incluido por retrasos en la planificación de sus desarrollos.

Tanto el proceso de pruebas, como el de la pura migración y de la fase de estabilización posterior correspondiente a la ola de Iberclear fueron un completo éxito, ya que no se produjeron impactos relevantes en la plataforma. Varias de las principales entidades financieras, que llevan liquidando en T2S desde su puesta en marcha, han confirmado que la incorporación de la última ola de migración ha sido la más exitosa, en términos de menor impacto en el correcto funcionamiento de la misma. Con esta última ola de migración se ha dado por concluido el plan de migración a T2S.

La incorporación de Iberclear a T2S es uno de los principales elementos de la Reforma. Este paso ha permitido homologar los sistemas de post-contratación del mercado español con los de los principales mercados europeos, aumentar su eficiencia, optimizar costes y mejorar su competitividad, aspecto clave en un entorno cada vez más global.

En la actualidad, los principales retos que T2S tiene por delante son la adaptación de la plataforma a los requerimientos provenientes de la nueva regulación aplicable a los DCV, CSDR (CSD Regulation, o Reglamento de los DCV), así como a la optimización de su comportamiento y funcionamiento.

A este respecto, Iberclear publicó la Nota Informativa 96/2017 el pasado 6 de octubre, sobre su proceso de autorización como Depositario Central de Valores, donde explicaba haber presentado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la solicitud de autorización para continuar prestando sus servicios como Depositario Central de Valores junto con la información necesaria conforme al artículo 17 del Reglamento (UE) 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, es decir, la CSDR. La CNMV es la autoridad competente para analizar la solicitud y autorizar a Iberclear, momento a partir del cual dispondrá de un plazo de seis meses para conceder la autorización prevista en el Reglamento de DCV.

Por último, mencionar la firma del acuerdo con la división de Compensación y Custodia Directa de Citi para prestar servicios de custodia global a los clientes de Iberclear. El acuerdo se firmó en octubre, en el contexto de la conferencia SIBOS, celebrada este año en Toronto. Las entidades financieras españolas podrán liquidar valores internacionales a través de Iberclear, que actuará como punto de acceso único a todos los mercados, tanto en la zona T2S como fuera de ella, proporcionando soluciones de liquidación, custodia y gestión de activos.

## LAS ACTIVIDADES DE REGIS-TR EN 2017

---

En la actualidad, REGIS-TR se mantiene con más de 1.400 cuentas abiertas, procesando más de 8 millones de mensajes al día. REGIS-TR mantiene su estrategia de convertirse en una plataforma única de reporte regulatorio para las entidades europeas.

REGIS-TR ofrece desde octubre de 2017 los servicios de reporte regulatorio bajo la normativa suiza FinfraG, homóloga de EMIR en el país alpino. Precisamente en este mercado, la compañía ha llevado a cabo interesantes estrategias comerciales, captando en período pre-regulatorio un número considerable de clientes.

En el ya conocido entorno de la regulación EMIR, son claras las intenciones de los organismos reguladores. Tras pasar un largo periodo de aprendizaje y adaptación, se busca con determinación la optimización de información reportada. Después de dos implementaciones en esta línea, ha llegado en noviembre la tercera con los nuevos estándares técnicos de reporte en un intento de obtener información más detallada sobre las operaciones con derivados ejecutadas en el Área Económica Europea.

En la misma línea de acción, las instituciones legisladoras establecen el formato XML ISO 20022 para armonizar y estandarizar la información proporcionada a las autoridades por parte de los repositorios. Este mismo formato también ha sido el elegido para el reporte bajo Securities Financing Transactions Regulation (SFTR), de la cual se publicó en marzo la regulación de segundo nivel y a la que REGIS-TR va a aplicar como repositorio. Se prevé que este nuevo servicio se lance en el segundo trimestre de 2019.

También en este contexto se impone definitivamente la obligatoriedad del uso del Legal Entity Identifier (LEI) en el reporte obligatorio, junto con la publicación por parte de CPMI e IOSCO de estándares identificativos para productos Unique Product Identifier (UPI) y operaciones Unique Trade Identifier (UTI).

También en el marco internacional se obtiene mayor claridad de la extensión de EMIR a los países aún miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio; Islandia, Noruega y Liechtenstein. Concretamente, en los dos primeros REGIS-TR espera tener una cuota de mercado significativa debido a su extendida presencia en los países nórdicos.

En cuanto al posicionamiento del repositorio frente a la comunidad de supervisores y reguladores, REGIS-TR ofrece ya información a todos los organismos con acceso al portal común de información de ESMA (TRACE) y bilateralmente a más de 35 reguladores europeos, reforzando así su posición como herramienta de consulta para los supervisores.

# 8

## Difusión de Información y Servicios de Valor Añadido

En el año 2017, BME Market Data ha continuado incorporando nuevos contenidos a su oferta. En este ejercicio, la media mensual de puntos de entrega donde se difunde información en tiempo real de más de 79.000 instrumentos de Renta Variable, Renta Fija, Derivados e Índices gestionados por el Grupo BME, supera los 100.000.

## Solidez y programación de la gestión de la información generada por BME

En cuanto a los nuevos contenidos disponibles en tiempo real, BME Market Data ha llevado a cabo los desarrollos necesarios para integrar en la BME Data Feed los nuevos índices calculados por BME (IBEX MAB®, IBEX MAB® ALL SHARE e IBEX MAB® 15). BME Data Feed integra flujo completo de datos de los mercados operados por BME.

En un ejercicio muy intenso en el ámbito del desarrollo de la legislación derivada de la Directiva MiFID II, BME ha seguido muy de cerca el proceso regulatorio con el fin de adaptar sus feeds de datos, sus productos de información y las políticas de aplicación para el uso de estos datos, a la nueva normativa.

Asimismo, se ha trabajado en la integración en la **Data Feed** de la información que suministrará el nuevo servicio APA BME, gestionado por BME Regulatory Services, que comenzará a publicar el 3 de enero de 2018, en tiempo real, los detalles de las transacciones OTC sobre instrumentos financieros de las empresas de servicios de inversión, así como las cotizaciones en firme de los internalizadores sistemáticos que contraten el servicio con BME Regulatory Services.

Por otra parte, durante el año 2017 se ha mantenido la tendencia mostrada en años anteriores de crecimiento en el número de clientes de BME Market Data y, más concretamente, de aquéllos que optan por una conexión directa a los servidores de información. Estos clientes buscan minimizar los tiempos de recepción y tratamiento de la información contratada, así como obtener, sin intermediarios, información de los mercados más importantes en términos de liquidez de los instrumentos listados en el mercado español.

BME Market Data ha ampliado la línea de productos y servicios analíticos y de fin de día con la adición de los nuevos contenidos que los distintos mercados de BME han incorporado a sus plataformas y con la evolución de la oferta de servicios de información desarrollados a medida de las necesidades de los clientes. Cabe resaltar la ampliación de los productos de maestro de valores con las altas, bajas y modificaciones de instrumentos financieros, así como la creación, para su comercialización en 2018, de los **ficheros de maestro de valores FIRDS**. En este área de negocio, BME Market Data ha actualizado sus sistemas informáticos tanto de distribución genérica de archivos a clientes como de la entrega de los mismos vía entornos privados y seguros, reestructurando la oferta de productos y correspondientes tarifas, a fin de adecuarlas a las necesidades de los clientes. En la actualidad, BME entrega más de 2.600 ficheros de fin de día al cierre de cada sesión.

En este ejercicio, BME Market Data ha pasado a gestionar directamente los servicios de alojamiento y conectividad conocidos como **“BME Co-Location”, “BME Proximity”** y **“BME London HUB”**. Estos servicios se han convertido en un pilar clave en la operativa diaria de las plataformas de contratación y difusión de información de BME, pues, a través de ellos, los clientes tienen garantizada la menor latencia posible en el acceso a dichos sistemas, así como una vía de conectividad robusta a los distintos entornos operativos del Grupo BME, y todo ello en igualdad de condiciones para todas las entidades.

BME Market Data continúa explorando oportunidades para lanzar nuevos productos y servicios de valor añadido destinados a los participantes del mercado. Los retos surgidos del entorno regulatorio, junto con la constante innovación tecnológica, exigen a BME Market Data realizar mejoras de sus servicios de manera constante y la creación de nuevos productos de información que atiendan más rápida y eficazmente las nuevas y sofisticadas necesidades de los clientes. BME Market Data mantiene un permanente contacto con sus clientes con el fin de conocer de primera mano sus necesidades y obtener las claves necesarias para poder adelantarse a los desafíos en materia de difusión de información.

## Otros Servicios de Valor Añadido: BME Inntech

En el marco del proceso de reorganización de las actividades de BME ligadas a los ámbitos tecnológico, de regulación e innovación, se ha llevado a cabo en 2017 la fusión de las sociedades BME Innova, Visual Trader e Infobolsa, constituyendo BME Inntech.

Con esta nueva organización BME pretende atender, de forma más global y eficiente, las necesidades de los participantes del mercado en materia de servicios de información financiera, gestión y envío de órdenes, y herramientas para el asesoramiento financiero y servicios de cumplimiento normativo, todo ello, mediante el empleo de soluciones tecnológicas flexibles y fácilmente integrables.

Combinando el talento del equipo profesional de BME Inntech con una apuesta decidida por la innovación permanente y con la solvencia y la robustez de un Grupo como BME, se persigue el afianzamiento como proveedor de referencia de este tipo de servicios en los mercados de valores español e internacionales y de proporcionar a los clientes, cada día, los más altos estándares de calidad.

BME Inntech aspira a dar respuesta a las necesidades que, como consecuencia de una legislación cada vez más exigente, surgen en el sector financiero. Para ello se está agrupando la comercialización de los productos de cumplimiento normativo en una nueva compañía denominada **BME Regulatory Services**, que ofrece una ventanilla única a las entidades del sistema financiero a través de la cuál gestionar el cumplimiento de las obligaciones legales derivadas de su actividad en los mercados financieros.

En particular, y en relación con la regulación MiFID/MiFIR, BME Regulatory services ha solicitado a la CNMV su autorización como proveedor de servicios de suministro de datos, lo que le permitirá, a partir del 3 de enero de 2018, ofrecer servicios como agente de publicación autorizado (APA) y sistema de información autorizado (SIA).

A través del APA se gestiona la obligación de publicación de los detalles de las operaciones extrabursátiles u OTC (trade reporting), mientras que con el servicio SIA se ofrece el servicio de comunicación a la autoridad competente de las operaciones realizadas en centros organizados o bilaterales (transaction reporting).

Estos servicios vienen a completar la oferta de soluciones de cumplimiento normativo que ya se venían suministrando desde BME Inntech, entre los que cabe destacar los **Servicios de Reporting Normativo (SIR)** a la CNMV, que han experimentado un auge tras la incorporación de la Circular DGFI A (Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos), y la Circular relativa a Agentes; los **Servicios de Abuso de Mercado (SICAM)** a raíz de la incorporación de los desarrollos necesarios que permiten procesar la operativa que las entidades reportan a través del nuevo Transaction Reporting a su Autoridad Nacional Competente

Por otra parte, y ante la entrada en vigor de MiFID II BME Inntech va a ofrecer los **Informes de Mejor Ejecución**, que publican para cada clase de instrumento financiero un resumen del análisis y de las conclusiones que extraen de la monitorización detallada de la calidad de ejecución obtenida en los mercados donde han ejecutado todas las órdenes de sus clientes en el año anterior y el **Servicio Smart Order Routing -SOR-** que facilita el acceso automático a la liquidez de valores que cotizan en más de un mercado o MTF, garantizando la aplicación de las políticas de best execution definidas por la entidad que lo contrata.

En el año 2017 se han finalizado los desarrollos del nuevo **Servicio Prestador de Servicios de Confianza**, de certificación digital de acciones electrónicas (contratos, boletas, etc.) mediante firma por reconocimiento biométrico de voz, permitiendo complementar los servicios de Inntech con soluciones de **On Boarding Digital**. La certificación como Prestador de Servicios de Confianza permitirá a BME Inntech acercarse a otros segmentos de mercados fuera del financiero aumentando la base de clientes y explorando nuevas vías de colaboración con las empresas.

En lo que respecta a la filial **Openfinance**, que en el 2017 ha cumplido sus primeros 15 años de vida, se mantiene como el referente en España para el suministro de soluciones de Gestión Discrecional y Asesorada de Carteras y, en general, para la provisión de herramientas que automatizan los procesos del Asesoramiento Financiero, con soluciones que abarcan desde la Banca Privada a las EAFIS y Gestoras. Entre las novedades del año 2017 destaca el desarrollo de una herramienta Roboadvisor que se implantará en los primeros clientes.

Los servicios habituales de BME Inntech han mantenido un comportamiento al alza durante este año, especialmente los **Servicios de Bróker on Line** con la implantación de los mismos en tres entidades a nivel nacional y la consolidación de los existentes, dando hoy por hoy servicio a más de medio millón de usuarios finales en España, con soluciones de información y envío de órdenes a los mercados.

Los **Servicios de Infraestructura Tecnológica, BME Alternativ**, han experimentado un auge gracias a la ampliación, por parte de los clientes, de los servicios de Contingencia y de Outsourcing.

El **Servicio de Comunicación Financiera, BME HighWay**, ha continuado la expansión de su mapa bancario abarcando países tales como Noruega, Finlandia, Polonia, Australia, Chile, Perú, Sudáfrica, Angola, Guinea y Camerún con la posibilidad de incluir cualquiera de las más de 8.000 entidades financieras conectadas a la red SWIFT.

# 9

## MiFID II: cambios relevantes para la industria de valores en 2018

Una reforma de enorme magnitud de la normativa europea y española de mercados de capitales entra en vigor al inicio de 2018 como consecuencia de la transposición de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID II) y del Reglamento MiFIR. Esta normativa pretende favorecer la integración financiera en la Unión Europea y una mejor adaptación a las nuevas circunstancias de los mercados, así como corregir algunas debilidades en el funcionamiento y la transparencia que se han puesto de manifiesto durante la reciente crisis económica y financiera mundial.

La directiva MiFID II reforma y amplía el ámbito de la directiva anterior y supone un refuerzo suplementario de la protección del inversor, la aplicación de normas europeas a nuevos productos y servicios financieros y la ampliación de requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados, a los prestadores de suministro de datos y a las empresas de terceros países que prestan servicios o realizan actividades de inversión en la Unión Europea. La magnitud del cambio que supone esta nueva normativa lleva consigo en España la elaboración de una nueva Ley del Mercado de Valores.

## CAMBIOS EN LAS ACTIVIDADES LLEVADAS A CABO POR LOS MERCADOS DE VALORES

En lo que se refiere a la actividad del mercado, la normativa MiFID II supone un refuerzo de los requisitos de transparencia, estableciendo límites a determinadas exenciones a la pre-transparencia y acotando otros tipos de exención con el objetivo de fomentar la negociación en los libros de órdenes de los mercados regulados y MTFs en los que se realice de forma eficiente el proceso de formación de precios. Estos nuevos requisitos limitan las exenciones a aquellos tipos de operación o mecanismos de contratación que no contribuyan al proceso de formación de precios y por tanto no detraigan liquidez de los libros de órdenes transparentes.

Se establecen también, en un entorno de centros de negociación intensivos en tecnología, requisitos que contribuyan a fomentar el funcionamiento ordenado de los mercados. En este sentido, se regulan aspectos como la negociación algorítmica y de alta frecuencia o el acceso directo o patrocinado al mercado, actividades que deberán además estar identificadas para su supervisión adecuada. Los esquemas de creación de mercado tienen por objeto que este tipo de actividades contribuyan de forma efectiva a la liquidez de aquellos instrumentos a los que se aplican.

La nueva normativa es, asimismo, exigente en términos de información con el objetivo doble de establecer un entorno de competencia en igualdad de condiciones para todos los centros e intervinientes que en ellos operan y de conseguir una protección suficiente de los inversores en aplicación de la normativa de abuso de mercado. En este sentido, se establecen estándares para la comunicación de la información relevante sobre los valores, datos de referencia y datos de liquidez, así como requisitos exigentes en términos de información a proporcionar a las autoridades competentes a efectos de registro de órdenes y de reporte de operaciones.

Estos estándares se extienden a determinados requisitos de negociación, como la variación mínima de precios de los instrumentos financieros, que pasa a estar regulada bajo MiFID II con un doble criterio de volumen negociado en términos de operaciones y de precio. Estos requisitos completan otros aspectos relativos a transparencia como la negociación de bloques, ya regulados en MiFID y que tratan de establecer un régimen de competencia no basado en aspectos técnicos de la contratación.

### 1

## Mercados de Renta Variable: cambios de menor calado

El entorno de negociación español para acciones e instrumentos asimilados se definió básicamente a partir de la primera MiFID, que se transpuso a la legislación española para dar lugar al texto refundido actualmente en vigor. MiFID II y el reglamento MiFIR mantienen en lo esencial la estructura del entorno de negociación de valores e instrumentos financieros e incorporan algunos aspectos relevantes.

Los Centros de Negociación de valores son los mismos que ya existían:

**1. Mercados regulados (MR).** Son los mercados secundarios oficiales definidos por la actual Ley del Mercado de Valores española.

**2. Sistemas multilaterales de negociación (SMNs).** Son sistemas multilaterales, operados por una empresa de servicios de inversión (ESI) o un organismo rector del mercado (sociedad rectora de un mercado secundario oficial). La nueva normativa MiFID II regula una nueva subcategoría dentro del ámbito de los SMN: los mercados de PYME en expansión. Esta subcategoría dentro de los SMNs tiene como objetivo facilitar el acceso a la financiación en forma de capital a las pequeñas y medianas empresas.

**3. Internalizadores Sistemáticos (IS).** Son sistemas bilaterales en los que las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito ejecutan por cuenta propia las órdenes de clientes sobre acciones e instrumentos asimilados de forma organizada, frecuente, sistemática y sustancial. MiFID II amplía el régimen del IS a otros instrumentos similares a acciones (ETFs y Certificados). Además, introduce criterios cuantitativos para valorar cuándo la actividad de negociación por cuenta propia en ejecución de órdenes de clientes es realizada de forma frecuente, sistemática y sustancial.

## RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA

---

MiFID II refuerza la transparencia de la operativa de negociación de acciones, fondos cotizados y otros instrumentos financieros asimilables.

- **Transparencia pre-negociación:** los centros de negociación deberán hacer públicos los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones negociables a dichos precios que se difundan a través de sus sistemas. La información se hará pública de forma continua dentro del horario normal de negociación.

*Exenciones y limitaciones.* La normativa establece una serie de exenciones y limitaciones a la obligación general de transparencia pre-negociación, entre las que se encuentran: exenciones para sistemas que casen órdenes a precios referenciados, exenciones para sistemas que formalicen operaciones negociadas o preacordadas, exenciones sobre órdenes de elevado tamaño. La autoridad competente autorizará la aplicación de las exenciones, previa solicitud de aplicación por parte de un centro de negociación y tras un dictamen no vinculante sobre la compatibilidad de la solicitud con la normativa, emitido por el regulador europeo ESMA.

- **Transparencia post-negociación:** los centros de negociación deberán hacer públicos el precio, el volumen y la hora de las operaciones realizadas tan pronto como técnicamente sea posible.

*Autorización de publicación diferida.* Se permitirá que las autoridades competentes autoricen a los centros de negociación a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen (por ejemplo: órdenes de elevado volumen en comparación con el tamaño normal del mercado para dicho valor).

## EJECUCIÓN DE ÓRDENES

---

MiFID II no establece un nuevo requisito en términos de “mejor ejecución” respecto a la primera directiva de mercados de instrumentos financieros, pero sí refuerza los criterios conforme a los que las empresas de servicios de inversión deben garantizar el mejor resultado posible para el cliente a la hora de intermediar y ejecutar sus operaciones, estableciendo que estas entidades deben poner en marcha medidas suficientes y no solo razonables. La nueva normativa establece además que los intermediarios puedan demostrar que han aplicado correctamente esas medidas a la hora de seleccionar los centros de negociación en los que operan.

## 2

## Mercados de Renta Fija: se asimilan a los de Renta Variable en transparencia, ejecución y protección

La directiva MiFID II y su regulación de desarrollo MiFIR son, por su amplitud y alcance, las piezas normativas de mayor impacto para la operativa de los mercados de instrumentos de Renta Fija en muchos años. Las principales novedades que afectan a las distintas fases de la negociación son las siguientes:

En la fase de cotización de órdenes se establece un nuevo régimen de transparencia pre-negociación. La nueva directiva establece la obligación de hacer transparentes la cotizaciones y volúmenes sobre valores de Renta Fija antes de su ejecución. Para ello, las autoridades europeas, la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA) y la Comisión Europea, conjuntamente con los reguladores y supervisiones nacionales, determinarán qué valores tienen la consideración de líquidos y qué tamaño de órdenes deben ser publicadas y hacerse pre-transparentes, bien porque se encuentren por debajo del límite definido como órdenes de elevado tamaño (*Large In Scale* o LIS), o por su volumen en comparación con el resto de órdenes habituales en ese código valor (*Size Specific to the Financial Instrument* o SSTI).

Además, la regulación obliga a los centros de negociación a proporcionar acceso no discriminatorio a los centros de negociación (*trading venues*) a las entidades/clientes que soliciten operar sobre los valores contratados en ellos, garantizando la igualdad de trato a todos los participantes.

En la fase de ejecución de las operaciones, los valores de Renta Fija pasan a estar sujetos a los requisitos reforzados de mejor ejecución de órdenes (*best execution*) que ya definió en su día la primera MiFID pero que no se aplicaban a la Renta Fija. Mientras que la directiva MiFID determinó que las entidades participantes en las operaciones deberían tomar "todas las medidas razonables" para garantizar la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes, MiFID II requiere que "se deberán tomar todos los pasos suficientes" cuando las entidades consideren "los precios, costes, velocidad y probabilidad de ejecución, tamaño y naturaleza de la orden y cualquier otra consideración relevante" a la hora de canalizar y ejecutar las órdenes recibidas hacia los distintos trading venues. Asimismo, MiFID II obliga a las entidades a cerciorarse de la equidad de los precios proporcionados a los clientes en el momento de ejecutar sus órdenes.

En la fase de post-contratación y reporting al Supervisor, los mercados de Renta Fija pasan a estar sujetos al régimen de transparencia post-ejecución. Una vez ejecutada una operación, las entidades participantes deberán difundir los datos más relevantes de la misma al mercado. También se modifica el reporte de operaciones (*transaction reporting*); la obligación de comunicación de las operaciones se aplica tanto a los instrumentos financieros de Renta Fija admitidos a cotización en un Mercado Regulado (MR) como a los admitidos en SMNs u OTFs, así como para cualquier instrumento financiero cuyos precios guarden relación o se establezcan en base a esos instrumentos admitidos a cotización.

En este nuevo escenario se infiere un proceso de migración de los mercados de bonos hacia mercados regulados y sistemas multilaterales de ejecución, ya que la nueva normativa requiere que la operativa de los productos de Renta Fija esté sometida a mayores grados de transparencia pre y post-negociación, se garantice en todo momento la mejor ejecución de las órdenes de los clientes, se reporten un mayor número de informaciones sobre cada transacción que las entidades lleven a cabo en el mercado, con mayor exhaustividad y velocidad y, por último, se dote a los supervisores de mayores competencias para el control del cumplimiento de la norma.

## 3

## Productos Derivados: se incorporan al ámbito MiFID aumentando la transparencia

En una de sus novedades más relevantes, MiFID II incorpora los productos financieros derivados por primera vez a un ámbito de aplicación, que hasta ahora estaba reservado a los mercados de acciones y productos asimilados. Básicamente, lo hace ampliando las obligaciones establecidas en la regulación anterior MiFID para los mercados de renta variable a los mercados de derivados, que tradicionalmente han sido considerados menos transparentes debido a los importantes volúmenes negociados fuera de los mercados organizados.

### CENTROS DE NEGOCIACIÓN Y TRANSPARENCIA

---

MiFID II detalla la tipología de centros de negociación para los productos derivados y lo hace incorporando un nuevo tipo de centro de negociación además de los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Internalizadores Sistemáticos (IS): los denominados Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

La diferencia con las otras categorías de Centros de Negociación es que en los SOC la negociación puede tener lugar a través de reglas discrecionales y permite que el gestor del SOC opere a través de la interposición de su cuenta propia sin asumir riesgos, lo que se conoce como *matched principal value*. Esta nueva categoría pretende dotar de transparencia y estructura organizativa a ciertos mercados OTC de productos derivados y también de renta fija.

Para todos ellos establece los requisitos de transparencia pre y post-negociación. En este último ámbito, la comunicación de operaciones a las autoridades supervisoras de los mercados se ha hecho más amplia y compleja.

### SISTEMA DE NEGOCIACIÓN BAJO PETICIÓN (*REQUEST FOR QUOTE*)

---

Como novedad en el ámbito de la contratación de valores, algunos Mercados Organizados, entre ellos MEFF, ofrecerán una nueva modalidad de negociación bajo petición denominada *Request for Quote (RFQ)*. Este sistema permitirá a un participante solicitar precios para un contrato o estrategia determinados, a un número de miembros del mercado elegidos por él o a todos los del mercado.

### OBLIGACIÓN DE NEGOCIACIÓN

---

Uno de los objetivos que se definieron en la declaración del G20 en 2009 fue el establecimiento de la obligación de negociación de los derivados OTC en mercados organizados siempre que fuera posible y su compensación y liquidación en Entidades de Contrapartida Central (ECCs), de tal manera que solo se negocien bilateralmente o fuera de los Centros de Negociación aquellos contratos, estructuras o productos que no tengan cabida por su iliquidez en los mismos.

Todavía no se han definido los criterios que permitan establecer la obligación de negociación para cada tipo de producto, si bien sí se ha relacionado ésta con la obligación de compensación definida por EMIR. Por lo tanto, para que un contrato sea elegible como de negociación obligada primero tiene que haber sido incluido en la lista de obligación de compensación. ESMA sigue trabajando en definir la obligación de negociación.

## LIQUIDEZ Y NUEVA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO

---

Otro de los puntos que la norma pretende reforzar es la liquidez en los mercados, ya que cuánto más líquidos sean los contratos negociables en un Centro de Negociación más se protege al inversor, en tanto en cuanto se le asegura dicha liquidez en todo momento. Con este objetivo, establece que toda entidad que tenga precios de compra y venta de forma simultánea en un contrato durante al menos la mitad del horario del mercado en la mitad de los días de un mes deberá firmar un contrato de Creador de Mercado con el Mercado Regulado o SMN donde envíe los precios.

### 4

## Otras actividades relacionadas con los mercados

### ASESORAMIENTO DE INVERSIONES

---

Con la trasposición a nuestro ordenamiento de la directiva MiFID II se introduce un régimen general de información a proporcionar a los clientes más estricto y amplio que el anterior cuando la empresa de servicios de inversión preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones.

Con este propósito se regula pormenorizadamente la actividad de asesoramiento de inversiones, prohibiendo expresamente cobrar comisiones de los emisores o vendedores de los instrumentos en los que se recomienda invertir.

Un cambio importante es la necesidad de que, cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones, la empresa de servicios de inversión deberá informar al cliente con suficiente antelación respecto de la prestación de dichos servicios:

- Si el asesoramiento se presta de forma independiente o no.
- Si el asesoramiento se basa en un análisis general o más restringido de los diferentes tipos de instrumentos financieros.
- Si la empresa de servicios de inversión proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados.

Además, con el fin de que los inversores obtengan toda la información pertinente, se exigirá a las empresas de servicios de inversión que presten servicios de asesoramiento que comuniquen el coste del asesoramiento y que expongan a sus clientes las razones que justifican sus recomendaciones.

### EL ANÁLISIS DE VALORES

---

También los servicios de análisis suministrados por las empresas de servicios de inversión o por parte de terceros a las empresas de inversión que presten servicios de gestión de carteras u otros análogos cambiarán de forma significativa. El coste del análisis deberá desglosarse (*unbundling*) de las comisiones por ejecución de órdenes para aumentar la transparencia de los gastos totales soportados por el inversor. Otro de los principales objetivos es que los gestores o asesores paguen separadamente el análisis a los proveedores del mismo, ya sea a su propia costa, o repercutiéndolo al inversor de forma explícita. En suma, el pago específico del análisis deberá basarse en un presupuesto establecido por la empresa y no se vinculará al volumen ni al valor de las operaciones ejecutadas en nombre de los clientes.

## GOBERNANZA DE PRODUCTOS

---

Una de las novedades más relevantes que traerá consigo la entrada en vigor de la directiva MiFID II es la regulación, por primera vez, de forma armonizada en los mercados de capitales europeos, del diseño y la comercialización de productos financieros, estableciéndose que las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su venta a clientes deben garantizar que están proyectados para un mercado objetivo de clientes y que la estrategia de distribución de los instrumentos financieros es compatible con ese mercado objetivo.

Asimismo, se establece que los instrumentos deberán ofrecerse únicamente cuando repercutan en el interés del cliente imponiéndose a las empresas de servicios de inversión la obligación de comprender el instrumento recomendado y de valorar si éste es compatible con las necesidades del cliente.

Es importante destacar que las empresas de servicios de inversión establecerán el mercado objetivo de cada instrumento financiero y el tipo de cliente cuyos propósitos sean compatibles con el instrumento financiero. También identificarán los grupos de clientes cuyas necesidades no sean compatibles con el instrumento financiero.

## FORMACIÓN DEL PERSONAL DE LAS ESI

---

Debido a la continua innovación y a la complejidad de los productos de inversión, la nueva regulación obliga a garantizar que los empleados que realicen actividades de asesoramiento o venta de instrumentos financieros a clientes minoristas posean un nivel suficiente de conocimientos y competencias respecto a los productos que ofrecen. Las empresas de servicios de inversión han de ofrecer a sus empleados tiempo y recursos suficientes para que puedan obtener dicho conocimiento y competencias y aplicarlos a la hora de prestar servicios a los clientes.

## NUEVOS OPERADORES: LOS PROVEEDORES DE SUMINISTRO DE DATOS

---

Otra actividad que MiFID II regula y marca por primera vez como sujeta a autorización es la actividad de las entidades que presten habitualmente y con carácter profesional servicios de suministro de datos de mercado. La finalidad es garantizar la calidad de la información que se proporciona a usuarios y autoridades sobre el mercado y las operaciones ejecutadas.

Se crean tres figuras distintas: los Agentes de Publicación Autorizados (APA); los Proveedores de Información Consolidada (PIC) y los Sistemas de Información Autorizados (SIA).

## NEGOCIACIÓN ALGORÍTMICA

---

Se introducen por primera vez controles a la negociación algorítmica y en especial a lo que se denomina negociación de alta frecuencia (*High Frequency Trading, HFT*) que se considera que puede presentar un mayor riesgo de sobrecarga de los sistemas de los centros de negociación debido a los grandes volúmenes de órdenes, así como los riesgos de que se generen órdenes duplicadas o erróneas y desmesuradas de estos sistemas ante determinados acontecimientos del mercado.

## MÁS COMPETENCIAS PARA LOS ORGANISMOS REGULADORES

---

La transposición de la normativa europea MiFID II en enero de 2018 traerá también consigo un refuerzo de las funciones y las facultades supervisoras de los organismos con competencia reguladora, la CNMV en el caso particular del mercado español y ESMA como autoridad europea. Una de las novedades de mayor calado será la facultad de prohibir o restringir el marketing y la distribución de productos en circunstancias específicas y claramente definidas.



---

SIGUENOS EN:



---

#balancebolsa

---

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



**INFORME DE  
MERCADO 2017**



---

SIGUENOS EN:



---

#balancebolsa

---

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