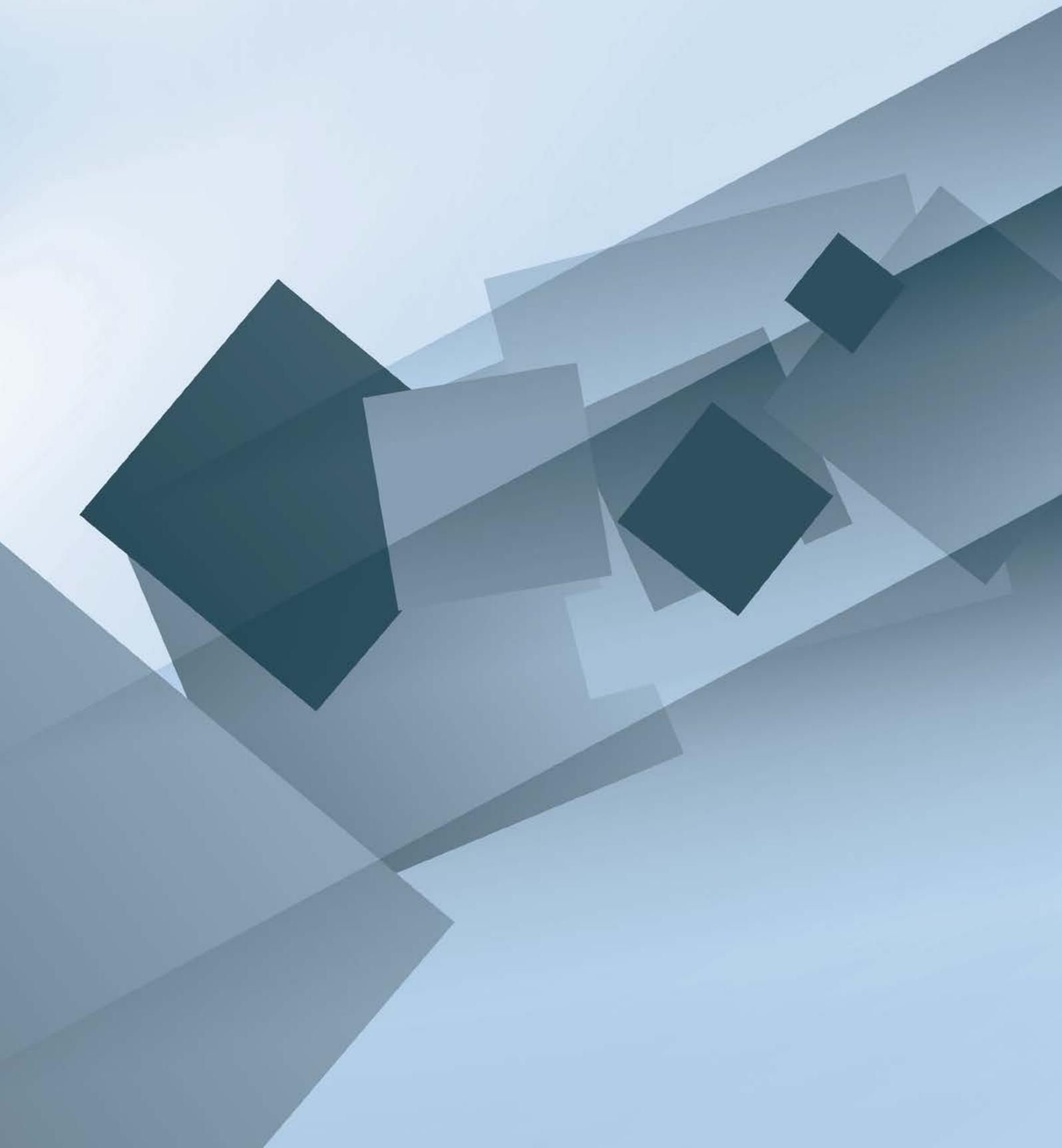




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2021



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2021**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	81
	Análisis sobre el apalancamiento de los fondos de inversión alternativa españoles	83
	Gema Pedrón Fernández	
	Estado de las reformas de los índices de referencia de tipos de interés	103
	María José Gómez Yubero y Miguel Palomero Aguilar	
III	Anexo legislativo	153
IV	Anexo estadístico	163

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Bono de titulización de activos
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
APA	Agente de publicación autorizado
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSDR	Reglamento de Depósitos Centrales de Valores
DCV	Depositorio central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
EAF	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio bruto
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ETF	Fondo de inversión cotizado
FCR	Fondo de capital riesgo
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FIA	Fondo de inversión alternativo
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria

FIL	Fondo de inversión libre
FIN-NET	Red para la Resolución de Litigios Financieros
FINTECH	Tecnología financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
HFT	Negociación de alta frecuencia
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas
IIC	Institución de inversión colectiva
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
MEFF	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros
MOU	Acuerdo de colaboración
MREL	Requisitos mínimos para recursos propios y pasivos admisibles
MTS	Sistema organizado para la negociación electrónica de deuda pública española
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIS	Permutas de tipos de interés a un día
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	<i>Over the Counter</i> / Extrabursátil
PER	Ratio precio beneficio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIB	Producto interior bruto
PNB	Producto nacional bruto
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PUI	Préstamo de Última Instancia
PYME	Pequeña y mediana empresa
RAR	Rentabilidad ajustada al riesgo

RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGEGR	Sociedad gestora de entidades de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOC	Sistema organizado de contratación
SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios

I Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	26
2.3	Perspectivas	31
3	La evolución de los mercados nacionales	33
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	46
4	Los agentes de los mercados	56
4.1	Vehículos de inversión	56
4.2	Prestación de servicios de inversión	63
4.3	Sociedades gestoras de IIC	74
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	75

Índice de recuadros

Recuadro 1:	El impacto del <i>brexit</i> en los mercados financieros europeos	43
Recuadro 2:	Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19	53
Recuadro 3:	Consulta pública previa de la CNMV en relación con la futura circular sobre publicidad de criptoactivos	71
Recuadro 4:	Aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector financiero	78

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional de los primeros meses del año continúa marcado por la pandemia del COVID-19. A pesar de que siguen apareciendo nuevos brotes de contagio, el proceso de vacunación puesto en marcha a escala internacional ha reducido ligeramente la incertidumbre existente y ha permitido una mejora de las expectativas económicas, sobre todo en aquellas economías, como la española, más afectadas por la crisis debido a su modelo productivo. También han mejorado las expectativas respecto a otras economías, como la estadounidense, que han puesto en marcha importantes paquetes de medidas fiscales. En algunas de estas jurisdicciones, la mejora prevista de la actividad vino acompañada de un cierto temor a un repunte de la inflación, que se trasladó a las rentabilidades de los activos de deuda. En el ámbito de la política monetaria no se han producido novedades relevantes con relación a la situación de los últimos meses, sino más bien una continuidad del tono expansivo de la misma.
- En este contexto, los índices internacionales de renta variable más relevantes mostraron revalorizaciones significativas en el primer trimestre del año¹, en sintonía con el proceso de vacunación y la mejora de las expectativas económicas. Como novedad, las revalorizaciones fueron relativamente similares entre las diferentes áreas económicas, en comparación con el comportamiento diferencial observado en 2020 entre los índices estadounidenses y japoneses, y los europeos (salvo el alemán Dax 30) a favor de los primeros. En EE. UU. los índices bursátiles presentaron revalorizaciones que oscilaron entre el 2,8 % del tecnológico Nasdaq y el 7,8 % del Dow Jones; en la zona euro el rango de aumento se situó entre el 6,3 % del Ibex 35 y el 10,9 % del Mib 30, y los índices japoneses se incrementaron un 6,3 % en el caso del Nikkei y un 8,3 % en el del Topix. En la mayoría de los casos, los indicadores de volatilidad se mantuvieron en niveles moderados. Por su parte, el aumento de las expectativas de inflación, que afectó principalmente a EE. UU., dio lugar a un repunte considerable de las rentabilidades de la deuda en esta economía (en el caso del bono soberano a 10 años fue de 83 puntos básicos [p.b.], hasta el 1,75 %), que se trasladó con menor intensidad a activos similares de otras economías.
- Los últimos datos de actividad de la economía española muestran una caída del PIB del 10,8 % en 2020, por encima del descenso experimentado por la zona euro (6,8 %), debido, principalmente, a que la composición del producto en España está más orientada a actividades que se están viendo relativamente más

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, salvo para algunas informaciones puntuales.

afectadas por la crisis. La crisis ha derivado en un descenso del nivel de empleo de 622.600 personas el año pasado, así como en un aumento de la tasa de paro hasta el 16,1 % de la población activa (13,8 % en 2019). Asimismo, el déficit público aumentó hasta el 10,9 % del PIB como consecuencia del aumento de gasto derivado de la pandemia —que se estima en 45.000 millones de euros— y la deuda pública escaló hasta el 120 % del PIB. En este contexto, los pronósticos más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la economía española contemplan un crecimiento notable para este año, del 6,4 % (5 décimas más que en su última previsión y 2 puntos porcentuales [p.p.] más que en la zona euro). Esta mejora se explicaría por los efectos positivos que se esperan de la disminución paulatina de las medidas de aislamiento, así como por la expectativa generada por los fondos europeos. Es importante tener presente además que, habiendo mostrado una recesión más intensa en 2020, las tasas de recuperación suelen ser mayores a medida que la actividad económica se acerca a los niveles anteriores a la crisis. La incertidumbre que rodea estos pronósticos continúa siendo elevada debido a la existencia de factores cuya evolución es difícil de prever: la propia evolución de la pandemia del COVID-19, la efectividad de las políticas y ayudas económicas adoptadas y, finalmente, la capacidad de ajuste de la actividad económica ante nuevos patrones de consumo y algunas vulnerabilidades existentes como, por ejemplo, el elevado endeudamiento público o el posible aumento de las dificultades financieras de algunas empresas.

- Los mercados de renta variable españoles, que finalizaron los últimos meses de 2020 con importantes avances que permitieron recuperar gran parte de las pérdidas acumuladas anteriormente, comenzaron 2021 con nuevas alzas, con las perspectivas puestas en la recuperación económica y los efectos beneficiosos de los programas de vacunación. En este entorno, en el que la incertidumbre sigue siendo muy elevada, el Ibex 35 concluyó el trimestre con un avance del 6,3 %, ligeramente inferior al de otros grandes índices internacionales, con niveles de volatilidad moderados y liquidez estable, y con caídas notables en los volúmenes de contratación. Las emisiones de renta variable fueron cercanas a los 3.000 millones de euros en el primer trimestre del año, aumentando la relevancia de las operaciones bajo el formato de *scrip dividend*, que permiten a las compañías mantener parte de los recursos en el balance. No se ha registrado ninguna oferta pública de venta de valores (OPV) en lo que va de año, aunque se esperan varias operaciones sobre todo relacionadas con compañías del sector de las energías renovables en los próximos meses. Se han aprobado recientemente, por otra parte, dos ofertas públicas de suscripción (OPS) correspondientes a las empresas Grupo Ecoener y Línea Directa.
- En los mercados nacionales de renta fija, el descenso de los rendimientos de los activos observado durante la mayor parte del año pasado al amparo de las medidas expansivas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) se detuvo en los primeros meses de 2021, en línea con la evolución de los rendimientos de estos activos en los mercados internacionales de deuda. A pesar de estos aumentos, que fueron leves, los niveles de los tipos de interés continúan siendo muy reducidos y se sitúan en terreno negativo para un conjunto amplio de activos (el rendimiento del bono soberano a 10 años finalizó el trimestre en el 0,34 %). Asimismo, las emisiones de deuda de los emisores españoles registradas en la CNMV en el primer trimestre de 2021 aumentaron un 13,3 % en

términos interanuales, hasta los 23.500 millones de euros, mientras que las realizadas en el exterior descendieron, si bien su importe fue significativo (más de 19.000 millones en apenas 2 meses).

- En 2020, la industria de los fondos de inversión permaneció prácticamente estable en términos patrimoniales, al mostrar un leve avance del 0,1 %, hasta los 279.700 millones de euros (306.600 millones considerando el patrimonio de las sociedades de inversión de capital variable o SICAV). La contracción patrimonial observada en el primer trimestre —del 10,5 %, originada en más de un 90 % por la reducción del valor de la cartera— se vio compensada por el incremento acumulado posterior (11,8 % en el resto del año). Las condiciones de liquidez de la cartera de estas instituciones continuaron siendo satisfactorias. Por otra parte, continuó en expansión el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, que se situó cerca de los 200.000 millones a finales del ejercicio, lo que supone un 39 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país. En los primeros compases de este año continuó la expansión observada en los últimos trimestres de 2020 en relación con el patrimonio y el número de partícipes de estas instituciones. Se observa así cierto cambio de tendencia, favorecido por el fuerte aumento del ahorro de los hogares, que, por ahora, ha tenido como destino mayoritario los activos financieros más conservadores y líquidos.
- En el ámbito de la prestación de servicios de inversión las entidades de crédito continuaron concentrando la mayor parte de las comisiones por distintos tipos de servicios (cerca del 90 % del total). Por su parte, las empresas de servicios de inversión (ESI) experimentaron un crecimiento sustancial de los beneficios antes de impuestos en 2020 (del 80 %), aunque esta evolución se explica por un número reducido de entidades; en particular por una entidad que se vio afectada por el *brexit* y a la que se trasladó parte del negocio que desarrollaba su matriz en el Reino Unido. El número de sociedades y agencias de valores que finalizaron el ejercicio en pérdidas se mantuvo en la misma cifra de 2019 (32 de un total de 95), pero su importe agregado descendió de forma relevante. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias, aunque se observó un descenso importante en los márgenes de las sociedades de valores. Este sector mantiene desde hace algunos años una tendencia en la que disminuye levemente la relevancia de las entidades relacionadas con bancos comerciales y aumenta la de las entidades que se pueden considerar independientes y cuyo modelo de negocio está diversificado entre los diferentes servicios de inversión.
- El presente informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primero describe los efectos iniciales del *brexit* en los mercados financieros europeos, sobre todo en relación con el desplazamiento de la negociación desde infraestructuras radicadas en el Reino Unido a otras de la Unión Europea (UE).
 - El segundo detalla la evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda emitidos por emisores españoles durante 2020 con el fin de evaluar el impacto de la crisis del COVID-19.

- El tercer recuadro informa sobre el proceso de consulta pública que ha abierto la CNMV en relación con la futura circular sobre la publicidad de criptoactivos.
- Finalmente, en el cuarto recuadro se trata el asunto de la obligación de las entidades de observar los requerimientos establecidos en el Reglamento (UE) 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero, de aplicación desde el pasado 10 de marzo.

2 Entorno macrofinanciero

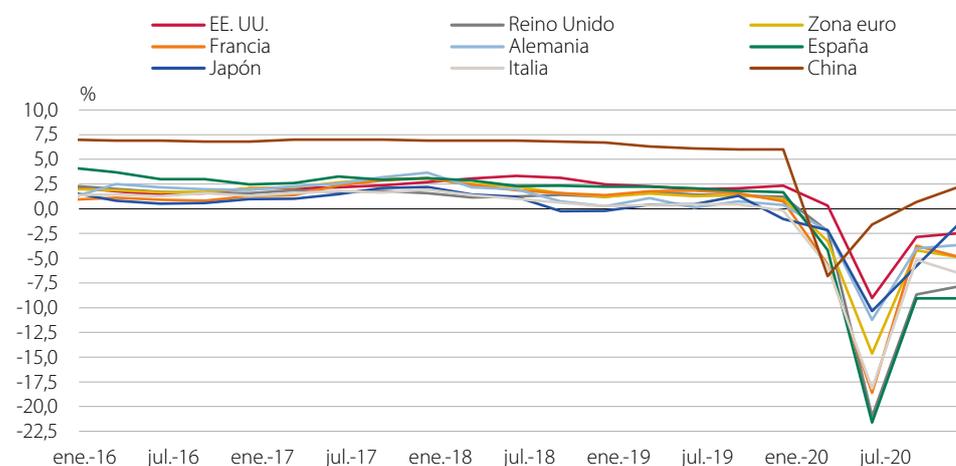
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La pandemia del coronavirus marcó la evolución económica del ejercicio 2020, dando lugar a una contracción del PIB mundial de un 3,3 %² en el año, muy alejado del crecimiento del 2,8 % de 2019. Todas las regiones entraron en recesión, siendo la caída de la actividad más intensa en el segundo trimestre, cuando se hacían más visibles los efectos de la grave paralización económica y productiva causada por los confinamientos y las medidas de aislamiento. Durante los siguientes trimestres del año, la contracción del PIB fue más leve en la mayoría de economías, aunque ninguna registró un crecimiento positivo a excepción de China, donde la expansión del virus fue anterior y también lo fue la recuperación de su economía.

La pandemia del coronavirus marcó la evolución económica del ejercicio 2020, dando lugar a una contracción del PIB mundial de un 3,3 %² en el año, muy alejado del crecimiento del 2,8 % de 2019. Todas las regiones entraron en recesión, siendo la caída de la actividad más intensa en el segundo trimestre, cuando se hacían más visibles los efectos de la grave paralización económica y productiva causada por los confinamientos y las medidas de aislamiento. Durante los siguientes trimestres del año, la contracción del PIB fue más leve en la mayoría de economías, aunque ninguna registró un crecimiento positivo a excepción de China, donde la expansión del virus fue anterior y también lo fue la recuperación de su economía.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Refinitiv Datastream. Se muestran para cada trimestre las tasas interanuales del PIB en todas las economías salvo en China, para la que se representan tasas de crecimiento acumuladas en el año en términos interanuales.

EE. UU. presentó un descenso de la actividad más leve que las economías europeas.

En EE. UU., la contracción del PIB fue menos severa que la de los países europeos, pues se llevaron a cabo confinamientos menos restrictivos y la paralización de la actividad fue menor. No obstante, el PIB pasó de aumentar un 2,2 % en 2019 a caer un 3,5 % en 2020. En la zona euro la contracción fue del 6,8 % en el año, aunque se

2 World Economic Outlook, publicado por el FMI el 6 de abril.

observaron diferencias notables entre los países europeos, con caídas que oscilaron entre el 10,8 % en el caso de España y el 3,7 % en Holanda (en 2019 el PIB de estas economías creció un 2 % y un 1,6 %, respectivamente). En Italia, al igual que en España, la expansión del coronavirus en un primer momento fue más intensa y, en consecuencia, también las medidas de aislamiento, lo que se tradujo finalmente en una contracción del PIB del 8,9 % en 2020 (aumento del 0,3 % en 2019). En Francia la disminución fue del 8,2 % (9,7 puntos menos que el ejercicio pasado) y en Alemania esta fue más leve (el PIB cayó un 5,3 % en 2020). El Reino Unido también mostró uno de los mayores descensos en su actividad, al pasar de crecer un 1,4 % en 2019 a contraerse un 9,8 % en 2020, pues a la incertidumbre causada por el COVID-19 se añadió la que trajo consigo el *brexít*.

La crisis provocada por la expansión del coronavirus hizo que el pasado año los bancos centrales más importantes adoptaran medidas urgentes en materia de política monetaria. En sus últimas reuniones de marzo del presente ejercicio, la mayoría de autoridades monetarias mantuvieron los estímulos que venían aplicando sin cambios relevantes. Así, la Reserva Federal no alteró el tipo de interés oficial, que continuó en la horquilla del 0,00-0,25 %, y se comprometió a no subirlo hasta que las condiciones del mercado laboral alcancen el objetivo dual de la institución de pleno empleo y una tasa de inflación que supere de forma moderada el 2 %. Además, mantuvo sin cambios el ritmo de compra de activos (120.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y activos hipotecarios).

Por su parte, el BCE en su reunión del 11 de marzo de 2021 no hizo cambios en los tipos de interés oficiales, manteniendo el de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 %, respectivamente. Tampoco modificó los límites de su programa de compras de emergencia pandémica³ (PEPP, por sus siglas en inglés), si bien anunció un aumento en el ritmo de compras⁴ para evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación provocado por el incremento de las rentabilidades de los bonos soberanos.

El Banco de Inglaterra tampoco modificó el tono de su política monetaria, sino que mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1 % y el importe de su programa de compra de activos en 895.000 millones de libras. Finalmente, el Banco de Japón, en su última reunión de marzo, introdujo ciertos ajustes en su política monetaria⁵, aunque mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el -0,10 % (en este valor desde 2016).

Los tipos de interés a corto plazo siguieron tendencias algo diferentes en la mayoría de las regiones observadas durante el primer trimestre de 2021. Los tipos a

En su reunión del 16 y 17 de marzo, la Reserva Federal no rebajó el tipo de interés oficial, que continúa en la horquilla del 0,00-0,25 %.

Por su parte el BCE decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial, pero anunció un aumento en el ritmo de compras.

El Banco de Inglaterra no modificó su política monetaria, mientras que el Banco de Japón introdujo ciertos ajustes en ella.

Los tipos de interés a corto plazo siguieron distintas tendencias: con ligeras caídas en EE. UU., aumentos en el Reino Unido y sin apenas variaciones en la zona euro y Japón.

3 El PEPP está dotado con 1,85 billones de euros, tras su ampliación en la reunión del BCE de diciembre, con un plazo de finalización hasta marzo de 2022 y la reinversión del vencimiento de los bonos del programa hasta, al menos, el final de 2023.

4 El BCE confirmó en la primera mitad de marzo un incremento de las compras semanales de deuda en los mercados secundarios durante el segundo trimestre del año en el marco de su programa PEPP. Asimismo, su presidenta señaló que «la inflación llegará a tocar el 2 % probablemente a finales de año».

5 Amplió ligeramente el rango de los rendimientos de los bonos a 10 años (de 0,2 % a 0,25 %, por encima y por debajo del nivel objetivo, que sigue en torno a cero) y eliminó su objetivo anual de compra de fondos cotizados en bolsa y fondos japoneses de inversión inmobiliaria (J-REIT) (establecidos en 6 billones y 90.000 millones de yenes, respectivamente, aunque tras el COVID-19 se doblaron estas cantidades).

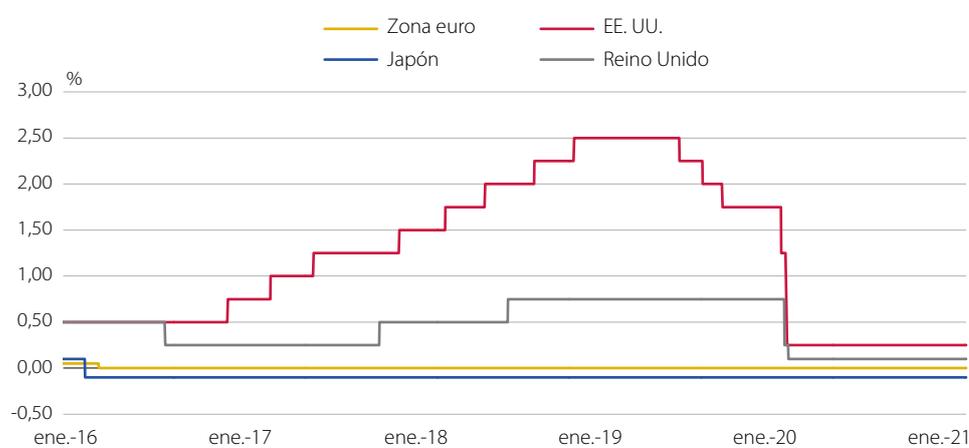
3 meses disminuyeron 4 p.b. en EE. UU., siguiendo la senda bajista que comenzaron en 2019, aunque con una caída más moderada que la del primer trimestre de 2020 (-46 p.b.). En la zona euro, los tipos apenas experimentaron variaciones relevantes durante el primer trimestre del año (aumentaron 1 p.b.), al igual que en Japón. Por su parte, en el Reino Unido se registraron ligeros aumentos en los tipos a corto plazo, que se situaron al final del primer trimestre en el 0,09 % (6 p.b. más que a principios de año).

Las tasas de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron una evolución homogénea en el primer trimestre de 2021, con incrementos en la mayoría de los países avanzados, destacando el caso de EE. UU.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron una evolución homogénea en el primer trimestre de 2021, con incrementos en la mayoría de los países avanzados, impulsados especialmente por el aumento de los tipos de interés de la deuda estadounidense.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En EE. UU. el rendimiento del bono soberano a 10 años aumentó 83 p.b., muy por encima de los incrementos observados en la zona euro (entre los 14 p.b. y los 40 p.b.).

En EE. UU. la rentabilidad del bono soberano a 10 años aumentó 83 p.b. en el primer trimestre del año (hasta el 1,75 %) debido, principalmente, al aumento de las expectativas de crecimiento e inflación gracias a los avances en la vacunación de la población y a la aprobación de un fuerte paquete de estímulos económicos. En los países de la zona euro el incremento de los tipos de interés de la deuda pública fue más leve, oscilando entre los 14 p.b. y los 40 p.b. en Italia y Bélgica, respectivamente. La rentabilidad del bono soberano alemán continuó en terreno negativo (-0,30 %), al igual que la de la deuda pública en Holanda (-0,24 %), Finlandia (-0,11 %), Austria (-0,07 %) y Francia (-0,05 %), y muy cercana a cero en Irlanda (0,07 %). En los países periféricos de la zona euro, los aumentos de la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo fueron menos pronunciados que en el resto de los países europeos (entre 14 p.b. y 28 p.b.). Así, a finales de marzo estos rendimientos se situaban en el 0,87 % en Grecia, el 0,66 % en Italia, el 0,34 % en España y el 0,23 % en Portugal. En el Reino Unido, por su parte, el incremento en los tipos de interés del bono a 10 años fue más significativo, situándose en marzo en el 0,85 % (65 p.b. más que a finales de 2020).

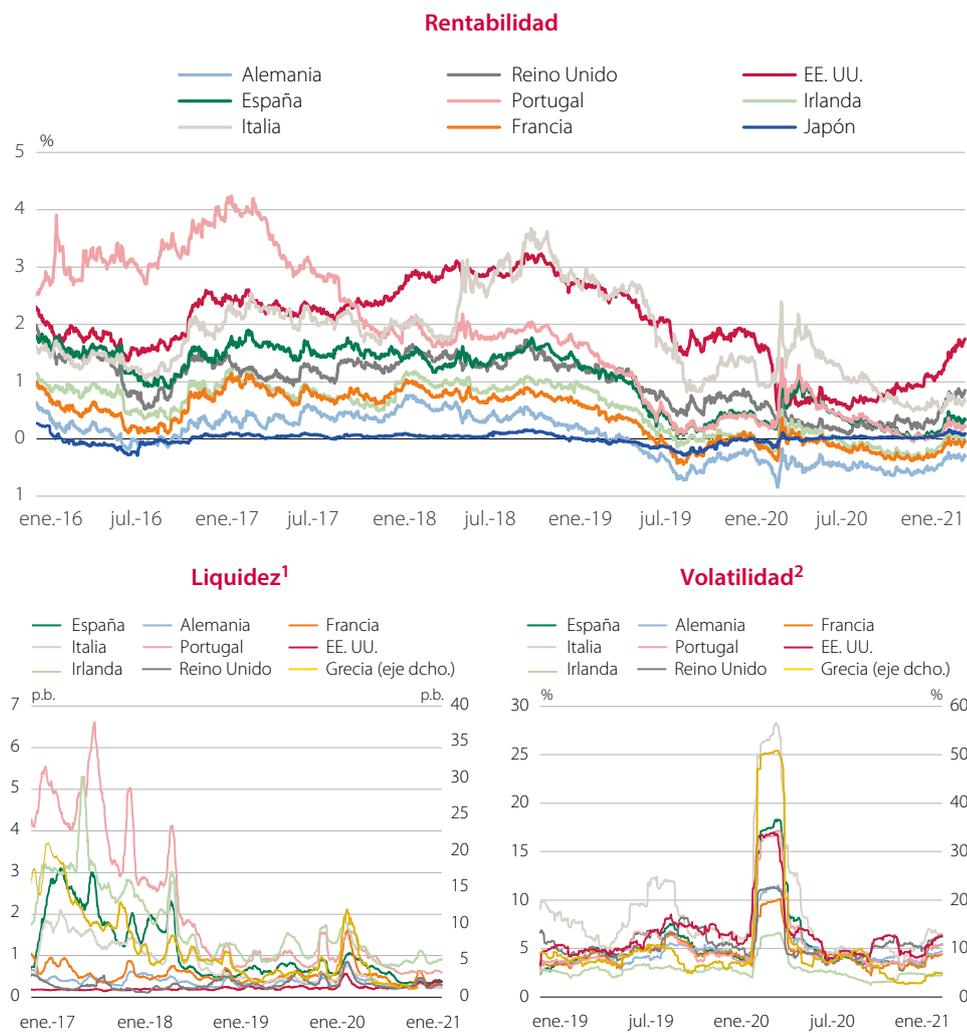
Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2021, sobre todo en los países periféricos de la zona euro.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron ligeramente durante el primer trimestre de 2021, manteniendo la senda a la baja que se observa tras los máximos registrados en el mismo trimestre del pasado ejercicio a consecuencia de la

incertidumbre provocada por la expansión del COVID-19. En general, los mayores descensos se observaron en los países periféricos de la zona euro, sobre todo en Italia, donde, tras un cierto tensionamiento de las primas originado por la inestabilidad política, se produjo una disminución en el conjunto del trimestre de 23 p.b. (hasta los 75 p.b.). En Grecia el descenso de la prima de riesgo en el trimestre fue de 25 p.b., en España de 10 p.b. y en Portugal de 7 p.b. (hasta los 77 p.b., 34 p.b. y 30 p.b., respectivamente).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)

GRÁFICO 4



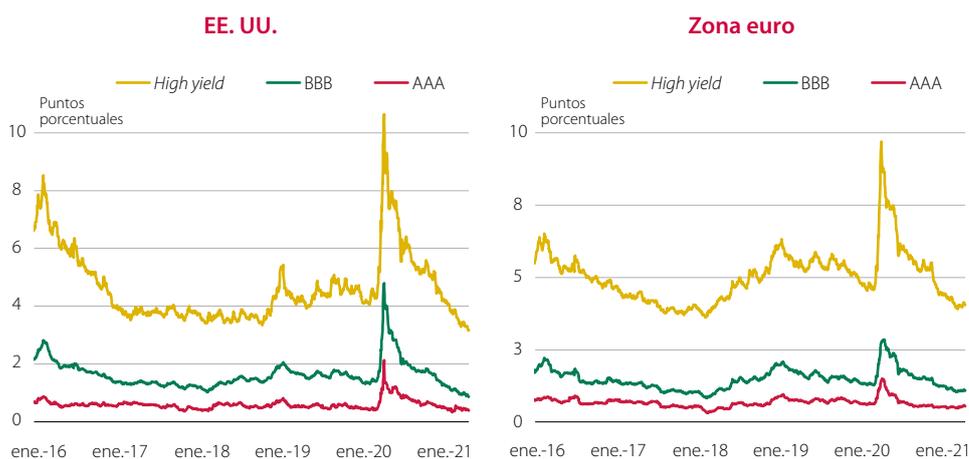
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

De la misma forma, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en la mayoría de los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona euro, especialmente en los bonos de peor calidad crediticia (high yield).

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas disminuyeron en la mayoría de segmentos con respecto a los valores registrados a finales de 2020, continuando la tendencia observada tras los repuntes de marzo del pasado ejercicio. Estas caídas tuvieron algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona euro, especialmente en los activos de peor calidad crediticia (véase gráfico 5). En EE. UU., la prima de riesgo de la deuda *high yield* disminuyó en 90 p.b. en el primer trimestre del año, hasta los 317 p.b.; la de la deuda BBB lo hizo en 35 p.b., hasta los 87 p.b., y la de la deuda AAA en 2 p.b., hasta los 39 p.b. En la zona euro, la disminución de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 39 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 405 p.b.; de 16 p.b. en el BBB, hasta los 108 p.b., y sin variaciones en el tramo AAA, situándose en los 54 p.b.

Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹

GRÁFICO 5



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

¹ En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año (datos semestralizados) registraron un ligero aumento con respecto al primer semestre de 2020, situándose en 8,3 billones de dólares (un 5,8 % más que en el mismo periodo del ejercicio anterior). Este incremento se debió al repunte de las emisiones del sector financiero y del sector público, que aumentaron un 13,4 % y un 11 %, respectivamente. Distinto fue el caso de las emisiones brutas del sector no financiero, que disminuyeron un 15,5 %. Por regiones, destacan los aumentos de las emisiones de deuda en EE. UU. y Japón, ya que en Europa cayeron un 12 %.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados internacionales registraron un ligero aumento del 5,8 % en el primer trimestre del año, destacando el incremento de las emisiones de las empresas del sector financiero y las del sector público.

Las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron en su conjunto un 11 % con respecto al primer semestre de 2020, hasta los 5,5 billones de dólares, observándose evoluciones diferentes por regiones. Así, en EE. UU. y Japón se registraron incrementos del 41,6 % y del 33,3 %, respectivamente (hasta un importe de 3,1 billones de dólares en el primero y de 693.000 millones de dólares en el segundo). Por el contrario, en Europa se produjo una caída del 22,1 %.

Las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron en su conjunto un 11 %, impulsadas por los incrementos en EE. UU. y Japón.

Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2020 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Las emisiones del sector privado tuvieron una evolución dispar entre subsectores, con incrementos en el sector financiero y descensos en el no financiero.

Respecto a las emisiones brutas de deuda efectuadas por los sectores privados, la evolución con relación al primer semestre de 2020 entre subsectores fue dispar, con incrementos del 13,4 % en el sector financiero y descensos del 15,5 % en el sector no financiero. En el primero el aumento se originó en mayor medida en Europa (29,4 %) y en EE. UU. (23,3 %). De igual forma, la caída de las emisiones de deuda en el ámbito no financiero también estuvo determinada por la evolución en estas dos áreas (-24,3 % en EE. UU. y -16,6 % en Europa).

Los principales índices de renta variable aumentaron durante los tres primeros meses de 2021 en un entorno de menor volatilidad.

Los principales índices de renta variable se revalorizaron durante los primeros meses de 2021, tras un ejercicio con episodios de fuertes caídas seguidos de repuntes que, en algunos mercados, no consiguieron compensar las pérdidas iniciales. Los mercados de renta variable mostraron un comportamiento favorable en este periodo debido a varios factores que permitieron una mejora de las expectativas económicas, entre los que destacó el avance en el proceso de vacunación, la resolución de algunas fuentes de incertidumbre como el *brexit* o la aprobación de un gran programa de estímulos económicos en EE. UU. La revalorización de los principales índices vino acompañada de disminuciones en los indicadores de volatilidad.

Las revalorizaciones oscilaron entre el 2,8 % y el 10,9 % en los índices de las economías avanzadas.

Al contrario de lo que sucedió en 2020, cuando los índices estadounidenses presentaban revalorizaciones notablemente superiores a las del resto (que incluso perdían valor), los aumentos experimentados por los índices de renta variable en el primer trimestre de 2021 se movieron en rangos parecidos en todas las áreas económicas avanzadas (véase cuadro 1). En EE. UU. los índices bursátiles presentaron subidas que oscilaron entre el 2,8 % del tecnológico Nasdaq y el 7,8 % del Dow Jones (5,8 % en el S&P 500). De igual manera, se observaron incrementos en las bolsas de la zona euro en un rango entre el 6,3 % del Ibex 35 y el 10,9 % del Mib 30. El índice británico FTSE 100 también aumentó, un 3,9 %, así como los índices japoneses: 6,3 % en el caso del Nikkei y 8,3 % en el del Topix.

La mayoría de los mercados bursátiles emergentes experimentaron avances en el primer trimestre del año.

Los índices bursátiles de las economías emergentes mostraron un comportamiento más heterogéneo en el primer trimestre del año, si bien en su conjunto y de acuerdo con el índice MSCI de renta variable emergente, se produjo un incremento del 3,6 % con respecto a diciembre de 2020. Los índices asiáticos registraron repuntes que oscilaron entre el 4,2 % y el 11,5 % (en Hong Kong y Taiwán, respectivamente), excepto en China, donde el índice Shanghai Composite cayó ligeramente (un 0,9 %) por la previsión de una posible retirada de estímulos por parte del país, en Malasia y en Filipinas, cuyos índices principales cedieron un 3,3 % y un 9,8 %, respectivamente. Entre las economías de Europa del Este, destacaron los incrementos de los índices de Rumanía y Bulgaria, del 14,1 % y el 12,2 % respectivamente. Por su parte, los índices latinoamericanos mostraron caídas en el caso del argentino Merval (6,3 %) y del brasileño Bovespa (2,0 %), mientras que los índices de Chile, México y Perú presentaron avances a lo largo del trimestre (17,5 %, 7,2 % y 2,6 %, respectivamente).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2017	2018	2019	2020	II 20	III 20	IV 20	I 21
Mundo								
MSCI World	20,1	-10,4	25,2	14,1	18,8	7,5	13,6	4,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	6,5	-14,3	24,8	-5,1	16,0	-1,3	11,2	10,3
Euronext 100	10,6	-11,2	24,9	-3,6	13,8	-1,8	15,1	8,3
Dax 30	12,5	-18,3	25,5	3,5	23,9	3,7	7,5	9,4
Cac 40	9,3	-11,0	26,4	-7,1	12,3	-2,7	15,6	9,3
Mib 30	13,6	-16,1	28,3	-5,4	13,6	-1,9	16,9	10,9
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	-15,5	6,6	-7,1	20,2	6,3
Reino Unido								
FTSE 100	7,6	-12,5	12,1	-14,3	8,8	-4,9	10,1	3,9
Estados Unidos								
Dow Jones	25,1	-5,6	22,3	7,2	17,8	7,6	10,2	7,8
S&P 500	19,4	-6,2	28,9	16,3	20,0	8,5	11,7	5,8
Nasdaq-Composite	28,2	-3,9	35,2	43,6	30,6	11,0	15,4	2,8
Japón								
Nikkei 225	19,1	-12,1	18,2	16,0	17,8	4,0	18,4	6,3
Topix	19,7	-17,8	15,2	4,8	11,1	4,3	11,0	8,3

Fuente: Refinitiv Datastream.

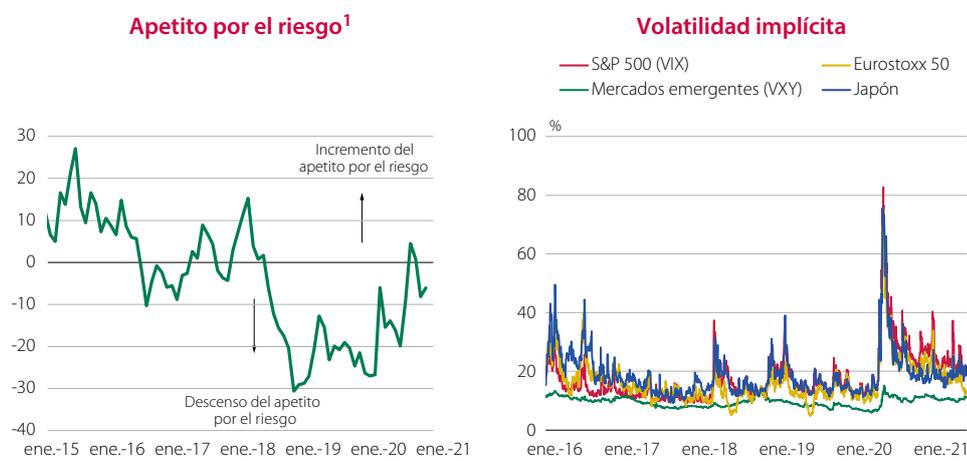
1 En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes disminuyeron con respecto al cuarto trimestre de 2020 y se mantuvieron en promedio entre el 17 % y el 21 % durante el primer trimestre de 2021, a excepción del Nasdaq, que experimentó rebotes de volatilidad a lo largo de los 3 primeros meses del año. Aunque los indicadores de volatilidad implícita mostraron ciertos repuntes transitorios entre enero y marzo, se redujeron con respecto a los registrados en 2020 (entre el 24 % y el 49 %), pero continuaron por encima de los niveles observados en 2019 (entre el 12 % y el 16 %).

Las medidas de volatilidad implícita globales disminuyeron durante el primer trimestre del año con respecto a los valores registrados en 2020.

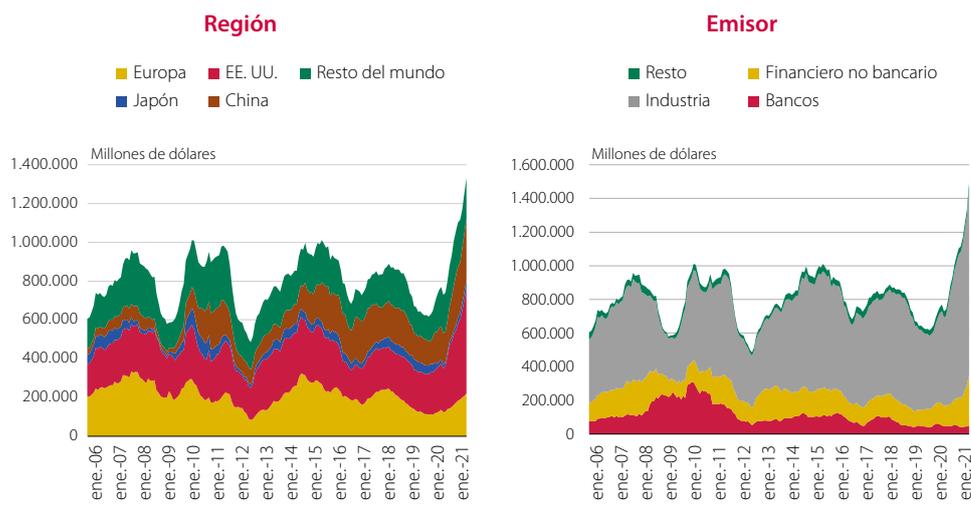
Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 31 de marzo.

El volumen de emisiones de renta variable aumentó de forma significativa en el primer trimestre de 2021, sobre todo en EE. UU.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable aumentó de forma muy significativa durante el primer trimestre de 2021 y se situó cerca de los 465.000 millones de dólares (frente a los 141.000 millones emitidos en el mismo periodo en 2020). Así, las emisiones de renta variable se incrementaron en todas las regiones, especialmente en EE. UU., donde fueron cuatro veces superiores a las del primer trimestre de 2020, acumulando hasta marzo la mitad de lo emitido en renta variable en este país en el pasado ejercicio. En el resto de áreas el aumento también fue elevado, situándose las emisiones de instrumentos de renta variable en torno a los 80.700 millones de dólares en Europa, 6.900 millones en Japón y 87.200 millones en China (28.400 millones, 2.900 millones y 35.400 millones de dólares en el primer trimestre de 2020, respectivamente). Por sectores, las emisiones en las empresas del sector financiero no bancario crecieron sustancialmente (se multiplicaron por cinco con respecto a las del primer trimestre de 2020) al igual que las del sector bancario (lo hicieron por cuatro). En el sector industrial se concentraron los incrementos más relevantes en términos absolutos, ya que las emisiones de renta variable aumentaron casi 205.000 millones con respecto a las emitidas en el primer trimestre del ejercicio anterior. El incremento en las empresas de *utilities* fue menos pronunciado (un 29,2 %).

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En 2020 el PIB de España experimentó una contracción del 10,8 %, causada por la crisis del COVID-19 y superior a la de la zona euro, que fue de un 6,8 %.

La crisis del COVID-19, con las consabidas medidas de aislamiento y paralización de la actividad, provocó una contracción del PIB español del 10,8 % en 2020. El mayor desplome se registró en el segundo trimestre del año (-21,6 % en tasa interanual) y, con posterioridad, la apertura gradual de la economía permitió que los retrocesos fueran de menor intensidad (-8,6 % y -8,9 % en el tercer y cuarto trimestres del año en tasa interanual). Estos datos se situaron entre los más desfavorables de la zona euro, que registró una contracción del 6,8 % en el ejercicio. Entre los factores que explican este peor comportamiento relativo están el impacto de la crisis sobre sectores como el turismo y otros relacionados con este, que son muy importantes en la generación de valor para la economía, y la presencia de un entramado empresarial mayoritariamente formado por pequeñas y medianas empresas, que, además de

verse afectadas por las restricciones impuestas por la crisis (sobre todo aquellas que desarrollan su actividad en el ámbito minorista) tienen, en general, más dificultades que las compañías más grandes para afrontar crisis tan graves y duraderas.

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

	2017	2018	2019	2020	FMI ¹	
					2021	2022
PIB	3,0	2,4	2,0	-10,8	6,4	4,7
Consumo privado	3,0	1,8	0,9	-12,4	6,0	3,3
Consumo público	1,0	2,6	2,3	3,8	3,9	0,4
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,8	6,1	2,7	-11,4	8,9	7,5
Construcción	6,7	9,3	1,7	-14,0	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	9,2	5,5	4,5	-13,1	n.d.	n.d.
Exportaciones	5,5	2,3	2,3	-20,1	n.d.	n.d.
Importaciones	6,8	4,2	0,7	-15,8	n.d.	n.d.
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,2	-0,5	0,6	-2,0	0,8	0,9
Empleo²	2,9	2,6	2,3	-7,5	n.d.	n.d.
Tasa de paro	17,2	15,3	14,1	16,1	16,8	15,8
Índice de precios de consumo³	2,0	1,7	0,8	-0,3	1,0	1,3
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,0	2,6	2,8	1,4	1,0	1,9
Saldo de las AA. PP.⁴ (% PIB)	-3,1	-2,5	-2,9	-11,0	-9,0	-5,8
Deuda pública (% PIB)	98,6	97,4	95,5	120	118,4	117,3
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	68,0	61,7	58,7	60,3	n.d.	n.d.

Fuente: Refinitiv Datastream, FMI, Banco de España e INE.

1 Previsiones del FMI publicadas el 6 de abril de 2021.

2 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2017, 2018, 2019 y 2020 por una cuantía del 0,04 %, 0,01 %, 0,00 % y 0,88 % del PIB respectivamente. El aumento registrado en 2020 se corresponde con la reclasificación de la SAREB dentro de las AA. PP. ordenada por Eurostat, cuyas cifras computan en este apartado.

n.d.: [dato] no disponible.

De la caída total del PIB en 2020 (10,8 %), 8,8 p.p. se debieron a la contribución de la demanda nacional y 2 p.p. a la del sector exterior. En relación con los componentes de la demanda interna, se observó un retroceso fuerte tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo (-12,4 % y -11,4 %, frente a crecimientos del 0,9 % y del 2,7 %, respectivamente, en 2019). En cambio, el consumo público aumentó un 3,8 %, la cifra más alta desde 2009. En cuanto a la evolución del sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones descendieron en el año: las primeras un 20,1 % y las segundas un 15,8 % (en 2019 ambas crecieron un 2,3 % y un 0,7 %, respectivamente).

Desde el punto de vista de la oferta, se registraron caídas significativas en la mayoría de los sectores salvo en las ramas primarias, las actividades financieras y de seguros, y las actividades de la Administración pública, sanidad y educación, que en 2020 presentaron aumentos en su valor añadido del 5,4 %, el 3,3 % y el 1,4 %, respectivamente (-2,2 %, 0 % y 1,2 % en 2019). Los mayores retrocesos se observaron en el

La contribución de la demanda nacional a la caída del PIB fue de 8,8 p.p., mientras que la del sector exterior fue de 2,0 p.p.

Desde el punto de vista de la oferta, se registraron caídas significativas en la mayoría de los sectores, destacando el de las actividades artísticas y recreativas y el comercio, el transporte y la hostelería.

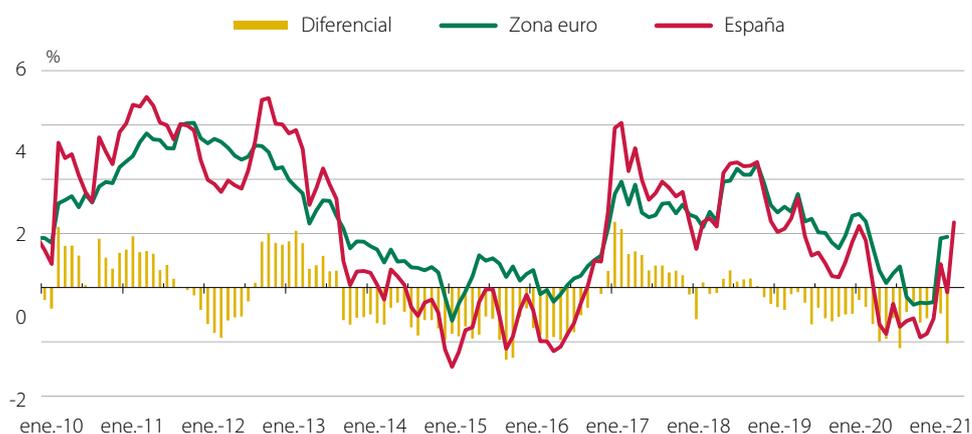
sector de las actividades artísticas y recreativas (-24,9 %) y del comercio, el transporte y la hostelería (-24,4 %), gravemente afectados por las restricciones a la movilidad impuestas. También mostraron comportamientos negativos los sectores de la construcción (-14,5 %), los servicios (-11,1 %) y la industria (-9,6 %).

La tasa de inflación se mantuvo en terreno negativo buena parte del ejercicio anterior y, aunque con altibajos, parece haber retomado una tendencia alcista. El diferencial con respecto a la zona euro finalizó febrero en -1,0 p.p.

La tasa de inflación se mantuvo durante gran parte de 2020 en terreno negativo, alcanzando tasas mínimas del -0,9 % en mayo. Comenzó 2021 en niveles positivos y, con altibajos, mantiene la tendencia alcista (1,3 % en marzo). Por el contrario, la tasa subyacente (IPSEBENE), que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en niveles positivos durante 2020 y relativamente estables hasta mitad de año (en torno al 1,0 %), para caer posteriormente de forma progresiva hasta situarse en el 0,1 % en diciembre. En enero de 2021 también ha mostrado cierta variabilidad, situándose en el 0,3 % en febrero. Por su parte, la inflación en la zona euro fue superior a la de España durante 2020, y el diferencial entre ambas osciló entre -1,1 p.p. (julio) y -0,3 p.p. (a principios y a finales de año). En 2021 esta diferencia volvió a ampliarse (-1,0 p.p. en febrero).

IPC armonizado: España frente a la zona euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente Refinitiv Datastream. Datos hasta febrero para la zona euro y hasta marzo para España.

La crisis dio lugar a una fuerte caída del empleo, del 7,5 % en 2020, y un aumento de la tasa de paro hasta el 16,1 %...

En línea con el retroceso de la actividad se produjo una fuerte caída del empleo, que en promedio fue del 7,5 % en 2020⁶, y un aumento de la tasa de paro, desde el 13,8 % a finales de 2019 hasta el 16,1 % a finales de 2020 (15,5 % de media anual). Los últimos datos de paro registrados de marzo muestran una cierta mejora, pues se redujo el número de personas desempleadas en 59.149 (-1,5 %) respecto al mes de febrero, y se dejó atrás el umbral de los 4 millones de parados en total (3.949.640). Cabe mencionar que los trabajadores afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) se consideran ocupados⁷, por lo que no están incluidos en las cifras presentadas. A finales de 2020 había un total de 755.613 personas acogidas a esta figura, aunque se llegaron a alcanzar los 3,39 millones de trabajadores en abril. Estas cifras se mantienen relativamente estables desde septiembre y, a finales de marzo de 2021, el número de personas en ERTE era de 743.628.

6 La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) muestra una destrucción de 622.600 empleos a lo largo de 2020.

7 Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

La crisis también se manifestó en un empeoramiento sustancial de las finanzas del sector público, que experimentaron un crecimiento elevado del gasto, así como una disminución de los ingresos. El gasto vinculado al COVID-19 fue cercano a los 45.000 millones de euros. Así, el déficit público cerró el año en el 11,0 % del PIB⁸, muy por encima del 2,9 % de 2019. La Administración central asumió la mayor parte del coste de la pandemia, debido al aumento de las transferencias a las comunidades autónomas y a la seguridad social, y su déficit se situó en el 7,5 % del PIB (1,3 % a finales de 2019). También destacó el déficit de la seguridad social, que se situó en el 2,7 % del PIB (1,3 % en 2019). Las comunidades autónomas, en cambio, mejoraron sus cifras con respecto a 2019, registrando un leve déficit del 0,21 % (0,6 % el año anterior), al recibir la mayor financiación de su historia por parte del Estado. Las corporaciones locales mostraron un ligero superávit (del 0,26 %). Como consecuencia del aumento del déficit, el nivel de deuda pública se situó en el 120 % del PIB a finales de 2020, frente al 95,5 % de 2019.

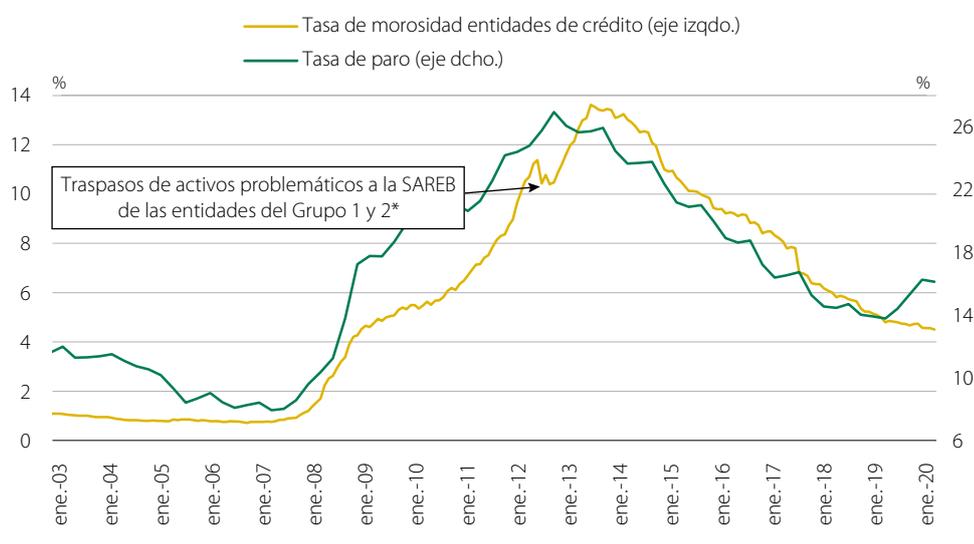
... así como un aumento del déficit de las AA. PP. hasta el 11 % del PIB a finales de 2020 (10,1 % si se descuenta la ayuda financiera) y de la deuda pública hasta el 120 %.

El sector bancario también se ve afectado por la crisis, pues el fuerte deterioro de la actividad puede determinar un incremento futuro en las tasas de morosidad de las entidades, que aún no se ha producido (véase gráfico 10). Por el momento la crisis ha ocasionado un fuerte aumento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos, especialmente en el segundo trimestre del año pasado, que, unido al progresivo descenso del margen de intereses, dieron lugar a unas pérdidas acumuladas en 2020 superiores a los 3.000 millones de euros (13.530 millones de euros de beneficios en 2019). El entorno tan bajo de tipos de interés puede complicar el aumento del margen de intereses, si bien también favorece la contención de la morosidad. Además, este sector tiene acceso a financiación procedente del Eurosistema en condiciones muy favorables.

La crisis ocasionó un deterioro importante de los activos bancarios, por lo que el sector registró pérdidas en 2020. Sin embargo, la morosidad continúa en niveles reducidos.

Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro¹

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos de tasa de paro hasta junio y de morosidad hasta julio.

1 Sobre la población activa.

* Los trasposos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2, en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

8 El déficit se reduce hasta el 10,1 % si se excluye el importe de la ayuda financiera que se origina por la reclasificación de la SAREB indicada por Eurostat.

Dentro de la composición del balance de las entidades bancarias (que aumentó en 2020) se observó un incremento de los depósitos de los residentes (en el pasivo) y un aumento de la financiación bancaria a las sociedades no financieras (en el activo).

El tamaño del sector bancario, en términos de volumen agregado de activos, aumentó por segundo año consecutivo, situándose en 2,82 billones de euros a finales de 2020 (2,61 billones en 2019). Del lado del pasivo de estas entidades cabe destacar el aumento de los depósitos de los residentes en España, que pasaron de 1,58 billones de euros en 2019 a 1,82 en 2020⁹, y el de la financiación procedente del Eurosistema, que pasó de 129.665 millones de euros en 2019 a 259.119 millones en 2020. El incremento de los depósitos se explica, al menos parcialmente, por un motivo de precaución en un escenario de elevada incertidumbre. En cuanto a la evolución del activo del sector bancario cabe destacar el avance de la financiación bancaria a las empresas y los hogares, que en conjunto fue del 3,1 % en 2020. Este aumento se explica exclusivamente por el incremento de la financiación a las sociedades no financieras en este contexto de crisis, que fue del 6,1 % (2 % en 2019). Por el contrario, la financiación a los hogares descendió un 0,6 % (frente al leve avance del 0,2 % en 2019). En el caso de la financiación a las sociedades no financieras destacó tanto el aumento de los préstamos —en los que el papel de los avales públicos fue muy importante— como de la financiación mediante la adquisición de valores de deuda.

La tasa de ahorro de los hogares aumentó de forma notable en 2020 al tiempo que disminuyó la renta bruta disponible.

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan un incremento tanto en la tasa de ahorro como en la ratio de endeudamiento durante 2020, que contrasta con el descenso de la renta bruta de los hogares (-3,3 %). La tasa de ahorro aumentó desde el 6,3 % de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2019 hasta el 14,7 % en 2020 y se explica, como ya se ha indicado anteriormente, por un motivo de precaución en un contexto de crisis marcado por un elevado nivel de incertidumbre, así como también por los efectos de las medidas de aislamiento, que impidieron determinadas decisiones de consumo. A pesar de esta tendencia, la tasa de ahorro de los hogares españoles sigue siendo inferior a la media de la zona euro, que también aumentó, aunque en menor medida, hasta situarse en el 19,6 % de la RBD. Por su parte la ratio de endeudamiento de los hogares creció levemente desde el 100,3 % de su RBD a finales de 2019 hasta el 102,3 % en 2020, tras 10 años de descensos ininterrumpidos. En términos relativos, se produjo también un incremento en la riqueza neta de los hogares, que pasó del 929 % de la RBD en 2019 al 967 % en 2020.

Las inversiones financieras netas de los hogares aumentaron durante 2020 y siguieron primando los activos más líquidos frente a la renta fija y variable.

Las inversiones financieras netas de los hogares aumentaron durante 2020 y se situaron en el 6,9 % del PIB (la mayor cifra desde 2006) frente al 3,0 % en 2019, debido, en gran parte, a la acumulación de ahorro. Por clase de activo, la inversión en medios de pago continuó siendo la más significativa (9,2 % del PIB), con importes más elevados que en años previos, y se observó una desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (2,5 % del PIB). Los hogares también invirtieron en participaciones en fondos de inversión siguiendo la tendencia iniciada en 2012, a pesar del comportamiento negativo de los mercados durante la primera mitad del año (0,9 % del PIB; 0,5 % en 2019).

La inversión en fondos de inversión registró una disminución importante en el último año debido al fuerte volumen de reembolsos que se produjo en marzo.

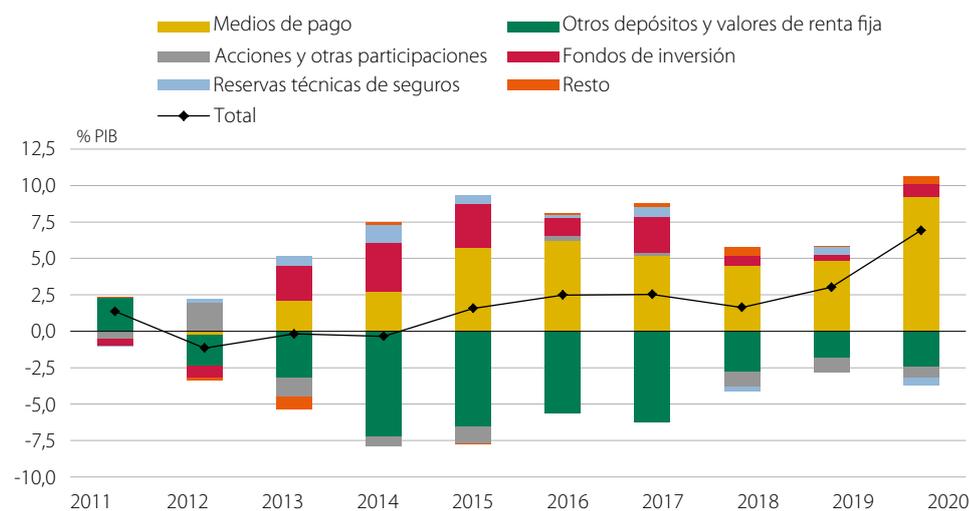
En cuanto a la composición de los flujos en fondos de inversión, cabe señalar que durante los meses más críticos de la pandemia (marzo y abril) se registraron reembolsos netos relativamente elevados, que se concentraron sobre todo en la categoría de renta fija y, en menor medida, en los fondos garantizados de renta variable y en los de gestión pasiva. En particular, los reembolsos netos en fondos de renta fija

9 Esta cifra incluye los depósitos del sistema crediticio, de las AA. PP. y de otros sectores residentes (sociedades no financieras y hogares).

fueron cercanos a 1.500 millones en el primer trimestre (tan solo en el mes de marzo la cifra fue de 2.700 millones). Sin embargo, las entradas netas de recursos en los siguientes trimestres fueron significativas, por lo que las suscripciones netas en esta vocación en el conjunto del año se situaron en un importe elevado (3.877 millones). En el conjunto de fondos de inversión las suscripciones netas del año fueron positivas (631 millones de euros), pero muy inferiores a las de ejercicios anteriores (en torno a 2.500 millones de euros en 2019 y 7.900 millones en 2018¹⁰).

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras*. Datos acumulados de cuatro trimestres.

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI apuntan a una recuperación de la actividad mundial a tasas mayores de las esperadas hace unos meses, impulsada en mayor medida por el avance de EE. UU. y de China. Así, se espera un crecimiento del PIB mundial del 6,0 % en 2021 y del 4,4 % en 2022 (frente al 5,5 % y 4,2 % pronosticado en enero, respectivamente). Los estímulos aprobados por gobiernos y entidades supranacionales, entre los que cabe destacar el nuevo paquete fiscal en EE. UU. o el fondo de recuperación de la UE, además del avance en la vacunación de la población, han estimulado la revisión al alza de estos pronósticos.

Las últimas previsiones del FMI pronostican una recuperación mayor de la esperada para el PIB mundial este año, del 6,0 %...

Por áreas económicas, se espera que las economías avanzadas crezcan un 5,1 % en 2021 (0,8 p.p. más respecto a la cifra de enero) y un 3,6 % en 2022. Para las emergentes el pronóstico es algo mejor, del 6,7 % en 2021 (0,4 p.p. más que en enero) y el 5,0 % en 2022. Las economías avanzadas con mejores previsiones para este ejercicio son EE. UU. y España (6,4 % en ambos casos); la primera impulsada por la aprobación de un importante paquete de estímulos fiscales. En cuanto a las economías emergentes, destacan las previsiones de la India y China para este ejercicio (12,5 % y 8,4 %, respectivamente), esperándose avances menos intensos en otras regiones emergentes (4,4 % en Europa del Este y 4,6 % en Latinoamérica).

... que se distribuye entre un 5,1 % para las economías avanzadas y un 6,7 % para las emergentes.

10 Véase epígrafe 4.1 para un mayor detalle.

La incertidumbre que rodea estos pronósticos es elevada debido, sobre todo, a la evolución de la pandemia, si bien se observan riesgos tanto a la baja como al alza.

La incertidumbre que rodea estos pronósticos continúa siendo elevada debido a la existencia de factores cuya evolución es difícil de pronosticar: la propia evolución de la pandemia del COVID-19, la efectividad de las políticas económicas adoptadas y, finalmente, la capacidad de ajuste de las economías ante la aparición de nuevos patrones de consumo y de algunas vulnerabilidades. Existen riesgos a la baja respecto a este escenario de crecimiento que se derivan, sobre todo, de la prolongación de la pandemia, que sería muy perjudicial para la supervivencia de un número significativo de compañías. Sin embargo, también existe la posibilidad de desviaciones al alza que podrían materializarse si la pandemia acorta su duración y una parte del elevado ahorro de algunos agentes se destina a incrementar su consumo.

Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2017	2018	2019	2020	FMI ¹	
					2021	2022
Mundial	3,7	3,6	2,8	-3,3	6,0 (0,5)	4,4 (0,2)
EE. UU.	2,2	2,9	2,2	-3,5	6,4 (1,3)	3,5 (1,0)
Zona euro	2,4	1,9	1,3	-6,6	4,4 (0,2)	3,8 (0,2)
Alemania	2,5	1,5	0,6	-4,9	3,6 (0,1)	3,4 (0,3)
Francia	2,3	1,8	1,5	-8,2	5,8 (0,3)	4,2 (0,1)
Italia	1,5	0,8	0,3	-8,9	4,2 (1,2)	3,6 (0,0)
España	3,0	2,4	2,0	-11,0	6,4 (0,5)	4,7 (0,0)
Reino Unido	1,7	1,3	1,4	-9,9	5,3 (0,8)	5,1 (0,1)
Japón	1,7	0,3	0,7	-4,8	3,3 (0,2)	2,5 (0,1)
Emergentes	4,7	4,5	3,7	-2,2	6,7 (0,4)	5,0 (0,0)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2021 respecto a enero de 2021).

La economía española, que registró una caída muy elevada de actividad en 2020, muestra una de las tasas de recuperación previstas más altas en 2021.

Como se ha mencionado anteriormente, según el FMI la economía española registrará un crecimiento del PIB del 6,4 % este año (mejorando su previsión de enero en 0,5 p.p.) y del 4,7 % en 2022 (sin variaciones respecto al pronóstico anterior). El hecho de que se encuentre entre el grupo de economías con mayor crecimiento esperado se debe a los efectos positivos que se prevén por la disminución paulatina de las medidas de aislamiento, así como por la expectativa generada por los fondos europeos. Asimismo es importante tener presente que, habiendo mostrado una recesión más intensa en 2020, las tasas de recuperación también suelen ser mayores a medida que la actividad económica se acerca a los niveles anteriores a la crisis.

Entre los riesgos más relevantes para la economía española destacan aquellos relacionados con la posibilidad de quiebras empresariales en los próximos meses y con las vulnerabilidades financieras que puede traer consigo el aumento del endeudamiento público.

Los riesgos sobre el escenario económico mundial afectan igualmente al caso español, si bien cabe mencionar algunos elementos que son particularmente relevantes para nuestra economía. En primer lugar, la evolución de la pandemia es clave para la recuperación de la actividad española, que presenta una estructura muy orientada a los servicios y con un predominio de empresas de tamaño pequeño. De hecho, existe un riesgo de quiebras empresariales en los próximos meses, sobre todo en aquellas más pequeñas por ser más vulnerables en una situación de crisis tan profunda. Este riesgo afectaría negativamente tanto al entramado empresarial del país como al

mercado laboral. Otra vulnerabilidad para la economía se deriva del notable aumento del endeudamiento público como consecuencia de la crisis y, por tanto, de la necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Como nota positiva, se puede destacar el impulso que los fondos europeos pueden tener sobre la economía española a medio y largo plazo, así como la posibilidad de que el aumento del consumo sea mayor del previsto si la evolución de la pandemia permite materializar decisiones de gasto aplazadas en 2020.

3 La evolución de los mercados nacionales

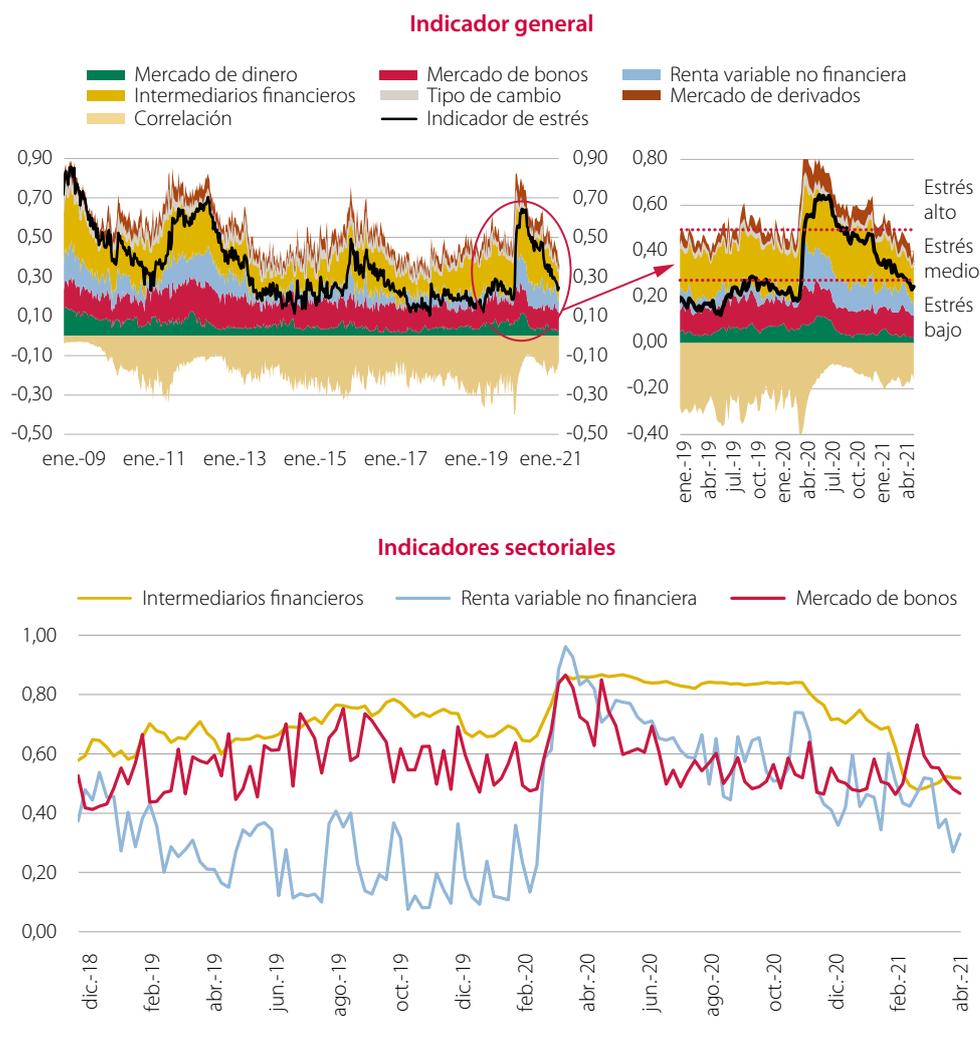
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹¹ ha mostrado un descenso paulatino desde que registrara su tercer valor histórico más elevado debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. Así, tras alcanzar un valor de 0,64 a principios de mayo de 2020, el indicador de estrés del conjunto del sistema fue reduciéndose progresivamente, con algún ligero repunte a finales de octubre, durante el inicio de la segunda ola de la pandemia, para situarse al cierre de 2020 en 0,36 (nivel de estrés medio). A partir de entonces, tras un periodo de cierta estabilidad, la tendencia a la baja fue clara como consecuencia de la recuperación de las cotizaciones de las compañías, del notable descenso de los indicadores de volatilidad y de una ligera disminución de la correlación del sistema, aunque esta última se mantiene en valores superiores a los registrados antes de la crisis del coronavirus. Así, a principios de abril este indicador se situaba en 0,25¹², un nivel de estrés bajo (véase gráfico 12).

Desde mayo de 2020, cuando alcanzó un nivel de 0,64 (riesgo alto), el indicador de estrés ha ido descendiendo paulatinamente hasta situarse a principios de abril en 0,25, lo que implica un nivel de riesgo bajo.

11 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de estabilidad financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>.

Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

12 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 9 de abril.



Fuente: CNMV.

El descenso ha sido generalizado en todos los segmentos, situándose el nivel de estrés de los intermediarios financieros en abril en 0,5 y el de los mercados de renta variable no financiera en 0,35.

A finales de 2020, los niveles de estrés más altos se registraban en el segmento de intermediarios financieros, de renta variable no financiera y de tipos de cambio, todos ellos afectados por niveles notables de volatilidad y, en el caso de los dos primeros, por el descenso acumulado de las cotizaciones (a pesar de la recuperación de las últimas semanas). A partir de enero el nivel de estrés en estos segmentos comenzó a disminuir, especialmente en el caso de los intermediarios financieros y del mercado de renta variable y, desde principios de marzo, se mantiene relativamente estable en valores que oscilan alrededor de 0,5 para los primeros y de 0,35 para el segundo. Por su parte, en los mercados de renta fija, beneficiados por el paquete de medidas adoptado por el BCE —que truncó la tendencia alcista de las principales primas de riesgo—, el nivel de estrés descendió de forma relativamente rápida en los meses centrales de 2020. Desde entonces, con algún repunte puntual, el nivel de estrés en este segmento se sitúa en valores inferiores a 0,60.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable españoles, que habían finalizado el último trimestre de 2020 con importantes avances que permitieron recuperar parte de las pérdidas de meses anteriores, comenzaron el trimestre con nuevas alzas, con la vista puesta en la recuperación económica y los efectos beneficiosos de los programas de vacunación y la llegada de nuevas vacunas. Aun así, los avances se fueron ralentizando en las últimas sesiones del trimestre por los temores a las consecuencias de los retrasos en el calendario de vacunación en Europa y por los rebrotes de la pandemia, lo que obligó a establecer nuevas restricciones en varias regiones europeas ante el temor a una cuarta ola de contagios. Esta situación ha retrasado las expectativas de recuperación económica hasta el segundo semestre de este año¹³.

El principal índice de las bolsas españolas, el Ibex 35, que había finalizado 2020 con unas pérdidas del 15,5 %, comenzó el primer trimestre del año con un avance del 6,3 %, una revalorización algo inferior a la de otros índices de referencia¹⁴ europeos junto con la del británico FT100. El Ibex 35 se situó en 8.580 puntos al cierre de marzo, recuperándose más del 26 % desde los mínimos de 6.785 puntos de finales del mismo mes de 2020, el nivel más bajo registrado desde el verano de 2012. El avance del índice fue inferior al que presentaron las acciones de las compañías más pequeñas (9,3 %) y las de mediana capitalización (8,3 %). Asimismo, por su parte, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, mostraron un comportamiento discreto (-2,1 % y 1,3 %, respectivamente) como consecuencia del retroceso del mercado de valores de Brasil¹⁵ y de la depreciación de su divisa respecto al euro¹⁶.

Casi la totalidad de los sectores finalizaron el trimestre con ganancias, aunque se observó un comportamiento más débil en aquellos sectores y compañías que habían presentado un mejor comportamiento en el ejercicio anterior. En parte, este comportamiento podría explicarse por la rotación de algunas carteras de inversión desde valores defensivos, como las compañías de alimentación y las eléctricas, hacia valores cíclicos y de crecimiento que se verían más beneficiados por un escenario de recuperación, como los bancos o las empresas del sector de servicios y la hostelería. La intensidad de los avances fue muy heterogénea entre las compañías y los sectores en función de las perspectivas de recuperación de cada uno de ellos. Los incrementos más significativos (véase cuadro 4) correspondieron a las compañías de servicios financieros —principalmente a los bancos—; a las empresas de servicios de consumo, entre las que destacó el buen comportamiento de la aerolínea IAG y de las compañías de ocio, turismo y hostelería, y a las empresas productoras de materias primas e ingeniería, así como a los avances de la principal compañía del sector petrolero

Los mercados de renta variable nacionales comenzaron el primer trimestre con nuevos avances, con la vista puesta en la recuperación económica y los efectos beneficiosos de los programas de vacunación.

En este contexto, el Ibex 35 avanzó un 6,3 % en el primer trimestre del año, presentando una revalorización algo inferior a la de otros grandes índices internacionales.

Casi todos los sectores obtuvieron ganancias, aunque fueron más débiles en aquellos sectores y compañías que habían tenido un comportamiento mejor en 2020. Destacaron las ganancias en los bancos, las empresas de servicio de consumo, las empresas de ingeniería y las petroleras.

13 La propia presidenta del BCE, Christine Lagarde, señaló que el BCE «cree que 2021 será el año de la recuperación, pero no vemos que vaya a ocurrir hasta la segunda mitad de 2021».

14 Véase cuadro 1 de este informe para un mayor detalle.

15 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 2 % en el primer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano BMV IPC avanzó un 7,2 %.

16 En el primer trimestre del año el real brasileño se depreció un 4 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano se apreció un 1 %.

(Repsol), que se vio favorecida por la recuperación de los precios del petróleo¹⁷ y por su actividad en el área de las energías renovables.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 4

Índices	2018	2019	2020	I 20 ¹	II 20 ¹	III 20 ¹	IV 20 ¹	I 21 ¹
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	-28,9	6,6	-7,1	20,2	6,3
Madrid	-15,0	10,2	-15,4	-29,4	6,4	-7,4	21,7	6,2
Ibex Medium Cap	-13,7	8,4	-9,7	-31,0	7,8	0,5	20,8	8,3
Ibex Small Cap	-7,5	11,9	18,9	-24,6	17,5	7,8	24,7	9,3
FTSE Latibex All-Share	10,3	16,3	-22,0	-46,3	14,4	-7,3	36,9	-2,1
FTSE Latibex Top	14,8	15,3	-19,1	-43,3	14,6	-3,2	28,8	1,3
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-27,1	-27,1	-26,4	-40,7	1,0	-19,8	53,4	14,8
Banca	-29,0	-29,0	-27,5	-41,9	0,9	-20,6	55,7	15,0
Seguros	-12,8	-12,8	-23,6	-36,4	4,8	-8,7	25,5	13,6
Inmobiliarias y otros	-26,1	-26,1	-16,0	-31,3	5,8	7,4	7,7	4,6
Petróleo y energía	6,1	6,1	5,0	-13,9	10,6	-1,8	12,2	-1,6
Petróleo	-4,5	-4,5	-40,8	-40,2	-6,6	-26,5	44,2	28,0
Electricidad y gas	8,9	8,9	14,2	-7,7	12,9	1,0	8,5	-4,5
Mat. básicos, industria y construcción	-8,6	-8,6	-2,5	-30,5	11,5	-1,5	27,8	5,0
Construcción	-3,4	-3,4	-16,3	-29,2	11,3	-11,0	19,4	3,8
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-10,4	-10,4	50,7	-20,4	10,7	23,8	38,2	-0,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-25,3	-25,3	-0,1	-38,7	13,8	3,5	38,3	17,9
Ingeniería y otros	-21,3	-21,3	-6,1	-44,3	-20,9	1,3	37,8	11,2
Tecnología y telecomunicaciones	-5,5	-5,5	-21,9	-30,3	11,0	-9,7	11,7	6,5
Telecomunicaciones y otros	-8,2	-8,2	-25,8	-23,8	13,3	-16,2	2,7	10,3
Electrónica y <i>software</i>	-0,1	-0,1	-18,8	-40,1	6,6	1,9	24,8	1,7
Bienes de consumo	-16,7	-16,7	-15,3	-19,1	-0,3	-0,8	5,8	5,6
Textil, vestido y calzado	-23,1	-23,1	-17,3	-24,8	-0,4	0,9	9,4	7,9
Alimentación y bebidas	-8,4	-8,4	10,6	-2,1	9,8	1,6	1,2	1,0
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	-6,4	-18,3	-8,6	-3,6	-5,4	-2,7	1,5
Servicios de consumo	-19,7	-19,7	-36,7	-50,2	8,8	-11,8	32,5	10,5
Autopistas y aparcamientos	39,5	-34,7	-27,8	-49,1	4,4	-17,7	65,0	11,3
Transporte y distribución	32,3	-11,5	-38,8	-52,5	12,5	-12,4	30,9	10,3

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

... así como también la de las compañías de bienes de consumo, telecomunicaciones y tecnología.

Asimismo, destacó la evolución positiva de los sectores de bienes de consumo gracias a la revalorización de la principal compañía del sector textil (Inditex), así como del sector de las telecomunicaciones y la tecnología. La principal compañía textil se

17 El precio del petróleo acumuló un alza del 22,5 % en el primer trimestre, hasta situarse en torno a 63 dólares, su nivel más alto desde diciembre de 2019.

ve favorecida por su capacidad de transformación a un nuevo modelo de negocio cada vez más digital, mientras que las principales empresas de telecomunicaciones (Telefónica) y de tecnología (Amadeus) se ven impulsadas por las mejores perspectivas para las economías latinoamericanas y del sector turístico, respectivamente, en los que concentran gran parte de su actividad.

Por otro lado, el comportamiento más débil correspondió a las compañías del sector energético y las eléctricas, así como a las empresas fabricantes de bienes industriales. Las primeras, que habían mostrado un comportamiento positivo durante todo el ejercicio anterior por su carácter defensivo, debido a la mayor estabilidad de sus ingresos, se han podido ver afectadas por la rotación de carteras desde las energéticas tradicionales hacia compañías de energías renovables y valores cíclicos, mientras que las segundas acusan el estancamiento de la inversión en bienes de equipo¹⁸. Asimismo, las empresas farmacéuticas y de alimentación presentaron una revalorización leve (inferior al 2 % en ambos sectores).

El avance de las cotizaciones en el trimestre, junto con una recuperación algo más intensa de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio entre el precio y los beneficios por acción disminuyera ligeramente en el primer trimestre de este año. El valor de esta ratio, que estuvo sujeto a importantes ajustes durante todo el ejercicio anterior, puede continuar mostrando cierta variabilidad en los próximos meses, conforme las estimaciones de beneficios vayan recogiendo de modo más preciso el impacto de la crisis sobre la actividad de las empresas. El valor de esta ratio en el caso del Ibex 35 retrocedió desde 18,2 a mediados de diciembre —su valor máximo desde el año 2002— hasta 17,5 en marzo, cerca de la ratio del índice europeo Eurostoxx 50. Como recoge el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global también presentaron una evolución similar en el trimestre, con leves descensos. Con la excepción del índice japonés Topix, la mayoría de las ratios tendieron a situarse por encima de sus valores medios durante la última década.

La volatilidad del Ibex 35, que se había ido normalizando en la segunda mitad de 2020 después del fuerte repunte experimentado en la primera parte del año, siguió descendiendo en los 3 primeros meses de 2021 hasta alcanzar un promedio trimestral en torno al 17 %. Así, aunque en niveles moderados e inferiores a los de los últimos trimestres¹⁹, todavía se sitúa algo por encima de valores cercanos al 10 % —sus mínimos históricos— en los que había cerrado 2019 (véase gráfico 14). Este comportamiento descendente siguió una tendencia similar a la de otros índices internacionales como el europeo Eurostoxx 50 (14,2 % de media en el trimestre) o el estadounidense Dow Jones (12,9 % de media), aunque su valor en promedio es algo superior al de estos últimos.

El comportamiento más débil correspondió a las compañías del sector energético y las empresas fabricantes de bienes industriales.

El avance de las cotizaciones junto con una recuperación de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses propiciaron un descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) desde 18,2 en diciembre a 17,5 en marzo, manteniéndose el indicador en valores elevados y por encima de su media histórica.

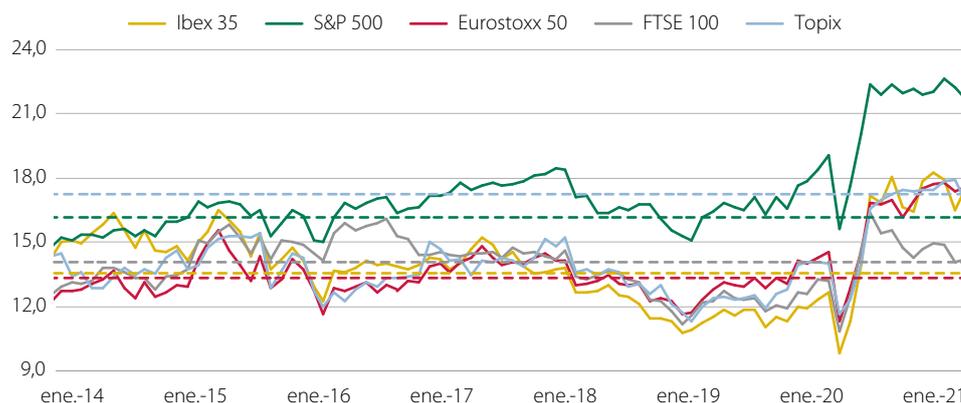
La volatilidad siguió moderándose, pero se mantiene todavía en valores ligeramente superiores a los existentes antes del estallido de la pandemia.

18 Véase cuadro 2.

19 En el tercer y cuarto trimestres de 2020 alcanzó valores del 22,2 % y el 24,3 %, respectivamente.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13

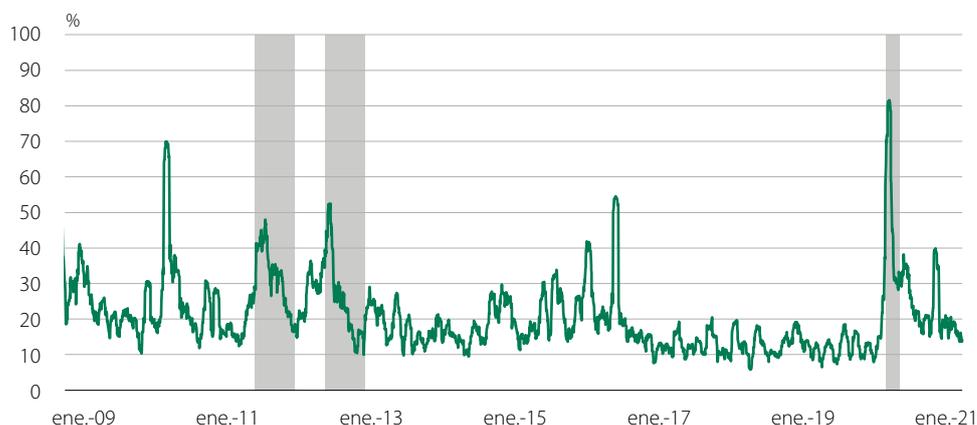


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



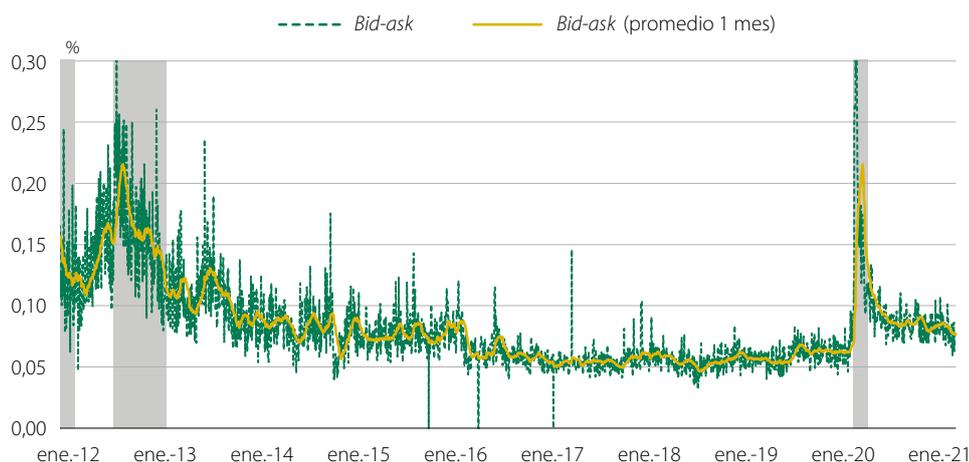
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibex 35 de 21 días. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo) y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

Las condiciones de liquidez evaluadas mediante el diferencial bid-ask siguieron mejorando, pero todavía no han vuelto a los niveles precrisis, lastradas por el descenso de los volúmenes negociados.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*spread bid-ask*)—, que habían mejorado progresivamente desde el segundo semestre de 2020 hasta alcanzar valores ligeramente superiores a los del inicio de la crisis, volvieron a presentar ligeras mejoras adicionales. Las condiciones de liquidez se ven favorecidas por la caída de la volatilidad, pero a su vez lastradas por el descenso de los volúmenes negociados. El *spread* mejoró en el primer trimestre del año hasta situarse en promedio en el 0,081 %, por debajo del 0,111 %, el 0,086 % y el 0,084 % de los 3 trimestres anteriores y de la media histórica del indicador (0,091 %), aunque notablemente por encima de los registros observados durante los últimos años, que rondaban el 0,06 % (véase gráfico 15).

Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 15



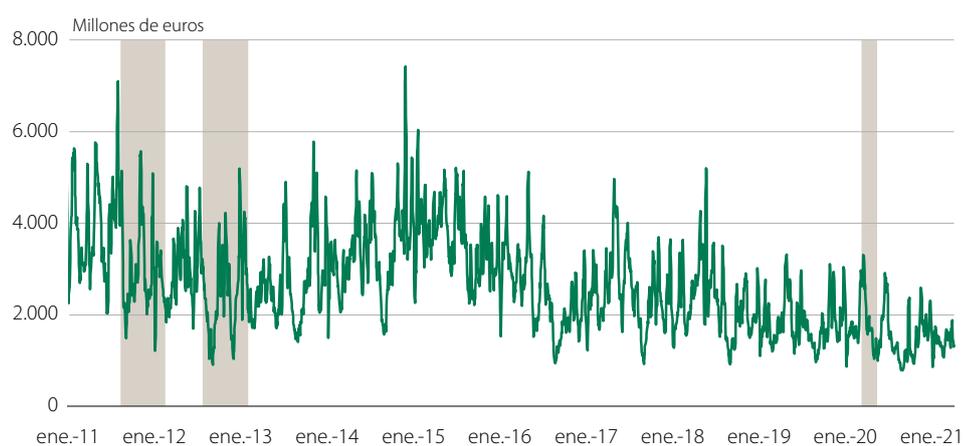
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día (13 marzo), que afectó a 69 entidades, y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

En este contexto de caída de la volatilidad y de avances en las cotizaciones, la contratación de renta variable española volvió a retroceder hasta situarse en poco más de 178.000 millones de euros en el primer trimestre del año, un 27,1 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior. Parece pues consolidarse la tendencia a la baja experimentada por los volúmenes de negociación de la renta variable española. La contratación media diaria del mercado continuo en el primer trimestre se situó en 1.465 millones de euros (26,5 % menos en términos interanuales), por debajo del promedio del trimestre anterior (1.614 millones de euros) y del conjunto de 2020 (1.648 millones de euros).

En este contexto de caída de la volatilidad y avances de las cotizaciones, la contratación de valores españoles siguió a la baja en el primer trimestre del año (-27,1 % en términos interanuales).

Contratación diaria del mercado bursátil español

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día que afectó a 69 entidades (13 marzo) y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

... disminuyendo tanto la negociación en el mercado regulado español como en los centros competidores.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, algo más de 91.000 millones de euros correspondieron al mercado regulado español, mientras que los casi 87.000 millones de euros restantes correspondieron a otros centros de negociación y mercados competidores. La contratación retrocedió en torno a un 27 % interanual en el mercado regulado y 9 décimas menos en los centros competidores, lo que determinó que la cuota de mercado de BME se situara en el 51,8 %²⁰. La negociación de valores españoles realizada en centros de negociación y mercados competidores parece haberse consolidado por encima del 45 % de la negociación total, sin que aparentemente se haya visto afectada por el traslado de su actividad en la mayoría de los casos desde Londres a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.

El mercado Cboe Global Markets mantiene su liderazgo en la negociación de acciones españolas en el exterior, con el 68 % del total contratado.

En relación con la negociación efectuada en estos centros competidores volvió a destacar en valor absoluto el mercado Cboe Global Markets (Cboe), que ahora opera desde Ámsterdam y cuya contratación fue cercana a 62.500 millones de euros en el trimestre, lo que supone más del 68 % de la negociación en el exterior y casi el 72 % de lo contratado en BME. En el caso del resto de centros competidores, tanto Turquoise como los demás mejoraron ligeramente sus cuotas de mercado en detrimento de Cboe, hasta niveles del 7 % y el 21 %. Estos centros han incrementado progresivamente sus niveles de negociación, que ya representan más de una quinta parte del total del mercado (véase cuadro 5).

La proporción de la negociación realizada por internalizadores sistemáticos retrocedió hasta el 8 % del total, casi la mitad de su valor habitual.

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, que es una modalidad no sujeta a reglas de mercado, mostró en el primer trimestre del año un importante descenso, hasta situarse en una proporción del 8 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y de la realizada por internalizadores sistemáticos). Esta proporción representa en torno a la mitad, en términos relativos, de lo que se ha venido negociando bajo esta modalidad y que se había mantenido relativamente estable en torno al 15 % del total en el último año²¹.

Las ampliaciones de capital con captación de recursos volvieron a retroceder y se concentraron en ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria. Asimismo, crecieron de nuevo las ampliaciones bajo el formato dividendo elección, que ganan atractivo en la retribución a los accionistas.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales retrocedieron hasta los 2.958 millones de euros en el primer trimestre, de los que 2.185 millones correspondieron a ampliaciones con captación de recursos (véase cuadro 6). El importe de las ampliaciones de capital se concentró en su mayoría en ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria, mientras que el resto correspondió prácticamente en su totalidad al formato de dividendo elección. Las primeras alcanzaron los 2.079 millones, correspondiendo a 1 única operación en el marco

20 Estos cálculos se basan en la negociación total sujeta a reglas de mercado (*lit* y *dark*). La diferencia entre la negociación *lit* y *dark* radica en las exigencias de transparencia, que son menores en el segundo caso. El importe de la negociación de acciones españolas en centros de negociación y mercados competidores se ha obtenido de Bloomberg, por lo que la cuota de mercado de BME en la negociación total se ha realizado mediante cálculos internos. Existen otros indicadores que señalan una fragmentación inferior de la negociación de acciones españolas. Véanse los informes de Liquidmetrix disponibles en BME Renta Variable (bmerv.es).

21 Con carácter semestral se dispone de información sobre la negociación OTC. Pues bien, el reparto de la negociación de acciones españolas en 2020 incluyendo esta negociación fue aproximadamente de un 33 % para el mercado regulado español, algo menos del 30 % para el resto de los centros competidores, algo más del 25 % para la negociación OTC y, también, algo más del 10 % para los internalizadores sistemáticos.

de la integración de Bankia en Caixabank, que se saldó con la exclusión de la primera del mercado. Por otro lado, como era de prever, aumentaron las ampliaciones de capital liberadas bajo el formato de dividendo elección, que sumaron 6 operaciones por un importe total de 772 millones de euros, al recuperar atractivo entre las empresas como forma de remuneración a sus accionistas, pues permite dejar en los balances de las compañías al menos parte de los fondos destinados a la retribución de los accionistas, lo que los fortalece en momentos de incertidumbre económica.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2020	III 20	IV 20	I 21
Total	932.771,9	930.616,1	805.833,0	778.043,4	152.027,8	194.617,4	178.116,8
Admitida en SIBE	932.763,1	930.607,1	805.826,6	778.040,9	152.027,6	194.617,0	178.114,0
BME	633.385,7	579.810,4	460.267,4	416.212,5	78.626,0	103.959,5	91.268,7
Cboe Equities ²	-	-	-	-	-	-	62.442,7
Chi-X	117.899,2	106.869,7	80.678,9	65.006,5	13.529,9	15.390,8	-
BATS	75.411,6	171.491,3	176.093,6	210.675,8	45.202,7	52.183,8	-
Turquoise	44.720,1	42.833,4	30.550,6	23.242,2	4.607,6	5.660,6	6.093,2
Otros	61.346,5	29.552,2	58.236,1	62.903,8	10.061,4	17.422,3	18.309,5
Corros	8,1	8,2	6,2	2,5	0,2	0,5	2,8
Madrid	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	6,3	7,4	3,2	2,4	0,2	0,5	2,7
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	6.908,0	3.517,1	3.480,5	4.236,0	1.041,4	941,4	1.056,9
BME MTF Equity ³	4.987,9	4.216,3	4.007,7	3.907,3	629,9	1.322,6	971,2
Latibex	130,8	151,6	136,6	79,4	16,4	9,3	11,2
ETF	4.464,1	3.027,6	1.718,0	2.543,4	431,3	621,6	400,5
Total contratación BME	649.885,3	590.732,0	469.616,6	426.981,1	80.745,2	108.854,9	93.711,3
% RV española en BME respecto al total RV española	68,3	62,6	57,4	53,9	52,1	53,9	51,8

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente BME MTF Equity. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se ha trasladado a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 3 Hasta septiembre de 2020 MAB. Este SMN tiene tres segmentos: BME Growth (en el que cotizan las empresas en expansión y las SOCIMI), BME IIC (en el que cotizan las SICAV y las sociedades de inversión libre) y BME ECR (en el que cotizan las entidades de capital riesgo).

No se ha producido ninguna OPV en lo que va de año, pero se esperan varias operaciones en los próximos meses básicamente del sector de energías renovables.

Asimismo, en el primer trimestre del año no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV), aunque se esperaran varias operaciones en los próximos meses²² básicamente de compañías del sector de las energías renovables, algunas de las cuales podrían concretarse en el segundo trimestre. De hecho, se han aprobado recientemente dos OPS correspondientes a las empresas Grupo Ecoener y Línea Directa. Además, la sociedad Kaixo Telecom (perteneciente a MásMóvil Ibercom, que fue objeto de un opa de exclusión en 2020) anunció una opa voluntaria por la totalidad del capital de Euskaltel.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2018	2019	2020	II 19	III 20	IV 20	I 21
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	46	33	38	8	8	14	10
Ampliaciones de capital	45	33	38	8	8	14	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	52	38	8	8	14	10
Ampliaciones de capital	80	52	38	8	8	14	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	7.389,9	8.240,6	8.903,1	1.518,4	4.024,6	3.185,1	2.185,7
Con derecho de suscripción preferente	888,4	4.729,8	6.837,2	50,0	3.999,5	2.787,7	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	200,1	10,0	150,1	0,0	0,0	150,1	0,0
De las cuales ampliación	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	1.999,1	500,0	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.999,7	2.034,2	2.330,0	0,0	0,0	220,5	2.079,2
Ampliaciones de capital por conversión	388,7	354,9	162,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras	913,9	611,8	770,3	718,4	25,1	26,8	106,5
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.939,7	1.565,4	1.949,0	93,5	1.083,9	375,2	772,5
De las cuales dividendo elección	3.915,2	1.564,1	1.949,0	93,5	1.083,9	375,2	772,5
Total ampliaciones de capital	11.329,6	9.806,0	10.852,1	1.611,9	5.108,5	3.560,3	2.958,2
Ofertas públicas de venta	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	8	12	13	3	2	3	9
Número de emisiones	12	17	14	3	2	3	11
Importe efectivo (millones de euros)	164,5	298,3	238,0	9,9	36,0	174,3	83,2
Ampliaciones de capital	164,5	298,3	238,0	9,9	36,0	174,3	83,2
De ellas, mediante OPS	0,0	229,4	173,0	0,0	0,0	174,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

22 La CNMV estima que en los próximos meses podrían tener lugar seis operaciones de este tipo.

El 31 de diciembre de 2020 se produjo la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*), tras la finalización del periodo transitorio establecido en el acuerdo de salida de 31 de enero de 2020. Desde ese momento el Reino Unido tiene la consideración de tercer país respecto al marco jurídico de la Unión. Previamente, el 24 de diciembre de 2020, la Unión Europea (UE) y el Reino Unido alcanzaron un principio de compromiso sobre la base del Acuerdo de Comercio y Cooperación que permite una salida ordenada.

Como parte de los trabajos preparatorios, en septiembre de 2020, la Comisión Europea adoptó una decisión de equivalencia por tiempo limitado (18 meses) para las entidades de contrapartida central (ECC) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) anunció el reconocimiento de las tres ECC del Reino Unido una vez concluido el periodo transitorio: ICE Clear Europe Limited, LCH Limited y LME Clear Limited. Además, la Comisión Europea adoptó el pasado 25 de noviembre una decisión de equivalencia temporal (6 meses) respecto a los depositarios centrales de valores del Reino Unido, concretamente sobre Euroclear UK y sobre Ireland Limited (EUI), una vez concluido el periodo transitorio. Respecto a la situación de los centros de negociación domiciliados en el Reino Unido, en ausencia de reconocimientos de equivalencia por parte de la Comisión Europea, ESMA y las autoridades competentes han venido desarrollando una labor intensa de seguimiento de la evolución de la negociación en las diferentes clases de activos.

Real Decreto-ley 38/2020

El Real Decreto-ley 38/2020, de 29 de diciembre, por el que se adoptan medidas de adaptación a la situación de Estado tercero del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte tras la finalización del periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea tiene por objeto hacer frente a la contingencia del *brexit* sin acuerdo en el ámbito del ordenamiento jurídico español mediante la regulación de, entre otras cuestiones, las relativas a la prestación de servicios de inversión (artículo 13).

Conforme a este real decreto-Ley, la autorización o registro concedido inicialmente por la autoridad británica competente a una entidad que preste servicios en España estando domiciliada en el Reino Unido mantendrá provisionalmente su vigencia, hasta el 30 de junio de 2021, para realizar las actividades que permitan la terminación o cesión de contratos suscritos antes del 1 de enero de 2021.

La CNMV abrió en su página web una nueva sección denominada «Después del *brexit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero» con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores, tales como un listado de documentos de interés sobre el posible impacto e implicaciones del *brexit* y algunos criterios interpretativos, en forma de preguntas y respuestas, sobre las disposiciones relativas al mercado de valores y a los servicios de inversión.

Entre ellas, destaca la aclaración respecto al acceso a centros de negociación del Reino Unido y de la UE y en la que, de forma resumida, se puntualiza que la

legislación española no exige requisitos adicionales para ser miembro de centros de negociación de un tercer país. Para el caso inverso, el acceso a centros de negociación españoles de miembros remotos de terceros países, se aclara que tampoco se exigen requisitos distintos a los aplicables a los residentes en la UE.

En relación con el acceso electrónico directo (DEA por sus siglas en inglés), se aclara que los inversores británicos podrán utilizar el acceso DEA como usuarios de los centros de negociación españoles sin necesidad de solicitar autorización como empresa de inversión. Sin embargo, los proveedores de acceso DEA deberán contar con la condición de empresa de inversión conforme a MiFID II.

Otro aspecto muy relevante objeto de aclaración ha sido el relativo a la operativa OTC. Por parte de la CNMV se ha puntualizado que, durante el periodo transitorio, los participantes del mercado podrán seguir operando OTC en instrumentos no sujetos a la obligación de negociación conforme al Reglamento MiFIR. En el caso de derivados OTC se indica, además, que se podrán seguir realizando las operaciones que sean consecuencia directa, supongan modificaciones no esenciales o estuviesen explícitamente previstas en los contratos preexistentes. Estas aclaraciones están alineadas con las que han hecho otras autoridades competentes europeas en esta materia y, salvo alguna excepción, son muestra de un esfuerzo hacia una mayor convergencia en la aplicación de MiFID II entre los Estados miembros.

Relocalización de centros de negociación a la Unión Europea

Buena parte de los proyectos de relocalización de entidades y centros de negociación del Reino Unido han tenido a Holanda como destino. Concretamente, Cboe y Turquoise, dos de los mercados que concentran un porcentaje significativo de negociación, han fijado su sede europea en los Países Bajos, mientras que Aquis Exchange lo ha hecho en Francia. Desde la fecha de salida del Reino Unido no se han recibido nuevas solicitudes de autorización de centros de negociación, si bien existe una actualmente en tramitación por la CNMV. En este sentido, se estima que el trabajo preparatorio llevado a cabo por las entidades británicas se ha realizado con suficiente antelación y previsión.

Aplicación de la obligación de negociación de acciones

La aplicación de la obligación de negociación de acciones, incluida en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MiFIR), ha dado lugar a ciertas dudas de interpretación, debido a la fragmentación de la liquidez de las acciones europeas entre los mercados del Reino Unido y los de la UE. ESMA y las autoridades europeas han optado por una aplicación de la obligación de negociación en mercados de la UE basada en dos elementos: existe esta obligación en caso de que el código internacional de valores (ISIN) del emisor corresponda a un Estado miembro, a Islandia, a Liechtenstein o a Noruega y, en segundo lugar, si la negociación se lleva a cabo en euros. Conforme a los datos que ESMA pudo recabar, el número de emisiones de renta variable con un código ISIN correspondiente a un Estado miembro y negociadas en centros de negociación del Reino Unido en libras (GBP) no superan las 50 y representan menos de un 1 % del total negociado en la UE.

A grandes rasgos, se observa que la negociación en renta variable sujeta a la normativa europea se ha concentrado en la UE, principalmente por el traspaso de negociación a los centros europeos citados anteriormente, que se han establecido en Holanda y Francia. El volumen que se asocia a esta migración se corresponde con el que, de forma ordinaria, se venía observando en las plataformas del Reino Unido y que tiene una tasa natural entre el 25 % y el 30 % en promedio sobre el total negociado, teniendo en cuenta lo negociado en centros de negociación.

Esta migración no parece haber afectado a la transparencia de la negociación, es decir, se mantiene la división entre negociación transparente (*lit*) y negociación no transparente (*dark*). Los centros de negociación británicos han replicado sus anteriores estructuras en los nuevos centros de negociación establecidos en la UE. En línea con lo anterior, el volumen OTC en renta variable en la UE recoge el efecto derivado del incremento del volumen reportado a los agentes de publicación autorizados (APA) de nueva creación en Europa.

Por el contrario, la negociación sobre esas mismas emisiones ha caído de forma sustantiva en el Reino Unido. La proporción de actividad sobre instrumentos sujetos a la obligación de negociación conforme a MiFIR y que se lleva a cabo en el Reino Unido representó en el mes de enero solamente un 2,75 % (frente al 25 % anterior), según un estudio realizado por Liquidnet¹.

ESMA publica anualmente los cálculos de liquidez sobre instrumentos de renta variable, que sirven para la aplicación del régimen de transparencia. En el mes de marzo se publicaron los correspondientes al periodo que concluye el 31 de diciembre de 2020 y que todavía incluyen lo negociado en el Reino Unido, dado que en el periodo de referencia el Reino Unido seguía siendo miembro de la UE. No será hasta el ejercicio siguiente, referido al año 2021 y cuyos cálculos se efectuarán ya en 2022, cuando se excluya la información de este país.

Aplicación de la obligación de negociación de instrumentos derivados

Los participantes del mercado también han demandado aclaraciones por parte de ESMA respecto de la aplicación práctica de la obligación de negociación de instrumentos derivados, incluida en el artículo 28 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MiFIR). Concretamente, las clases de instrumentos sujetas a esa obligación se corresponden con determinados subconjuntos de instrumentos sujetos a compensación en cámara conforme al Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR).

Al igual que ha sucedido respecto a la negociación de renta variable, se han creado nuevos centros de negociación en la UE, como los ya mencionados anteriormente (Cboe Europe, Turquoise Europe y Aquis Exchange Europe), que han ido absorbiendo parte de la negociación que antes tenía lugar en el Reino Unido. Respecto a derivados de tipos de interés sobre el euro y de crédito se observó un incremento gradual de la negociación en la UE desde meses anteriores al *brex*it, sin perjuicio de posibles efectos estacionales en la negociación de derivados, especialmente, en el final de año.

Sin embargo, el mismo efecto no se ha extendido a todos los instrumentos incluidos en el ámbito de aplicación de la obligación y hoy en día se produce una doble

coyuntura: i) no se aprecia un incremento claro en la UE respecto a determinados instrumentos denominados en otras divisas distintas del euro y ii) se ha observado, incluso en el periodo anterior al *brexit*, un aumento de la actividad de los participantes europeos y británicos en centros estadounidenses (*Swap Execution Facilities*, SEF), para los que existe un reconocimiento por parte de Europa y del Reino Unido.

1 <https://static1.squarespace.com/static/5bedbc974eddecfbfb0c217e/t/602c34fd4fcd5f707073e641/1613509887656/Liquidity+Landscape+++One+month+post-Brexit.pdf>

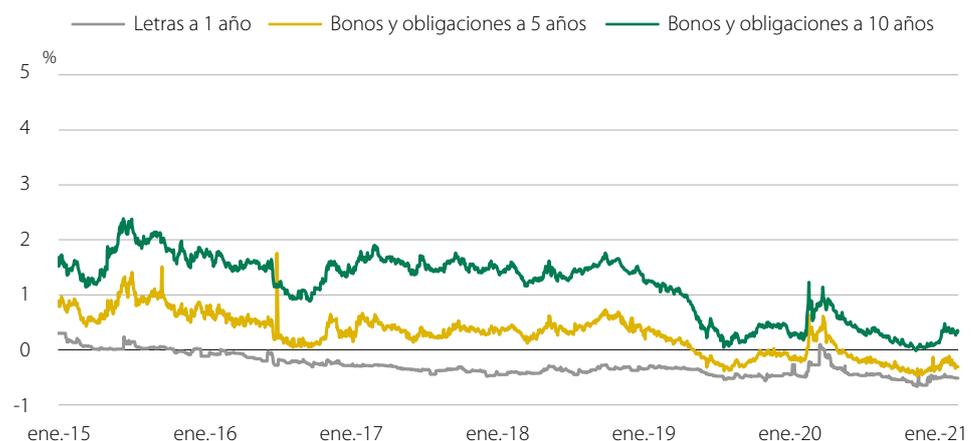
3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de deuda, que habían finalizado 2020 con los tipos en mínimos históricos, iniciaron el año con ligeras alzas por las expectativas de un aumento de inflación.

Los mercados de deuda, en los que los tipos de interés habían disminuido progresivamente durante buena parte de 2020 al amparo de las políticas monetarias ultraexpansivas de los bancos centrales, iniciaron el año con ligeras alzas en todos los plazos de la curva²³. Estas alzas se explican, en parte, por las expectativas sobre un posible aumento de la inflación originado por el fuerte crecimiento de la masa monetaria que ha tenido lugar en los últimos años, así como por el impacto de los paquetes de expansión del gasto público. Los tipos de la deuda pública española, al igual que sucedió con los de las principales economías europeas, presentaron leves aumentos en el trimestre, lo que los alejó de los mínimos históricos de finales de 2020, aunque sus niveles siguieron siendo muy reducidos. Asimismo, los tipos de la renta fija privada también experimentaron ligeros avances en algunos tramos de la curva, que fueron algo más destacados en el caso de la deuda corporativa con peor calificación crediticia, aunque las primas de riesgo se mantuvieron en niveles reducidos como consecuencia del fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*). En este contexto, el rendimiento del bono soberano español a 10 años aumentaba 29 p.b. en el trimestre, mientras que la prima de riesgo española se mantenía sin cambios en 63 p.b., el mismo nivel en que empezó el año.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Refinitiv Datastream.

23 Véase el epígrafe 2.1 para un mayor detalle sobre la evolución de los tipos de interés a largo plazo en otras economías.

En el actual entorno de tipos reducidos y abundante liquidez favorecido por las compras del BCE, las emisiones registradas en la CNMV en el primer trimestre del año presentaron un aumento interanual del 13,3 %, hasta superar los 23.500 millones de euros. Las emisiones realizadas en el exterior, aunque descendieron respecto al mismo periodo de 2020, se situaron en apenas 2 meses en un importe cercano al registrado en la CNMV en un trimestre completo. Las compañías, que habían aprovechado en 2020 las buenas condiciones del mercado para dotarse de recursos y financiarse a plazos más largos y a un coste reducido, optaron en mayor medida por realizar emisiones a corto plazo para cubrir sus necesidades de financiación.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV aumentaron un 13,3 % en el primer trimestre de 2021. Las emisiones en el exterior descendieron pero su importe fue considerable.

El rendimiento de la deuda a corto plazo presentó una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el primer trimestre, observándose ligeras alzas en el caso de la primera y algunos retrocesos en el caso de la segunda. Los tipos de la deuda pública a corto plazo continuaron, a pesar del leve aumento, por sexto año consecutivo en valores negativos para todo el tramo de la curva al amparo de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, que incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,54 %, el -0,54 % y el -0,50 %, respectivamente, lo que supone un aumento de entre 5 p.b. y 16 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 7).

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo aumentó ligeramente, aunque continuó (por sexto año) en valores negativos.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	jun.-20	sep.-20	dic.-20	mar.-21
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,50	-0,58	-0,70	-0,48	-0,51	-0,70	-0,54
6 meses	-0,41	-0,47	-0,59	-0,45	-0,46	-0,59	-0,54
12 meses	-0,33	-0,48	-0,63	-0,45	-0,49	-0,63	-0,50
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,24	0,20	0,49	0,36	0,39	0,49	0,14
6 meses	0,19	0,52	0,55	0,52	0,69	0,55	0,51
12 meses	0,07	0,71	1,44	0,71	1,02	1,44	0,72

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

En el caso de las rentabilidades de la renta fija privada a corto plazo, el comportamiento fue diferente, observándose valores inferiores a los del trimestre previo, al contrario de lo que había ocurrido en los últimos trimestres. En trimestres anteriores la evolución de estas rentabilidades estuvo condicionada por la elevada concentración de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija²⁴ (MARF), en el que las

... mientras que el rendimiento de la deuda privada a corto plazo mostró ligeros descensos.

24 El Gobierno aprobó el 24 de noviembre de 2020 una dotación de 50 millones de euros para avalar en el MARF a empresas que se encuentren en fase cumplimiento del convenio concursal, al corriente de pagos y que hayan resuelto su situación financiera, aunque no se haya ejecutado la integridad del convenio. Asimismo, se liberó un tramo adicional de 250 millones para garantizar pagarés emitidos en el MARF por empresas que no pudieron acogerse a la primera línea de avales por encontrarse su programa de

empresas de tamaño medio podían acceder al mercado y emitir pagarés apoyándose en el programa de avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Sin embargo, lo hacían a un coste sustancialmente mayor que el de las grandes empresas, lo que elevaba los tipos de interés medios de la muestra. En el último trimestre, las emisiones realizadas al amparo de este último programa²⁵ descendieron, por lo que la muestra recoge un mayor número de emisiones de grandes empresas que se benefician de menores costes de emisión, así como de las compras de deuda del BCE en el mercado primario, al entrar dentro del rango de emisores elegibles²⁶ para ellas. Los datos para el mercado español muestran que el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión en el mercado primario alcanzaba en marzo valores que se situaban entre el 0,15 % de la referencia a 3 meses y el 0,72 % de los pagarés a 12 meses, unos valores sustancialmente inferiores a los de finales de 2020 (véase cuadro 8).

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	jun.-20	sep.-20	dic.-20	mar.-21
Renta fija pública							
3 años	-0,04	-0,29	-0,53	-0,28	-0,43	-0,53	-0,41
5 años	0,43	-0,06	-0,42	-0,11	-0,24	-0,42	-0,25
10 años	1,43	0,45	0,05	0,47	0,25	0,05	0,34
Renta fija privada							
3 años	0,67	0,20	-0,20	0,19	0,12	-0,20	-0,08
5 años	0,55	0,23	-0,13	0,40	0,06	-0,13	-0,15
10 años	1,52	0,79	0,41	0,77	0,64	0,41	0,45

Fuente: Refinitiv Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

Los activos de deuda pública muestran ligeras alzas en las rentabilidades que se concentran en los plazos más largos, observándose rentabilidades positivas solo a partir del plazo de 7 años...

Por su parte, los tipos de la deuda a medio y largo plazo siguieron un comportamiento similar a lo largo del trimestre, mostrando ligeras alzas, que se concentraron en mayor medida en los plazos más largos y en la deuda pública. A pesar del mantenimiento de los programas de compras²⁷ del BCE e, incluso, del anuncio

pagarés en proceso de renovación. En 2020 se avalaron 410,6 millones de euros correspondientes a 66 emisiones de 15 empresas, que movilizaron recursos por importe de 597,2 millones de euros.

25 Las emisiones de pagarés en el MARF que se han incluido en el programa de avales del ICO han sido, entre otras, las siguientes compañías: El Corte Inglés, Finycar, Grupo Pikolin, Sacyr, Hotusa, Pryconsa, Nexus Energía, Tubacex y Renta Corporación. Los avales cubrirán como máximo el 70 % de la emisión de pagarés, que podrán tener un vencimiento de hasta 24 meses y estarán disponibles hasta el 30 de septiembre con las siguientes condiciones para su adjudicación: i) haber tenido registrado un programa de emisión de pagarés en el MARF antes del 23 de abril, ii) la sede social de la compañía ha de estar localizada en España y iii) los fondos obtenidos no se podrán destinar a dividendos.

26 Entre la deuda a corto plazo que podría adquirir el BCE en el marco de su programa de compras PEPP, se pueden incluir los pagarés emitidos por algunas empresas españolas como Endesa, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Red Eléctrica, Ferrovial, Naturgy, Abertis, Aena, ACS, Amadeus, Cellnex, Inmobiliaria Colonial y Viesgo. Para ser elegibles estos activos deben contar con una calificación crediticia mínima de BBB- según Standard & Poor's, Fitch o DBRS, o de Baa3 según Moody's.

27 En la actualidad se encuentran vigentes el PSPP (Public Sector Purchase Programme) y el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). En el marco del primero, hasta finales de febrero el BCE había

del incremento de su importe semanal a corto plazo, el temor de los inversores al resurgimiento de la inflación elevó levemente el rendimiento de la deuda pública para todos los plazos de la curva. Aun así, su rendimiento siguió en niveles negativos hasta el plazo de 7 años. Como se observa en el cuadro 8, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba en marzo en el -0,41 %, el -0,25 % y el 0,34 %, respectivamente, lo que supone entre 12 y 29 p.b. más que en diciembre.

En el caso de la renta fija privada el comportamiento fue similar, observándose ligeras alzas de los tipos en la mayoría de los plazos de la curva, pese a lo cual también se mantienen en zona de mínimos históricos²⁸. La mayor parte de los grandes emisores de deuda corporativa siguen beneficiándose de los programas de compras de deuda del BCE, que incluyen compras específicas de deuda corporativa²⁹, aunque no todos los emisores tienen emisiones que formen parte del rango de activos elegibles³⁰. Al cierre de marzo, las rentabilidades de la deuda privada a 3 y 5 años se mantenían en terreno negativo con valores del -0,08 % y el -0,15 %, respectivamente, mientras que el rendimiento de la deuda a 10 años se situaba en el 0,45 %, lo que implica una prima de riesgo de entre 10 y 33 p.b. respecto a los activos de deuda pública.

El comportamiento de la prima de riesgo soberano —al igual que el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— continúa determinado a corto plazo por el apoyo del BCE a través de sus compras de deuda, si bien a medio plazo se podría ver condicionado por la trayectoria de la recuperación económica y las decisiones de política presupuestaria adoptadas por el Gobierno. La prima de riesgo soberano —estimada como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— inició el año en 63 p.b. y desde entonces se ha mantenido relativamente estable durante todo el trimestre, hasta cerrarlo sin cambios. Este indicador continúa beneficiándose del efecto positivo de las compras de deuda pública del BCE, así como de las perspectivas de recuperación económica, gracias al avance progresivo de los programas de vacunación. Por su parte, la prima de riesgo evaluada mediante el CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del subyacente— finalizó el trimestre en 34 p.b., 10 p.b. menos que a finales de 2020.

... circunstancia que se extendió también a los activos de renta fija privada, aunque en estos últimos hay mayor dispersión puesto que no todos ellos son elegibles para las compras del BCE.

La prima de riesgo soberano se mantiene estable en 63 p.b., el mismo nivel en que empezó el año, apoyada en las compras de deuda del BCE.

adquirido deuda pública por un importe neto de 2.506.856 millones de euros, de los cuales 293.850 millones correspondían a títulos españoles; mientras que hasta finales de marzo, en el marco del programa PEPP, había adquirido deuda pública por un importe neto de 899.731 millones de euros, de los cuales 104.227 millones eran títulos españoles. De este modo, el importe de la deuda pública española adquirida por el BCE se situaba en 398.077 millones de euros (más del 38 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo).

28 Hay que tener en cuenta que en esta clase de deuda la dispersión de rentabilidades es muy elevada, puesto que la muestra utilizada para estimar los tipos de interés incluye un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo: cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado de inversión, bonos de alta rentabilidad e, incluso, deuda sin calificación crediticia.

29 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP por sus siglas en inglés) acumulaba hasta finales de marzo un volumen de compras por importe de 266.803 millones de euros, de los cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba en el mismo periodo bonos corporativos por importe de 27.058 millones de euros y pagarés por valor de 12.766 millones de euros adquiridos bajo el marco del programa PEPP.

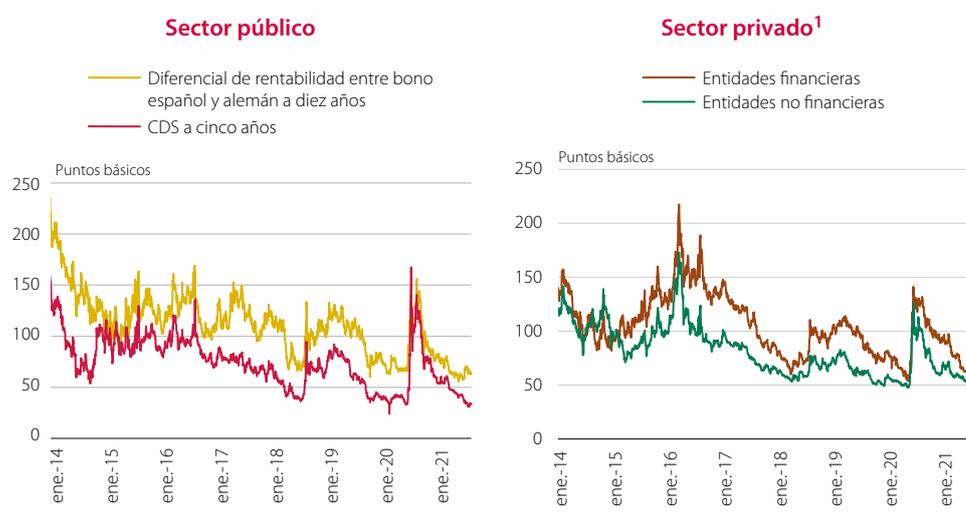
30 El BCE exige para realizar sus compras un *rating* mínimo de grado de inversión.

La evolución de la prima de riesgo de las compañías del sector privado fue desigual, con descensos para las entidades financieras y sin apenas cambios para las empresas no financieras.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía tuvieron un comportamiento desigual, con nuevos descensos por segundo trimestre consecutivo para las de las entidades financieras, mientras que las de las empresas no financieras apenas presentaron cambios. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 67 p.b., 11 p.b. menos que con los que inició el año, pero todavía por encima de los 58 p.b. de la media de las primas de riesgo de las compañías no financieras, que apenas retrocedía 1 p.b. desde los valores de cierre de 2020. En el caso de las entidades financieras, el nuevo descenso en las primas de riesgo tiene su origen en el mantenimiento de las medidas de apoyo por parte del BCE —que incluyen programas específicos de compras de activos emitidos por los bancos, como las cédulas hipotecarias y las titulaciones³¹, así como rondas y operaciones específicas de financiación a plazos más largos en condiciones muy favorables—, pero también en la mejora de las perspectivas de recuperación económica. Por su parte, las primas de riesgo de las compañías no financieras se mantuvieron sin apenas cambios puesto que, aunque también se benefician del efecto positivo de las compras del BCE, acusan el deterioro de sus negocios provocado por la crisis y la incertidumbre sobre su evolución futura.

Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

La correlación entre los precios de los activos siguió descendiendo, aunque se mantuvo en niveles superiores a los del inicio de la crisis. Los precios de la deuda y el crédito se han mantenido relativamente estables, mientras que los de las acciones muestran alzas generalizadas.

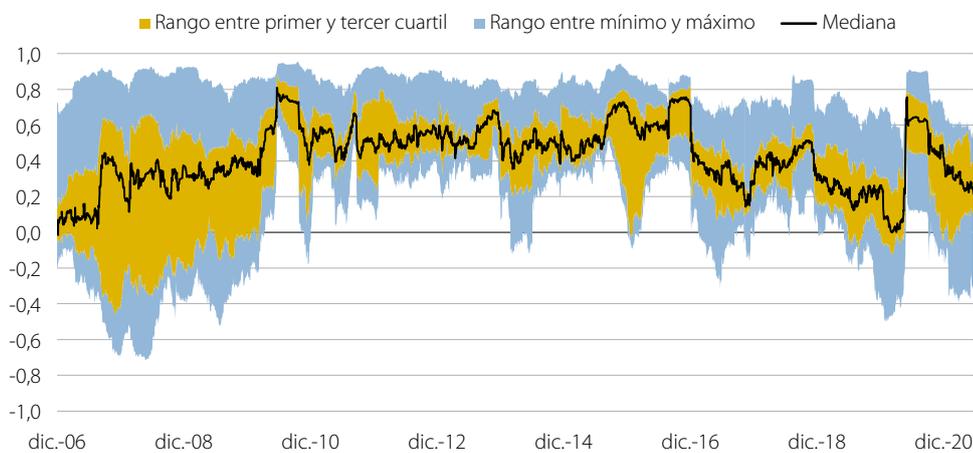
El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que había alcanzado en el primer trimestre de 2020 su nivel más alto desde el año 2016, siguió la tendencia descendente de los trimestres anteriores, pese a lo cual se mantiene en valores superiores a los que presentaba a comienzos del ejercicio anterior (véase gráfico 19). Este nuevo descenso se debió a la diferente evolución de los precios de los activos de deuda y de crédito respecto al precio de las

31 El BCE, a través de sus programas de compras de cédulas hipotecarias (CBPP3) y de titulaciones (ABSPP), acumulaba hasta finales de marzo compras por un importe de 289.606 y 28.717 millones de euros, respectivamente, de los cuales más del 36 % y del 57 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba en la misma fecha cédulas hipotecarias por 4.055 millones de euros, adquiridos en el marco del programa PEPP.

acciones: los precios de los activos de deuda y crédito se mantuvieron relativamente estables gracias al apoyo del BCE, mientras que de renta variable presentaron importantes alzas generalizadas como consecuencia de la mejora de las expectativas económicas.

Indicador de correlación entre clases de activos^{1, 2}

GRÁFICO 19



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años del Banco Popular.

Como ya se ha señalado, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre se situaron en 23.527 millones de euros, un 13,3 % más que las registradas en el mismo periodo del año anterior, un volumen inferior al registrado en el último trimestre de 2020, pero superior al de los valores del primer trimestre del año en varios ejercicios anteriores. Las emisiones realizadas en el exterior presentaron un descenso interanual pero su importe fue considerable, situándose en apenas 2 meses en 19.140 millones de euros.

Las emisiones de deuda registradas en la CNMV aumentaron un 13,3 % en el primer trimestre, mientras que disminuyeron las realizadas en el exterior, aunque el importe de estas últimas fue considerable.

En cuanto a la composición de las emisiones del primer trimestre, tanto en términos absolutos como relativos, los mayores crecimientos correspondieron a las emisiones de bonos y obligaciones simples (55,4 %) y de bonos de titulización (64,1 %). También destacó 1 emisión de cédulas de internacionalización por importe de 823 millones de euros. En el caso de las emisiones de bonos y obligaciones, su crecimiento tuvo su origen en 2 emisiones de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) por un importe agregado de 9.470 millones de euros, frente a la única emisión por importe de 4.064 millones de euros que registró en 2020; por otra parte, el crecimiento de las emisiones de titulización continúa asociado a su uso como colateral para obtener financiación en las subastas de liquidez del BCE.

Los aumentos más relevantes se produjeron en las emisiones de titulizaciones y de bonos simples.

Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron los 2.455 millones de euros en el primer trimestre, un importe similar al del mismo trimestre de 2020, correspondiendo la mayoría de esta cifra a pagarés (97 %). El número de emisores se situó en 45 (4 más que en 2020), entre los que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, Tubacex o Sacyr.

Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron los 2.455 millones de euros, que en su mayoría correspondieron a pagarés.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

	2017	2018	2019	2020	2020		2021
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	109.487	101.296	90.161	132.111	19.968	35.018	20.203
Cédulas hipotecarias	29.824	26.575	22.933	22.960	6.750	7.508	6.250
Cédulas territoriales	350	2.800	1.300	9.150	0	1.300	0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006	35.836	29.602	33.412	1.533	12.084	6.159
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.415	18.145	18.741	36.281	4.909	9.681	3.066
Pagarés de empresa ²	17.911	15.089	15.085	22.292	5.275	4.446	4.728
De titulización	1.800	240	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	16.111	14.849	15.085	22.292	5.275	4.446	4.728
Otras emisiones de renta fija	981	0	1.500	6.266	1.500	0	0
Participaciones preferentes	1.000	2.850	1.000	1.750	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	6.505	4.923	3.214	14.312	459	2.088	861
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0
					2020	2021	
En el exterior por emisores españoles	2017	2018	2019	2020	III	IV	I¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	84.760	89.358	100.321	82.774	13.394	19.062	19.140
A largo plazo	61.095	38.425	53.234	42.978	5.950	9.550	8.134
Participaciones preferentes	5.844	2.000	3.070	1.850	350	0	0
Obligaciones subordinadas	5.399	2.250	1.755	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	49.852	34.175	48.409	41.128	5.600	9.550	8.134
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	23.665	50.933	47.087	39.796	7.444	9.512	11.006
Pagarés de empresa	23.665	50.933	47.087	39.796	7.444	9.512	11.006
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2020	2021	
	2017	2018	2019	2020	III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	66.790	91.446	92.284	65.235	9.654	16.497	12.479
Instituciones financieras	19.742	43.234	57.391	38.339	6.035	6.964	5.477
Sociedades no financieras	47.585	48.212	34.893	26.896	3.619	9.533	7.002

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

2 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

3 Datos hasta el 28 de febrero.

Las emisiones en el exterior recuperaron dinamismo, concentrándose la mayor actividad en las emisiones a corto plazo.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los 2 primeros meses del año se situaron en 19.140 millones de euros, la cifra más alta de los 3 últimos trimestres. El retroceso respecto al mismo periodo del ejercicio anterior correspondió básicamente a las emisiones de deuda a largo plazo, que descendieron un 27 %, mientras que las emisiones de deuda a corto

plazo retrocedieron ligeramente (-6 %). Parece que los grandes emisores cubrieron durante 2020 gran parte de sus necesidades de financiación a largo plazo y están optando, en mayor medida, por realizar emisiones de pagarés a corto plazo. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el exterior se situaron en 12.479 millones de euros (datos hasta febrero), un 32 % menos que en 2020. De este importe, el 56 % correspondió a empresas no financieras y el resto, a instituciones financieras.

En cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, hay que destacar el importante descenso de la actividad del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), que, aunque mejoró respecto al último trimestre de 2020, retrocedió a más de la mitad en términos interanuales, situándose en 21.500 millones de euros en el primer trimestre del año. De este importe, el 63 % correspondió a deuda pública y casi el 37 % restante fue deuda extranjera. Por otra parte, la negociación en los 2 sistemas organizados de contratación (SOC) autorizados por la CNMV alcanzó 159.351 millones de euros en el primer trimestre, un 8,6 % más que en el mismo periodo del ejercicio anterior, de los que casi 123.000 millones de euros (un 77 % del total) correspondieron a deuda pública española y casi la totalidad del resto, a deuda pública extranjera.

La actividad en los centros de negociación españoles retrocedió de modo destacado en el SEND, pero aumentó en los SOC.

Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19

RECUADRO 2

La crisis del coronavirus ha deteriorado significativamente la actividad económica, suscitando ciertas dudas en torno a la evolución de la solvencia de las compañías más afectadas y, por tanto, de su riesgo de crédito. La CNMV elabora informes trimestrales con el objetivo de analizar las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles desde el principio de la crisis y su evolución posterior. El primero de estos informes¹, además, comparó estas calificaciones con las de una muestra de emisores privados de otros países europeos. Un aumento del riesgo de crédito, de producirse, podría reflejarse en rebajas en los *ratings* de las diferentes compañías y, de ser significativos, ocasionarían efectos perjudiciales en muchos de los agentes que participan en los mercados y, en última instancia, podrían tener implicaciones negativas para la estabilidad financiera. Entre otras, podrían producirse ventas significativas de activos, espirales bajistas de precios, diferentes fenómenos de contagio entre entidades, encarecimiento de la financiación, etc.

El análisis efectuado sobre la deuda española² se lleva a cabo con las emisiones vivas de renta fija al cierre de cada trimestre de 2020. Tal y como se observa en el cuadro R2.1, se produjo un aumento del saldo vivo de deuda con calificación entre marzo y junio, al pasar de 1.685.262 millones de euros a 1.777.151 millones, como respuesta a las necesidades de liquidez en el contexto de la crisis y el aprovechamiento de los bajos tipos de interés. Después las variaciones fueron mucho menos pronunciadas.

El análisis pone de manifiesto que las emisiones de renta fija española analizadas tienen en su mayoría consideración de grado de inversión —*investment*

grade— (con calificación BBB o superior), pues suponen en promedio del periodo de análisis un 96,5 % del total de las emisiones para las que se ha obtenido *rating*. Este porcentaje se mantuvo bastante estable durante el año, aunque en el último trimestre disminuyó ligeramente y se situó en el 96,3 %. Esta disminución se explica casi en su totalidad por la reducción de los valores con calificación A y AA, debida a la amortización de deuda de la Administración central en el primer caso y a la de instituciones financieras monetarias y no monetarias en el segundo.

Saldo en circulación de valores de renta fija española con *rating* obtenido

CUADRO R2.1

	31-mar.	30-jun.	30-sep.	31-dic.
Rating	1.685.262	1.777.151	1.795.335	1.769.732
AAA	12.179	11.685	11.145	9.353
AA	276.236	292.270	290.104	281.901
A	1.189.536	1.248.205	1.264.816	1.248.997
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BB	35.107	36.240	35.990	39.849
B	11.383	11.691	12.819	12.660
CCC	4.897	4.988	5.081	5.063
CC	3.011	3.129	3.107	3.082
C	2.338	2.229	2.807	2.863
D	1.637	2.227	2.220	2.213
Pro memoria				
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BBB+	28.245	40.088	37.664	37.454
BBB	65.942	45.720	48.097	47.652
BBB-	54.749	78.679	81.486	78.646
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	93.148	90.947	114.035

Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

La calificación A es la que presenta un volumen más alto de saldo en circulación (70,5 % de media en el año), puesto que engloba las emisiones de deuda del Estado. De marzo a junio se produjo un ligero aumento de la importancia del saldo de deuda BBB, del 8,8 % al 9,3 %, nivel en el que se mantuvo hasta finalizar el año. Por tanto, aunque la mayor parte de la deuda española continúa siendo de alta calidad, se ha registrado una leve recomposición dentro de este grupo hacia activos de menor calidad crediticia.

Se ha realizado un seguimiento específico de las emisiones BBB y, dentro de este grupo, de aquellas que, teniendo grado de inversión, se sitúan en el escalón previo a ser consideradas como *high yield* (nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's). Pues bien, como se observa en el cuadro R2.1, el importe de la deuda BBB- aumentó de marzo a junio desde los 54.749 millones de euros hasta los 78.679 millones (casi 24.000 millones de euros más), debido, sobre todo, a

las rebajas en los *ratings* de bonos de la Comunidad de Madrid, así como de distintas emisiones de instituciones financieras monetarias y de sociedades no financieras. Con posterioridad, las variaciones del saldo vivo de deuda BBB- fueron mucho menos acusadas: entre junio y septiembre se produjo un aumento algo superior a los 2.800 millones de euros y entre septiembre y diciembre tuvo lugar una disminución de importe similar (2.840 millones de euros), fruto del gran volumen de amortizaciones experimentado y de un menor ritmo de emisiones con *rating* BBB- (no hubo rebajas en las calificaciones crediticias en este nivel).

El incremento del saldo de deuda BBB- entre marzo y junio hizo que, desde este último mes, el tamaño de esa deuda fuera superior al de las emisiones *high yield*. A pesar de que esta diferencia se redujo levemente en el último trimestre del año, es importante tener presente que, con esta evolución, en caso de producirse una rebaja masiva de calificaciones crediticias, existiría la posibilidad de que el mercado de deuda *high yield* no pudiera absorber sin dificultades el importe de deuda BBB- rebajado. En cualquier caso, esta cuestión podría tener menos relevancia si se concibe el mercado de deuda de referencia a escala europea y no estrictamente doméstica, puesto que en un mercado de mayor tamaño la rebaja de las calificaciones de los activos españoles tendría un impacto menor.

Con respecto a la proporción de deuda *high yield*, cabe mencionar que tras permanecer estable durante la mayor parte del año (en torno al 3,5 % del total en circulación), se incrementó ligeramente hasta el 3,7 % en el último trimestre de 2020 debido a la emisión de nuevos activos con calificación BB (*high yield*), ya que no se produjo ninguna rebaja en las calificaciones de activos hacia este grupo de deuda. Estas emisiones fueron en su mayoría hechas por sociedades no financieras (el 80,5 %).

En conclusión, si bien el análisis identifica en los primeros meses de la crisis un cierto aumento de las rebajas de los *ratings* de la deuda española en determinados emisores y sectores, no se puede deducir que estas sean significativas ni generalizadas. Así lo muestra la estabilidad del elevado porcentaje de deuda de alta calidad (*investment grade*), aunque con una cierta recomposición dentro de este grupo hacia los niveles de *rating* más bajo. Por tanto, no se observa un deterioro destacable de la calidad crediticia de los emisores españoles en el contexto de la crisis, aunque cabe señalar que esta medida no contempla la evolución de muchas compañías de menor tamaño (que no disponen de calificación crediticia) y que pueden haberse visto significativamente afectadas por el deterioro de la actividad económica.

1 Véase Cambón Murcia, M.I. y Gordillo Santos, J.A. (2020). «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19», *Boletín de la CNMV*, Tercer trimestre, pp. 93-121. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2020_web.pdf

2 A los efectos del estudio mencionado, se considera deuda española aquella emitida por un emisor de nacionalidad española o una entidad que pertenezca a un grupo cuya matriz sea española, aunque las emisiones se hayan realizado en el exterior.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión se mantuvo estable en 2020, tras recuperar en los últimos tres trimestres lo perdido durante el primero como consecuencia de la crisis derivada de la pandemia.

El patrimonio de los fondos de inversión, que había crecido de forma notable en 2019, se mantuvo prácticamente estable en 2020, situándose en 279.668 millones de euros a finales de año, apenas un 0,1 % más que al cierre del ejercicio anterior. Tras un primer trimestre en el que los efectos de la pandemia se hicieron notar en este sector, tanto en el comportamiento de los inversores³² como en la rentabilidad de la cartera de los fondos, a partir del mes de abril la recuperación de los mercados, sobre todo los de renta variable, y un ligero aumento de la confianza de los inversores hicieron que los fondos de inversión fueran recuperando terreno paulatinamente. De esta forma, tan solo en el último trimestre del año, el patrimonio se incrementó en alrededor de 12.500 millones de euros (un 4,7 % más que a finales de septiembre), importe del que un 85 % se debió a la revalorización de los activos de la cartera de estos vehículos y el 15 % restante, a las suscripciones netas realizadas por los partícipes.

Una parte de los partícipes optó por fondos de renta variable en su búsqueda de una rentabilidad superior, mientras que otra prefirió opciones mucho menos arriesgadas, como la renta fija, condicionados por la incertidumbre y el comportamiento desfavorable de los mercados de renta variable derivados de la pandemia.

A pesar de la prolongación del contexto de tipos de interés reducidos, que ha provocado que una parte de los inversores se decante por los fondos de renta variable en su búsqueda de rentabilidad, otra parte de ellos, más aversos al riesgo e influidos por la incertidumbre de la crisis y el comportamiento desfavorable de los mercados en el primer trimestre de 2020, optaron por fórmulas más seguras, en principio, como la renta fija. En el conjunto del ejercicio la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue la de los fondos de renta fija, con un total de 3.877 millones de euros, seguida por la categoría de renta variable internacional, con una cifra de 2.525 millones. Cabe mencionar que la categoría de renta fija fue la que experimentó las mayores suscripciones, con diferencia, entre abril y diciembre (5.348 millones de euros), habiendo registrado, a su vez, los mayores reembolsos durante los peores momentos en el mes de marzo. También experimentaron suscripciones netas positivas los fondos mixtos, de 1.194 millones de euros los de renta variable y de 522 millones los de renta fija. En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos garantizados de renta variable, con una salida de recursos de 2.171 millones de euros, y a los fondos de renta variable euro, con 1.973 millones (véase cuadro 10).

En todas las categorías de fondos el rendimiento de la cartera fue negativo en el primer trimestre y positivo en el conjunto de los tres siguientes, con un comportamiento más extremo para aquellas que invierten una proporción mayor en renta variable.

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2020 fue ligeramente positivo, del 0,8 %, con un comportamiento totalmente diferente, como ya se ha mencionado, entre los 3 primeros meses y el resto del año. Así, como se puede observar en el anexo estadístico 3.11, en el primer trimestre la rentabilidad fue del -9,3 %, mientras que en los 9 meses siguientes esta cifra se situó en el 11,1 %. En todas las categorías de fondos se observó este mismo comportamiento; es decir, una rentabilidad negativa en el primer trimestre y positiva en los tres siguientes, aunque las magnitudes fueron muy distintas entre ellas, registrando los valores más extremos aquellas

32 Como se ha mencionado en informes anteriores, tan solo en el mes de marzo, los reembolsos netos se situaron alrededor de los 5.500 millones de euros, siendo especialmente elevados en los fondos de renta fija.

vocaciones con mayor relevancia de renta variable en su cartera. Así, los fondos de renta variable fueron los que experimentaron los peores registros en el primer trimestre (-28,5 % los de renta variable euro y -23,1 % los de renta variable internacional) y, a su vez, los más elevados en el resto del año, con revalorizaciones de la cartera del 27,6 % y el 33,7 %, respectivamente (16,6 % y 11,9 % solo en el cuarto trimestre). Esto hizo que en el conjunto del ejercicio los fondos de renta variable euro mostraran la rentabilidad más baja entre las distintas categorías (-8,8 %) y los fondos de renta variable internacional, la más elevada (2,8 %).

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	7.907,5	2.429,7	631,3	-2.084,5	132,1	659,8	1.923,8
Rta. fija ¹	-2.657,9	11.004,4	3.876,7	-1.470,9	1.359,5	2.301,5	1.686,7
Rta. fija mixta ²	-1.861,8	-1.850,1	521,6	2.007,7	-444,4	-1.169,3	127,8
Rta. vble. mixta ³	3.062,8	3.212,3	1.193,7	276,0	17,8	819,2	80,8
Rta. vble. euro ⁴	1.777,5	-3.541,8	-1.973,2	-822,0	-372,8	-459,3	-319,1
Rta. vble. internacional ⁵	3.789,2	3.900,9	2.525,4	1.738,1	-402,6	113,2	1.076,7
Gar. rta. fija	-406,9	-282,6	-605,9	-261,4	0,9	-99,5	-246,0
Gar. rta. vble. ⁶	-465,8	-1.841,0	-2.171,0	-1.287,4	-213,1	-325,8	-344,8
Fondos globales	9.153,7	-2.420,0	-1.352,6	-446,2	-208,9	-581,1	-116,4
De gestión pasiva ⁷	-2.762,0	-3.010,1	-41,0	-1.099,0	723,3	84,4	250,4
Retorno absoluto	-1.737,2	-2.742,2	-1.342,4	-719,4	-327,2	-23,5	-272,3

Fuente: CNMV.

- 1 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.
- 2 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: renta variable euro.
- 5 Incluye: renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose en 2020, con un descenso en el número de vehículos superior al experimentado en los últimos años (80 en 2020 frente a 22 en 2019). Así, el número de fondos a finales de 2020 era de 1.515, tras haberse producido 151 bajas y 71 altas durante el ejercicio. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta variable, con 22 fondos menos, seguidos por los fondos de gestión pasiva, con una reducción de 15. En cambio, los fondos de renta variable internacional, cuyo número ya había aumentado en 2019 (27 fondos más), mostraron un nuevo crecimiento en 2020 con 13 instituciones.

El número de fondos continuó descendiendo en 2020, en especial los fondos garantizados de renta variable y los de gestión pasiva.

El número de partícipes alcanzó los 12,7 millones a finales de año, destacando el avance en los fondos de renta fija y renta variable internacional, que fueron, a su vez, los que atrajeron mayores suscripciones.

En los dos primeros meses de 2021 continuó la tendencia expansiva de los fondos de inversión.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo 4 p.p. durante 2020, situándose en el 4,8 % de la cartera de renta fija, con un descenso destacado de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija financiera con rating inferior a AA.

A pesar de la estabilidad a nivel patrimonial, el número de partícipes experimentó un incremento del 7,8 % a lo largo de 2020, con un aumento del 3,5 % tan solo en el último trimestre, y cerró el año con un total de 12,7 millones de partícipes³³. En línea con los datos de suscripciones netas, las categorías de fondos de renta fija y de renta variable internacional fueron las que experimentaron los mayores avances a lo largo de 2020, con cerca de medio millón más de partícipes los primeros y algo menos de 400.000 los segundos. Por el contrario, los fondos garantizados de renta variable, los de renta variable euro y los de retorno absoluto mostraron retrocesos, aunque no muy elevados, en el número de partícipes (72.000, 69.000 y 59.000 menos, respectivamente).

Según los datos provisionales de los meses de enero y febrero de este año, el comportamiento de los fondos continuó con la misma tónica que finalizó 2020, ya que el patrimonio registró un avance del 2 %, mientras que el número de partícipes lo hizo un 3,8 %, hasta superar los 13 millones. En cuanto al número de vehículos, tuvo lugar un descenso de 5, hasta los 1.510, tras producirse 17 bajas y 12 altas.

A pesar de las turbulencias de finales del primer trimestre, las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron a lo largo de 2020, con un peso de los activos con liquidez reducida del 4,8 %, porcentaje que ha ido disminuyendo paulatinamente, con algunos altibajos, desde los máximos alcanzados en 2010, cuando llegaron a representar más del 30 % de la cartera de renta fija. Así, durante el año, el peso de estos activos se redujo casi 4 p.p.: desde el 8,7 % de finales de 2019 hasta el 4,8 % de esta cartera. A 31 de diciembre de 2020 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 2.867 millones de euros, lo que representaba el 1,03 % del patrimonio total de los fondos³⁴. En el cuadro 12 se puede observar que la disminución de activos ilíquidos se produjo en todas las categorías de activos de renta fija, destacando el descenso en la renta fija financiera con *rating* inferior a AA, cuya reducción anual fue de 858 millones de euros, hasta los 986 millones a finales del ejercicio. En términos generales, la mejora de la liquidez se produjo como consecuencia del elevado número de activos que pasaron a tener una vida residual menor a 1 año.

33 Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos.

34 Estos resultados son compatibles con los análisis semestrales realizados por la CNMV en referencia a las condiciones de liquidez de la cartera total de los fondos de inversión dentro del marco de trabajo de los test de estrés sobre dichas instituciones. Los análisis efectuados en 2020 concluyeron que para los fondos analizados (se excluyen aquellos fondos que tienen ciertas restricciones a la hora de realizar reembolsos, como los fondos garantizados, y aquellos con una inversión mayoritaria en otros fondos de inversión) el nivel de liquidez medido a través del enfoque HQLA (*high quality liquid assets*) experimentó pocas variaciones a lo largo de 2020, situándose el porcentaje de activos líquidos según este criterio en el 48 % de la cartera total. Para mayor información véase, por ejemplo, el recuadro «Test de estrés en los fondos de inversión mobiliarios» en el último informe de la serie *Intermediación financiera no bancaria en España*.

	2018	2019	2020	2020			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión (número)	1.725	1.710	1.643	1.697	1.692	1.654	1.643
Rta. fija ¹	279	281	276	283	283	276	276
Rta. fija mixta ²	168	173	174	173	175	170	174
Rta. vble. mixta ³	184	185	186	187	186	183	186
Rta. vble. euro ⁴	113	113	104	112	110	108	104
Rta. vble. internacional ⁵	236	263	276	272	275	279	276
Gar. rta. fija	67	66	55	66	63	57	55
Gar. rta. vble. ⁶	163	155	133	147	145	136	133
Fondos globales	242	255	247	254	247	250	247
De gestión pasiva ⁷	172	133	118	119	125	117	118
Retorno absoluto	99	84	72	82	81	76	72
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.668,0	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0
Rta. fija ¹	66.889,3	78.583,2	81.015,9	73.475,8	76.179,4	78.775,6	81.015,9
Rta. fija mixta ²	40.471,0	40.819,9	43.200,4	41.312,7	42.581,8	41.957,1	43.200,4
Rta. vble. mixta ³	23.256,0	28.775,8	30.432,7	25.829,7	27.511,7	29.019,2	30.432,7
Rta. vble. euro ⁴	12.177,7	10.145,1	7.091,1	6.618,2	7.027,7	6.399,0	7.091,1
Rta. vble. internacional ⁵	24.404,9	34.078,9	37.722,5	27.636,0	31.757,0	32.763,6	37.722,5
Gar. rta. fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	4.505,2	4.517,4	4.397,6	4.177,0
Gar. rta. vble. ⁶	14.556,0	13.229,1	11.037,1	11.684,0	11.626,5	11.328,0	11.037,1
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.918,0	37.120,7	39.071,8	39.057,4	40.918,0
De gestión pasiva ⁷	16.138,6	14.073,8	14.014,3	11.708,7	13.054,6	13.223,8	14.014,3
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	10.233,0	10.289,6	10.161,5	10.057,4
Participes							
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.659.943	11.751.437	11.944.057	12.237.441	12.659.943
Rta. fija ¹	2.709.547	3.668.324	4.135.294	3.660.775	3.793.867	4.002.906	4.135.294
Rta. fija mixta ²	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.203.900	1.204.871	1.184.715	1.203.280
Rta. vble. mixta ³	624.290	707.159	745.112	707.919	715.404	737.674	745.112
Rta. vble. euro ⁴	831.115	598.901	530.107	532.060	500.778	487.843	530.107
Rta. vble. internacional ⁵	2.225.366	2.655.123	3.043.542	2.732.902	2.775.877	2.914.093	3.043.542
Gar. rta. fija	165.913	154.980	135.320	148.317	145.787	141.812	135.320
Gar. rta. vble. ⁶	494.660	428.470	356.439	391.235	383.372	368.979	356.439
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.599	1.355.885	1.376.316	1.355.646	1.409.599
De gestión pasiva ⁷	543.192	429.428	511.251	396.398	435.035	438.709	511.251
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	619.085	609.793	602.106	587.040
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	-4,89	7,12	0,78	-9,30	5,56	1,08	4,14
Rta. fija ¹	-1,44	1,38	0,62	-2,43	1,82	0,60	0,68
Rta. fija mixta ²	-4,27	4,75	-0,03	-6,97	3,96	0,90	2,45
Rta. vble. mixta ³	-6,45	9,25	0,59	-11,06	6,54	1,71	4,38
Rta. vble. euro ⁴	-13,01	14,27	-8,75	-28,48	11,94	-2,25	16,61
Rta. vble. internacional ⁵	-12,34	22,18	2,83	-23,11	16,43	2,62	11,93
Gar. rta. fija	0,09	3,98	1,68	-0,94	1,20	0,83	0,59
Gar. rta. vble. ⁶	-1,33	3,62	0,70	-1,86	1,35	0,43	0,81
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	-12,00	6,15	1,46	5,19
De gestión pasiva ⁷	-3,16	7,45	0,44	-9,29	5,54	0,10	4,81
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	-7,50	4,66	1,42	2,80

Fuente: CNMV. * Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación).

- Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.
- Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- Incluye: renta variable euro.
- Incluye: renta variable internacional.
- Incluye: GRV y garantía parcial.
- Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- Rentabilidad anual para 2018, 2019 y 2020. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	jun.-20	sep.-20	dic.-20	jun.-20	sep.-20	dic.-20
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	6	6	8	0,6	0,8	1,0
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.178	1.066	986	4,3	3,7	3,3
Renta fija no financiera	1.146	1.083	1.078	4,5	4,1	3,9
Titulizaciones	455	410	398	63,6	62,0	56,8
Titulización AAA	140	127	128	83,9	82,4	86,3
Resto de titulizaciones	315	282	270	57,4	55,8	49,0
Total	3.240	2.975	2.867	5,8	5,2	4,8
% sobre patrimonio FI	1,23	1,11	1,03	-	-	-

Fuente: CNMV.

1 Se han considerado activos con liquidez reducida aquellos activos de renta fija privada con un vencimiento mayor a 1 año y para los que no existe un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja en 2020, con 143 bajas y tan solo 1 alta, hasta situarse en 2.427...

En línea con la tendencia de los últimos cinco años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2020, ya que se produjeron 143 bajas y tan solo 1 alta, por lo que a finales del ejercicio había 2.427 vehículos registrados. Más de la mitad de las bajas fue consecuencia de procesos de liquidación, mientras que casi el 30 % se debió a la absorción por parte de otros vehículos, en su mayoría fondos de inversión³⁵. El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 9,6 %, hasta alcanzar los 360.452. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el BME MTF Equity (antiguo MAB).

... lo que provocó, junto con la depreciación de su cartera, una caída del patrimonio de estas instituciones del 6,4 %.

El patrimonio de estas IIC también registró un descenso, concretamente del 6,4 %, y pasó de 28.793 millones de euros a finales de 2019 a 26.936 millones a finales de 2020. Esta variación fue consecuencia tanto de la disminución del valor de los activos de la cartera de estos vehículos —especialmente de la cartera de renta variable— como de la recompra de acciones por parte de los accionistas. El patrimonio medio por SICAV experimentó un leve descenso de 100.000 euros, hasta los 11,1 millones al cierre del ejercicio.

En los dos primeros meses de 2021 el patrimonio de las SICAV se mantuvo estable, pero el número de entidades y de accionistas continuó a la baja.

En los dos primeros meses de 2021, el comportamiento de las principales magnitudes de las SICAV continuó siendo similar al de los últimos meses de 2020: estabilidad a nivel patrimonial y descensos en el número de vehículos y de inversores. Así, entre enero y febrero el patrimonio se incrementó un ligero 0,9 %, mientras que el número de vehículos registrados en la CNMV disminuyó en 27, hasta los 2.400, y el de accionistas lo hizo un 1,8 %, hasta los 354.026.

35 El resto de bajas, alrededor del 20 %, fueron consecuencia de la transformación en otra tipología de entidades, la mayoría sociedades limitadas, o de la revocación de su autorización.

IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre, que están formadas por dos tipos de vehículos según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre), tienen un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representan menos del 1 % del patrimonio total, a pesar del avance significativo experimentado en los últimos años.

Las IIC de inversión libre, que siguen teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España...

El patrimonio agregado de estas instituciones acusó un notable crecimiento en 2020 (del 4,9 %, hasta los 3.565 millones de euros), sobre todo teniendo en cuenta el complicado entorno económico en el que operaron. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre, se produjo un aumento del 15,4 %, hasta los 652,8 millones, mientras que en las IIC de inversión libre el avance fue del 2,8 %, hasta los 2.912,6 millones.

... experimentaron un incremento de su patrimonio en 2020 del 4,9 %, que fue más elevado en el caso de las IIC de IIC de inversión libre.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, con rendimientos negativos en el primer trimestre de 2020 y positivos en el conjunto de los nueve meses restantes. Cabe mencionar que en el caso de las IIC de IIC de inversión libre, su rentabilidad en los tres primeros meses (-3,5 %) fue menos negativa que la de otros vehículos de inversión colectiva, lo que les permitió cerrar el año con una rentabilidad del 3,71 %. Las IIC de inversión libre, por su parte, registraron un rendimiento anual de su cartera del 1,8 %

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue positiva en el conjunto del año, gracias, en gran medida, a que los descensos del primer trimestre no fueron excesivamente significativos.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2020 ascendía a 76, 7 más que al finalizar el año anterior. Como se puede observar en el anexo estadístico 3.12, el incremento se produjo únicamente en las IIC de inversión libre, que pasaron de 62 a 69, tras producirse 11 altas y 4 bajas durante el ejercicio. En el registro de IIC de IIC de inversión libre, en cambio, no se produjo ningún movimiento, al igual que en 2019, manteniéndose las siete de 2018. De estas, seis tenían forma de fondo (tres de los cuales estaban en proceso de liquidación). En los dos primeros meses de este año se han producido tres altas: dos correspondían a fondos de inversión libre y una, después de dos años sin movimientos, a un fondo de IIC de inversión libre.

El número de partícipes y accionistas mostró un crecimiento del 4,0 %, destacando el aumento en las IIC de inversión libre, gracias a las altas producidas durante el año.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró una tendencia similar a la experimentada por el patrimonio, con un avance del 4,0 %, por lo que a finales de diciembre había un total de 10.819. Este incremento se debió a las IIC de inversión libre, que registraron un aumento del 5,5 %, hasta las 7.961, gracias, especialmente, a las 7 nuevas altas (en términos netos) registradas durante el año. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre el número de partícipes se mantuvo prácticamente constante y finalizó 2020 con 2.858.

El número de vehículos aumentó en 7, y finalizó el año en 76. Este avance se debió exclusivamente a las IIC de inversión libre.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España ha aumentado de forma constante y elevada durante los últimos años, al pasar de los 18.000 millones de euros de finales de 2008 a los 199.419 millones en diciembre de 2020. El aumento registrado en 2020 fue de 20.578 millones de euros, un 11,5 % más que en 2018³⁶. Como se

El patrimonio de las IIC extranjeras continuó en expansión en 2020, rozando los 200.000 millones a finales de año, lo que supone un 39 % del patrimonio total de las IIC comercializado en España.

36 Cabe mencionar que con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que se establece la obligación a todos los comercializadores de IIC

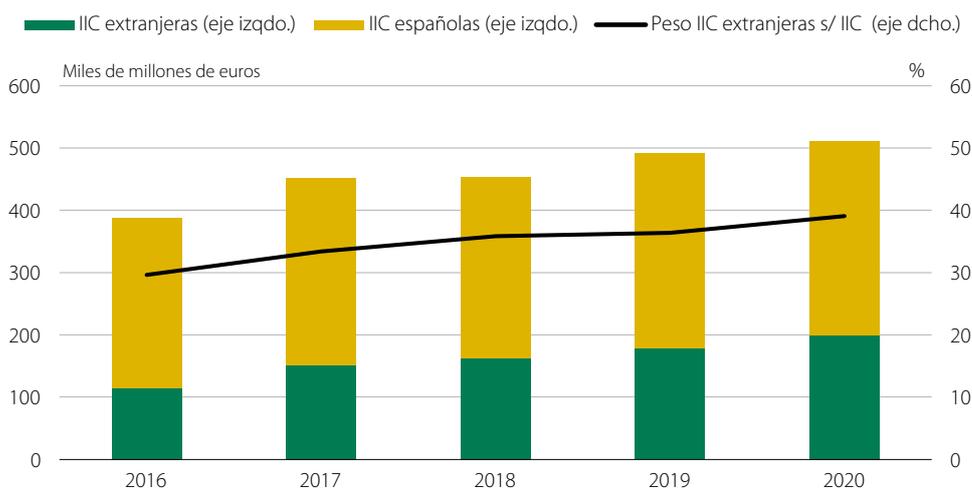
puede observar en el gráfico 20, este ritmo de crecimiento ha hecho que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España haya ido aumentando de forma significativa en los últimos 5 años para situarse en el 39,0 % en 2020.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 15 durante 2020, hasta un total de 1.048 vehículos (407 fondos y 641 sociedades).

En línea con la evolución patrimonial, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 2020 en 15 entidades (9 en 2019), por lo que al final del año había un total de 1.048 vehículos de este tipo (407 fondos y 641 sociedades). La mayoría de las altas correspondieron, igual que en ejercicios anteriores, a vehículos procedentes de Luxemburgo, con 10 más, hasta situarse en 472.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La industria de la inversión colectiva, que ha superado de forma satisfactoria los peores momentos de la crisis, presenta unas perspectivas positivas, por el aumento del ahorro de los agentes.

La evolución de la industria de la inversión colectiva en 2020 y los primeros meses de 2021 parece indicar que los momentos más complicados derivados de la crisis del coronavirus han quedado atrás. Las sociedades gestoras pudieron atender el aumento de los reembolsos sin incidencias notables y la CNMV prestó una atención especial a la valoración de los activos y al análisis de las condiciones de liquidez de las carteras de los fondos y del uso adecuado de las herramientas de gestión de la liquidez. A medio plazo este sector puede verse favorecido por el notable aumento del ahorro de los agentes, que puede incrementar la inversión en diferentes tipos de activos financieros (si bien por el momento, este aumento del ahorro se está materializando más bien en los activos más líquidos, como el efectivo o los depósitos). Si se confirma la evolución positiva de la pandemia y un entorno de menor incertidumbre, puede continuar el aumento de las suscripciones en estos activos, aunque cabe tener presente que una parte de los partícipes, los que se encuentran más restringidos en términos financieros, pueden deshacer algunas posiciones.

extranjeras de remitir a la CNMV la máxima información posible sobre el producto comercializado en España, la información recibida con anterioridad al 31 de diciembre de 2017 podría no ser totalmente comparable con la recibida a partir de esa fecha.

4.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito son, con notable diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (cerca del 90 % del total). Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, siguen aún conservando un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios (véase cuadro 13). Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

La prestación de servicios de inversión pueden realizarla varios tipos de entidades, entre las que destacan las entidades de crédito, que reciben casi el 90 % de los ingresos que genera este negocio.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2020

CUADRO 13

Millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	464	3.714	4.179	88,9
Colocación y aseguramiento de valores	7	355	362	97,9
Tramitación y ejecución de órdenes	276	605	882	68,7
Gestión de carteras	28	530	558	95,0
Asesoramiento en materia de inversión	40	643	683	94,2
Comercialización de IIC	113	1.581	1.694	93,3
Total servicios auxiliares	227	1.023	1.250	81,9
Administración y custodia	40	651	691	94,2
Otros servicios auxiliares	187	372	558	66,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye sociedades gestoras de cartera.

2 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 111 a finales de 2020, 1 menos que en 2019³⁷. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 487, 11 más que el año anterior. De ellas, 432 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 55 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (482 entidades).

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV se situó en 111 a finales de 2020, 1 menos que en 2019, mientras que el número de entidades extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión era de 487, 11 más.

El cuadro 14 muestra los ingresos de las entidades de crédito procedentes de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios. Como se puede observar en él, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y la comercialización de IIC aumentó un 8,5 % en 2020, hasta situarse en 4.738 millones de euros. La prestación de servicios de inversión supuso para las entidades de

En 2020 las entidades de crédito ingresaron 4.738 millones por la prestación de servicios de valores y la comercialización de IIC, un 8,5 % más que en 2019.

37 De las 111, se puede considerar que 101 estaban activas en la prestación de servicios de inversión.

crédito unas comisiones de 2.133 millones de euros, un 15,5 % más que en 2019. Los ingresos obtenidos por los diferentes servicios de inversión experimentaron un crecimiento de dos dígitos en todas sus partidas. En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, estas entidades percibieron 1.023 millones de euros, un 10,9 % más que en 2019.

Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de inversión y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 14

Millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% s/total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	1.759	1.735	1.847	2.133	14,0
Colocación y aseguramiento de valores	283	217	296	355	2,3
Tramitación y ejecución de órdenes	571	510	498	605	4,0
Gestión discrecional de carteras	389	414	479	530	3,5
Asesoramiento en materia de inversión	516	595	573	643	4,2
Por servicios auxiliares	890	965	923	1.023	6,7
Administración y custodia	653	667	650	651	4,3
Elaboración de informes y análisis financieros	148	184	148	206	1,4
Otros servicios auxiliares	89	115	125	166	1,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	3.739	4.222	4.084	4.010	26,4
Instituciones de inversión colectiva	1.821	1.688	1.597	1.581	10,4
Fondos de pensiones	498	892	927	972	6,4
Seguros	1.330	1.507	1.437	1.377	9,1
Otros	90	135	123	80	0,5
Total	6.387	6.922	6.854	7.166	47,2
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.469	4.388	4.367	4.738	31,2
Ingresos totales por comisiones	14.295	14.928	15.134	15.190	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España. En 2017 se modificaron los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea.

1 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

Sociedades y agencias de valores

En 2020 la actividad de las sociedades y agencias de valores se incrementó, si bien se observó una gran heterogeneidad entre las entidades, sobre todo entre las sociedades de valores.

En 2020 la actividad de las sociedades de valores en cuanto a prestación de servicios de inversión aumentó en comparación con la de ejercicios anteriores. Este crecimiento se debió a que una sociedad que pertenece a una entidad de crédito extranjera (Credit Suisse) incrementó su actividad de forma notable. Debido al *brexit*, esta entidad decidió traspasar a España parte de la actividad que realizaba en el Reino Unido y que se basa en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes sobre derivados. Si exceptuamos a esta entidad, el resto de sociedades vieron reducida su actividad. En cuanto a las agencias, estas aumentaron su actividad³⁸.

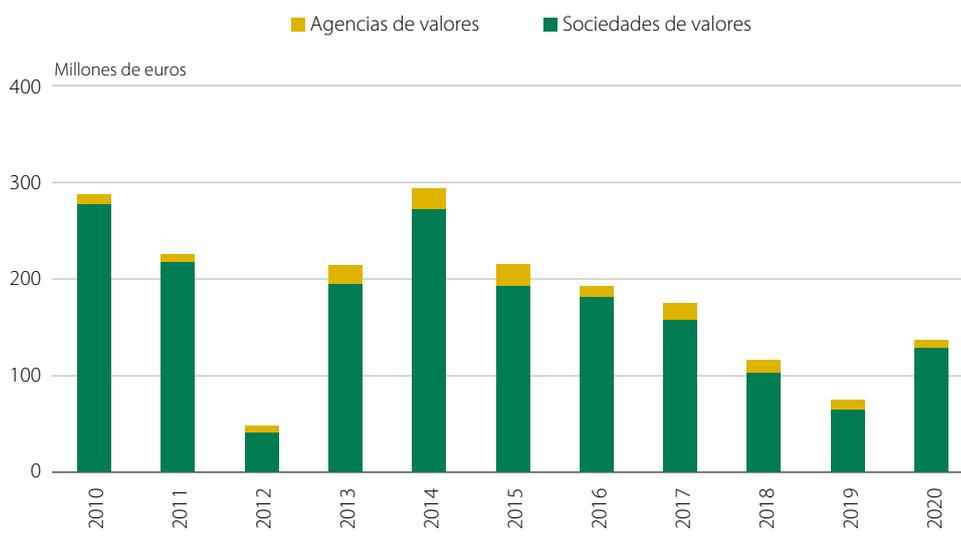
38 Las comisiones percibidas por las sociedades de valores en 2020 se situaron en 522 millones de euros (345 descontando las cifras de Credit Suisse), frente a 425 millones en 2019 (364 millones exceptuando a Credit Suisse).

Como se observa en el gráfico 21, las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2020 un beneficio conjunto antes de impuestos de 136,5 millones de euros, lo que supuso un aumento del 80,1 % con respecto al año anterior. Este aumento se debió al crecimiento del resultado de las sociedades de valores (98,0 %), puesto que las agencias de valores vieron disminuidos los suyos (-25,7 %) debido a un aumento de los gastos por encima del crecimiento de los ingresos.

El beneficio conjunto de estas entidades fue de 136,5 millones de euros en 2020, un 80 % más que en 2019.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI y las SGC.

A finales de 2020, un total de 95 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV, el mismo número que al cierre de 2019. Esta estabilidad en el número de entidades, unida al aumento registrado el año pasado, podría ser tomada como un signo positivo para el sector, sobre todo en el contexto de incertidumbre provocado por la pandemia del COVID-19. Se observa que los grupos bancarios continúan con los procesos de integración de sus agencias y sociedades de valores en el banco matriz, lo que da lugar a bajas de entidades, que son compensadas por las altas de entidades independientes y vinculadas a entidades no bancarias. En 2020 se produjeron 8 altas y 8 bajas de entidades.

A finales de 2020 había un total de 95 sociedades y agencias de valores registradas en la CNMV, el mismo número que en 2019, tras registrarse 8 altas y 8 bajas.

La mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 55 (6 más que en 2019), y tan solo 4 entidades mantenían sucursales en otros países (2 menos que en 2019). Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España continuó creciendo en 2020, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 3.020 a 3.062, como mediante sucursal, que pasó de 65 a 66³⁹.

La prestación de servicios de valores transfronteriza siguió realizándose fundamentalmente bajo la modalidad de libre prestación de servicios, siendo minoritaria la modalidad de sucursal.

³⁹ Este aumento se produjo a pesar del notable descenso del número de entidades radicadas en el Reino Unido, que pasó de 33 a 26, un descenso que se puede vincular al *brexit*.

La cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores en 2020 muestra un fuerte aumento de los ingresos, algunos de los cuales se explican por la evolución de pocas entidades.

Como se aprecia en el cuadro 15, las sociedades de valores experimentaron un incremento significativo de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo la de margen financiero y la de diferencias de cambio netas. En particular, fueron significativos los aumentos de los ingresos por resultados de inversiones financieras (229,7 %) y por otros productos y cargas de explotación (218,7 %). Por su parte, el ascenso de los ingresos por comisiones netas fue del 11,2 %, si bien la evolución de las diferentes partidas fue dispar. Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes y, además, experimentaron un aumento significativo en 2020, del 54,5 %.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-20)

CUADRO 15

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-19	dic.-20	% var.	dic.-19	dic.-20	% var.
1. Margen de intereses	38.125	35.957	-5,7	1.251	932	-25,5
2. Comisiones netas	279.650	310.868	11,2	130.293	143.162	9,9
2.1. Comisiones percibidas	427.813	525.812	22,9	150.842	165.094	9,4
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	164.606	254.307	54,5	23.194	22.035	-5,0
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	8.849	5.279	-40,3	580	2.157	271,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	42.643	39.260	-7,9	879	754	-14,2
2.1.4. Gestión de carteras	15.102	13.128	-13,1	14.890	14.554	-2,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	23.400	5.813	-75,2	14.183	33.990	139,7
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.302	1.960	50,5	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	53.506	50.985	-4,7	62.866	62.134	-1,2
2.1.9. Otras	118.406	155.080	31,0	34.251	29.469	-14,0
2.2. Comisiones satisfechas	148.163	214.944	45,1	20.549	21.932	6,7
3. Resultado de inversiones financieras	29.452	97.113	229,7	910	-5.562	-
4. Diferencias de cambio netas	117	-981	-	75	-596	-
5. Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	218,7	1.119	-372	-
MARGEN BRUTO	376.293	535.216	42,2	133.648	137.564	2,9
6. Gastos de explotación	316.406	396.091	25,2	120.787	132.069	9,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	3.265	14.665	349,2	3.542	2.130	-39,9
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	644	-533	-	35	26	-25,7
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	55.978	124.993	123,3	9.284	3.339	-64,0
9. Otras ganancias y pérdidas	9.033	3.736	-58,6	1.159	4.417	281,1
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	65.011	128.729	98,0	10.443	7.756	-25,7
10. Impuesto sobre beneficios	10.483	25.801	146,1	4.280	4.920	15,0
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	54.528	102.928	88,8	6.163	2.836	-54,0
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	54.528	102.928	88,8	6.163	2.836	-54,0

Fuente: CNMV.

Los gastos de explotación de las sociedades de valores también aumentaron, en línea con la mayor actividad del sector. Se incrementaron las dos subpartidas que los componen: los gastos de personal aumentaron un 16,8 %, mientras que los gastos generales lo hicieron un 42,9 %. Los gastos por amortizaciones y otras dotaciones también se incrementaron de forma considerable (349,2 %), si bien su importe siguió siendo reducido en relación con otras partidas de gasto. El hecho de que los gastos en su conjunto aumentaran con menos intensidad que el margen bruto (42,2 %) permitió un avance importante del resultado de explotación (123,3 %), que pasó de 56,0 millones de euros en 2019 a 124,9 millones en 2020. El resultado antes de impuestos se acrecentó un 98,0 % y se situó en 128,7 millones de euros, es decir, casi el doble del importe mostrado en 2019.

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos descendió un 25,7 % en 2020, hasta situarse en 7,7 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos mayores costes, que crecieron por encima del aumento que experimentaron los ingresos. En términos netos, las comisiones experimentaron un crecimiento del 9,9 % con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacó, por su avance, la partida de ingresos por asesoramiento en materia de inversión, que aumentó en casi 20 millones de euros (139,7 %). También fue importante el crecimiento de los ingresos por colocación y aseguramiento de emisiones (271,9 %), si bien el importe de estos ingresos es pequeño en relación con el de otros servicios. Por el contrario, se registraron descensos en las comisiones percibidas en el resto de las partidas. De entre ellos, los más destacables fueron los correspondientes a «otras» (-14,0 %) y los relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes (-5,0 %). Las demás comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,2 %, mientras que las de gestión de carteras lo hicieron un 2,3 %.

El aumento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un incremento de las comisiones satisfechas a terceros (6,7 %). Además, el comportamiento positivo de los ingresos por comisiones contrastó con las pérdidas elevadas por resultados de inversiones financieras de una entidad que tuvo que ser intervenida por la CNMV. Por ello, el crecimiento del margen bruto agregado se atenuó hasta el 2,9 %, situándose en 137,6 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación se incrementaron en un 9,3 %, una tendencia que se explica por el notable aumento de los gastos de personal (14,0 %), puesto que los generales apenas variaron (0,5 %). La conjunción de unos ingresos que crecieron en menor medida que los gastos hizo que el resultado neto de explotación fuera de 3,3 millones de euros, lo que supone un 64,0 % menos que en 2019.

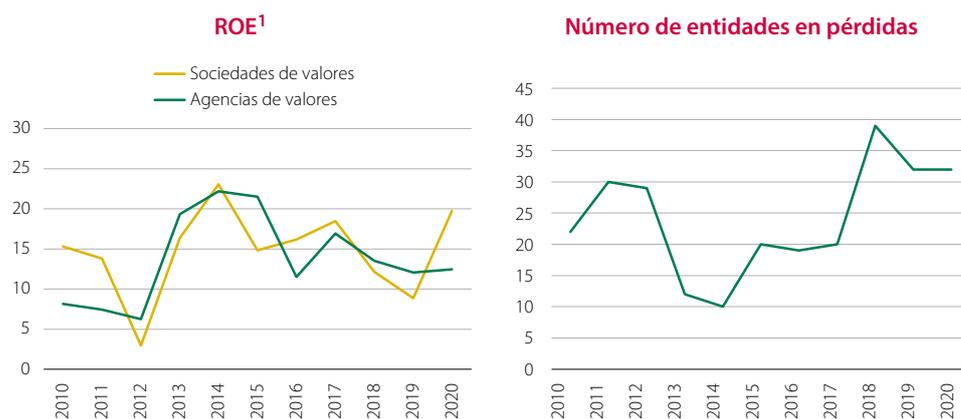
La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un avance notable durante el ejercicio, al pasar del 9,2 % al 18,7 %, que se explica, fundamentalmente por el aumento de la rentabilidad de las sociedades de valores (del 8,9 % en 2019 al 19,7 % en 2020). En cambio, el ROE de las agencias de valores mostró una estabilidad mucho mayor (12,1 % en 2019 y 12,5 % en 2020), según se observa en el panel izquierdo del gráfico 22. Por otra parte, el número de entidades en pérdidas se mantuvo en 32: 12 sociedades de valores (1 menos que en 2019) y 20 agencias de valores (1 más que en 2019), si bien el importe de las pérdidas se redujo de forma destacada (desde los 41,25 millones de euros en 2019 hasta los 27,67 millones en 2020).

También se incrementaron los gastos de estas entidades, pero con menos intensidad que los ingresos, lo que permitió un fuerte avance de los beneficios antes de impuestos (hasta los 128 millones de euros, el doble del importe de 2019).

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos disminuyó un 25,7 %, hasta los 7,7 millones de euros, pues aunque los ingresos se incrementaron (las comisiones netas lo hicieron un 9,9 %)...

... los gastos lo hicieron aún más.

La rentabilidad sobre fondos propios del sector se dobló en 2020, situándose en el 18,7 %, debido sobre todo a las sociedades de valores. El número de entidades que mostró pérdidas se mantuvo en 32, si bien el importe de estas disminuyó de forma notable.



Fuente: CNMV.

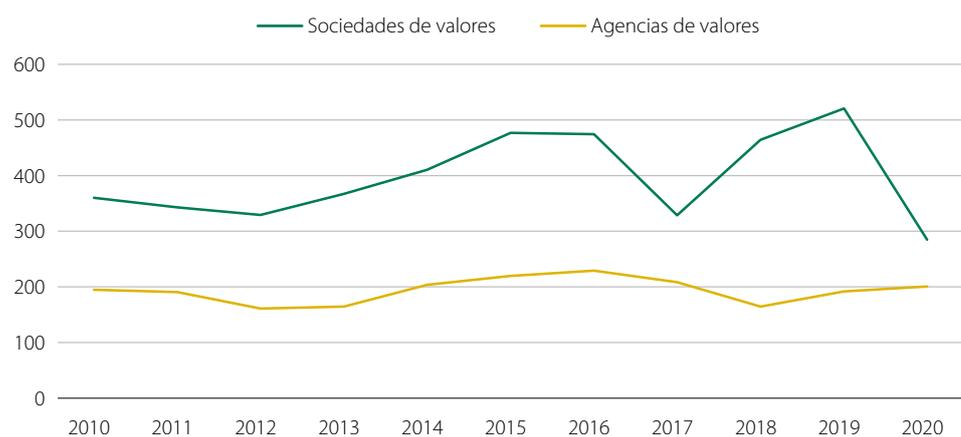
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Los niveles de solvencia del sector continuaron siendo elevados en 2020, aunque el margen de recursos propios de las sociedades de valores se redujo de forma notable.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2020: a final de año el margen de recursos propios era 2,8 veces superior al volumen de recursos exigibles. Sin embargo, esta cifra sufrió un considerable deterioro respecto a la cifra de finales de 2019 (4,9 veces). En cualquier caso, en términos absolutos esta holgura es poco relevante, por tratarse de importes absolutos reducidos. Como suele ser habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 2,8, para las segundas se mantuvo en 2,0 (véase gráfico 23). Una sola sociedad cerró el ejercicio con déficit de recursos propios (ninguna agencia).

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

El número de EAF permaneció estable en 2020 en 140, tras producirse 8 altas y 8 bajas de entidades. Dos de las bajas estuvieron relacionadas con la transformación de la entidad en agencia de valores. El patrimonio total asesorado por estas entidades se situó en 12.049 millones de euros en 2020 (7.320 millones correspondieron a asesoramiento independiente), lo que supone un descenso del 44,3 % respecto a 2019. Esta evolución puede deberse a la mayor competencia que proviene de las entidades de crédito en el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Como se observa en el cuadro 16, disminuyó el patrimonio asesorado tanto de clientes minoristas como no minoristas, si bien la disminución de este último fue mucho mayor (60,6 % frente a 18,2 %). Esta tendencia, que se viene produciendo desde hace algunos años, implica que las EAF siguen perdiendo cuota de mercado en el segmento de asesoramiento en materia de inversión y que, además, su modelo de negocio está basculando hacia uno con mayor protagonismo del segmento minorista.

Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió de forma notable, al pasar de 8,2 millones de euros en 2019 a 5,1 millones en 2020. Esta caída se debió a la disminución de los ingresos por las comisiones percibidas de los clientes y, en menor medida, de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 46,1 millones de euros en 2019 a 37,0 millones en 2020.

Las EAF, cuyo número se mantuvo en 140, continuaron perdiendo cuota de mercado en el segmento de asesoramiento en materia de inversión, observándose una relevancia creciente del cliente minorista.

Su beneficio conjunto disminuyó desde 8,2 millones de euros hasta 5,1 millones debido, sobre todo, a la caída de los ingresos por comisiones percibidas de clientes.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 16

Miles de euros

	2018	2019	2020	% var. 20/19
NÚMERO DE ENTIDADES	158	140	140	0,0
PATRIMONIO ASESORADO¹	31.658.460	21.627.677	12.049.182	-44,3
Clientes minoristas	10.281.573	8.313.608	6.797.540	-18,2
Clientes profesionales y otros	21.376.887	13.314.069	5.251.642	-60,6
NÚMERO DE CLIENTES¹	6.524	6.437	7.262	12,8
Clientes minoristas	5.997	6.005	6.861	14,3
Clientes profesionales	436	414	388	-6,3
Otros	91	18	13	-27,8
INGRESOS POR COMISIONES	62.168	56.963	45.293	-20,5
Comisiones percibidas	61.079	56.029	44.656	-20,3
De clientes	50.247	46.112	36.971	-19,8
De otras entidades	10.832	9.917	7.685	-22,5
Otros ingresos	1.088	934	637	-31,8
PATRIMONIO NETO	33.572	32.089	30.607	-4,6
Capital social	6.894	5.770	5.454	-5,5
Reservas y remanentes	15.386	17.260	19.111	10,7
Resultado del ejercicio	10.626	8.172	5.118	-37,4
Resto de fondos propios	666	888	923	3,9

Fuente: CNMV.

¹ Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

El análisis alternativo sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio y no a su forma legal revela que...

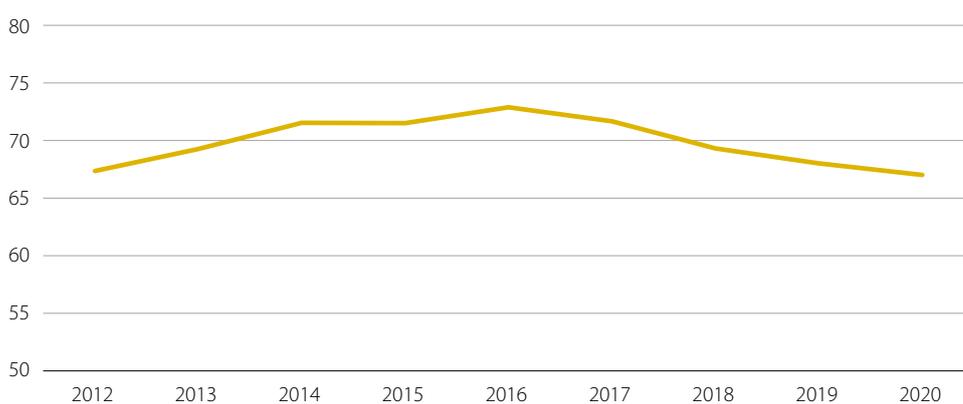
La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal) se obtiene atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, empresa de servicios de inversión (ESI) o sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). Sin embargo, una concepción menos formal, que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales, aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión la llevan a cabo bancos que se podrían denominar *comerciales*, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales, y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión. Entre estos últimos se encontrarían entidades como Allfunds, Banco Inversis, Ceca-bank y Renta 4.

... el 67 % de los ingresos relacionados con esta actividad lo perciben bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.

Pues bien, como se puede apreciar en el gráfico 24, la proporción del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) que corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos fue del 67 % del total en 2020, mientras que el resto fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Este porcentaje es algo inferior al estimado en 2019 (68 %) y sigue la tendencia descendente observada desde 2017.

Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial¹ en los ingresos totales derivados de la prestación de servicios de inversión²

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

1 Este grupo de entidades incluye a los bancos comerciales (entendiendo por bancos comerciales aquellos que no están especializados en la provisión de servicios financieros) y a las ESI y SGIIC que pertenecen a ellos.

2 Incluye la actividad de gestión de IIC, aunque esta no sea un servicio de inversión desde un punto de vista legal.

Perspectivas

Existe un grado elevado de incertidumbre en torno a la evolución de este sector, al igual que ocurre en el caso de otros participantes en los mercados financieros. Es posible que la presente crisis dé lugar a un nuevo proceso de reorganización del sector, en el que se acentúen algunas de las tendencias que se observan desde hace años y que se manifiestan en: i) un nivel de competencia elevado entre los bancos y las ESI en la prestación de servicios de inversión y, ii) dentro de las ESI, una importancia creciente de las entidades independientes, así como una consolidación del cambio de negocio de estas, en el que su principal actividad tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y gestión y de asesoramiento a terceros son cada vez más importantes.

La crisis puede acentuar algunas tendencias observadas en el pasado y mantener un grado elevado de competencia en el sector.

Consulta pública previa de la CNMV en relación con la futura circular sobre publicidad de criptoactivos

RECUADRO 3

La CNMV emitió el 5 de abril de 2020 una consulta pública con carácter previo a la elaboración de una circular que delimitará el ámbito de aplicación, así como las facultades de la CNMV, en materia de supervisión y control de la publicidad de criptoactivos. La CNMV hace uso de la habilitación que le concede el artículo 240 bis de la Ley del Mercado de Valores¹ (LMV), nuevo precepto incluido en esta ley mediante la disposición final segunda del Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo², con el fin de reforzar la protección del inversor. Mediante esta modificación en la legislación, la CNMV ha asumido competencias para, a través de una circular, sujetar a control administrativo la publicidad de criptoactivos u otros activos e instrumentos presentados como objeto de inversión, con una difusión publicitaria comparable, aunque no se trate de actividades o productos previstos en la LMV. Dicha circular también deberá definir el ámbito objetivo y subjetivo de supervisión de la publicidad de estos activos, así como los mecanismos y procedimientos de control que se aplicarán.

La normativa aplicable³ establece, con carácter general, la obligación de realizar una consulta pública con carácter previo a la redacción del texto de normas con rango de ley y de reglamento. En este caso, en el que la ley habilita directamente a la CNMV a elaborar una circular para regular la publicidad de los criptoactivos, resulta preceptiva la consulta pública al tratarse del ejercicio de la potestad reglamentaria *per saltum*. El plazo para contestar a la consulta realizada, que finalizó el 16 de abril, fue breve debido a la urgencia de la regulación, evidenciada en la aprobación de la reforma del artículo 240 bis de la LMV se realizó mediante real decreto-ley.

La consulta persigue recabar la opinión de aquellos especialmente afectados por la futura norma y de las organizaciones más representativas acerca de los siguientes puntos:

- Los problemas que se pretende solucionar con la iniciativa.
- La necesidad y oportunidad de su aprobación.
- Los objetivos de la norma.
- Las posibles soluciones alternativas y no regulatorias.

En relación con los **problemas que se pretende solucionar con la iniciativa**, cabe resaltar el hecho de que los criptoactivos —entendidos como representaciones digitales de valor o derechos que pueden transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registros distribuidos u otra similar— tienen cada vez más presencia en nuestro sistema financiero, sin que exista todavía un marco regulatorio específico apropiado a nivel europeo. Las tecnologías que los soportan están transformando los servicios financieros y permitiendo innovaciones de gran calado. Sin embargo, hoy en día, las criptomonedas y criptoactivos en general se están ofreciendo cada vez más frecuentemente como objeto de inversión, tanto a inversores especializados como al público en general. A este respecto, la CNMV y el Banco de España publicaron el 9 de febrero de 2021 un comunicado conjunto⁴, que se suma a otro de 2018, en el que alertaron sobre los riesgos que este nuevo tipo de activos suponen para los participantes del sistema financiero y, muy en particular, para los pequeños inversores. El comunicado incidió en la complejidad, la volatilidad y la potencial falta de liquidez de estas inversiones.

Pues bien, el principal elemento que requiere una actuación regulatoria radica en la posibilidad de que las actuaciones publicitarias sobre criptoactivos, cuando son ofrecidos como inversión, no incorporen información objetiva sobre el producto y sus riesgos. Se ha observado que la publicidad de estos productos dirigida a clientes minoristas en los últimos meses se ha realizado a través de una amplia y creciente variedad de medios e intensidad. Es necesario que quienes adquieran esos productos sean conscientes de los riesgos que entrañan y de que dicha inversión podría desembocar en algunos casos en pérdidas significativas por variaciones de precio, en situaciones de iliquidez sobrevenida o, incluso, en una pérdida total por ciberataques o fallos en la custodia.

La **necesidad y oportunidad** de esta regulación queda evidenciada, como se ha comentado anteriormente, por la propia modificación de la LMV realizada por la vía del real decreto-ley.

En cuanto a los **objetivos de la norma**, el proyecto de circular tendrá por finalidad desarrollar las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria sobre criptoactivos, en particular, delimitar el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación, concretar, en su caso, la actividad publicitaria que debe ser sometida a autorización administrativa previa y fijar las herramientas y procedimientos que se emplearán para hacer efectiva la supervisión de la actividad publicitaria de los criptoactivos. Es importante recalcar que la citada circular no contendrá ninguna norma sobre los productos en sí mismos, ni sobre sus proveedores ni características, que seguirán sin estar regulados ni supervisados, sino exclusivamente sobre los requisitos que deberá cumplir la actividad publicitaria que persiga su ofrecimiento como posible inversión.

Finalmente, con respecto a **las posibles soluciones alternativas y no regulatorias**, la opción de no elaborar una norma específica sobre la materia y sustituirla por criterios o indicaciones de buenas prácticas se descarta, dado que el artículo 24o bis exige su desarrollo mediante circular. En lo que afecta al desarrollo

de la circular, la CNMV está considerando varias alternativas que afectan a su ámbito de aplicación y a las modalidades de control administrativo. La consulta pública incluye seis conjuntos de preguntas sobre las posibles alternativas que se plantean:

- **Ámbito de aplicación:** Al objeto de definir el ámbito objetivo de aplicación, la CNMV está valorando fijarlo en la actividad publicitaria dirigida a potenciales inversores residentes en España en la que se ofrezca o se llame a la atención sobre criptoactivos. Asimismo, será probablemente necesario exceptuar de dicho ámbito objetivo algunas actividades profesionales (*white papers*, análisis y recomendaciones de inversión profesionales u ofertas a profesionales), los activos no fungibles que sean únicos o los que sean exclusivamente un medio de pago. En cuanto al ámbito de aplicación subjetivo, la CNMV está considerando como mínimo incluir a los proveedores de servicios sobre criptoactivos, cuya definición estaría contenida en la circular, con independencia de su país de origen, y a las empresas anunciantes que actúen por cuenta de aquellos.
- **Modalidades de control administrativo:** En lo referente a las modalidades de control administrativo, la CNMV está reflexionando sobre la posibilidad de requerir autorización administrativa previa en el caso de aquellas campañas masivas dirigidas al público general que se lleven a término a través de medios de comunicación, soportes físicos o ciertos medios virtuales. Otra opción aplicable a este tipo de campañas sería el establecimiento de un régimen de comunicación previa. El resto de las acciones publicitarias quedarían sujetas a la actuación supervisora posterior de la CNMV, quien podrá requerir el cese o la rectificación de la actividad publicitaria según los términos establecidos en la circular. Esta diferenciación responde a motivos de eficiencia y agilidad, a la vez que permite asegurar la supervisión previa en aquellos casos de publicidad masiva.

Todas las campañas publicitarias quedarían sujetas a los objetivos de claridad y contenido que se detallan en la circular. Así, la publicidad deberá ser clara, equilibrada, imparcial y no engañosa. Esto es particularmente relevante en la información sobre rentabilidades, en especial cuando se haga referencia a rentabilidades históricas, y en la información sobre costes. Asimismo, se prevé que las campañas publicitarias estarán sujetas a la introducción obligatoria de advertencias sobre los riesgos de la inversión en criptoactivos, tanto de forma tasada y abreviada en cada comunicación publicitaria como en otra documentación auxiliar más extensa.

Por último, la norma deberá asimismo incluir un régimen de supervisión de publicidad por la CNMV, que detallará los procedimientos y plazos para recabar información de los sujetos obligados, exigir el cese o la rectificación, y proceder a la actuación sancionadora cuando resulte preciso. A tal efecto, los sujetos deberán disponer de información y documentación de las campañas publicitarias en curso y las realizadas en el último año. Dado el potencial impacto de las campañas publicitarias, ante un requerimiento de cese o rectificación, los plazos para actuar o recabar información deberían ser acotados y en principio no se prevé que sean

superiores a tres días. Este plazo podría variar en función del contenido o de la pieza publicitaria en cuestión.

Finalizado el periodo de consulta pública se han recibido 22 comentarios. Todos estos comentarios, excepto aquellos en los que el remitente ha solicitado expresamente que no sean públicos, están disponibles en la página web de la CNMV. La CNMV está analizando las respuestas recibidas y publicará en breve un borrador de texto de circular que se someterá a audiencia pública.

- 1 Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV).
- 2 Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19.
- 3 Artículo 133 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, en relación con el artículo 26 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno.
- 4 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={e14ce903-5161-4316-a480-eb1916b85084}>

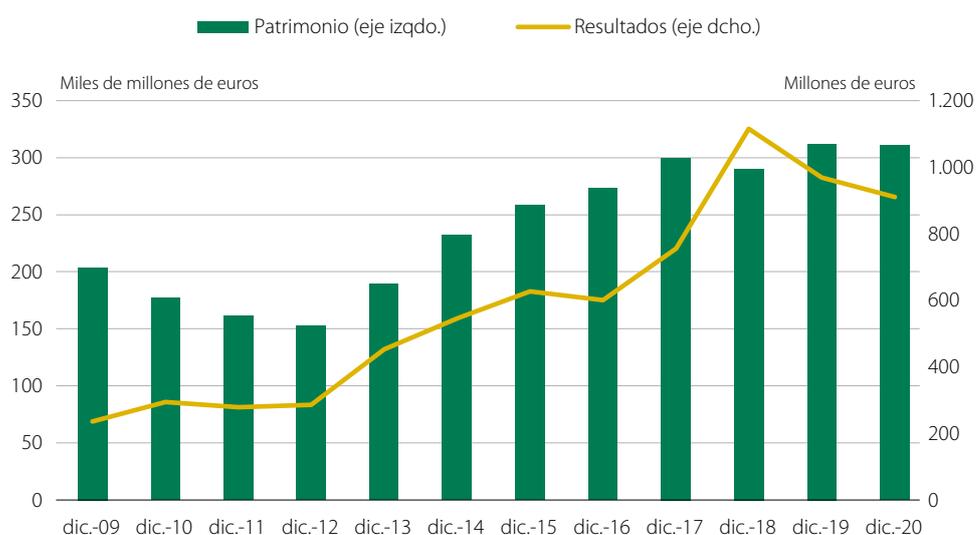
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Tanto el número de SGIIC registradas en la CNMV como el patrimonio gestionado por estas entidades se mantuvieron estables durante 2020.

Al cierre de 2020 había registradas en la CNMV un total de 123 SGIIC, la misma cifra que en el año anterior, tras producirse 2 altas y 2 bajas durante el ejercicio. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró 2020 ligeramente por debajo de los 311.000 millones de euros, lo que supone una contracción del 0,4 % en relación con la cifra de 2019. Como en años anteriores, alrededor del 90 % de este patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, seguido por las IIC extranjeras, con un 4,9 % del total. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2020: las 3 mayores gestoras mantenían una cuota conjunta del 43,5 % del patrimonio total, casi 2 p.p. más que en 2019.

Sociedades gestoras de IIC: Patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

A pesar de no haberse producido apenas movimientos en el patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 6,2 % con respecto a 2019, hasta los 909,6 millones de euros (véase gráfico 25). Este retroceso se explica por la disminución de las comisiones netas, hasta los 1.516 millones de euros (un 2,6 % menos). La caída de esas comisiones se debe al descenso más intenso de las comisiones percibidas (-2,3 %) en comparación con el de las satisfechas (-2,0 %). La evolución de las comisiones percibidas se explica, sobre todo, por las comisiones por gestión de IIC, que son, con diferencia, las más relevantes, al suponer alrededor del 87 % del total de las percibidas por las gestoras (el 88 % en 2019). Estas comisiones experimentaron una caída del 3,5 % en 2020, hasta los 2.546 millones de euros. Su importe representó el 0,82 % del patrimonio, ligeramente por debajo del 0,84 % de finales de 2019, debido posiblemente a la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías como la renta fija, que, en general, llevan asociadas unas comisiones menos elevadas que otras. Como consecuencia de la contracción de los beneficios y del aumento de los fondos propios, se produjo un descenso de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde el 120,6 % a finales de 2019 hasta el 87,2 % en 2020. A su vez, el número de sociedades en pérdidas aumentó de 21 a 28, aunque su volumen experimentó un leve descenso, ya que pasó de 7,8 millones a 7,6 millones.

En cambio, el resultado antes de impuestos se redujo un 6,2 % como consecuencia de la contracción de las comisiones percibidas por gestión de IIC (-3,5 %). Estas comisiones, que representan casi el 90 % de las comisiones percibidas, se situaron en 2.546 millones de euros (un 0,82 % del patrimonio total).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 17

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2012	152.959	1.416	0,93	64,6
2013	189.433	1.588	0,84	62,0
2014	232.232	2.004	0,85	61,8
2015	258.201	2.442	0,95	63,7
2016	272.906	2.347	0,86	61,7
2017	299.974	2.647	0,88	58,7
2018	290.364	2.649	0,91	51,2
2019	312.235	2.638	0,84	49,8
2020	310.901	2.546	0,82	49,7

Fuente: CNMV.

1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)

Capital riesgo

A pesar de la crisis derivada de la pandemia, la actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2020 la tendencia alcista de los últimos años, tanto en lo que se refiere a la inscripción de vehículos como a sociedades gestoras. Así, el número de entidades pertenecientes a esta categoría registradas en la CNMV se incrementó en 101 (88 vehículos de inversión y 13 gestoras), tras producirse 130 altas y 29 bajas.

En 2020, el número de entidades pertenecientes al sector del capital riesgo continuó creciendo a buen ritmo, con 88 vehículos y 13 gestoras más que en 2019.

Este aumento fue generalizado entre los distintos tipos de entidades, afectando tanto a las entidades de capital riesgo tradicionales como a otras figuras relativamente recientes.

También las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tienen una elevada flexibilidad en su política de inversión, experimentaron un aumento significativo de vehículos registrados.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁴⁰, se produjeron un total de 77 altas y 16 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 235 fondos de capital riesgo (FCR) y 184 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se registraron 4 altas y 2 bajas, hasta alcanzar los 31 vehículos (13 fondos y 18 sociedades) a 31 de diciembre de 2020. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y 1 fondo de emprendimiento social europeo (FESE), lo que, unido a las primeras bajas de 2 de estos vehículos, hizo que a finales de año hubiera un total de 31 y 4 entidades, respectivamente, de estas tipologías⁴¹.

Las entidades de inversión colectiva cerradas, igual que en el ejercicio anterior, también experimentaron un importante dinamismo en 2020, con 18 altas y solamente 3 bajas producidas. Así, a 31 de diciembre había un total de 61 vehículos de esta tipología, de los cuales 33 eran fondos (FICC) y 28 eran sociedades (SICC). Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2020

CUADRO 18

	Situación a 31/12/2019	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2020
Entidades				
Fondos de capital riesgo	210	33	8	235
Fondos de capital riesgo pyme	10	4	1	13
Fondos de capital riesgo europeos	20	12	1	31
Fondos de emprendimiento social europeo	5	1	2	4
Sociedades de capital riesgo	148	44	8	184
Sociedades de capital riesgo pyme	19	0	1	18
Total entidades de capital riesgo	412	94	21	485
Fondos de inversión colectiva cerrados	20	14	1	33
Sociedades de inversión colectiva cerradas	26	4	2	28
Total entidades de inversión colectiva cerradas	46	18	3	61
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado	106	18	5	119

Fuente: CNMV.

Según los datos preliminares de ASCRI, el número de operaciones del sector de capital riesgo registró un máximo histórico en 2020, con 765. No obstante, el volumen de inversión total se redujo un 30 % debido a la disminución del número de grandes operaciones.

Los datos correspondientes a 2020, facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI,) muestran un nuevo récord en cuanto al número de operaciones durante 2020, con un total de 765. No obstante, la notable disminución de las grandes operaciones (superiores a 100 millones de euros) provocó una contracción en términos de volumen de inversión cercana al 30 %, hasta los 5.561 millones de

40 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

41 Los FCRE y los FESE son figuras contempladas en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital-riesgo europeos, y el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos.

euros. Las operaciones de *middle market* (inversiones entre 10 y 100 millones de euros), en cambio, fueron muy numerosas (79), y supusieron una inversión de 1.954 millones de euros.

Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, el segmento de *venture capital* (fases semilla y arranque) fue el más activo en número de operaciones, con un total de 624, lo que supuso un volumen de inversión de 750 millones de euros. Del total de operaciones, 135 fueron protagonizadas por fondos internacionales (44 más que en 2019), con un volumen de inversión de 459 millones, y muchas de ellas formaron parte de grandes operaciones en coinversión con fondos nacionales.

La iniciativa del ICO, a través de FOND-ICO Global, tuvo especial relevancia en 2020. Por un lado, a mediados de año se aprobó un aumento de 2.500 millones de la dotación disponible para invertir, con lo que en los próximos 5 años habrá un total de 4.500 millones de euros. Por otra parte, se resolvió la 12.^a convocatoria, con la selección de 11 fondos en los que FOND-ICO Global invertirá 202 millones de euros, y se lanzó la 13.^a convocatoria, la mayor desde su creación, tanto en importe, 430 millones de euros, como en el número de fondos en los que invertirá, que puede llegar a 16.

La inversión en venture capital supuso más del 80 % de las operaciones, con un volumen de inversión de 750 millones de euros.

En 2020 se aprobó un aumento de la inversión pública a través del fondo FOND-ICO Global de 2.500 millones de euros.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

En 2020 continuó el descenso en el número de plataformas de financiación participativa registradas, después de unos primeros ejercicios de intensa actividad tras la publicación de la Ley 5/2015⁴². Así, a lo largo del año se registraron 2 nuevas plataformas (4 en 2019) y se produjeron 3 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 27 en el Registro de la CNMV. Por otra parte, no se recibió ninguna solicitud de inscripción (en 2019 se habían recibido 8) y 1 proyecto se dio por desistido.

Por primera vez desde su creación en 2015, el número de PFP se redujo, hasta las 27, después de producirse 2 altas y 3 bajas.

De las 27 plataformas registradas a finales de diciembre, 10 se correspondían con vehículos de valores, 8 eran de préstamos y 9 eran mixtas. De todas ellas, 8 eran inmobiliarias (1 de préstamos, 4 de valores y 3 mixtas), las mismas que en 2019, y 2 plataformas seguían siendo controladas por sociedades extranjeras.

De todas las PFP, 10 eran de valores, 8 de préstamos y 9 eran mixtas.

Número de PFP registradas

CUADRO 19

Tipo PFP	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total ¹
Valores	1	4	3	3	2	0	10
Préstamos	0	8	1	1	0	1	8
Mixtas	0	0	4	1	2	1	9
TOTAL	1	12	8	5	4	2	27

Fuente: CNMV.

1 La suma de los distintos años no coincide con el total acumulado como consecuencia de las dos bajas producidas en 2019 (una PFP de valores y otra de préstamos) y de las tres bajas producidas en 2020 (una PFP de valores, una de préstamos y otra mixta).

42 Muchas de las solicitudes correspondientes a 2015 y 2016 se correspondían con plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su actividad.

El pasado 10 de marzo de 2021 comenzó a resultar de aplicación el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en adelante, reglamento). Este reglamento establece normas armonizadas de transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros. En el ámbito de la CNMV afecta a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), a sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), a entidades que presten el servicio de gestión discrecional de carteras y a los asesores financieros (entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión).

Tales normas se refieren a información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, transparencia de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad e información en materia de sostenibilidad respecto de los productos financieros. Las obligaciones de transparencia que impone el reglamento afectan a la información contenida en la página web, a la información precontractual (en el caso de instituciones de inversión colectiva —IIC— y entidades de capital riesgo —ECR—, el folleto) y a los informes periódicos anuales.

De forma muy resumida, las obligaciones de transparencia son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: se incluirá en la página web (artículo 3) y en la información precontractual (artículo 6).
- Declaración sobre la política en relación con las incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: se incluirá en la web (artículo 4) y en la información precontractual (artículo 7).
- Transparencia en la web de las políticas de remuneración en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5).
- Información cuando un producto promocióne características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza): se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 8) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o de fondos de inversión alternativos (AIF por sus siglas en inglés)— (artículo 11).
- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 9) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o AIF— (artículo 11).

Salvo algunas excepciones contenidas en el artículo 7, así como en el propio artículo 20 (entrada en vigor y aplicación), que pospone al 1 de enero de 2022

la aplicación de la obligación para los informes periódicos, el reglamento es aplicable desde el 10 de marzo de 2021.

A los efectos de especificar los pormenores de la presentación y el contenido de la información, el artículo 4 (transparencia de incidencias adversas en materia de sostenibilidad en la web), los artículos 8 y 9 (información precontractual) y el artículo 10 (información en la web) prevén que las autoridades europeas de supervisión (AES), —es decir, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en el caso de valores, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) para la banca y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en el ámbito de seguros y fondos de pensiones— elaboren proyectos de normas técnicas de regulación, que aún no se han aprobado. A pesar de la ausencia de estos y otros desarrollos normativos, la Comisión Europea ha ratificado la obligación de cumplir desde el 10 de marzo de este año con las obligaciones relativas a información sobre el riesgo de sostenibilidad y principales aspectos adversos, así como con los principios que establecen los artículos 8 y 9, ya que su aplicación no está condicionada al desarrollo previo de las normas técnicas. Por su parte, las AES publicaron el pasado 4 de febrero el borrador de normas técnicas de regulación e informaron de que han propuesto que su fecha de aplicación fuese el 1 de enero de 2022. Además destacaron que tenían previsto emitir una comunicación antes de la fecha de aplicación del reglamento para conseguir una aplicación y supervisión coherentes de este.

Sin perjuicio del contenido de la comunicación que puedan emitir las AES, la CNMV emitió el 18 de febrero un comunicado¹ en el que animó a las entidades a utilizar el tiempo que resta hasta la aplicación de las normas técnicas para prepararse adecuadamente. Asimismo, durante el periodo de aplicación del reglamento sin que resulten exigibles las normas técnicas, indicó que las entidades pueden voluntariamente utilizar como referencia los borradores de tales normas remitidos por las AES a la Comisión Europea.

Considerando lo anterior, las entidades deberán incluir en sus páginas web y en la documentación precontractual correspondiente la información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones y sobre las incidencias adversas de sus decisiones en los factores de sostenibilidad (en este segundo caso, y por lo que respecta a la información precontractual a nivel de producto, el plazo solo es aplicable si no se tienen en cuenta las incidencias adversas, pues en caso contrario la obligación se pospone hasta el 30 de diciembre de 2022 como máximo).

Asimismo, las IIC o carteras gestionadas que, de acuerdo con lo señalado por los artículos 8 y 9, promuevan características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza), o tengan como objetivo inversiones sostenibles, deben incluir a partir del 10 de marzo de 2021 en la web y en la documentación contractual la información prevista en el reglamento.

La CNMV ha trasladado a las entidades sujetas la importancia de la adecuada transparencia de la información relativa a la sostenibilidad en el sector de

servicios financieros y el correcto cumplimiento de las obligaciones y principios establecidos en el reglamento. Asimismo, de cara a su implementación, tiene intención de:

- Buscar una aplicación armonizada a nivel europeo, a cuyos efectos asumirá las pautas que vayan determinando las AES y en particular ESMA.
- Difundir criterios al sector sobre la aplicación del reglamento en ausencia de normas técnicas de desarrollo, a través de la publicación de un documento de preguntas y respuestas sobre las consultas recibidas y su experiencia supervisora.
- Aplicar el principio de proporcionalidad a la hora de supervisar el cumplimiento del reglamento por parte de las entidades obligadas.
- Tener en cuenta, tanto en los procesos de registro de las modificaciones de los folletos de IIC como en las labores de supervisión, la incertidumbre que ha rodeado la fecha de entrada en vigor de las obligaciones establecidas en el reglamento.

En el caso particular de la actualización de los folletos de los fondos de inversión para adaptarlos a las exigencias de los artículos 6 y 7 del reglamento (riesgo de sostenibilidad e incidencias adversas), la CNMV ha desarrollado un procedimiento simplificado para permitir una ágil incorporación de la información a los folletos registrados².

En cuanto a las obligaciones que imponen los artículos 8 y 9 del reglamento, las gestoras deberán revisar los folletos de los fondos inscritos como inversión socialmente sostenible y analizar si la información incluida en el folleto cumple con las exigencias que establece el reglamento. En este sentido, y teniendo en cuenta las circunstancias antes señaladas, la CNMV considera que, en general y sin perjuicio de la revisión que debe hacer cada entidad gestora, la información contenida en el folleto de estos fondos, de acuerdo a los criterios hasta la fecha aplicados en su registro, podría resultar suficiente para considerar cumplidas las exigencias del reglamento. Sin perjuicio de ello, las gestoras que voluntariamente lo deseen pueden adaptar el contenido del folleto de estas IIC, conforme a los borradores de normas técnicas de regulación enviados por las AES a la Comisión Europea. Las gestoras que decidan actualizar estos folletos deberán asimismo seguir el procedimiento simplificado aludido anteriormente.

La CNMV considera esencial la credibilidad de la información relativa a las inversiones sostenibles y la concienciación sobre los riesgos de sostenibilidad, por lo que insta a las distintas entidades afectadas a dotarse de medios y procedimientos adecuados para el correcto cumplimiento de la nueva normativa en este ámbito. Asimismo, para facilitar la consecución de los objetivos perseguidos por el reglamento, la CNMV ofrece su colaboración a los sectores afectados para resolver las dudas que surjan y coordinar su aplicación.

1 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c5c9ca9b-d492-42ab-9f02-c369d26ec35d}>

2 <http://www.cnmv.es/portal/Gpage.aspx?id=ProcFolletolIC>

II Informes y análisis

Análisis sobre el apalancamiento de los fondos de inversión alternativa españoles

Gema Pedrón Fernández (*)

(*) Gema Pedrón Fernández es técnica del Departamento de Estudios y Estadísticas, de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Resumen ejecutivo

El artículo 25 de la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) establece la obligación de que las autoridades nacionales competentes (ANC) lleven a cabo un seguimiento periódico del nivel de apalancamiento asumido por los fondos de inversión alternativa (FIA o AIF por sus siglas en inglés) con el fin de valorar su posible efecto sobre la estabilidad financiera; es decir, su relevancia como posible fuente de riesgo sistémico.

El pasado 17 de diciembre de 2020, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) aprobó unas guías sobre la aplicación armonizada de dicho artículo, en las que se establecen unos criterios e indicadores comunes que deben observar las diferentes autoridades nacionales a la hora de realizar el seguimiento del nivel de apalancamiento de los FIA bajo su jurisdicción, a efectos de identificar aquellos fondos que pueden implicar un mayor nivel de riesgo sistémico y para los cuales se fijarán unos límites de forma coordinada a nivel europeo.

Las mencionadas guías se encuentran en fase de incorporación al ordenamiento legal de las diferentes jurisdicciones y, previsiblemente, la fecha de referencia del primer seguimiento basado en ellas que se efectúe tendrá lugar el 31 de diciembre de 2021. En este contexto, la CNMV ha decidido llevar a cabo de forma adelantada un primer análisis del nivel de apalancamiento asumido por los fondos de inversión alternativa españoles aplicando los criterios establecidos en las mencionadas guías. El análisis, cuyos resultados más relevantes se presentan en este artículo, se ha realizado con datos referidos a 31 de diciembre de 2019.

Los fondos de inversión considerados *fondos de inversión alternativa* son todos aquellos fondos y sociedades de inversión colectiva que no están sujetos a la Directiva UCITS. Engloban cuatro categorías distintas de instituciones de inversión colectiva (IIC) españolas:

- Las consideradas informalmente como cuasi-UCITS. Se incluyen aquellos fondos de inversión (FI) y sociedades de inversión de capital variable (SICAV) que cumplen prácticamente todos los requisitos exigibles a las UCITS¹, con la posibilidad de acogerse a alguna de las exenciones permitidas en el artículo 72 del reglamento de desarrollo de la Ley 35/2005, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC).

1 Las UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) son las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios armonizadas a nivel europeo y reguladas en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009. Están sujetas a criterios de activos elegibles, normas de diversificación y liquidez, así como a límites al endeudamiento y apalancamiento a través de derivados.

Esta categoría es la que mayor volumen representa en el total de los FIA, ascendiendo su patrimonio en diciembre de 2019 a 47.189 millones de euros.

- Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL) y las IIC que invierten principalmente en otras IICIL (IICIICIL). Su patrimonio ascendía a 31 de diciembre de 2019 a 2.833 y 567 millones de euros respectivamente.
- Las IIC inmobiliarias. Su patrimonio es muy reducido: 1.073 millones de euros en total, de los cuales 321 millones corresponden a fondos en proceso de liquidación.
- Entidades de capital riesgo (ECR) y entidades de inversión colectiva de carácter cerrado (EICC). Su patrimonio se situaba en 13.081 y 715 millones de euros respectivamente en diciembre de 2019.

Las guías de ESMA establecen un proceso de seguimiento del nivel de apalancamiento de los FIA en dos fases. En la fase 1, se medirá el apalancamiento de acuerdo con tres medidas básicas: apalancamiento bruto, apalancamiento neto y apalancamiento financiero. Las dos primeras son medidas del apalancamiento asumido a través de la inversión en derivados y la tercera mide el apalancamiento como consecuencia del endeudamiento financiero. Todos aquellos FIA cuyo nivel de apalancamiento medido a partir de estos tres indicadores sea elevado pasarán a la fase 2, en la que se someterán a un análisis más completo para determinar si su apalancamiento podría trasladar riesgos al sistema financiero a través de varios canales: riesgo de ventas forzosas, riesgo de contrapartida, riesgo de contagio a entidades financieras y, por último, riesgo de afectar a la provisión de crédito a la economía real.

Según el artículo 25 de la Directiva AIFMD, las autoridades nacionales deben analizar el nivel de apalancamiento de los FIA a partir de los datos recibidos en el modelo de *reporting*² (*AIF Template*) recogido en el anexo del Reglamento de nivel 2 de la AIFMD (Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012). Sin embargo, el presente análisis se ha realizado utilizando los datos recibidos en los estados de información reservada de la CNMV, puesto que se considera que los datos del *AIF Template* no tienen, por el momento, un nivel de calidad suficiente.

Las principales conclusiones obtenidas del análisis del nivel de apalancamiento asumido por cada tipo de FIA son:

- **Los FI y las SICAV cuasi-UCITS** asumen un apalancamiento bruto medio (obtenido a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados) del 59,3 % de su patrimonio. Dentro de las cuasi-UCITS, se pueden distinguir cuatro subgrupos:

2 La Directiva AIFMD exige el envío de información sobre los indicadores de apalancamiento solamente a aquellas FIA apalancadas cuyos activos superen los 100 millones de euros. Puesto que en los estados de la CNMV se dispone de información del apalancamiento de todos los FIA, el análisis se ha realizado sobre todos ellos independientemente de su tamaño. No obstante, el impacto sistémico dependerá de su tamaño y este será un aspecto a tener en cuenta.

- i) El primero y más numeroso, que supone el 84,5 % del patrimonio de las cuasi-UCITS (39.480 millones de euros), se somete al límite del 100 % de apalancamiento aplicable a las UCITS. A efectos de cumplir con este límite, el apalancamiento se mide a través de la metodología del compromiso (*commitment*), que establece reglas para realizar compensaciones entre posiciones largas y cortas. Se trata, por tanto, de una medida de apalancamiento neto.

El nivel de apalancamiento bruto medio de este subgrupo es del 59,5 % del patrimonio, si bien el apalancamiento neto medio desciende al 23,2 %. Este apalancamiento no se distribuye de una forma uniforme: mientras que el 63 % de las IIC de este grupo asume un apalancamiento neto inferior al 25 %, un 7 % asume un nivel de apalancamiento neto superior al 75 %. Este último grupo lo constituyen fundamentalmente SICAV que invierten en otras IIC y cuyo apalancamiento es, por tanto, indirecto. En estos casos se informa a la CNMV del apalancamiento indirecto estimado y, como la mayoría de las gestoras realizan esta estimación tomando el máximo legal, se produciría una sobreestimación en el apalancamiento informado, que sería superior al efectivamente soportado. En cualquier caso, ni siquiera en aquellas IIC que asumen un apalancamiento más elevado dentro de este grupo se ha identificado ninguna cuyo apalancamiento pueda trasladar riesgos al sistema financiero. Este resultado está en línea con lo que cabría esperar dado el límite impuesto al apalancamiento de este subgrupo de IIC.

- ii) El segundo subgrupo, con un patrimonio de 4.543 millones de euros. El 5,5 % del patrimonio de este grupo está constituido por FI que declaran no realizar operaciones con derivados. Por lo tanto el apalancamiento de este grupo sería nulo.
- iii) El tercer subgrupo, con un patrimonio que representa el 9,5 % de las cuasi-UCITS, son fondos de inversión con un objetivo de rentabilidad garantizado por un tercero. La normativa española permite que estos fondos superen los límites generales a los que están sometidos las UCITS en su operativa con derivados, con la finalidad de dotarlos de mayor flexibilidad a la hora de estructurar su cartera.

Este subgrupo asume un apalancamiento bruto medio del 90 %. Algunos de ellos superan el 100 % en términos brutos; sin embargo, si se calculase su apalancamiento neto (no están obligados a este cálculo) aplicando el ajuste por la delta en las opciones contratadas, este disminuiría notablemente. En cualquier caso, los fondos garantizados tienen un perfil de riesgo moderado, dado que el valor liquidativo garantizado a vencimiento será como mínimo el 75 % de la inversión inicial. Por un lado, este requisito limita el nivel máximo de riesgo de mercado y, por otro lado, la existencia de un garante mitiga el riesgo de contrapartida.

- iv) El último subgrupo, con un peso muy reducido (el 0,4 % del patrimonio de las cuasi-UCITS), son IIC que establecen sus límites de apalancamiento en términos de pérdida máxima asumible o valor en riesgo (*VaR*); esto

es, podrían asumir una pérdida máxima esperada del 20 % en 1 mes con un nivel de confianza del 99 %. Estas IIC pueden llevar a cabo estrategias de gestión alternativa con un uso intensivo de derivados. Aun así su apalancamiento bruto medio se sitúa en el 84 %, un nivel moderado considerando la sobreestimación de la medida calculada en términos brutos. Este grupo de IIC no está obligado a calcular el apalancamiento neto.

El tercer indicador analizado en la fase 1, el apalancamiento financiero, es asimismo irrelevante en las cuasi-UCITS, ya que se someten al límite de endeudamiento máximo del 10 % de su patrimonio, el mismo límite aplicable a las UCITS. Adicionalmente, el recurso al endeudamiento está condicionado a la necesidad de hacer frente a dificultades transitorias de liquidez. En la práctica, solamente el 3,3 % de las cuasi-UCITS recurría al endeudamiento a 31 de diciembre de 2019 y de media esto representaba el 2,6 % del patrimonio.

Por tanto, se puede concluir que las cuasi-UCITS en España asumen un apalancamiento reducido a través de su operativa en derivados y prácticamente inexistente a través del endeudamiento financiero. Este resultado es consecuencia de los límites al apalancamiento que deben observar este grupo de IIC, equivalentes a los de las UCITS, con la única excepción de los fondos garantizados. Por tanto, no se identifica ninguna de ellas con un nivel de apalancamiento que justifique su paso al análisis de la fase 2.

- **Las IICIL.** A diferencia de las UCITS y cuasi-UCITS, las IICIL no están sometidas a ninguna limitación en cuanto al apalancamiento máximo a través de instrumentos derivados, mientras que el apalancamiento directo a través del endeudamiento financiero está limitado a cinco veces su patrimonio. Estas IIC habitualmente siguen estrategias de inversión similares a las de los *hedge funds* de otras jurisdicciones. Las IICIICIL, por su parte, son aquellas IIC que invierten como mínimo un 60 % de su patrimonio en otras IICIL.

A pesar de disfrutar de un régimen de inversiones flexible, en la práctica se ha comprobado que el 55 % de las IICIL y el 51 % de las IICIICIL no realizan operaciones con instrumentos derivados de forma directa. Aquellas que sí lo hacen asumen un apalancamiento bruto medio del 98 % y el 68 % respectivamente y no informan del nivel de apalancamiento neto.

Solamente 4 IICIL (ninguna IICIICIL) asumen un apalancamiento bruto superior al 100 %, con un máximo del 170 %. Se han analizado en mayor profundidad estas IICIL a partir de dos ratios: la primera de ellas, indicativa del riesgo de contrapartida, se calcula como el cociente entre las cantidades (deudoras) que el fondo tiene pendientes de recibir de las contrapartidas de las operaciones en derivados y su patrimonio. La segunda se calcula como el cociente entre los resultados (realizados y no realizados) obtenidos por el fondo durante todo el año en su actividad con instrumentos financieros derivados y el patrimonio. Mediante este análisis adicional se ha identificado una IICIL de pequeño tamaño con un riesgo de contrapartida alto. Sin embargo, dado su reducido tamaño no representa ninguna amenaza en términos de riesgo sistémico.

Por lo que respecta al apalancamiento financiero, solamente 4 IICIL (ninguna IICIICIL) recurren al endeudamiento directo, con un porcentaje máximo en 1 de ellas del 16 % del patrimonio.

Del análisis del apalancamiento de las IICIL se concluye que, contrariamente a lo que cabría esperar, estas asumen un nivel de apalancamiento muy limitado. En cierta medida esto se explicaría porque hay una parte de su apalancamiento que no se refleja en la información de la que se dispone. Se trata del apalancamiento indirecto asumido a través de la inversión en otras IIC apalancadas. Las IICIL invierten de media un 46 % de su patrimonio en otras IIC, mientras que las IICIICIL legalmente deben invertir un mínimo del 60 % en otras IICIL.

- **IIC inmobiliarias.** El sector de las IIC inmobiliarias es en la actualidad prácticamente irrelevante en España, dado que todos los fondos de inversión inmobiliaria se encuentran en proceso de liquidación, existiendo solamente 2 sociedades de inversión inmobiliaria de carácter cerrado con un patrimonio conjunto inferior a 800 millones de euros. Además, la normativa española impone estrictos límites a su apalancamiento: los compromisos por compras de inmuebles no pueden superar el 40 % de su patrimonio; las primas pagadas por opciones de compra, el 10 % del patrimonio y, por lo que respecta al apalancamiento financiero, los préstamos con garantía hipotecaria no pueden representar más del 50 % de su patrimonio.

La combinación de su pequeño tamaño, su carácter cerrado y los límites a los que están sujetas descarta las IIC inmobiliarias españolas como contribuidoras al riesgo sistémico.

- **ECR y EIIC.** La operativa con instrumentos derivados es prácticamente inexistente en las ECR. Sin embargo, por las características propias de estas entidades, se podría considerar que incurren en un cierto apalancamiento al asumir compromisos de inversiones futuras en aquellas empresas que forman parte de su ámbito de inversión. De media estos compromisos representan un 54 % de su patrimonio, aunque si se considera el patrimonio comprometido no exigido, su peso desciende hasta el 18,2 % del patrimonio futuro.

Respecto al apalancamiento financiero, un 40 % del sector de ECR ha recurrido al endeudamiento financiero, lo que supone de media el 17,4 % de su patrimonio. El volumen total de préstamos asciende a 896 millones de euros, repartidos entre préstamos bancarios (486 millones) y otros préstamos (410 millones). Por otro lado, 7 ECR tienen concedidos préstamos participativos de su capital por un importe total de 22,3 millones de euros.

Por último, por lo que respecta a las EIIC, la información de la que se dispone sobre su actividad es muy limitada y no permite calcular los indicadores de la fase 1. Existían 43 entidades con un patrimonio conjunto de 715 millones de euros y solamente 1 de ellas superaba los 100 millones de euros. Se trata de una sociedad de capital cerrado que invierte a su vez en ECR.

En resumen, se concluye que los cuatro tipos de IIC que conforman los FIA en España (cuasi-UCITS, IIC de inversión alternativa, IIC inmobiliarias y ECR) asumen un nivel de apalancamiento medio reducido, no identificándose ninguna IIC individual cuyo

tamaño y nivel de apalancamiento —medido a partir de las medidas básicas establecidas en la fase 1— tenga entidad suficiente para ser potencialmente generadora de riesgo sistémico. En consecuencia, ninguna de ellas requiere del análisis de interacciones con el resto del sistema financiero propuesto por las guías de ESMA en la fase 2.

1 Introducción

Según el artículo 25 de la Directiva AIFMD, las autoridades nacionales deben analizar el nivel de apalancamiento de los FIA gestionados por gestores domiciliados en su jurisdicción a partir de los datos recibidos en el modelo de *reporting* (*AIF Template*) que se incluye en el anexo del Reglamento de nivel 2 de la AIFMD. La remisión de dicha información es relativamente reciente (el primer envío se refirió el 31 de diciembre de 2017) y su calidad presenta algunos problemas, lo que motivó la creación de un grupo de trabajo en el seno de ESMA que está desarrollando diversos controles de calidad. Por esta razón la CNMV ha decidido realizar este primer análisis a partir de la información recibida en los estados de información reservada de las propias instituciones, información que se recibe desde 1990 para la mayoría de IIC y que constituye la base del trabajo de la supervisión a distancia de IIC. Un aspecto que tener en cuenta sobre el marco establecido en la AIFMD es que los sujetos obligados por dicha directiva son las sociedades gestoras, las cuales deben remitir a la autoridad competente del país en el que se encuentren domiciliadas información referida a todos los FIA gestionados por ellas, ya estén domiciliados tanto en la misma jurisdicción como en otras jurisdicciones. Las ANC están obligadas, de acuerdo con el artículo 25 de la AIFMD, a realizar el seguimiento del nivel de apalancamiento asumido por todos los FIA gestionados por sociedades gestoras registradas en dicha ANC, aunque los FIA no lo estén.

Sin embargo, el ordenamiento normativo español obliga a remitir información de aquellas IIC registradas en la CNMV, sean UCITS o FIA, incluso si su sociedad gestora está domiciliada en otro Estado miembro. Por el contrario, no se dispone de información de aquellas IIC gestionadas por sociedades gestoras españolas cuando la IIC en cuestión está domiciliada en el extranjero. En consecuencia, estas últimas no se han incluido en el análisis, aunque sí estarían integradas en el ámbito de aplicación del artículo 25. Estas IIC se incorporarán a análisis posteriores, en la medida en la que la calidad de la información del *AIF Template* lo permita.

Las recientemente aprobadas Directrices de ESMA sobre el artículo 25 de la AIFMD³ establecen un proceso de análisis en dos fases. En la fase 1 se medirá el apalancamiento de los FIA con base en tres medidas básicas: apalancamiento bruto (*gross method*), apalancamiento neto (*commitment method*) y apalancamiento financiero (endeudamiento directo en efectivo y valores). Todos aquellos FIA cuyo nivel de apalancamiento, medido a partir de estos indicadores, sea elevado pasarán a la fase 2, en la que se someterán a un análisis más completo sobre su potencial contribución a la generación de riesgo sistémico debido a la transmisión de riesgos al sistema financiero a través de varios canales: riesgo de ventas forzosas, riesgo de contrapartida, riesgo de contagio a

3 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-552_final_report_guidelines_on_article_25_aifmd.pdf

entidades financieras y, por último, riesgo de afectar a la provisión de crédito a la economía real.

Los FIA en España comprenden cuatro categorías de IIC: las cuasi-UCITS, las IIC de inversión libre (IICIL y IICIICIL), las IIC inmobiliarias, y las entidades de capital riesgo y entidades de inversión colectiva de carácter cerrado (ECR y EICC). En el siguiente cuadro se representa el peso específico de cada una de ellas en el conjunto de los FIA.

Fondos de inversión alternativa. Diciembre de 2019

CUADRO 1

	Patrimonio (millones de euros)	Peso que representan s/ total FIA (%)
Cuasi-UCITS	47.189	72,1
IICIL e IICIICIL	3.400	5,2
IIC inmobiliarias	1.073	1,6
ECR y EICC	13.796	21,1
Total	65.458	100,0

Fuente: CNMV.

En este artículo se presentan los resultados del proceso en dos fases establecido en las guías de ESMA, realizado de forma separada para cada una de las categorías de FIA existentes en España.

2 IIC cuasi-UCITS

Esta es una denominación informal que se refiere a aquellos fondos de inversión y SICAV que cumplen prácticamente todos los requisitos exigibles a las UCITS, con la posibilidad de acogerse a alguna de las exenciones permitidas en el artículo 72 del RIIC.

2.1 Indicadores de apalancamiento a través de derivados: apalancamiento bruto y neto

2.1.1 Apalancamiento bruto

Este indicador de apalancamiento se calcula a partir de la suma de los importes nominales brutos de todos los contratos de derivados, tanto de las posiciones largas como cortas, expresadas en valor absoluto⁴. Al sumar las posiciones largas y cortas sin ninguna compensación, su resultado suele sobreestimar la exposición real.

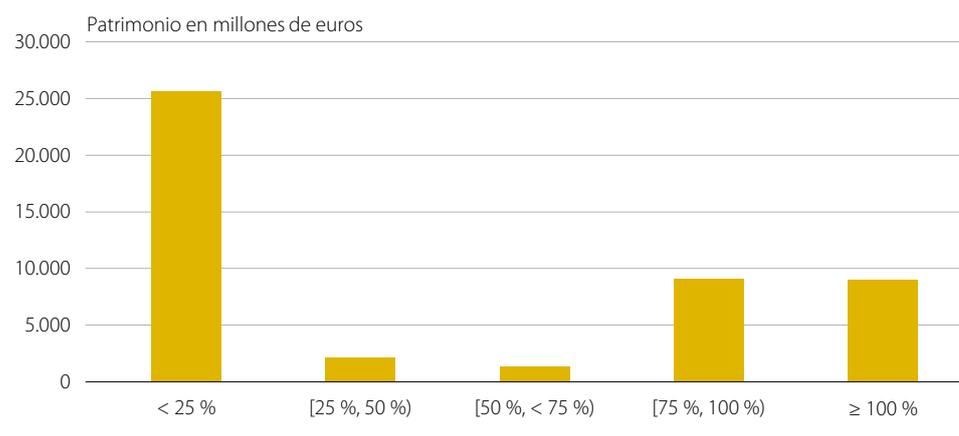
4 El *gross method* se recoge en el artículo 7 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013, que desarrolla la Directiva AIFMD. Según dicha definición, el apalancamiento bruto se corresponde con la suma de la exposición obtenida a partir de operaciones con instrumentos financieros derivados y la exposición directa de la cartera de inversiones de contado. En dicho cálculo se deben aplicar determinadas reglas: por ejemplo, se excluye la liquidez (*cash and cash equivalents*). En el presente análisis, se ha considerado de

Las IIC reflejan en el balance anual, en una de las partidas *fuera de balance*, el valor nominal bruto total de todos los contratos de derivados, sin realizar ningún ajuste en las opciones. Según lo informado en los balances de las IIC remitidos a la CNMV, el apalancamiento bruto medio de los FI y SICAV cuasi-UCITS se situó en el 59,5 % en diciembre de 2019. Teniendo en cuenta que se trata de una medida bruta que sobreestima el apalancamiento real, se puede considerar que la categoría de cuasi-UCITS tiene un apalancamiento medio reducido.

Sin embargo, a la hora de analizar el apalancamiento, hay que atender no solo a su nivel medio, sino a su distribución entre los diferentes fondos. Para ello, se han agrupado las cuasi-UCITS en cinco intervalos de apalancamiento en función del apalancamiento individual asumido: inferior al 25 %, del 25 % al 50 %, del 50 % al 75 %, del 75 % al 100 % y superior al 100 %. El resultado obtenido se representa en el gráfico 1. Se observa que más del 50 % de los FI y SICAV (en términos de patrimonio) asume un nivel de apalancamiento inferior al 25 %, mientras que alrededor de un 20 % asume un apalancamiento bruto que representa entre el 75 % y el 100 % de su patrimonio, y otro 20 % de las cuasi-UCITS asume un apalancamiento bruto superior al 100 % de su patrimonio.

Distribución del patrimonio de las cuasi-UCITS según su apalancamiento bruto

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

2.1.2 Apalancamiento neto (*commitment method*⁵)

El análisis del apalancamiento bruto —que, como ya se ha apuntado, sobreestima el apalancamiento real— debe complementarse con otra medida que incorpore la

forma aislada el apalancamiento generado a partir de la inversión en derivados, sin incluir la cartera de contado. Se asume que todas las IIC tienen una exposición en contado similar y cercana al 100 % del patrimonio. Por lo tanto, el elemento que aporta el riesgo de apalancamiento sería la inversión en instrumentos financieros derivados. A estos efectos, se recuerda que el endeudamiento en efectivo para invertir en valores no está permitido en el caso de las IIC cuasi-UCITS.

5 La definición del *commitment method* se recoge en el artículo 8 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013, el nivel 2 de la Directiva AIFMD. Según dicha definición se debe incorporar al cálculo de la exposición total la suma de la exposición a través de las inversiones de contado y de derivados. Sin embargo,

compensación entre posiciones largas y cortas sobre un mismo subyacente (*netting*) y sobre subyacentes correlacionados (*hedging*), de acuerdo con unas reglas predeterminadas. La normativa europea cuenta con una metodología armonizada a estos efectos, denominada *método del compromiso* (*commitment approach*), cuyas especificaciones técnicas se recogen en las directrices del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR⁶). Dichas directrices permiten calcular de forma alternativa la exposición a partir del enfoque *VaR*, es decir, a partir de la estimación de la pérdida máxima asumible con un determinado nivel de confianza y en un horizonte temporal prefijado.

Las UCITS están sometidas a un límite de apalancamiento máximo del 100 % de su patrimonio, medido de acuerdo con el método del compromiso recogido en las mencionadas directrices, es decir, el apalancamiento neto alcanzado a través de las operaciones en derivados no puede superar el 100 % del patrimonio.

Las directrices permiten, como excepción a la regla general, que aquellas UCITS que sigan una estrategia de inversión compleja, con un uso intensivo de derivados, no estén obligadas a calcular la exposición neta en términos del método del compromiso, pudiendo optar por medir el riesgo según un enfoque *VaR*. Este segundo grupo de UCITS debe respetar unos límites en términos de pérdida máxima esperada: si optan por el *VaR* en términos absolutos, la pérdida máxima asumible en un periodo de 1 mes será de un 20 %, con un 99 % de confianza; alternativamente, el *VaR* relativo permite que la UCITS asuma una pérdida máxima del 200 % del *VaR* de su índice de referencia.

El 90,4 % de las cuasi-UCITS respeta los mismos límites de apalancamiento que las UCITS; el 84,5 % sigue el método del compromiso y, en consecuencia, su apalancamiento neto no puede superar el 100 % del patrimonio; el 0,4 % opta por la metodología *VaR* en términos absolutos, con una pérdida esperada máxima del 20 % en 1 mes, con un 99 % de confianza, y, por último, un 5,5 % declara que no realiza operaciones con instrumentos derivados.

Solamente el 9,6 % de estas cuasi-UCITS se acoge a la posibilidad de superar los límites de apalancamiento fijados en la Directiva UCITS. A pesar de ello, el perfil de riesgo de este grupo de IIC es muy limitado, puesto que se trata de fondos de inversión con un objetivo de rentabilidad garantizado a la IIC por un tercero.

El siguiente cuadro muestra cómo se distribuye el patrimonio total de las IIC cuasi-UCITS en los subgrupos anteriores, así como la información de la que se dispone sobre su nivel de apalancamiento bruto y neto.

en este análisis solo se ha tenido en cuenta el segunda componente, es decir, la exposición añadida por la inversión en derivados, pues sobre ella se analizan los riesgos.

6 CESR (2010). *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS* – CESR/10-788. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_788.pdf.

Cuasi-UCITS: indicadores de apalancamiento

CUADRO 2

Límites a operativa en derivados	Patrimonio (euros)	Apalancamiento bruto medio (%)	Apalancamiento neto medio (%)
No invierten en derivados	2.609.773.543	0,0	0,0
Apalancamiento neto < 100 %	39.890.237.314	59,3	23,2
Límites en términos de VaR	146.734.850	83,0	Dato no disponible
Pueden superar límites de UCITS	4.542.621.904	90,3	Dato no disponible
Total	47.476.446.881	59,5	-

Fuente: CNMV.

Respecto al apalancamiento neto, los estados de información que recibe la CNMV no exigen esta información a aquellos fondos que han optado por el método *VaR* ni tampoco a los que pueden superar límites⁷.

El primer subgrupo, que representa alrededor del 5 % del total, no realiza ninguna operación con instrumentos derivados y, por tanto, su apalancamiento bruto y neto son nulos. Del análisis de los otros tres subgrupos se deduce lo siguiente:

i) Cuasi-UCITS con apalancamiento neto (*commitment method*) < 100 %

Este subgrupo se somete a un límite de apalancamiento en términos netos (100 %) medido de acuerdo con el método del compromiso y es el más voluminoso en cuanto a patrimonio, concentrando el 84,5 % del total de las cuasi-UCITS. Para este grupo, se dispone adicionalmente de información sobre el nivel de apalancamiento neto desagregado por subyacentes: tipos de interés, renta variable, riesgo de crédito, materias primas, divisa y otras IIC. Su apalancamiento neto se distribuye de la siguiente forma entre los distintos subyacentes:

Distribución del apalancamiento neto entre subyacentes

CUADRO 3

%						
Tipos de interés	Renta variable	Divisa	Riesgo de crédito	Materias primas	IIC	Exposición neta media
1,7	5,1	0,2	0,04	0,04	16,0	23,2

Fuente: CNMV.

Se observa una exposición neta media reducida a cada uno de los factores de riesgo, siendo escasamente relevante en los subyacentes de materias primas, riesgo de crédito y divisa. La mayor exposición se concentra en el subyacente IIC: a estos efectos se debe tener en cuenta que este subyacente incluye la estimación del apalancamiento indirecto (a cualquier subyacente) obtenido como consecuencia de la inversión en otras IIC que invierten a su vez en instrumentos financieros derivados. En aquellos

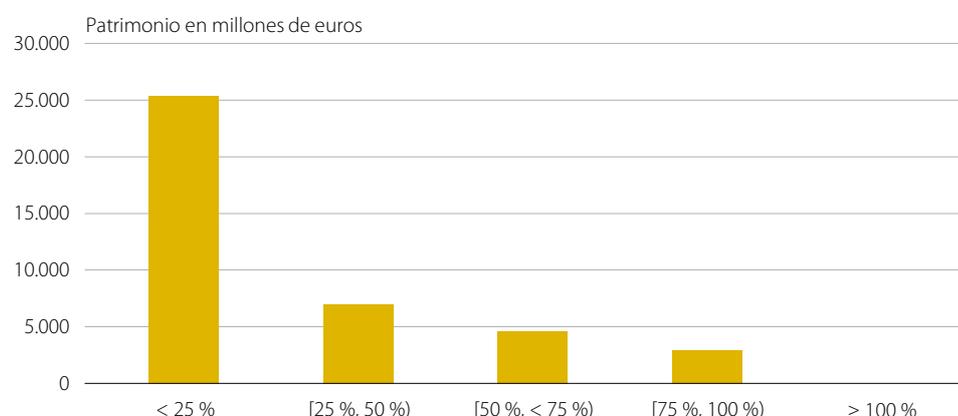
⁷ Para estos grupos de fondos se ha tratado de obtener el dato de apalancamiento neto del *AIF Template*. Sin embargo, al no resultar fiable por el momento dicha información, se ha considerado exclusivamente el apalancamiento bruto.

casos en los que las sociedades gestoras desconocen el nivel de apalancamiento efectivo asumido por las IIC en las que invierten y estas son UCITS, se les permite estimar el apalancamiento indirecto tomando el límite de apalancamiento máximo autorizado, es decir, el 100 % de la posición en la IIC. En el supuesto de invertir en una IICIL, se acepta una estimación de un apalancamiento máximo del 400 %. Esto podría dar lugar a que el apalancamiento informado fuese superior al real.

Al igual que el apalancamiento bruto, el apalancamiento neto tampoco se distribuye de forma homogénea entre todos los FI y SICAV, observándose, como se puede ver en el gráfico 2, que el 63 % del patrimonio de estas instituciones se concentra en IIC que asumen un apalancamiento neto inferior al 25 %. Solamente un 7 % de estas IIC (en términos de patrimonio) asume un apalancamiento superior al 75 %.

Distribución del apalancamiento neto (método del compromiso)

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Se ha realizado un análisis específico centrado en este último grupo de IIC cuyo apalancamiento neto supera el 75 % del patrimonio, con el objetivo de identificar posibles IIC candidatas a pasar a la evaluación de la fase 2. Se trata de 105 IIC en esta situación: 9 FI y 96 SICAV⁸. En 87 de las 105 IIC identificadas, este apalancamiento se origina principalmente por la inversión en otras IIC. Por tanto, su elevado nivel se justifica por la sobreestimación del apalancamiento indirecto que, como ya se ha explicado, se produce en estos casos.

De las 18 IIC restantes, la institución con mayor patrimonio (360 millones de euros) es un FI garantizado con una exposición neta a tipos de interés del 80 %. Las 3 siguientes IIC en términos de patrimonio se encuentran a bastante distancia de la primera: 33, 15 y 11 millones de euros respectivamente. Todas ellas se corresponden con SICAV con una exposición neta a renta variable de alrededor del 70 %.

En el análisis de las IIC con el nivel más alto de apalancamiento no se ha identificado ninguna con un riesgo de apalancamiento elevado, tal y como cabría esperar dado el límite del 100 % de apalancamiento neto al que está sometido este primer grupo de IIC.

8 A nivel general, las SICAV también asumen un mayor nivel de apalancamiento medio que los FI: un 38 % frente a un 10,4 %.

ii) Cuasi-UCITS con riesgo de apalancamiento medido a partir del método VaR

Dentro de este subgrupo, sometido a límites de apalancamiento máximo en términos de VaR, solamente dos compartimentos de un FI, ambos con un patrimonio inferior a 1 millón de euros, superan el 100 % de apalancamiento bruto. Dado su reducido patrimonio no plantean ningún riesgo sistémico.

iii) Cuasi-UCITS que superan los límites de derivados de las UCITS

Este subgrupo está formado por aquellas IIC (FI en todos los casos) que pueden superar los límites del 100 % de apalancamiento, así como los límites de riesgo máximo de contrapartida, debido a que cuentan con un tercero (ajeno a la contrapartida de los derivados) que se compromete a abonar al fondo, a vencimiento, la cantidad necesaria para que el valor liquidativo alcance el valor garantizado.

Estos fondos suelen invertir en una cartera de renta fija que les permite conseguir como mínimo el 75 % de la inversión inicial a vencimiento y, adicionalmente, pactan una opción que les permite obtener el objetivo de rentabilidad variable adicional, vinculado a la evolución de un valor, una cesta o un índice de renta variable o de renta fija. Solamente en el supuesto de producirse un desajuste en la estructura de inversión del fondo que impida alcanzar el valor liquidativo garantizado a vencimiento será necesario que el garante abone al fondo la diferencia entre el valor garantizado y el valor liquidativo alcanzado por el fondo.

En consecuencia, a pesar de que estas instituciones pueden superar el límite máximo del 100 % de compromiso y del 10 % de importe máximo de primas por opciones compradas, suelen tener un perfil de riesgo bajo, puesto que, por un lado, el riesgo de mercado está limitado por la obligación de garantizar como mínimo el 75 % de la inversión a vencimiento y, por otro, el riesgo de contrapartida se mitiga con la garantía de un tercero ajeno a esta.

En cualquier caso, se han analizado aquellos fondos que informan de un apalancamiento bruto superior al 100 %. En todos ellos, de aplicarse el ajuste por la delta de la opción contratada, su apalancamiento neto disminuiría notablemente, por lo que no superarían el 100 % en términos de apalancamiento neto.

2.2 Apalancamiento financiero

Este indicador se refiere al endeudamiento total asumido por las IIC (en efectivo y valores) respecto al patrimonio total. Las cuasi-UCITS están sujetas a las mismas limitaciones al endeudamiento directo que las UCITS. La Directiva UCITS limita el endeudamiento máximo al 10 % del patrimonio y solamente se permite recurrir a este endeudamiento para resolver dificultades transitorias de tesorería.

En cualquier caso, se ha analizado el nivel de endeudamiento financiero en el que incurren las cuasi-UCITS y se ha comprobado que este es muy reducido. Únicamente 20 IIC, con un patrimonio total de 1.567 millones de euros (que representa el 3,3 % del total de cuasi-UCITS), declaran en su balance referido a 31 de diciembre algún importe en el epígrafe de deudas a corto o largo plazo. Por otro lado, el

endeudamiento medio en este grupo se sitúa en el 2,6 % del patrimonio. De lo anterior se deduce que en las cuasi-UCITS el riesgo de apalancamiento generado por el endeudamiento financiero es irrelevante.

En conclusión, el análisis del nivel de apalancamiento bruto, neto y financiero de las IIC cuasi-UCITS no identifica ninguna IIC en esta categoría cuyo riesgo de apalancamiento pueda tener un efecto relevante sobre la estabilidad financiera.

3 IICIL e IICIICIL

Las IICIL no están sometidas a ninguna limitación en cuanto al apalancamiento máximo a través de instrumentos derivados, mientras que el apalancamiento directo mediante endeudamiento financiero puede alcanzar hasta cinco veces su patrimonio. Estas IIC habitualmente llevan a cabo estrategias de inversión similares a las de los *hedge funds*. Su patrimonio a 31 de diciembre de 2019 ascendía a 2.833 millones de euros.

Las IICIICIL son aquellas IIC que invierten mayoritariamente en otras IICIL. Solamente existían siete IICIICIL registradas en la CNMV al cierre de 2019 y de ellas tres se encontraban en proceso de liquidación. El patrimonio total de las IICIICIL ascendía a 567 millones de euros.

Las IICIL están sujetas al envío de unos estados de información reservada específicos recogidos en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre IIC de inversión libre. Por su lado, las IICIICIL están sometidas a los mismos estados de información que los FI y las SICAV. Ninguno de estos estados recoge información sobre el nivel de apalancamiento neto, por lo que el análisis en la fase 1 se basa en el nivel de apalancamiento bruto y de apalancamiento financiero.

3.1 Apalancamiento bruto

A pesar de disfrutar de un régimen de inversión en derivados muy flexible, el 55 % (en términos de patrimonio) del total de las IICIL no opera con derivados y, en consecuencia, informa de un apalancamiento bruto nulo. El 45 % restante asume un nivel de apalancamiento bruto medio del 98,3 %.

Por lo que se refiere a las IICIICIL, el 51 % no declara operaciones con derivados. El 49 % restante asume un apalancamiento bruto medio del 68 %.

IICIL e IICIICIL: inversión en derivados y apalancamiento bruto

CUADRO 4

%

	No invierten en derivados	Invierten en derivados	Apalancamiento medio bruto
IICIL	55	45	98
IICIICIL	51	49	68

Fuente: CNMV.

En la interpretación de los datos anteriores debe tenerse en cuenta que existe un apalancamiento indirecto asumido como consecuencia de la inversión en otras IIC que, a su vez, invierten en derivados. Dicho apalancamiento indirecto no se informa en los estados reservados de las IICIL ni de las IICIICIL, por lo que no ha podido incluirse en el análisis.

Las IICIICIL deben invertir como mínimo el 60 % de su patrimonio en otras IICIL y, como máximo, el 10 % de su patrimonio en una misma IICIL.

Por su parte, las IICIL tienen un régimen de inversiones muy flexible, pudiendo invertir, entre otros activos, en otras IICIL sin someterse a las exigencias de diversificación de las IICIICIL. El peso que representa su inversión en otras IIC es considerable, ya que supone el 46,2 % de su patrimonio.

Solamente 4 IICIL (con un patrimonio total de 800 millones de euros) superan el 100 % de apalancamiento bruto, con un apalancamiento máximo registrado del 170 % del patrimonio, un nivel moderado para lo que es habitual en las estrategias seguidas por los *hedge funds*⁹. Aun así se ha decidido complementar el análisis del riesgo de apalancamiento considerando otros dos indicadores adicionales para estas instituciones: uno de ellos referido al peso que representan los resultados obtenidos en la operativa de derivados durante todo el año y, el segundo, el riesgo de contrapartida, expresados ambos en porcentaje respecto al patrimonio.

De las 4 IICIL analizadas, solo una muestra un riesgo de contrapartida elevado. Sin embargo, su pequeño tamaño (inferior a 10 millones de euros) la exime de ser considerada como potencialmente generadora de riesgo sistémico.

Por lo que se refiere al apalancamiento bruto asumido por las IICIICIL, ninguna de ellas asume un apalancamiento bruto superior al 100 %. Solamente 2 instituciones (de un total de 7) comunican apalancamiento a través de derivados, una de ellas del 23 % y la segunda del 70 %. En ambos casos se trata de un apalancamiento bruto moderado.

3.2 Apalancamiento financiero

Solo 4 IICIL de las 65 existentes (el 8,2 % del total en términos de patrimonio) reflejan endeudamiento financiero en sus balances, situándose este de media en el 3,3 %, con un endeudamiento máximo del 16 % de su patrimonio.

Ninguna IICIICIL comunica importe alguno de endeudamiento en sus balances referidos a diciembre de 2019.

Por tanto, se concluye que el nivel de apalancamiento financiero asumido a través del endeudamiento directo es irrelevante en el sector de la inversión libre.

9 Según el informe de ESMA sobre FIA referido a 31 de diciembre de 2019, el apalancamiento bruto medio de los *hedge funds* gestionados en la Unión Europea se situó en el 6.450 %, es decir 65 veces el patrimonio. Informe disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1734_asr_aif_2021.pdf.

4 IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias contaban con un patrimonio muy reducido a 31 de diciembre de 2019: 1.073 millones de euros en total, de los que 321 millones correspondían a fondos en proceso de liquidación. Los 751 millones de euros restantes correspondían a 2 sociedades de inversión inmobiliaria (SII).

Puesto que el objeto principal de las IIC inmobiliarias es la inversión en inmuebles para su arrendamiento, el apalancamiento que pueden asumir proviene del compromiso de compras de inmuebles (limitado legalmente al 40 % del patrimonio), así como de las opciones de compra de inmuebles (como máximo las primas pagadas representarán el 10 % del patrimonio). Respecto al endeudamiento financiero, las IIC inmobiliarias pueden incurrir en un endeudamiento para la compra de inmuebles con garantía hipotecaria como máximo del 50 % del patrimonio.

Pues bien, el análisis solo ha identificado a 1 SII que asume compromisos de compra de inmuebles y estos representan menos del 5 % de su patrimonio.

Dadas las limitaciones que la normativa española impone al apalancamiento de las IIC inmobiliarias, resultaría difícil que su nivel pudiera contribuir a generar riesgo sistémico y más todavía en el caso de las SII debido a su carácter cerrado.

5 Entidades de capital riesgo y entidades de inversión de capital cerrado

5.1 Entidades de capital riesgo

A 31 de diciembre de 2019 el patrimonio de las ECR, en sus 6 modalidades (FCR, FCRE, FCR-PYME, FESE, SCR, SCR-PYME¹⁰), ascendía a 13.082 millones de euros repartido en 408 entidades.

5.1.1 Apalancamiento bruto

Únicamente se ha identificado una SCR y tres FCR que reflejan en sus balances, o en cuentas fuera de balance, importes en algunas partidas relacionadas con la operativa en instrumentos derivados. En tres de ellos las cifras son insignificantes.

La operativa con instrumentos derivados es, por tanto, prácticamente inexistente en las ECR. No obstante, por las características propias de estas entidades, es frecuente que incurran en apalancamiento por los compromisos asumidos de invertir a futuro en aquellas empresas que forman parte de su ámbito de inversión. Se han

10 Fondos de capital riesgo (FCR), fondos de capital riesgo europeos (FCRE), fondos de capital riesgo pyme (FCR-PYME), fondos de emprendimiento social europeos (FESE), sociedades de capital riesgo (SCR) y sociedades de capital riesgo pyme (SCR-PYME).

analizado los importes de los compromisos de compra de valores a plazo según el importe informado en las cuentas de orden del balance. Estos importes, a valor efectivo, suponían 7.024 millones de euros para el total de las ECR, lo que representa un 54 % del patrimonio de las entidades. Sin embargo, si se considera el patrimonio comprometido no exigido (25.545 millones de euros), el peso que representan los compromisos de inversión desciende al 18,2 % del patrimonio futuro total.

Se fija la atención, de nuevo, en aquellas entidades cuyos compromisos suponen más del 100 % de su patrimonio (12 ECR se encuentran en esta situación). Dado su pequeño tamaño y el carácter cerrado de estas entidades, ninguna de ellas se considera susceptible de generar riesgo sistémico.

5.1.2 Apalancamiento financiero

En relación con el apalancamiento financiero, se han analizado los importes de los préstamos participativos obtenidos por las ECR, así como el resto de los préstamos. Solamente 7 ECR tienen concedidos préstamos participativos de su capital por un importe total de 22,3 millones de euros, de los que 19,9 millones se concentran en 3 ECR con un patrimonio de 12,9 millones de euros, lo que representaría de media el 154 % de su patrimonio.

El resto de préstamos concedidos a ECR asciende a 896 millones de euros, repartidos entre préstamos bancarios (486 millones) y otros préstamos (410 millones). El 40 % del sector de ECR ha recurrido a algún tipo de préstamos, suponiendo estos, de media, el 17,4 % de su patrimonio.

Ocho ECR, con un patrimonio conjunto de 183 millones de euros tienen concedidos préstamos cuyos importes superan el 100 % de su patrimonio. Los préstamos obtenidos proceden fundamentalmente de entidades no bancarias (86,6 %).

En resumen, en las ECR el nivel de apalancamiento a través de derivados es prácticamente inexistente. El apalancamiento proveniente de compromisos de inversión a futuro, así como de su endeudamiento financiero, es reducido cuando se considera en términos medios. No obstante, se ha identificado un número pequeño de ECR cuyo nivel de endeudamiento y compromisos respecto a su patrimonio podría implicar un cierto riesgo de apalancamiento. Todas ellas tienen un tamaño reducido, sin posible implicación en términos de contribución al riesgo sistémico.

5.2 Entidades de inversión de capital cerrado

Por último, las EICC envían una información muy limitada. 40 de ellas, con un patrimonio total de 604 millones de euros, solamente informan de su patrimonio y 3 de ellas, con un patrimonio conjunto de 111 millones, remiten una información más completa que incluye sus balances. En ninguna de estas instituciones se refleja operativa con derivados. En consecuencia, con la información disponible no es posible hacer una valoración del nivel de apalancamiento asumido por las EICC.

6 Conclusiones

Este artículo presenta los resultados más relevantes del primer análisis realizado por la CNMV del nivel de apalancamiento asumido por los FIA en España. Este análisis, realizado con información a 31 de diciembre de 2019, pone de manifiesto que los cuatro tipos de IIC que conforman los FIA en España (cuasi-UCITS, IIC de inversión alternativa, IIC inmobiliarias y ECR) asumen un nivel de apalancamiento medio reducido. Incluso la categoría de IIC de inversión alternativa, que disfruta de un régimen de inversiones y endeudamiento muy flexible, hace un uso moderado del apalancamiento a través de derivados y apenas recurre al endeudamiento financiero. No obstante, las IIC de inversión alternativa asumen un apalancamiento indirecto a través de la inversión en otras IIC que no se ha valorado en este análisis.

Este trabajo ha permitido identificar un escaso número de IIC y ECR que incurren en un cierto riesgo de apalancamiento, si bien su tamaño reducido las descarta como candidatas a someterse al análisis de interrelaciones con el sistema financiero de la fase 2. En definitiva, según los datos de los que se dispone y que han constituido la base de este análisis, se deduce que no existe, por el momento, un riesgo relevante para la estabilidad del sistema financiero español derivado del apalancamiento de los FIA.

Estado de las reformas de los índices de referencia de tipos de interés

María José Gómez Yubero
Miguel Palomero Aguilar (*)

(*) Los autores trabajan en la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Índice

Resumen	109	
1	Introducción	109
2	Importancia de los índices IBOR	110
3	Origen de las reformas	112
4	Reformas a nivel global: refuerzo de los <i>íbores</i> y creación de tasas alternativas	112
5	Impulso y eliminación de barreras a la transición	115
6	Transición del Libor	117
7	Situación en la zona euro	120
7.1	€STR, índice libre de riesgo de la zona euro	120
7.2	Transición del Eonia al €STR	122
7.3	Adaptación del Euribor a la regulación europea	125
7.4	Solidez de los contratos. <i>Fallback</i> del Euribor y trabajo de ISDA	135
8	Respuesta regulatoria a los contratos heredados difíciles	140
9	Conclusiones y siguientes pasos	144
Referencias y bibliografía	147	
Anexo	Panorama global de las reformas sobre los tipos de interés de referencia	151

Índice de gráficos

Gráfico 1	Comparación de volumen de los índices y el PIB mundial	111
Gráfico 2	Evolución de las nuevas hipotecas contratadas en España según el tipo de interés aplicado	111
Gráfico 3	Evolución del Eonia y el pre-€STR	122
Gráfico 4	Volúmenes de transacciones para el cálculo del Eonia y del pre-€STR	122
Gráfico 5	Evolución del Euribor desde 2019	131
Gráfico 6	Evolución del Euribor 12 meses y reuniones del BCE	132
Gráfico 7	Evolución del Euribor durante la crisis del COVID-19	133
Gráfico 8	Evolución del índice iTraxx Europe Senior Financials Series 31 Version 2	133
Gráfico 9	Evolución de la composición del índice por tipo de contribuciones	134
Gráfico 10	Evolución del volumen notional de IRD negociados por mes	137

Índice de cuadros

Cuadro 1	Grupos de trabajo sobre RFR en las principales jurisdicciones	115
Cuadro 2	Calendario previsto para el cese en la publicación del Libor	117
Cuadro 3	RFR recomendadas para sustituir al Libor	118
Cuadro 4	Propuesta del FSB sobre el plan de transición para el Libor, en síntesis	119
Cuadro 5	Comparación entre Eonia y €STR	121
Cuadro 6	Panel de contribuidores del Euribor	126
Cuadro 7	Cascada de contribuciones de la metodología del Euribor	129
Cuadro 8	Propuestas del grupo de trabajo sobre RFR de la zona euro sobre <i>fallbacks</i> según productos	140

Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Calendario de implementación de las reformas	114
Ilustración 2	Diagrama de la metodología retrospectiva (modalidad <i>lookback period</i>)	138
Ilustración 3	Diagrama de la metodología retrospectiva (modalidad <i>last reset</i>)	138
Ilustración 4	Diagrama de la metodología prospectiva	139

Siglas utilizadas

AMERIBOR	American Interbank Offered Rate
ARRC	Alternative Reference Rates Committee
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCE	Banco Central Europeo
BMR	Benchmark Regulation - Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión
CCP	Central Counterparty
CDS	Credit Default Swap
CHF	Franco suizo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Derivados OTC	Derivados Over-the-Counter
ECB	European Central Bank
ECC	Entidad de contrapartida central
EE. UU.	Estados Unidos
EMIR	Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones
EMMI	European Money Markets Institute
Eonia	Euro OverNight Index Average
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Security Market Authority)
EUR	Euro
Euribor	Euro Interbank Offer Rate
€STR	Euro Short Term Rate
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCA	Financial Conduct Authority
FIBOR	Frankfurt InterBank Offered Rate
FMD	Facilidad marginal de depósito
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board)
FSMA	Financial Services and Markets Authority
G20	Grupo de los 20
GBP	Libra esterlina
IASB	International Accounting Standards Board
IBA	ICE Benchmark Administrator
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
IRD	Interest Rates Derivatives
IRS	Interest Rate Swap
ISDA	International Swaps and Derivatives Association

Siglas utilizadas (*continuación*)

JPY	Yen japonés
Libor	London InterBank Offered Rate
MIBOR	Madrid InterBank Offered Rate
OIS	Overnight Indexed Swap
PIBOR	Paris InterBank Offered Rate
RFR	Risk-Free Rate
SARON	Swiss Average Rate Overnight
SOFR	Secured Overnight Financing Rate
SONIA	Sterling Overnight Index Average
TONAR	Tokio Overnight Average Rate
UE	Unión Europea
USD	Dólar estadounidense

Nunca veo lo que se ha hecho; solo veo lo que queda por hacer.

Marie Curie

Resumen

La reforma de los índices de referencia de tipos de interés continúa siendo una de las prioridades en la agenda del G20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés), debido a la complejidad que está conllevando y a su importancia a la hora de preservar la estabilidad del sistema financiero¹. Tanto la adaptación de los índices de referencia existentes al nuevo marco regulatorio como el mayor uso de tasas alternativas libres de riesgo (RFR) son factores clave para aumentar la resiliencia de los mercados que dependen de estos índices.

Casi una década después de la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G20 celebrada en San Petersburgo y de la publicación de los Principios de IOSCO sobre índices de referencia², que marcaron el inicio de la transición, el proceso todavía no ha culminado.

Si bien en la zona euro el proceso de modernización del Euribor se está consolidando con éxito, en lo que respecta a la transición del Libor queda un importante camino por recorrer en el que se exige un esfuerzo coordinado de concienciación, preparación y acción por parte de todos los participantes, autoridades, entidades financieras y no financieras, mercados y sus infraestructuras, y usuarios en general de los índices. Como reconoce el FSB en su reciente informe de progreso, no prepararse adecuadamente para la transición puede dificultar la eficacia de los contratos financieros y dar lugar a riesgos para la estabilidad financiera.

1 Introducción

En 2013, las autoridades financieras reaccionaron a la crisis de confianza en los principales tipos de interés de referencia —motivada por los intentos de manipulación y por la disminución de la liquidez en los mercados monetarios que siguió a la crisis financiera de 2008— impulsando una de las reformas más importantes y complejas a las que se enfrenta actualmente el sistema financiero mundial.

Esta reforma, promovida por el G20 y por el FSB³, pretende fortalecer índices ampliamente utilizados como el Libor, el Eonia y el Euribor y disponer de nuevas referencias basadas en tasas libres, o casi libres, de riesgo (en adelante RFR) para impulsar su utilización en mercados apropiados.

1 La carta del presidente del FSB dirigida a los miembros del G20 en febrero de 2021 sobre las prioridades de su programa de trabajo para 2021 reconoce que esta reforma sigue siendo una prioridad. FSB (2021).

2 IOSCO (2013).

3 FSB (2014).

Desde entonces se ha avanzado mucho en el fortalecimiento de los *íbores* y en el desarrollo de RFR, lo que ha dado lugar a la aparición de nuevas tasas como el €STR y el SOFR, así como a la modificación de índices ya existentes como el SONIA. Asimismo, se ha realizado un esfuerzo importante por reducir la dependencia de los *íbores* y la utilización de las RFR, manteniendo en algunas jurisdicciones la coexistencia entre ambos.

Este artículo analiza la situación de las reformas que afectan a los índices de referencia a nivel mundial, con particular atención a la zona euro y a las áreas de influencia del Libor, y presenta los principales retos de futuro.

2 Importancia de los índices IBOR

Los índices de referencia de tipos de interés, también conocidos como índices IBOR o *íbores* (en referencia a su naturaleza interbancaria), reflejan el coste de financiación bancaria y por ello se utilizan en una amplia variedad de contratos y operaciones financieras, lo que los convierte en una pieza clave para el funcionamiento de la economía y del sistema financiero. Su uso abarca múltiples finalidades, como la fijación de precios de instrumentos financieros, tanto de contado (como bonos y obligaciones) como derivados, y de contratos, tanto de préstamo como de otro tipo de servicios. También se utilizan con fines contables, en la valoración de las partidas del balance y para la gestión de riesgos.

Desde el punto de vista de la política monetaria, tan importante para la gestión de crisis como la vivida en 2008 o, más recientemente, la generada por la pandemia del COVID-19, los tipos de interés de referencia actúan como canales de transmisión de las decisiones adoptadas por los bancos centrales para la consecución de sus objetivos, entre los que se encuentra la estabilidad de precios. Asimismo, facilitan información a las autoridades monetarias sobre posibles tensiones de liquidez en el mercado que podrían provocar inestabilidad financiera. El hecho de que índices como el Euribor se conviertan en elementos articuladores de la política monetaria e informadores para las autoridades sobre posibles ineficiencias del mercado es indicador de la enorme trascendencia que supone su correcto funcionamiento.

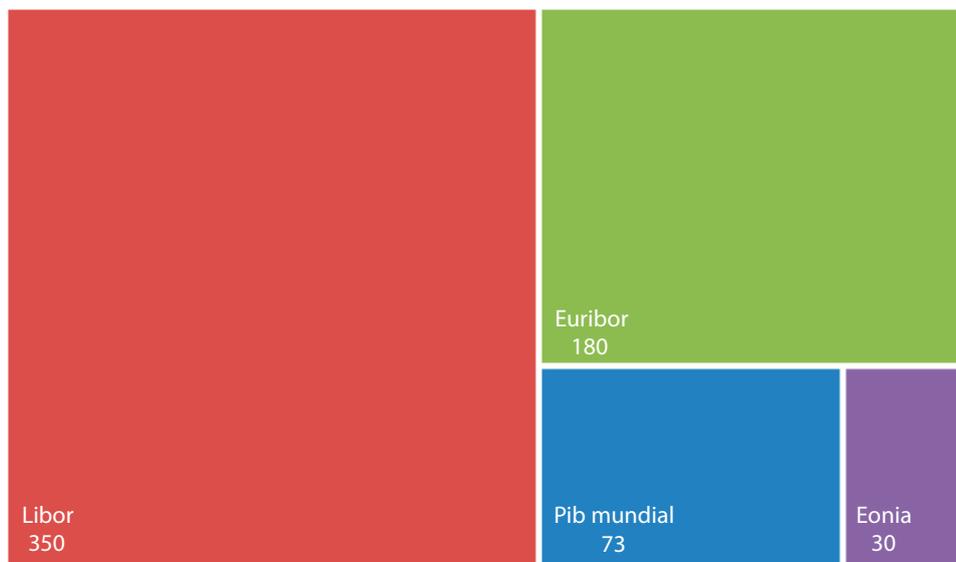
Los índices más conocidos y ampliamente utilizados son el Libor, que se calcula desde Londres por parte de ICE Benchmark Administrator (IBA) en diferentes plazos y divisas y, en la zona euro, el Eonia y el Euribor, ambos calculados por European Money Market Institute (EMMI), con sede en Bruselas.

El volumen de contratos e instrumentos referenciados a estos índices se estima en unos 400 billones de dólares estadounidenses en el caso del Libor y en más de 200 billones de euros el importe conjunto de los referenciados al Eonia y al Euribor⁴. El total de estas cifras representa más de siete veces el producto interior bruto (PIB) mundial, de acuerdo con las estadísticas del Fondo Monetario Internacional⁵.

4 Schrimpf y Sushko (2019).

5 FMI (2020).

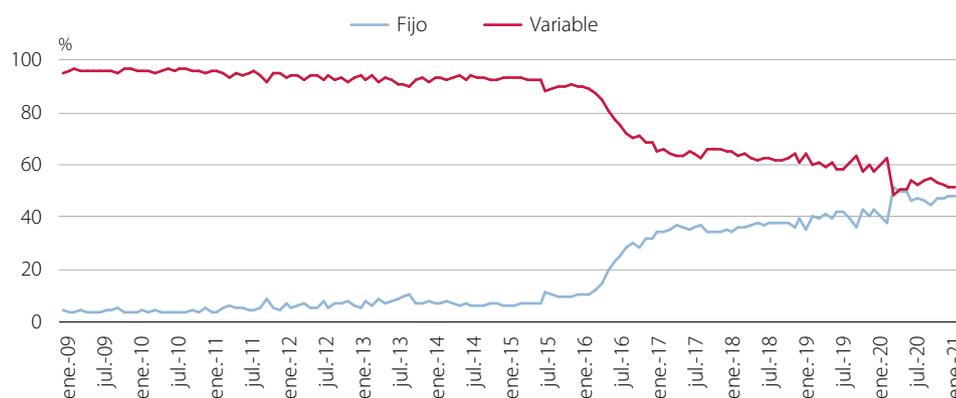
Importes en billones de euros



Fuentes: FMI (2020); Schrimpf y Sushko (2019) (véanse notas al pie 4 y 5).

La magnitud de estos datos pone de manifiesto la importancia de los índices de referencia, no solo para el sistema financiero, sino también para el conjunto de la economía real. Sirva de ejemplo que, en el mercado hipotecario español, el Euribor es el índice más utilizado en las hipotecas a tipo variable. Durante décadas, más del 90 % de las nuevas hipotecas se referenciaba a este índice. En la actualidad, aunque una parte importante se constituye a tipo fijo, más del 50 % sigue utilizando la referencia Euribor, según el Instituto Nacional de Estadística (INE⁶).

Evolución de las nuevas hipotecas contratadas en España según el tipo de interés aplicado



Fuente: INE (2021). Estadística de hipotecas anuales. Indicadores nacionales. Porcentaje de hipotecas constituidas según tipo de interés, total fincas.

6 INE (2021).

3 Origen de las reformas

Tras la crisis financiera global, los mercados monetarios no garantizados vieron reducida su actividad de manera relevante⁷. En este escenario se produjeron varios intentos de manipulación de los índices más importantes, que en aquel momento no estaban sujetos a regulación ni a supervisión pública y que calculaban entidades no reguladas sobre la base de estimaciones aportadas por un grupo de bancos, lo que los hacía especialmente vulnerables al abuso de mercado.

Esta situación derivó en una pérdida de confianza en los principales índices y dio lugar a que, en 2014, desde el G20 y el FSB se impulsara su reforma, que tiene un doble objetivo⁸:

- Fortalecer los índices interbancarios (*íbores*) debido a su carácter sistémico, haciéndolos menos susceptibles a la manipulación y más representativos de la realidad económica que tratan de medir, anclándolos en mayor medida en transacciones de mercado y mejorando los procesos de gobierno y de control en torno a las aportaciones de los bancos que forman el panel de contribuidores.
- Disponer de índices de referencia alternativos sin riesgo e impulsar la transición hacia estos nuevos índices en los mercados e instrumentos apropiados, especialmente en los mercados de derivados, para reducir con ello la excesiva concentración en los *íbores*.

Desde entonces, se ha avanzado de manera notable en ambas líneas de actuación y, a partir de 2016, también se ha trabajado en la solidez de los contratos con el fin de abordar los riesgos derivados de una potencial discontinuación en la publicación de los *íbores*. Estas reformas, que están siendo coordinadas a nivel internacional por el FSB, han dado lugar a importantes modificaciones legales, a la revisión de la gobernanza, metodología y control de los índices interbancarios, y a la creación de nuevos índices cercanos a libres de riesgo cuya implantación y desarrollo progresa con diferentes grados de avance⁹.

4 Reformas a nivel global: refuerzo de los *íbores* y creación de tasas alternativas

Siguiendo la recomendación del FSB relativa a la identificación, desarrollo y uso de índices libres de riesgo como alternativa para reducir la excesiva concentración en

7 El BCE publica cada dos años un estudio del mercado monetario en euros que contiene un análisis en profundidad de su evolución en la zona euro. El último estudio publicado, a finales de 2019, confirma que, desde la crisis, la actividad en los segmentos garantizados ha seguido creciendo, mientras que los segmentos no garantizados se han reducido en tamaño. BCE (2019c).

8 Un análisis del origen de las reformas y del contenido de las recomendaciones del FSB, de los principios de IOSCO en las que se basan y de la regulación europea a la que dan lugar puede encontrarse en Gómez-Yubero (2016).

9 El último informe de progreso publicado por el FSB presenta un panorama completo de esta evolución por áreas geográficas. FSB (2020c).

los índices interbancarios, las jurisdicciones más importantes del FSB pusieron en marcha grupos de trabajo para tal fin, impulsados por las autoridades, bancos centrales y supervisores, y de los que forman parte diferentes representantes de la industria financiera y, en algunos casos, no financiera.

La envergadura y amplitud de la reforma exige la colaboración tanto de instituciones públicas como privadas de diferentes sectores económicos. Además de la composición de los grupos de trabajo, la realización de consultas públicas sobre las propuestas planteadas y la involucración de autoridades y asociaciones sectoriales han permitido una correcta coordinación de todos los agentes para asegurar la consecución de los objetivos pretendidos.

En el anexo se presenta un panorama completo de las reformas emprendidas a nivel internacional. En la mayor parte de las jurisdicciones se ha optado por la coexistencia de los *íbores* reforzados y nuevas tasas libres de riesgo. Este es el caso de la zona euro, Australia, Canadá, Japón o Suiza, entre otras.

En cambio, el enfoque seguido por las autoridades competentes sobre el Libor USD y el Libor GBP es el de un mercado basado únicamente en las tasas libres de riesgo.

Sin embargo, la realidad de estos mercados y la necesidad de disponer de tasas a plazo que incorporen las expectativas de futuro y el componente de riesgo de crédito presente en los *íbores*¹⁰ está dando lugar a la aparición de nuevos índices interbancarios, como el AMERIBOR¹¹ en EE. UU., cuyo uso podría coexistir con las tasas libres de riesgo en determinados segmentos del mercado. También son reseñables iniciativas recientes, como las de IBA y Refinitiv, que han lanzado tasas de referencia prospectivas a distintos plazos calculadas a partir de la tasa libre de riesgo SONIA¹².

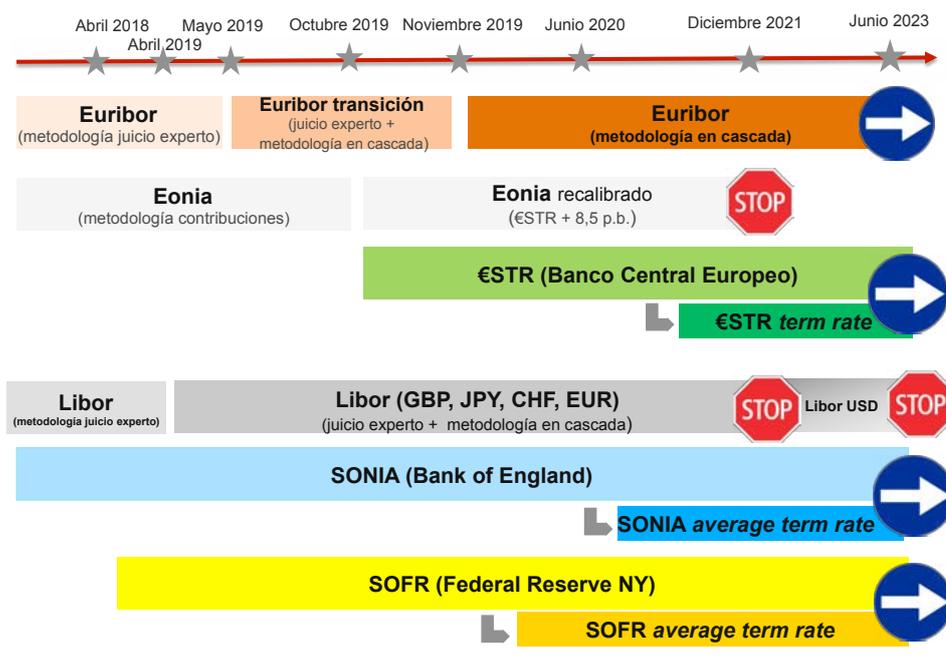
Aunque el Informe del FSB de 2014 proponía un calendario de implementación de las reformas muy ambicioso (planteaba la implementación de los RFR a mediados de 2016), la realidad ha puesto de manifiesto la complejidad de la reforma, cuya ejecución se ha prolongado durante un periodo mucho mayor. La ilustración 1 muestra el calendario actual de las reformas en las tres jurisdicciones más relevantes, la zona euro y las zonas libra esterlina y dólar estadounidense.

10 En el epígrafe 7.4 de este artículo se incluye una explicación sobre los componentes de estos índices.

11 AMERIBOR es un nuevo índice de referencia de tipo de interés creado por American Financial Exchange. Este índice refleja el coste de financiación de bancos pequeños, medianos y regionales de EE. UU. El mercado Cboe ofrece contratos de futuros sobre AMERIBOR.

12 Desde el pasado 11 de enero de 2021, IBA publica los índices ICE Term SONIA Reference Rates, que tratan de medir la tasa SONIA esperada en los plazos de 1, 3, 6 y 12 meses. La metodología de cálculo se basa en una cascada que utiliza precios y volúmenes de productos derivados de tipos de interés vinculados a SONIA. Muy similar es el índice Refinitiv Term SONIA rate.

Calendario en la reforma de los índices de referencia



Fuente: Elaboración propia.

En la zona euro se ha llevado a cabo la adaptación del Euribor al Reglamento (UE) 2016/1011 y se creó en 2017 el grupo de trabajo Working Group on Euro Risk-Free Rates, impulsado por el BCE, la Comisión Europea, ESMA y la FSMA belga, con participación de miembros de la industria. Su misión es identificar índices libres de riesgo que se puedan utilizar como alternativa a los actuales índices, definir planes para una transición ordenada a los nuevos índices y reforzar la solidez de los contratos actuales y futuros. En septiembre de 2018 este grupo recomendó la adopción del €STR, índice publicado por el BCE desde octubre de 2019, como índice libre de riesgo en la zona euro, como reemplazo del Eonia y como base para formular tasas de respaldo en los contratos referenciados al Euribor.

En otras jurisdicciones se han formado grupos similares que también han recomendado tasas libres de riesgo. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra y la FCA impulsaron la creación del grupo de trabajo sobre tipos de referencia libres de riesgo de la libra esterlina (Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates), en el que participan representantes del mercado con el objetivo de facilitar la transición del Libor hacia SONIA, índice publicado por el Banco de Inglaterra, en los mercados de libras esterlinas.

En EE. UU., se creó el Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC), compuesto también por participantes del mercado convocados por la Junta de la Reserva Federal y la Reserva Federal de Nueva York para contribuir a una transición eficaz y ordenada del Libor en dólares estadounidenses (USD) a una tasa de referencia más sólida, su alternativa recomendada, el SOFR, calculado y publicado por la Reserva Federal de Nueva York.

El cuadro 1 muestra los grupos de trabajo creados en las principales jurisdicciones, incluida la zona euro, las tasas alternativas libres de riesgo que han recomendado y sus principales características.

	EE. UU.	Reino Unido	Zona euro	Suiza	Japón
Grupo de trabajo	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	Working Group on Euro Risk-Free Rates	National Working Group on Swiss Franc Reference Rates	Study Group on Risk-Free Reference Rates
Tasa alternativa	Secured Overnight Finance Rate (SOFR)	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Euro Short Term Rate (€STR)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Tokio Overnight Average Rate (TONAR)
Administrador	Reserva Federal de Nueva York	Banco de Inglaterra	Banco Central Europeo	SIX Swiss Exchange	Banco de Japón
Plazo	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)
Contrapartes	Entidades financieras	Entidades financieras	Entidades financieras	Bancos	Entidades financieras
Instrumentos	Repos	Depósitos no garantizados	Depósitos no garantizados	Repos	Depósitos no garantizados

Fuente: Working Group on Euro Risk-Free Rates (2020) y elaboración propia.

5 Impulso y eliminación de barreras a la transición

Más allá del trabajo de estos grupos, también se están tomando medidas por parte de distintos organismos e instituciones destinadas a facilitar e impulsar la transición y eliminar las barreras que puedan obstaculizar o desincentivar la adopción de los nuevos índices por parte de los participantes del mercado.

Para hacer frente a los contratos que no cuentan con cláusulas de respaldo adecuadas para afrontar la desaparición del Libor y cuya modificación no resulta posible en el corto periodo restante hasta su supresión al final de 2021, la Unión Europea, así como las autoridades del Reino Unido y de EE. UU., han puesto en marcha proyectos normativos para su gestión¹³.

Un aspecto fundamental de la reforma es la adaptación y el refuerzo de los contratos para que incorporen cláusulas de respaldo adecuadas que den cobertura a la situación de desaparición o discontinuidad de los índices. Especial relevancia en este ámbito merece el trabajo de ISDA, realizado por encargo del FSB, para la adaptación de los contratos marco de operaciones financieras de derivados.

ISDA ha diseñado un suplemento (*IBOR Fallbacks Supplement*) a sus definiciones de 2006 (*2006 ISDA Definitions*) aplicable a los nuevos contratos para recoger cláusulas de respaldo basadas en tasas libres de riesgo. También ha elaborado un protocolo (*IBOR Fallbacks Protocol*) de adhesión voluntaria para aquellas contrapartes que deseen adaptar los contratos ya existentes a las nuevas definiciones. Estos documentos fueron publicados en octubre de 2020 y su efectividad comienza a partir del 25 de enero de 2021 para las más de 13.800 entidades que se han adherido hasta ahora¹⁴.

13 En la sección 8 de este artículo se describen diferentes respuestas regulatorias previstas para minimizar el riesgo relacionado con este tipo de contratos.

14 La página web de ISDA recoge información completa sobre el funcionamiento del suplemento y del protocolo y también permite consultar el número y la identificación de las entidades, financieras y no financieras, que se han adherido hasta la fecha. ISDA (2021).

Las cámaras de contrapartida central están desempeñando un papel clave en la transición, al permitir de manera coordinada la compensación de operaciones referenciadas a las nuevas tasas libres de riesgo, remunerando los colaterales y adaptando sus curvas de descuento a las nuevas tasas libres de riesgo¹⁵. Para garantizar la adaptación de los derivados que compensan, las cámaras han adoptado en general las cláusulas contenidas en el nuevo suplemento de ISDA¹⁶.

En línea con la recomendación de BCBS e IOSCO, las autoridades de la Unión Europea han modificado la normativa sobre derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y registros de operaciones (EMIR), para evitar que los contratos actualmente exentos de requisitos de compensación centralizada o de colateralización bilateral pasen a estar sujetos a estas normas por el mero hecho de sustituir los índices de referencia o de incluir cláusulas de respaldo.

Adicionalmente, se está trabajando en el tratamiento de las consecuencias contables de la transición a índices alternativos, que normalmente afecta a la contabilidad de coberturas, a la documentación, clasificación y medición de los instrumentos, y a la información financiera. Los organismos encargados de establecer normas contables —tanto el IASB como el FASB— han puesto en marcha la adaptación de las normas correspondientes para facilitar la transición y eliminar potenciales barreras contables, lo que ha dado lugar a la modificación de la Norma Internacional de Contabilidad n.º 39 (NIC-39) y a las Normas Internacionales de Información Financiera 7 y 9 (NIIF-7 y NIIF-9).

Finalmente, cabe mencionar que jurisdicciones como EE. UU. y el Reino Unido están considerando también proyectos normativos para abordar las implicaciones fiscales que puede conllevar la transición de los índices.

La CNMV, como autoridad competente en materia de índices de referencia en España, ha puesto en marcha varias iniciativas destinadas a facilitar el conocimiento y la adaptación de la industria, como la organización de conferencias y seminarios, así como la publicación de varias comunicaciones¹⁷, dirigidas tanto a entidades financieras como no financieras, sobre la conveniencia de realizar un seguimiento de los desarrollos y actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma de índices, la identificación y evaluación de los riesgos y posibles impactos derivados de su exposición, el diseño de una estrategia global para planificar la ejecución de las acciones correspondientes y la necesidad de contar con una estructura organizativa adecuada para coordinar el diseño e implementación de los trabajos de transición¹⁸.

15 Desde el pasado 27 de julio de 2020, las principales cámaras de la Unión Europea cambiaron la curva de descuento Eonia por la curva €STR. Las cámaras LCH y CME Clear realizaron el cambio a SOFR en octubre de 2020.

16 En este sentido, puede consultarse, por ejemplo, la publicación LCH (2019). Similares posiciones han sido manifestadas por otras cámaras como CME Group.

17 En la página web de la CNMV, dentro de la sección «Índices de referencia», pueden consultarse estas comunicaciones, de marzo de 2018, julio de 2019 y enero de 2021, y se puede acceder a las conferencias y seminarios organizados por la CNMV. CNMV (2018), CNMV (2019) y CNMV (2021).

18 En Gómez-Yubero (2019) puede encontrarse un análisis de las implicaciones de la reforma y preparación de la industria.

En la misma línea, el BCE, en su papel de supervisor bancario en el marco del Mecanismo Único de Supervisión, anima a los bancos a seguir las buenas prácticas¹⁹ que ha identificado en su labor de revisión de los preparativos adaptándolas en función de la naturaleza de sus exposiciones.

6 Transición del Libor

En la zona de influencia de la libra esterlina y del dólar, donde el índice más utilizado es el Libor, las autoridades han optado por promover el uso de índices alternativos libres de riesgo —SONIA en el Reino Unido y SOFR en EE. UU.— y por impulsar la eliminación del Libor a pesar de las medidas tomadas para su fortalecimiento. Las autoridades del Reino Unido han considerado que el Libor no ha conseguido garantizar su sostenibilidad debido a la liquidez cada vez menor del mercado monetario que trata de representar y la consiguiente reducción del número de transacciones que sustentan su cálculo²⁰.

En julio de 2017, la FCA del Reino Unido anunció su intención de no persuadir u obligar a los bancos del panel del Libor a continuar contribuyendo a su cálculo a partir del 31 de diciembre de 2021²¹. Debido a la dependencia generalizada del Libor en sus cinco monedas en todo el mundo, este anuncio dio lugar a la puesta en marcha de acciones por parte de todas las autoridades miembros del FSB para promover la correcta transición del Libor antes de dicha fecha.

El pasado 5 de marzo de 2021, la FCA anunció oficialmente el cese de la publicación del Libor²², tras analizar los resultados de la consulta pública realizada por el administrador del índice —IBA— en diciembre de 2020²³. La desaparición del índice se realizará de acuerdo con el siguiente calendario:

Calendario previsto para el cese en la publicación del Libor

CUADRO 2

A partir del 31 de diciembre de 2021	Libor EUR: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses)
	Libor CHF: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses)
	Libor JPY: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses)
	Libor GBP: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses)
	Libor USD: 1 semana y 2 meses
A partir del 30 de junio de 2023	Libor USD: 1 día; 1, 3, 6 y 12 meses

Fuente: ICE Benchmark Administration (2020) y elaboración propia.

19 BCE (2020c).

20 Esta evolución responde a los cambios en la estructura del mercado a partir de la crisis de 2008, a las nuevas exigencias de capital regulatorio y a los requisitos de liquidez de los bancos, así como a los cambios en su apetito por el riesgo para su financiación a corto plazo.

21 FCA (2017).

22 FCA (2021).

23 ICE Benchmark Administration (2020).

El uso global del Libor en dólares estadounidenses representa posiblemente el elemento más desafiante de esta transición. Se estima que el volumen de contratos e instrumentos financieros referenciados al Libor en dólares estadounidenses supera los 200 billones de dólares, por lo que la incertidumbre que rodea su sostenibilidad supone una amenaza potencial para la seguridad y solidez de las instituciones financieras individuales y del sistema financiero en su conjunto. La ampliación del plazo de publicación del Libor USD durante un periodo adicional de 18 meses (hasta junio de 2023), siempre que el índice siga cumpliendo con la normativa aplicable, incluida su representatividad, permitirá que la mayor parte de los contratos existentes referenciados al Libor USD venzan antes de la desaparición del índice, con lo que se reducirá de forma significativa el volumen de contratos afectados²⁴.

Las autoridades competentes del Reino Unido y de EE. UU. han emitido sendas comunicaciones sobre el cese de la publicación del Libor a partir de estas fechas, instando a las entidades a dejar de celebrar nuevos contratos que utilicen el índice tan pronto como sea posible y, en todo caso, antes del 31 de diciembre de 2021²⁵.

Estos retos han de ser abordados conjuntamente por las instituciones, financieras y no financieras, y por las autoridades supervisoras para apoyar un uso cada vez mayor de las tasas libres de riesgo y la consiguiente reducción de la dependencia del Libor a partir de finales de 2021, mediante una preparación adecuada y una transición debidamente planificada y gradual que evite los perjuicios que provocaría un cese repentino del índice en los flujos de pagos a nivel mundial y en el funcionamiento de los mercados.

En este sentido, se han logrado avances clave en los últimos meses gracias al compromiso de los grupos de trabajo reseñados en el cuadro 1. Estos grupos han recomendado las tasas libres de riesgo que se recogen en el cuadro 3, en función de su área monetaria correspondiente, para sustituir al Libor a partir de su desaparición en las diferentes divisas en las que se calcula.

RFR recomendadas para sustituir al Libor

CUADRO 3

	Tasa sustitutiva recomendada	Fecha de sustitución
Libor USD	SOFR	Diciembre de 2021 y junio de 2023
Libor GBP	SONIA	Diciembre de 2021
Libor CHF	SARON	Diciembre de 2021
Libor JPY	TONAR	Diciembre de 2021
Libor EUR	€STR	Diciembre de 2021

Fuente: Elaboración propia.

24 De acuerdo con la declaración conjunta publicada por Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2020).

25 A pesar de los efectos de la pandemia del Covid-19, esta meta no se verá alterada a juicio de las autoridades de Reino Unido y de los EE. UU. FCA (2020).

El FSB ha recomendado la adhesión por parte de todas las empresas financieras y no financieras afectadas a los documentos de ISDA²⁶ para impulsar definitivamente la transición de los derivados en todas las monedas del Libor. Además, en su hoja de ruta de transición global²⁷, el FSB también pide a las cámaras y plataformas de negociación, y proveedores de productos compensados y negociados vinculados al Libor que los contratos se ajusten a las cláusulas contenidas en el Suplemento y en el Protocolo de ISDA.

A pesar de los avances significativos, todavía queda camino por recorrer. El FSB, en un informe publicado a mediados de 2020 sobre los desafíos pendientes para la transición²⁸, recomienda a las autoridades supervisoras que refuercen las medidas para facilitar que las instituciones financieras, sus clientes y las entidades no financieras abandonen el Libor. Estas recomendaciones, aplicables a todas las jurisdicciones con exposiciones al Libor, pretenden promover la concienciación y el compromiso de las autoridades con la reforma, monitorizando periódicamente el nivel de exposición, manteniendo un diálogo permanente con la industria, aumentando la intensidad de las acciones de supervisión cuando el trabajo preparatorio de las entidades individuales no sea satisfactorio e impulsando soluciones para eliminar barreras a la transición. Todo ello bajo una coordinación a nivel internacional liderada por el FSB.

Más reciente es la publicación por el FSB de una hoja de ruta de transición global, destinada a crear conciencia sobre los pasos que las empresas financieras y no financieras deben tomar durante el corto periodo que resta hasta el final de 2021 para lograr con éxito la transición.

Propuesta del FSB sobre el plan de transición para el Libor, en síntesis

CUADRO 4

Las empresas ya deberían tener (y si no, deberían tenerlo de inmediato):	→	Haber identificado y evaluado todas las exposiciones al Libor existentes y aprobado un plan para la transición antes de finales de 2021.
Para la fecha de vigencia (25 enero de 2021) del Protocolo de ISDA, las empresas deberían:	→	Haberse adherido al Protocolo de ISDA.
Para finales de 2020 , las empresas deberían:	→	Estar en condiciones de ofrecer a sus clientes préstamos no vinculados al Libor.
Para mediados de 2021 , las empresas deberían:	→	Haber establecido planes para modificar los contratos vigentes cuando sea posible y haber adaptado sistemas y procesos para permitir el uso de tipos alternativos.
Para finales de 2021 , las empresas deben:	→	Estar preparadas para el cese del Libor.

Fuente: FSB (2020b) y elaboración propia.

26 FSB (2020a).

27 FSB (2020b).

28 FSB y BCBS (2020).

La comunicación de la CNMV²⁹ de enero de 2021 aconseja a las entidades tomar en consideración la hoja de ruta de transición global del FSB y recomienda a las entidades financieras, empresas no financieras y Administraciones públicas españolas que valoren la conveniencia de adherirse al protocolo y al suplemento de ISDA³⁰ en la medida en que estos documentos facilitan la solidez de los contratos para hacer frente a la desaparición del Libor y, en su caso, la adaptación a los requisitos previstos en el artículo 28.2 del Reglamento (UE) 2016/1011.

7 Situación en la zona euro

En la zona euro los cambios se concretan en la transición del Eonia al €STR, en la adaptación del Euribor a BMR y en la disposición de índices a plazo que se puedan utilizar como alternativa en determinados contratos.

A diferencia de la situación descrita en la sección anterior, las autoridades europeas han optado por un enfoque de coexistencia de índices (*multi-rate approach*) basado en la continuidad del índice Euribor y en la creación de una tasa libre de riesgo, el €STR, publicado por el BCE desde octubre de 2019 y que sustituirá al Eonia a partir de enero de 2022.

En paralelo, se ha llevado a cabo una reforma en el Euribor para adaptarlo a la nueva regulación. Con tal fin, se ha mejorado su metodología para reflejar mejor la situación del mercado y se ha reforzado el entorno de gobernanza y control que rodea su cálculo, con el valor añadido de que tanto el administrador como las entidades que aportan los datos para su cálculo están sujetos a supervisión.

7.1 €STR, índice libre de riesgo de la zona euro

Respecto al nuevo índice €STR, su adopción como índice libre de riesgo en la zona euro fue recomendada, en septiembre de 2018, por el grupo de trabajo sobre índices libres de riesgo³¹, que también ha aconsejado a los participantes del mercado que, tan pronto como les sea posible, vayan reemplazando gradualmente el Eonia por el €STR como tipo de interés de referencia en sus productos y contratos y realicen los ajustes contractuales y operativos necesarios para ello³².

Este índice ha sido diseñado por el BCE para reflejar el coste para los bancos de tomar de otras entidades financieras fondos prestados no colateralizados al plazo de 1 día. Es un índice más robusto y transparente que el Eonia, puesto que está basado en transacciones individuales, ejecutadas en condiciones de mercado, reportadas

29 CNMV (2021).

30 Otras autoridades también han recomendado la adhesión a estos documentos de ISDA: FSB (2020a) y Working Group on Euro Risk-Free Rates, BCE, ESMA, Comisión Europea y FSMA (2020).

31 BCE (2018).

32 Working Group on Euro Risk Free Rates (2019a).

diariamente por las 52 mayores entidades de la zona euro al BCE³³ y con un alcance más amplio, ya que incluye los depósitos con las entidades financieras y no solamente con las entidades de crédito. El cuadro 5 muestra las diferencias entre el Eonia y el €STR.

Comparación entre Eonia y €STR

CUADRO 5

	Eonia	€STR
Plazo	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)
Datos de cálculo	Transacciones	Transacciones
Instrumento	Depósitos no garantizados	Depósitos no garantizados
Coste de liquidez	Prestada	Tomada
Contrapartida	Bancaria	Entidades financieras
Panel de contribuidores	Inestable	Estable
Administrador	EMMI	BCE
Publicación	T (19:00 h)	T+1 (antes de 09:00 h)

Fuente: Elaboración propia.

Como se aprecia en el gráfico 3 y el gráfico 4, el Eonia (antes del cambio metodológico mencionado en el epígrafe 7.2) y el €STR presentan una elevada correlación, si bien el €STR está soportado por un volumen de transacciones mucho más elevado, correspondientes a un número mayor de entidades que contribuyen, no de forma voluntaria sino en cumplimiento de la normativa del BCE, lo que le otorga mayor solidez y representatividad del mercado.

El hecho de que el Eonia considerara en exclusiva operaciones interbancarias, cuyas contrapartes pueden acceder a los instrumentos de política monetaria ofertados por el BCE, hacía que el índice tuviera como valor mínimo la facilidad marginal de depósito (FMD). Esto no ocurre con el €STR, debido a que las contrapartes, además de bancos, son también otras entidades financieras que no pueden acceder a tales facilidades, lo cual posiciona al €STR en niveles inferiores a la FMD. También, el hecho de que el €STR refleje el coste de tomar prestado explica que se sitúe por debajo de los tipos a los que los bancos prestan sus fondos.

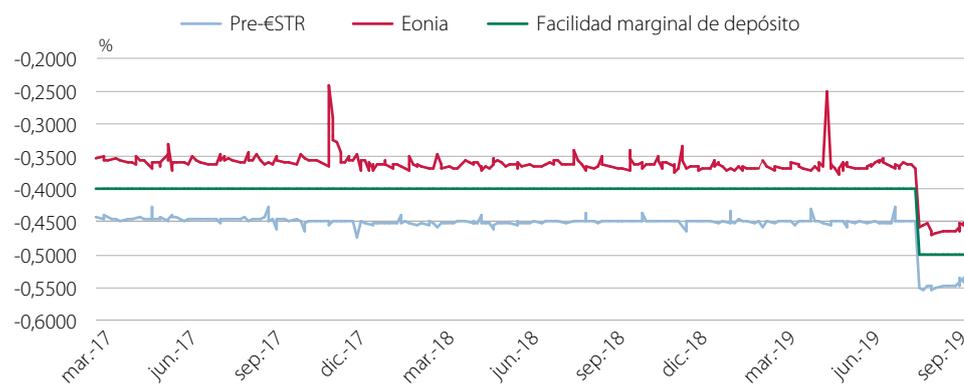
Asimismo, su metodología de cálculo (que descarta los tipos en los percentiles 25 y 75) hace que tenga una volatilidad más limitada. El gráfico 3 muestra la reacción de ambos índices a la decisión del BCE, adoptada el 12 de septiembre de 2019³⁴, de reducir la remuneración de la FMD.

33 El €STR lo calcula diariamente el BCE a partir de la información estadística confidencial diaria sobre transacciones del mercado monetario recopilada por el BCE de conformidad con el Reglamento sobre informes estadísticos del mercado monetario (Reglamento (UE) n.º 1333/2014).

34 BCE (2019d).

Evolución del Eonia y el pre-€STR

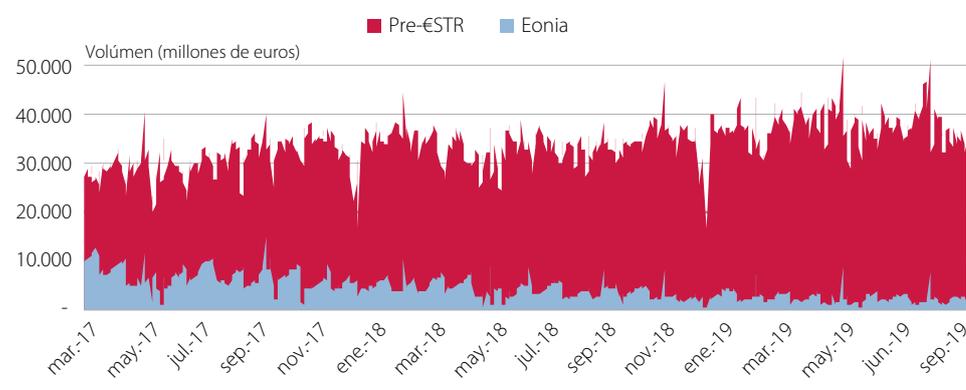
GRÁFICO 3



Fuente: BCE y EMMI.

Volúmenes de transacciones para el cálculo del Eonia y del pre-€STR

GRÁFICO 4



Fuente: BCE y EMMI.

7.2 Transición del Eonia al €STR

Con anterioridad a la implantación de la nueva forma del cálculo del Eonia recomendada por el grupo de trabajo de la zona euro, esto es, como €STR más 8,5 puntos básicos, el índice Eonia era determinado por EMMI desde 1999 a partir de las operaciones de préstamo a 1 día realizadas entre entidades por una selección de entidades de crédito europeas, en concreto 28 bancos establecidos en 13 Estados de la Unión Europea.

El índice, que recibió la consideración de índice crucial por la Comisión Europea en 2017, es uno de los más utilizados en la zona euro tanto en instrumentos de inversión y cobertura como para fines de colateralización y gestión de riesgos (véase gráfico 1).

Las operaciones de préstamo interbancario tomadas como referencia para su cálculo, si bien durante los años 2007 y 2008 alcanzaron volúmenes medios diarios de 48.000 millones de euros, en 2018 y 2019 apenas llegaron a 2.500 millones de euros. A su vez, las operaciones susceptibles de ser consideradas a efectos de su cálculo eran reportadas por un número cada vez menor de entidades, geográficamente muy concentradas³⁵, lo que suponía una merma en su solidez y representatividad.

35 BCE (2017).

Estas circunstancias dieron lugar a que EMMI finalmente no culminara el proceso de adaptación del índice a la nueva regulación europea sobre índices de referencia y que el grupo de trabajo sobre RFR en la zona euro recomendara en 2019 su sustitución por el €STR de forma progresiva en un plazo de dos años. Para facilitar la transición, el grupo de trabajo también recomendó la reformulación del cálculo del Eonia, como la suma del €STR más un diferencial de 8,5 puntos básicos, determinado por el BCE a partir de la correlación observada entre ambos índices³⁶.

El Eonia se calcula y se publica con esta nueva metodología desde el 2 de octubre de 2019 y, como se aprecia en la ilustración 1 sobre el calendario de transición global, se mantendrá hasta su desaparición, prevista a partir del 3 de enero de 2022.

Este periodo de dos años en el que ambas tasas coexistirán se ha estimado suficiente para que los usuarios puedan reemplazar o adaptar sus contratos y sus procesos a la nueva referencia y para que los mercados vinculados al €STR alcancen un nivel de desarrollo y liquidez adecuado.

Plan de transición

Para definir un plan de transición ordenada, el grupo de trabajo sobre RFR en la zona euro ha analizado el impacto de la transición desde diferentes perspectivas³⁷. El resultado de este análisis se refleja en varios informes con recomendaciones a los participantes del mercado para facilitar la transición. En particular:

- Cómo abordar las implicaciones legales para los contratos nuevos y existentes. En síntesis³⁸:
 - Siempre que sea factible y apropiado, no utilizar el Eonia en nuevos contratos que venzan después del 31 de diciembre de 2021.
 - Reemplazar el Eonia o incorporar cláusulas de respaldo (*fallback provisions*) sólidas en los contratos existentes que vencen después de diciembre de 2021.
 - Incluir cláusulas de respaldo sólidas en los nuevos contratos referenciados al Eonia que vencen después de diciembre de 2021.
- Sobre las implicaciones operativas y de valoración del proceso y sobre la gestión de riesgos para los bancos, para la actividad de gestión de activos así como para las empresas aseguradoras³⁹.
- Sobre las implicaciones del proceso en la contabilidad financiera⁴⁰.

36 Si bien el BCE inició la publicación oficial del €STR a partir del 2 de octubre de 2019, comenzó a publicar meses antes un *pre-€STR* con el fin de facilitar la adaptación de los participantes del mercado. El diferencial se determinó sobre la base de la diferencia entre el Eonia y el *pre-€STR*.

37 Dos informes relevantes son: BCE (2019b) y BCE (2020a).

38 BCE (2019a).

39 BCE (2019e).

40 BCE (2019f).

Para facilitar e impulsar la transición, las entidades de contrapartida central, de acuerdo con las recomendaciones del grupo de trabajo, acordaron una fecha común, 27 de julio de 2020, para cambiar la curva de descuento Eonia por la curva €STR. Al tiempo, estas entidades permiten la compensación de operaciones referenciadas al €STR a partir del 21 de octubre de 2019 en el caso de LCH, del 18 de noviembre de 2019 en Eurex y del 30 de noviembre de 2019 en el caso de BME Clearing.

La CNMV ha venido realizando diversas actuaciones dirigidas a impulsar el conocimiento y la adaptación de las entidades. Como continuación de las comunicaciones emitidas en marzo de 2018 y en julio de 2019, recientemente se ha vuelto a recordar a los participantes del mercado la conveniencia de adoptar progresivamente el €STR para evitar riesgos relacionados con la desaparición del Eonia⁴¹.

Desde que se anunció la desaparición del Eonia, su administrador, EMMI, ha informado repetida y constantemente de la fecha en que se interrumpirá con carácter definitivo y ha advertido de que para mitigar al máximo cualquier riesgo legal y económico, los usuarios del índice deberían utilizar el €STR en los nuevos contratos, especialmente si vencen más allá del 3 de enero de 2022⁴².

Volúmenes de operaciones y mercado

Aunque las emisiones de instrumentos referenciados al €STR van aumentando progresivamente, todavía existe una elevada preferencia por el índice Eonia. La liquidez del mercado de derivados sigue concentrada en el Eonia, frente a un uso todavía reducido del €STR. Según datos publicados por ESMA⁴³, durante 2020 el volumen nominal bruto en circulación de IRS sobre Eonia pasó de 20 a 18 billones de euros, mientras que los IRS referenciados al €STR han pasado de 0,6 a 1,4 billones de euros al cierre de 2020.

Atendiendo solo a los instrumentos OIS en euros sobre Eonia y €STR, de acuerdo con los datos publicados a través de Clarus Financial Technology, durante 2020 el volumen total compensado en cámaras de los OIS sobre €STR solo alcanzó un 2 % (820.000 millones de euros) del volumen total de estos instrumentos, que asciende a 36,3 billones de euros⁴⁴. La diferencia corresponde, por tanto, a los instrumentos referenciados al Eonia.

Se espera que, una vez se produzca la definitiva desaparición del Eonia y las cámaras de compensación conviertan todos los pagos pendientes de Eonia en €STR, la liquidez se trasladará a este índice.

41 CNMV (2018), CNMV (2019) y CNMV (2021).

42 Esta información puede encontrarse en la web del administrador (<https://www.emmi-benchmarks.eu/emmi/>) y en la declaración EMMI (2021b).

43 Este análisis puede encontrarse en ESMA (2021).

44 Khwaja (2021).

7.3 Adaptación del Euribor a la regulación europea

El Euribor es el índice más importante de la zona euro y uno de los más utilizados a nivel global. Mide el coste al que las entidades de crédito europeas pueden obtener fondos mayoristas en euros en el mercado monetario no garantizado en diversos plazos, que van desde 1 semana hasta 12 meses.

Por su importancia sistémica y relevancia para la estabilidad financiera de la Unión Europea, en abril de 2016 fue declarado índice de referencia crítico por la Comisión Europea⁴⁵. Se estima que este índice se utiliza como referencia en contratos por valor de más de 180 billones de euros, en su mayor parte derivados de tipos de interés. Sin embargo, y a diferencia de otros índices como el Libor o el Eonia, el Euribor es ampliamente utilizado en contratos e instrumentos con consumidores e inversores minoristas, sobre todo en contratos de préstamo al consumo e hipotecarios. Estos contratos se estiman en 1 billón de euros en Europa. En España, en junio de 2020 más del 86 % del saldo vivo de crédito hipotecario (637.780 millones de euros⁴⁶) estaba referenciado al Euribor.

Por tanto, el valor de los instrumentos y contratos financieros que utilizan este índice de referencia en la Unión Europea supera con creces el umbral de 500.000 millones de euros definido en BMR para su consideración como índice crítico o de importancia sistémica.

Su administrador, EMMI⁴⁷, está establecido en Bruselas (Bélgica) y su supervisor es la FSMA belga. Sin embargo, a partir del 1 de enero de 2022 será ESMA quien asuma el papel de autoridad competente para la supervisión del índice⁴⁸.

El Euribor se publica desde 1999 coincidiendo con la introducción del euro. Anteriormente existían diferentes tipos de referencia nacionales como el MIBOR en España, el PIBOR en Francia o el FIBOR en Alemania.

Se calcula a partir de las aportaciones diarias que realiza un grupo de 18 bancos pertenecientes a 9 jurisdicciones. Desde su creación, 26 bancos han dejado de contribuir al cálculo del Euribor.

Este progresivo abandono de entidades del panel de contribuidores ha venido motivado por su reticencia a seguir utilizando una metodología de cálculo basada, hasta la reforma, exclusivamente en las estimaciones expertas de los bancos y por el coste operativo derivado del tránsito hacia una metodología adaptada a los requerimientos de BMR. En la actualidad, la pertenencia al panel sigue siendo voluntaria y el mantenimiento del índice continúa dependiendo de las contribuciones de los

45 Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1368 de la Comisión, de 11 de agosto de 2016, por el que se establece una lista de los índices de referencia cruciales utilizados en los mercados financieros, de conformidad con el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo.

46 Según datos del Banco de España publicados por Asociación Hipotecaria Española (2020)

47 Hasta 2015, el índice era publicado por la Federación Bancaria Europea.

48 De acuerdo con la modificación de BMR introducida por el artículo 5 del Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019.

bancos del panel, por lo que mantener la estabilidad y representatividad de su composición es esencial para la continuidad del índice⁴⁹.

Panel de contribuidores del Euribor

CUADRO 6

País	Entidad
Alemania	DZ Bank Deutsche Bank
Bélgica	Belfius
España	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Banco Santander Cecabank CaixaBank
Francia	BNP-Paribas HSBC France Natixis Crédit Agricole Société Générale
Holanda	ING Bank
Italia	Intesa Sanpaolo UniCredit
Luxemburgo	Banque et Caisse d'Épargne de l'État
Portugal	Caixa Geral De Depósitos
Reino Unido	Barclays

Fuente: EMMI.

7.3.1 Estabilidad del panel de contribuidores

Tanto EMMI como las autoridades vienen realizando actuaciones encaminadas a mitigar este riesgo de inestabilidad en el panel, tratando de encontrar el modo de aumentar la presencia de entidades europeas en este y de evitar que se puedan producir nuevas salidas.

Para ello, EMMI ha iniciado un proceso de contacto con una selección de bancos europeos para solicitar su incorporación al panel⁵⁰ con el objetivo de conseguir una mayor diversidad geográfica incluyendo áreas que no están actualmente representadas y que utilizan de forma significativa el índice. Una vez que el Euribor ha realizado las adaptaciones necesarias para cumplir con BMR, el coste de adhesión para las entidades es menor que el que han tenido de soportar aquellas que han hecho la transición como miembros del panel. Además, la crisis provocada por el COVID-19, a pesar de que puede ser un obstáculo para algunos bancos que tendrían ahora otras prioridades, podría, por el contrario, utilizarse para destacar la importancia de mantener un Euribor sólido y representativo.

49 Los apartados 4.4. «Retos pendientes» y 5. «Conclusiones» del artículo Gómez-Yubero (2016) analizan el papel del administrador, de las entidades y de las autoridades para hacer frente al reto de conseguir la continuidad del Euribor.

50 El acta de la reunión del Euribor Steering Committee de EMMI de 18 de marzo de 2020 (ítem 11) recoge información sobre este asunto. EMMI (2020).

Las autoridades cuentan, desde la entrada en vigor en 2016 de BMR, con la posibilidad de impedir la salida de bancos del panel si tal salida pusiera en riesgo su representatividad. Esta medida ha sido reforzada con la reciente modificación de BMR que entró en vigor el 10 de diciembre de 2019⁵¹, que amplía de dos a cinco años el periodo máximo por el que se puede obligar a una entidad a continuar contribuyendo al cálculo del índice, lo que, en caso de ser precisa su aplicación, confiere una seguridad razonable de estabilidad para permitir una solución, que podría pasar por la transición a otro índice alternativo, sin contratiempos y no perturbadora para los mercados ni para la estabilidad financiera.

Las autoridades también tienen a su alcance la posibilidad de, en caso necesario, requerir la incorporación al panel (también por un periodo máximo de cinco años) de entidades que no son contribuidores del índice, en el supuesto de que una eventual solicitud de salida de alguna entidad pusiera en peligro la representatividad de este. Hasta la fecha no ha sido necesario hacer uso de esta facultad, lo que no obsta para que el administrador, como se ha expuesto anteriormente, esté tratando de conseguir que nuevas entidades se unan de manera voluntaria para reforzar dicha representatividad, ganar diversidad geográfica y evitar también con ello la percepción del *problema del polizón*, también conocido como el *consumidor parásito* (del inglés *free rider problem*), que se produce por el hecho de que existen muchos bancos en la zona euro que utilizan el índice, en algunos casos ampliamente, sin soportar los costes que conlleva pertenecer al panel de contribuidores.

Las entidades han culminado con éxito la adaptación a la nueva metodología, diseñando sus propios procesos de determinación de las contribuciones por el nivel 3 con suficientes garantías de rigor y control para obtener el visto bueno del administrador del índice necesario para la autorización conforme a BMR. Solo dos entidades han salido del panel en este proceso⁵² sin que la FSMA, como autoridad competente de supervisión ni el Colegio de Supervisores⁵³ (del que forma parte la CNMV) hayan estimado necesario obligarlas a seguir aportando datos debido a su bajo nivel de participación real y potencial en el mercado que el Euribor pretende medir.

51 Modificación del artículo 23.6 de BMR introducida mediante el Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

52 El Banco Nacional de Grecia salió del panel con fecha 28 de mayo de 2019 —EMMI (2019f)— y Banca Monte dei Paschi di Siena, el 7 de enero de 2019 —EMMI (2019a)—.

53 En la medida en que los índices críticos involucran a contribuidores, administradores y usuarios de más de un Estado miembro, siendo además de importancia sistémica, el reglamento, en su artículo 46, contempla la creación de colegios de supervisores, que tienen por objeto garantizar que la supervisión resulte eficiente y eficaz, el intercambio de información entre las autoridades competentes y la coordinación de las actividades y medidas de supervisión. Además, las decisiones sobre contribuciones y administración obligatorias deben ser consultadas en el colegio.

El colegio del Euribor está presidido por la FSMA belga, como autoridad competente del administrador, y lo integran las autoridades de los contribuidores supervisados, así como otras autoridades que han acreditado que el índice es crítico en su Estado. ESMA participa en el colegio con la función de promover y vigilar su funcionamiento eficiente, eficaz y coherente, y ejerce un papel de mediación, que en determinados supuestos es vinculante.

7.3.2 Adaptación de la gobernanza

Siguiendo las recomendaciones del FSB, desde 2013 EMMI ha trabajado en reforzar su propia estructura de gobierno y transparencia y en la implementación de una metodología que se ajuste a las exigencias del Reglamento (UE) 2016/1011.

Respecto al fortalecimiento de la gobernanza, EMMI adoptó un código de conducta⁵⁴ y los códigos de obligaciones a los que han de sujetarse los bancos del panel de contribuidores⁵⁵ y el agente de cálculo⁵⁶, así como una política sobre conflictos de interés⁵⁷.

Se creó también un comité director para el Euribor (Euribor Steering Committee⁵⁸), formado por expertos independientes, profesionales del mercado y miembros de EMMI, que ejerce una supervisión independiente de todos los aspectos relacionados con la gobernanza y la metodología del índice Euribor.

Adicionalmente, para garantizar la efectividad de los controles y el cumplimiento de las obligaciones establecidas en los códigos citados, EMMI ha implementado revisiones internas y procesos de auditoría externa que se llevan a cabo con una periodicidad mínima anual.

7.3.3 Adaptación de la metodología

Al tiempo, EMMI también ha adaptado la metodología del Euribor⁵⁹ a las recomendaciones del FSB y a las exigencias del reglamento, por lo que a lo largo de 2019 pasó a un sistema híbrido de tres niveles asentados en transacciones de mercado, que prima la existencia de operaciones reales frente al juicio experto⁶⁰. Para asegurar la solidez del cálculo en ausencia de transacciones, la metodología de estos niveles debe aplicarse progresivamente, en el orden que se especifica en el cuadro 7.

Esta adaptación también ha implicado la supresión de los plazos menos líquidos y menos utilizados (2 semanas, 2 meses y 9 meses) y la ampliación de los tipos de operaciones elegibles, es decir, de las transacciones susceptibles de ser consideradas aptas para el cálculo del índice (incluyendo no solo depósitos en efectivo no garantizados de otros bancos, sino también de otras entidades financieras como entidades aseguradoras, fondos monetarios, empresas de servicios de inversión, bancos centrales e instituciones gubernamentales) y valores a corto plazo como pagarés o certificados de depósito.

La metodología híbrida o en cascada consiste en la consideración, en primer lugar, de las transacciones elegibles de cada entidad en el mercado de referencia. Solo en

54 EMMI (2019e).

55 EMMI (2019d).

56 EMMI (2019c).

57 EMMI (2013).

58 EMMI (2018).

59 EMMI (2019b).

60 Hasta entonces, el índice se calculaba a partir de las contribuciones realizadas por los bancos del panel sobre los tipos de interés a los que estarían dispuestos a ofrecer financiación no colateralizada en euros a otras entidades de crédito de similares características, a diferentes plazos.

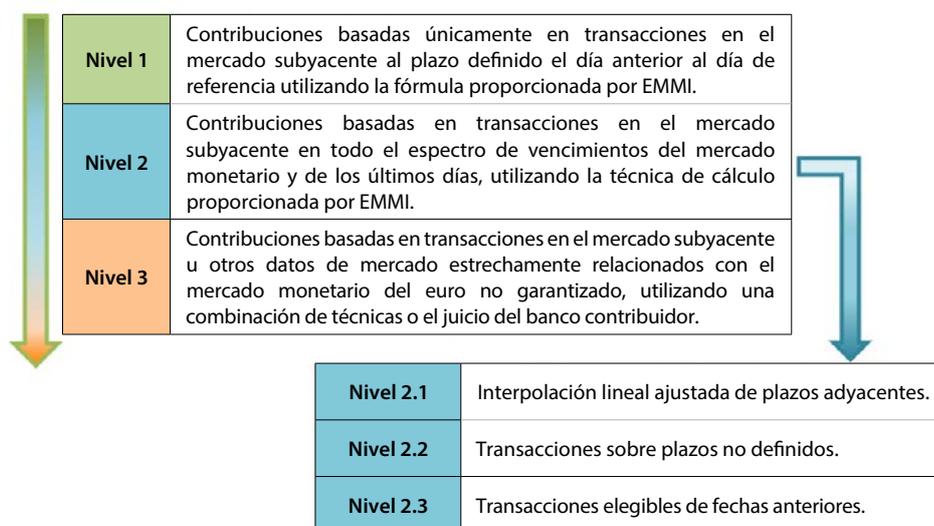
caso de que en un día el contribuidor no tenga operaciones de nivel 1, puede activar el nivel 2 aportando operaciones elegibles en todo el espectro de vencimientos del mercado monetario utilizando unas fórmulas de cálculo proporcionadas por el administrador, como la interpolación lineal entre plazos adyacentes. Si el nivel 2 tampoco resultara posible, los bancos pasarían al nivel 3 en su contribución.

El sistema de cálculo de las contribuciones según el nivel 3 ha sido definido individualmente por cada banco, lo que permite reflejar sus circunstancias particulares referidas a su modelo de negocio y condiciones de financiación y de liquidez. Sin embargo, el sistema de cada banco debe respetar el marco general aprobado por el administrador y, en concreto, debe tener en cuenta los datos procedentes de operaciones en el mercado subyacente no consideradas en los niveles 1 y 2 u otros datos de mercados estrechamente relacionados con el mercado monetario en euros no garantizado. Las contribuciones según el sistema de nivel 3 también deben cumplir con unos controles de coherencia definidos por el administrador.

Además, los contribuidores están sujetos a los requisitos de control que establece el artículo 16 de BMR y sus sistemas de determinación de las contribuciones están sometidos a diversos procesos de control interno y de auditoría externa y a la supervisión de su autoridad competente.

Cascada de contribuciones de la metodología del Euribor

CUADRO 7



Fuente: EMMI y elaboración propia.

Esta adaptación ha permitido mejorar la metodología del Euribor para continuar midiendo el mismo interés subyacente, pero de una manera mucho más precisa y cumpliendo con la normativa europea. El fortalecimiento de su entorno de gobernanza y control y de su transparencia ha posibilitado que el índice haya obtenido la autorización⁶¹ conforme a BMR de la FSMA belga, siguiendo el consejo positivo del Colegio de Supervisores, con fecha 2 de julio de 2019.

61 FSMA (2019).

A diferencia de la situación del Libor, la continuidad del Euribor ha sido posible gracias a la modificación de su metodología de cálculo, que ha demostrado su solidez y credibilidad durante la crisis generada por la pandemia del COVID-19. Como se analiza en el siguiente epígrafe, el Euribor en su configuración actual tiene un papel importante en la transmisión de las decisiones de política monetaria y refleja las condiciones de financiación del mercado, incluso en circunstancias difíciles, lo que corrobora la solidez de la metodología de cálculo del índice y, en particular, la solidez de las contribuciones de nivel 3.

Recientes manifestaciones públicas de ESMA confirman su intención de apoyar la continuidad del Euribor, siguiendo por tanto un camino divergente al del Libor⁶², al reconocer que la metodología híbrida del Euribor es robusta, resistente, transparente y que sigue midiendo el mismo interés subyacente, es decir, el coste de financiación mayorista de los bancos en el mercado monetario no garantizado⁶³.

7.3.4 Comportamiento del índice conforme a la nueva metodología

La adaptación metodológica del índice a la normativa europea se realizó de forma progresiva a lo largo de 2019, con una incorporación escalonada de las entidades para evitar un ajuste brusco en su determinación y minimizar los riesgos operativos y tecnológicos que hubiera generado una adhesión simultánea de todos los bancos.

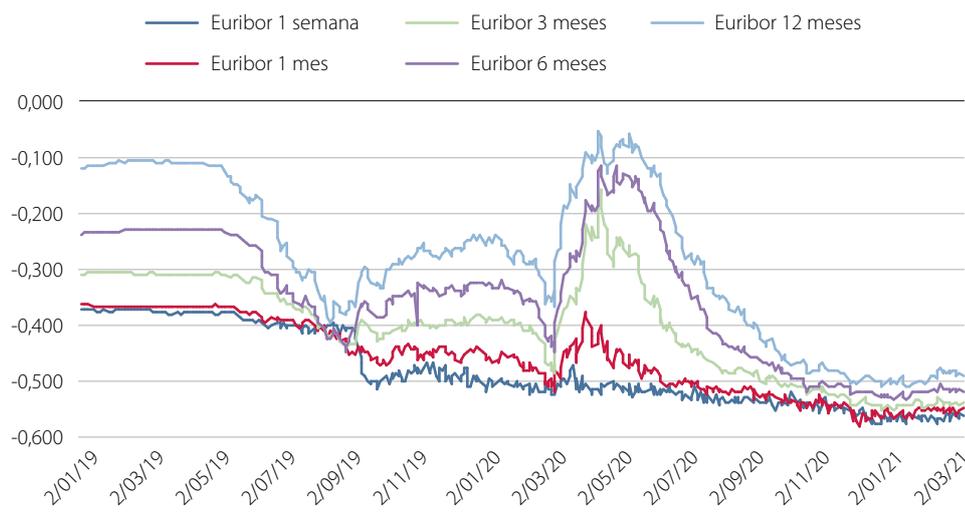
Como se aprecia en el gráfico 5, a partir de mediados de 2019 se produce un cambio de tendencia en el índice, acorde con la situación del mercado que representa. Durante ese periodo existía cierta incertidumbre económica y financiera debida, entre otros factores, a las tensiones en el comercio mundial, las vulnerabilidades mostradas por algunas economías emergentes y las dudas sobre el *brexít*. Estos factores conllevaron un cambio en los discursos de los principales bancos centrales del mundo y, en especial, del BCE, que en su reunión de junio de 2019 ya alertaba de un retraso en el incremento de los tipos de interés, explicando así la tendencia bajista iniciada durante el mes de mayo por el Euribor.

62 «I can clearly state that, as of today, the discontinuation of EURIBOR is not part of our plans. So, ahead of us there are diverging paths for Libor and Euribor». Steven Maijor, presidente de ESMA (2020a).

63 «Thanks to the hybrid methodology, Euribor was able to properly navigate the turbulent waters of 2020. During this challenging period, Euribor has been reacting smoothly to monetary decisions by the ECB, playing its role in the monetary transmission mechanism for the euro area. Also, between the first and second quarter of this year the underlying market of Euribor experienced a temporary liquidity reduction, but the hybrid methodology was able to cope with these adverse circumstances». Steven Maijor, presidente de ESMA (2020b).

Evolución del Euribor desde 2019

GRÁFICO 5



Fuente: Datos del índice publicados por EMMI y elaboración propia.

Como se ha señalado, el Euribor tiene como fin reflejar el coste de financiación mayorista no colateralizada de las entidades de crédito europeas. Este coste se ve directamente afectado por las decisiones y las expectativas en materia de política monetaria del BCE, por lo que el hecho de que el Euribor fuera capaz durante su fase transitoria de reflejar el contexto financiero y las expectativas de actuación del BCE sobre los tipos de interés evidencia no solo la representatividad del índice sino también la solidez de su metodología de cálculo, así como el éxito de la reforma.

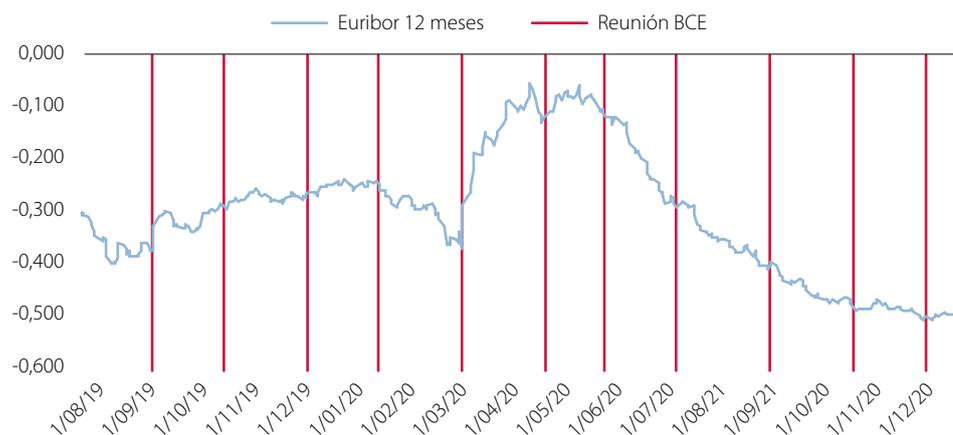
La reacción del Euribor tras la mayoría de las reuniones celebradas por el Consejo de Gobierno del BCE⁶⁴ es fiel reflejo del papel del índice para facilitar la transmisión a la economía real de las decisiones de política monetaria. El gráfico 6 muestra la relación entre la evolución del Euribor a 12 meses y las fechas de las reuniones del BCE, pudiendo destacarse algunos ejemplos:

- La reunión del 12 de septiembre de 2019, a partir de la cual se produce un rápido ajuste del Euribor, tras el anuncio de un cambio en la remuneración de las reservas que las entidades mantenían en el BCE⁶⁵.
- Antes de la reunión celebrada el 12 de marzo de 2020⁶⁶, el mercado esperaba por parte del BCE una actuación similar a la realizada por otros bancos centrales para hacer frente a las consecuencias del COVID-19. No obstante, al no introducirse ninguna novedad en la política monetaria, se produjo un rápido ajuste en las expectativas, lo que generó un incremento del Euribor.

64 Las decisiones de política monetaria del BCE las toma su Consejo de Gobierno, que se reúne cada seis semanas para tal fin.

65 BCE (2019d).

66 BCE (2020b).



Fuente: EMMI, BCE y elaboración propia.

El Euribor contiene un componente de riesgo de crédito que puede observarse a través del diferencial entre el Euribor 3 meses (el más utilizado en el mercado mayorista) y la cotización de los *overnight interest swaps* vinculados al Eonia o al €STR para el mismo plazo. La fuerte correlación entre el diferencial expuesto anteriormente y el iTraxx Europe Senior Financials Series 31 Version 2 —en torno a un 75 % durante el periodo analizado (diciembre de 2019 a marzo de 2021)— muestra no solo la alta capacidad del Euribor para reflejar la política monetaria, sino también como indicador de la confianza entre las distintas contrapartes.

Durante los peores momentos de la crisis generada por la pandemia del COVID-19, el Euribor ha continuado publicándose diariamente sin incidencias. En este contexto de pandemia mundial, dos elementos podrían haber suscitado incertidumbre sobre el índice. En primer lugar, la situación de los contribuidores, ya que la totalidad o la gran mayoría de sus empleados trabajaban a distancia como consecuencia de las medidas adoptadas para frenar el virus y dicho modo de trabajo se adoptó en la gran mayoría de casos de forma repentina. En segundo lugar, otro factor que podría haber generado incertidumbre sobre el índice es la reducción de las operaciones en el mercado monetario no garantizado, en especial para los plazos más largos, como consecuencia de las medidas adoptadas por parte de los bancos centrales.

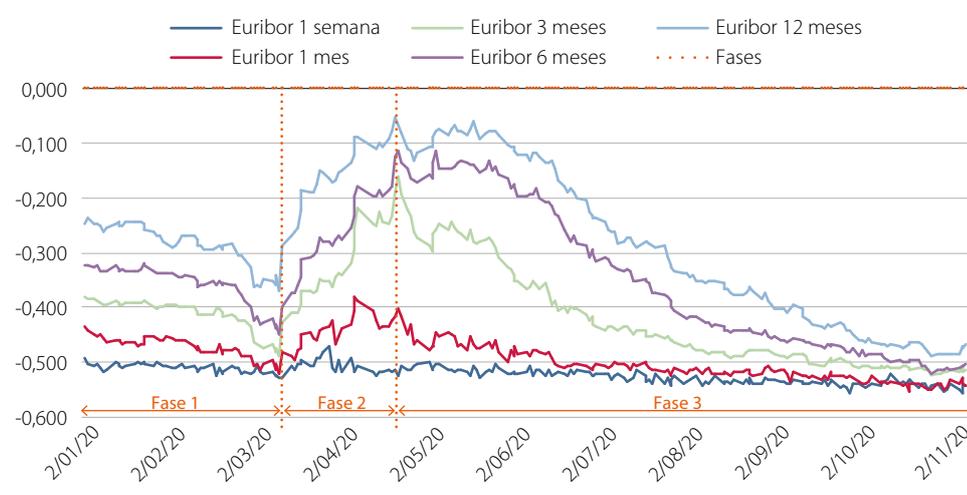
Sin embargo, los dos elementos anteriores no tuvieron incidencia alguna, ya que, por un lado, los sistemas de control y los planes de contingencia de los contribuidores funcionaron eficazmente. Por otro lado, el Euribor continuó reflejando correctamente no solo las tensiones del mercado, sino también las expectativas existentes sobre las decisiones de política monetaria. Durante esta crisis se pueden distinguir las siguientes tres fases en la evolución del índice:

- **Fase 1 o fase bajista (desde el 30 de enero hasta el 12 de marzo de 2020):** a consecuencia de la expansión mundial del COVID-19, distintos bancos centrales anuncian rebajas de tipos de interés para suavizar el impacto financiero derivado de la pandemia. Esto alienta una expectativa de que el BCE actúe en la misma dirección, sin embargo, dicho anuncio no tiene lugar y da origen a la segunda fase.

- **Fase 2 o fase alcista (desde el 12 de marzo hasta el 22 de abril de 2020):** este periodo se origina como consecuencia de una readaptación de las perspectivas del mercado, de un incremento del riesgo país y de un aumento del riesgo de crédito bancario, como muestra la evolución del índice iTraxx en el gráfico 8.
- **Fase 3 o fase de corrección del Euribor (desde el 22 de abril de 2020 hasta la fecha de publicación):** tras el anuncio por parte del BCE de una relajación en su política de colaterales, se produce una disminución en las primas de riesgo de los Estados miembros de la zona euro y una reducción en la cotización de los CDS de los bancos del panel. Todo ello repercute en una reducción del Euribor, que marca un nuevo mínimo histórico el día 7 de septiembre. Desde dicho anuncio se produce una caída continuada, acelerada tras el anuncio del acuerdo adoptado el día 21 de julio por el Consejo Europeo sobre el fondo de recuperación europeo⁶⁷.

Evolución del Euribor durante la crisis del COVID-19

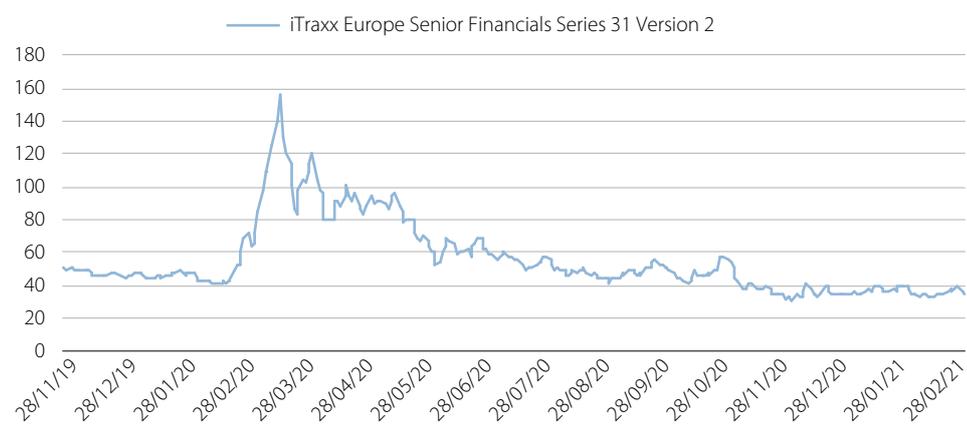
GRÁFICO 7



Fuente: EMMI y elaboración propia.

Evolución del índice iTraxx Europe Senior Financials Series 31 Version 2

GRÁFICO 8



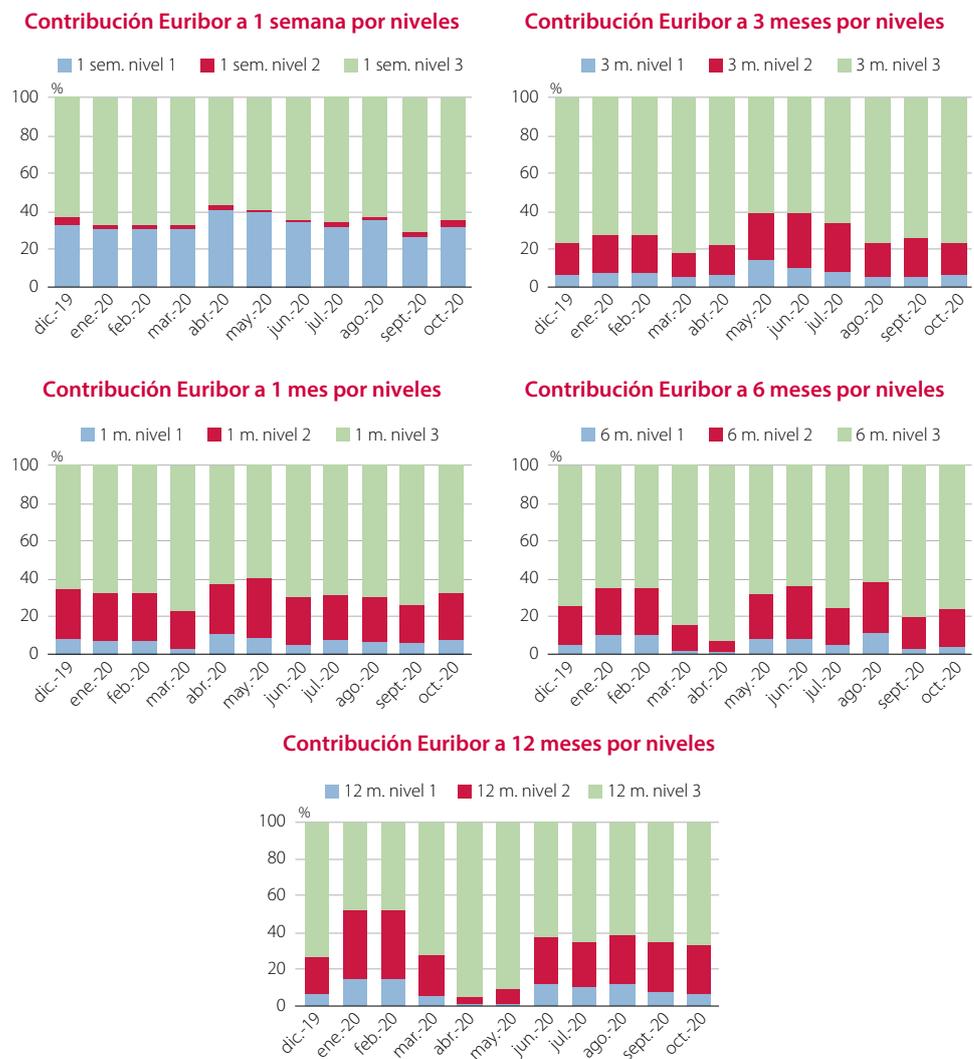
Fuente: Datos tomados de Reuters y elaboración propia.

67 Un análisis completo de los factores determinantes de la evolución del Euribor durante 2020 puede encontrarse en Amor (2021).

Durante los meses centrales de la crisis del COVID-19, marzo y abril de 2020, como se muestra en el gráfico 9, el peso de las contribuciones por nivel 3 ha sido bastante elevado, debido a la drástica reducción de las operaciones de mercado, sobre todo en los plazos más largos. Esta mayor dependencia del nivel 3 disminuye a partir de mayo de 2020, en línea con la recuperación del número y del volumen de transacciones en el mercado subyacente.

Evolución de la composición del índice por tipo de contribuciones

GRÁFICO 9



Fuente: EMMI. Euribor Transparency Indicators Reports, diciembre de 2019 a octubre de 2020 y elaboración propia.

Puede afirmarse, para concluir, que en todo momento durante la crisis del COVID-19, el Euribor ha continuado publicándose con regularidad y, aun cuando durante los meses de mayor tensión la composición del índice pasó a estar basada fundamentalmente en contribuciones de nivel 3, su evolución ha seguido reflejando las decisiones de política monetaria y la percepción del mercado sobre el riesgo de crédito y liquidez, aspectos ambos que se esperan de un índice basado en criterios de mercado⁶⁸.

68 La web de EMMI ofrece información completa sobre la metodología de cálculo y publica periódicamente indicadores sobre el uso de cada nivel de la metodología híbrida, los volúmenes de operaciones que

Recientemente EMMI ha publicado el resultado de la primera revisión anual de la metodología del Euribor⁶⁹, de conformidad con la prescripción del reglamento. Concluye que el índice sigue siendo sólido, resistente y representativo de su mercado subyacente. Además, identifica cuatro ajustes no materiales pero que contribuirán a mejorar la solidez del índice, a aumentar el peso de las contribuciones de nivel 1 y de nivel 2 (disminuyendo las de nivel 3), y a mejorar la capacidad de respuesta del índice a los eventos de mercado⁷⁰.

7.4 Solidez de los contratos. *Fallback* del Euribor y trabajo de ISDA

Una de las prioridades para ESMA, como nueva autoridad supervisora del Euribor, será la solidez de los contratos de los productos financieros que hacen referencia al Euribor⁷¹, lo que exige la incorporación en todos ellos de disposiciones de reserva (*fallback clauses*) efectivas para contemplar el cese o la posible desaparición del índice, tal y como exige la regulación europea⁷², a fin de garantizar la continuidad de los contratos en el improbable escenario de interrupción del Euribor, aumentando la seguridad jurídica y minimizando los riesgos de frustración y litigiosidad.

Por ello, el grupo de trabajo sobre euroRFR continúa dedicado a la identificación de tasas de respaldo (*fallback rates*) para el Euribor basadas en tipos a plazo determinados a partir del €STR⁷³. Recientemente el grupo ha realizado una consulta pública sobre posibles tasas de respaldo para productos de contado como préstamos, depósitos, instrumentos de deuda, titulaciones y fondos de inversión. El objetivo de la consulta es identificar la tasa más adecuada por producto, la metodología para calcular el diferencial que habría que ajustar para evitar una posible transferencia de valor si se activase la reserva y las convenciones del mercado que deben utilizarse para calcular la tasa a plazo compuesta basada en el €STR.

respaldan el cálculo y la distribución por sectores de las contrapartes de dichas operaciones, todo ello desglosado por plazos.

69 EMMI (2021a).

70 Los ajustes, acordados con los bancos del panel, son los siguientes:

- Reducir el umbral del tamaño mínimo para las transacciones elegibles de 20 millones de euros a 10 millones de euros.
- Incluir la liquidación T + 3 entre las transacciones elegibles.
- Aumentar en un día el periodo retroactivo de las contribuciones históricas utilizables de nivel 1.
- Renovación de los futuros trimestrales del Euribor utilizados para ajustar las contribuciones históricas en un día objetivo.

71 Esta referencia puede encontrarse en ESMA (2020b).

72 Al igual que ocurre con los demás índices de referencia autorizados conforme al reglamento europeo, todos los nuevos contratos celebrados a partir del 1 de enero de 2018 deben incorporar determinadas cláusulas de reserva (*fallback provisions*) para contemplar el cese o la posible desaparición del índice, tal y como exige el artículo 28.2 de BMR.

73 En noviembre de 2019, el grupo de trabajo publicó un informe con recomendaciones de alto nivel para las disposiciones de reserva en los contratos de contado y de derivados que hacen referencia al Euribor. En ese momento, en espera de orientación adicional del grupo de trabajo o las autoridades reguladoras, se recomendaba a los participantes del mercado considerar la inclusión de un lenguaje genérico en sus disposiciones de respaldo que, al menos, contemplase la designación futura de sustitutos. Working Group on Euro Risk Free Rates (2019b).

El Euribor es, por definición, un índice prospectivo, en el sentido de que se calcula para diferentes plazos fijándose al inicio de estos periodos, por lo que incorpora las expectativas de evolución de los tipos intradiarios en dichos periodos. Además, refleja el riesgo de contraparte bancario relacionado con esos plazos. Por ello, la tasa libre de riesgo, al carecer del componente de riesgo por plazo y por crédito, no podría actuar como un sustitutivo del Euribor sin más ajuste.

El grupo de trabajo ha venido analizando diferentes metodologías para construir una estructura temporal a partir del índice libre de riesgo intradiario, el €STR, equivalente a la actual estructura de tipos Euribor. Esta metodología requiere incorporar tres componentes: plazo, expectativas y riesgo de crédito.

Para ello, el grupo ha manejado dos posibles convenciones: el enfoque retrospectivo o *backward-looking*, basado en la utilización de datos históricos en términos medios, y el enfoque prospectivo o *forward-looking*, que utiliza el mercado de derivados para reflejar las expectativas sobre la evolución del tipo libre de riesgo durante el próximo periodo.

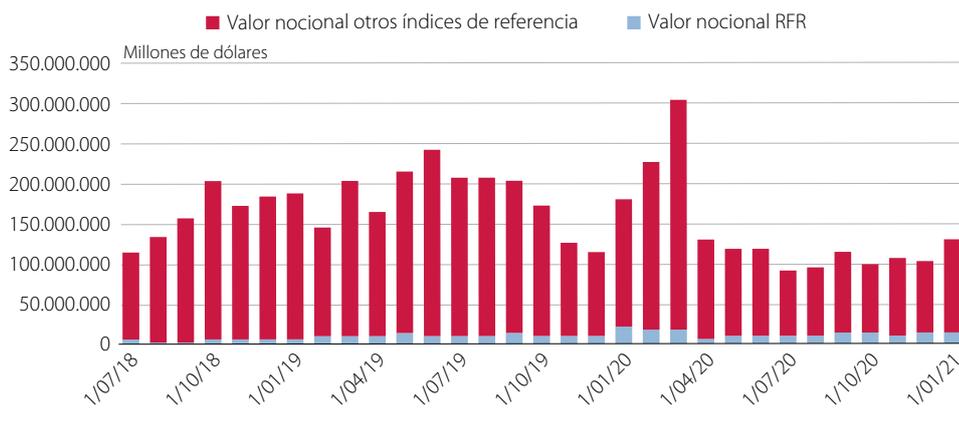
El enfoque retrospectivo tiene a su favor la simplicidad para su cálculo a partir del tipo *overnight*, que, en principio, parece adecuado para contratos de derivados, pero conlleva problemas de ajuste operativo y contable para las entidades.

Sin embargo, para gestionar el riesgo de activos y pasivos, los intermediarios financieros pueden seguir necesitando tasas de referencia que reflejen sus costes marginales de financiación y expectativas. El enfoque prospectivo, que se considera más apto para contratos e instrumentos de contado, plantea el problema de que requiere un mercado de derivados profundo y líquido que sirva como base de cálculo. Pero los mercados de derivados basados en RFR están todavía lejos de ser lo suficientemente líquidos. Además, la liquidez de los derivados suele verse muy resentida en momentos de crisis, como demuestran las recientes tensiones vividas con motivo del COVID-19.

El indicador ISDA-Clarus RFR⁷⁴, que mide el grado de actividad global en derivados referenciados a tasas libres de riesgo, solo alcanzó el 10 % durante enero de 2021. En términos de volúmenes notariales negociados, el porcentaje de instrumentos vinculados a RFR representó en enero de 2021 un 11,8 % del volumen total de instrumentos derivados referenciados a tipos de interés, mientras que al cierre de 2020 dicha proporción fue del 13,3 %.

En el conjunto del año 2020, el indicador ISDA-Clarus RFR mostró un grado de adopción de RFR del 7,6 %, frente a un 4,6 % del año anterior. La actividad de negociación en términos de volúmenes notariales fue del 8,8 % del total, frente a un 5,4 % en 2019.

74 Este indicador ha sido diseñado para monitorear cuánta actividad de negociación de derivados se realiza en tipos libres de riesgo en los mercados de derivados de tipos de interés compensados. La definición completa de este indicador puede encontrarse en *ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator White Paper*.



Fuente: ISDA (2021a).

Como muestra el gráfico 10, estas cifras indican una adopción todavía muy escasa de los nuevos RFR y unos mercados de derivados muy poco líquidos en comparación con las cifras que siguen arrojando los índices tradicionales. Por ello resulta difícil anticipar cuándo será posible disponer de tasas prospectivas sólidas.

En el caso de los derivados vinculados al €STR, se espera que, una vez que el Eonia haya desaparecido definitivamente a partir de enero de 2022, toda la liquidez que actualmente concentra este índice pase al €STR, como se comenta en el epígrafe 7.2 de este artículo.

El grupo de trabajo ha realizado un completo análisis de los pros y contras de cada una de las metodologías y sus variaciones, así como de su viabilidad y aplicabilidad a distintos tipos de productos financieros, teniendo en cuenta una serie de criterios y considerando las recomendaciones formuladas por el FSB, el trabajo realizado por ISDA para el desarrollo de cláusulas de respaldo en contratos de derivados extrabursátiles y las recomendaciones de los grupos de trabajo de tipos libres de riesgo en otras jurisdicciones.

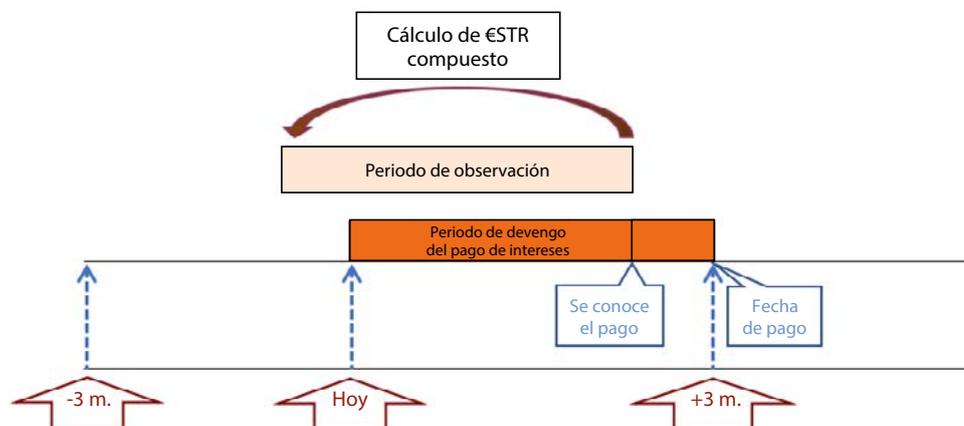
De acuerdo con sus conclusiones, el grupo de trabajo estima que, para los participantes del mercado más sofisticados que operan a nivel mundial, la tasa de respaldo del Euribor más apropiada estaría basada en una metodología retrospectiva⁷⁵ utilizando un promedio compuesto⁷⁶ y dentro de las posibles alternativas, las conocidas como *lookback period* (véase ilustración 2) o *last reset* (véase ilustración 3). Sin embargo,

75 El FSB en su Guía sobre uso de las tasas libres de riesgo (FSB (2019)) recomienda el uso generalizado de índices libres de riesgo, incluso en instrumentos y contratos de contado. Para contratos de contado recomienda su uso como promedio en un periodo determinado (ya sea en convención simple o compuesta), lo que permite ajustar la frecuencia de los pagos (en determinados contratos no tiene sentido el pago o la revisión diaria del tipo de interés aplicable) al tiempo que se suavizan las fluctuaciones idiosincrásicas diarias, es decir, se reduce la volatilidad, sin dejar de reflejar por ello los movimientos del mercado. Las medidas adoptadas por ISDA en sus Definiciones de 2006 y en el Protocolo de ISDA, *IBOR Fall-backs Protocol*, también van en la misma línea que la recomendación del grupo de trabajo.

76 Tal y como propone el BCE en su anuncio sobre la publicación, a partir del 15 de abril de 2021, de una tasa compuesta a distintos plazos calculada a partir del €STR. Esta propuesta y las reglas de cálculo del €STR medio compuesto pueden consultarse en BCE (2021c) y en BCE (2021b).

el grupo de trabajo reconoce que en otros ámbitos menos sofisticados, en los que es necesario conocer la tasa de interés por adelantado⁷⁷, es preciso contar con una tasa de respaldo calculada de forma prospectiva.

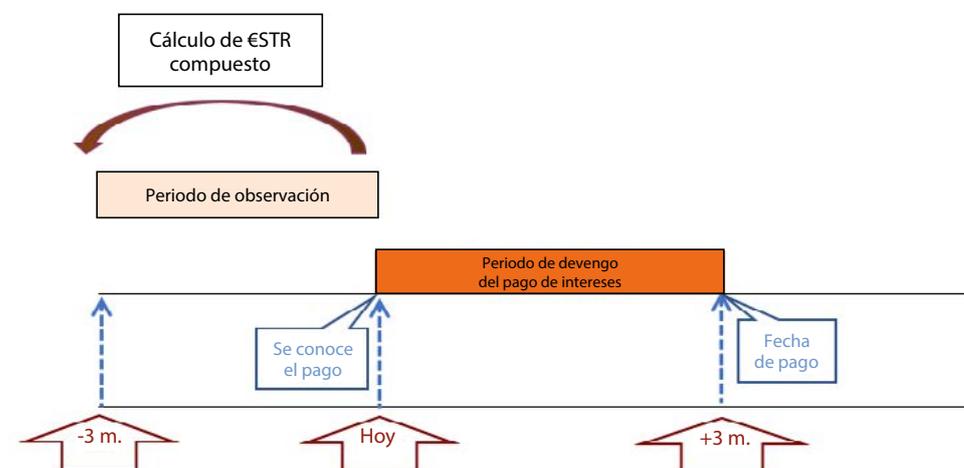
Diagrama de la metodología retrospectiva (modalidad *lookback period*) ILUSTRACIÓN 2



Según esta metodología retrospectiva, el periodo de observación para el cálculo de la tasa de interés comienza y termina un cierto número de días antes del periodo de interés, lo que permite que el pago de intereses pueda calcularse antes de que este finalice. Esta opción es utilizada por ISDA en su *IBOR Fallbacks Protocol*, lo que facilita la cobertura si se usa en operaciones de contado.

Fuente: Working Group on Euro Risk Free Rates (2020b).

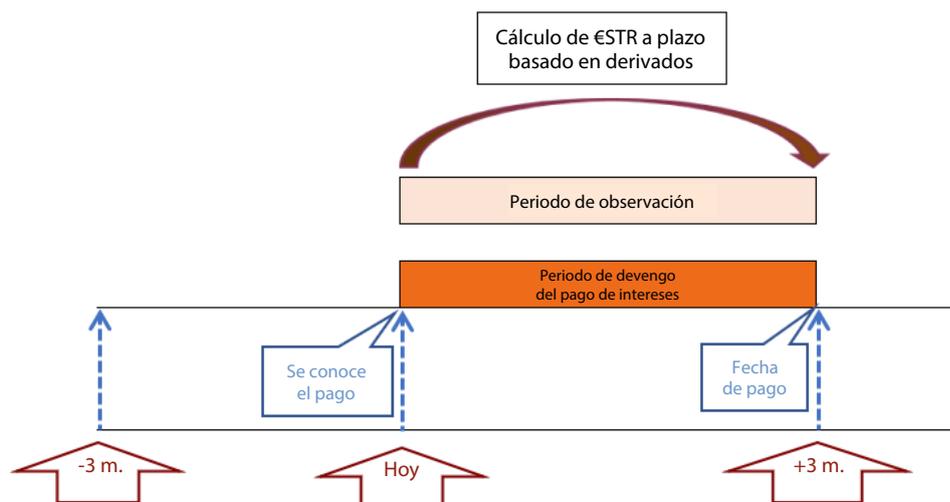
Diagrama de la metodología retrospectiva (modalidad *last reset*) ILUSTRACIÓN 3



Esta es la modalidad más común en metodología retrospectiva cuando es preciso que el prestatario conozca el interés al principio del periodo de pago. No se recomienda para periodos superiores a tres meses, ya que puede generar problemas de cobertura.

Fuente: Working Group on Euro Risk Free Rates (2020b).

77 La legislación española sobre contratos de crédito al consumo (Ley 16/2011, de 24 de junio) exige, de forma similar a lo que ocurre en otros países europeos, que el consumidor deudor conozca por adelantado la tasa aplicable. En el caso de contratos de préstamo hipotecario, el prestamista debe informar al prestatario de cualquier cambio en la tasa de pago con al menos 15 días de antelación a la fecha en que el cambio entre en vigor.



La metodología prospectiva se basa en el mercado de derivados de €STR y refleja las expectativas del mercado sobre la evolución del índice durante el próximo periodo de tipos de interés. Permite calcular y conocer el pago de intereses al inicio del periodo de interés.

Fuente: Working Group on Euro Risk Free Rates (2020b).

En estos casos, el grupo recomienda introducir la tasa prospectiva en los contratos mediante una estructura en cascada incluyendo una tasa retrospectiva adecuada (*lookback period* o *last reset*) como segunda capa de respaldo para mitigar el riesgo de que la metodología prospectiva no estuviera disponible.

Actualmente hay varias iniciativas privadas en curso para calcular y publicar estructuras de plazos prospectivas basadas en €STR. Tanto el proyecto del actual administrador del Euribor, EMMI, junto con el administrador del Libor, IBA, como el proyecto de Refinitiv contemplan una metodología basada en una estructura temporal basada en cotizaciones firmes de OIS obtenidas a través de plataformas de negociación. Estas metodologías coinciden con las que tanto IBA como Refinitiv están utilizando para las tasas prospectivas a plazo basadas en SONIA, que se comentan en la sección 4 de este artículo⁷⁸.

Con el fin de que la tasa de respaldo calculada con las metodologías descritas resulte económicamente equivalente al Euribor en caso de que este dejara de existir, el grupo propone introducir un ajuste calculado a partir de un promedio histórico de diferenciales⁷⁹. Con esta sencilla metodología de ajuste, equivalente a la utilizada por ISDA en el *IBOR Fallbacks Protocol*⁸⁰ y a las propuestas realizadas por los grupos de trabajo de otras jurisdicciones para productos de contado denominados en USD y

78 En la reunión del grupo de trabajo sobre RFR en la zona euro del 18 de febrero de 2021 se presentaron ambos proyectos. Las presentaciones y el acta de la reunión pueden consultarse a través de la sección «Working Group on Euro Risk-Free Rates» de la web del BCE.

79 Las dificultades intrínsecas a la determinación de un diferencial de crédito dinámico aconsejan utilizar un ajuste fijo del diferencial de crédito basado en promedios históricos.

80 En los contratos ISDA, este ajuste fue fijado por Bloomberg el 5 de marzo de 2021, una vez que se produjo el anuncio oficial de cese del Libor. Bloomberg (2021).

GBP que hacen referencia al Libor, se facilita la cobertura y la alineación entre jurisdicciones y entre clases de activos.

Propuestas del grupo de trabajo sobre RFR de la zona euro sobre *fallbacks* según productos

CUADRO 8

Productos ↓	Metodología recomendada en el primer nivel de la cascada	Metodología recomendada en el segundo nivel de la cascada	Diferencial de ajuste
Préstamos corporativos	P/R	R	
Préstamos a consumidores (consumo e hipotecas) y pymes	P	R	
Cuentas corrientes	R	-	
Productos de financiación de comercio	P	R	
Financiación de exportación y transacciones en mercados emergentes	P	R	Promedio de diferencial histórico
Instrumentos de deuda	R	-	
Titulizaciones	P/R	P/R	
Modelo de precios de transferencia	P/R	R	
Fondos de inversión referenciados	P/R	-	

Fuente: Working Group on Euro Risk Free Rates (2020b).

R: enfoque retrospectivo (*backward-looking*).

P: enfoque prospectivo (*forward-looking*).

La consulta pública ha recibido un importante nivel de respuesta por parte de participantes de los mercados financieros y un amplio respaldo en sus planteamientos⁸¹. Se espera que la recomendación final se formalice antes de que acabe el primer semestre de 2021.

8 Respuesta regulatoria a los contratos heredados difíciles

Existe un gran número de contratos e instrumentos referenciados al Libor en todo el mundo que vencen después del 31 de diciembre de 2021, que no contienen disposiciones de reserva suficientemente sólidas para cubrir el cese o la liquidación de este índice y que no pueden renegociarse para incorporar una disposición de respaldo contractual antes de dicha fecha. Son los contratos conocidos como *contratos heredados difíciles* o *tough legacy*.

81 Un resumen de las respuestas a esta consulta puede encontrarse en BCE (2021a), publicado en la sección «Working Group on Euro Risk-Free Rates» de la web del BCE.

Para evitar que, llegado el momento del cese del índice, estos contratos pudieran verse afectados por una frustración contractual y litigiosidad que podría perturbar significativamente el funcionamiento de los mercados financieros, se han arbitrado en diferentes jurisdicciones soluciones para garantizar el funcionamiento ordenado continuo de estos contratos e instrumentos, que se refieren a deuda, préstamos, depósitos a plazo, valores y derivados, y hacer frente así a los riesgos sistémicos⁸².

En la Unión Europea se ha aprobado una modificación del Reglamento de índices de referencia (*BMR Review*⁸³) para introducir un mecanismo que permita a la Comisión Europea designar un tipo sustitutivo legal, a partir de las recomendaciones formuladas por los grupos de trabajo específicos sobre índices alternativos, que será de aplicación a todos los contratos e instrumentos financieros que no contengan un índice sustituto aplicable con carácter permanente y estén sujetos a la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea. De este modo se garantizaría la continuidad de estos contratos en un marco de seguridad jurídica.

Asimismo, esta nueva legislación contempla la posible sustitución legal de índices de referencia en contratos con disposiciones de reserva, pero en los que la aplicación de estas pusiera en peligro la estabilidad financiera y conllevara una perturbación del mercado en un Estado miembro. El recuadro 1 contiene una sinopsis de las modificaciones que introduce *BMR Review*.

Modificación de BMR con motivo de la desaparición del Libor

RECUADRO 1

La reciente modificación de BMR (publicada el pasado 12 de febrero de 2021), que ha sido negociada y aprobada en un tiempo récord, contiene cuatro bloques relevantes de modificaciones:

i) Mecanismo de sustitución legal en todo tipo de contratos de un índice de importancia sistémica en caso de que desaparezca.

El final del periodo transitorio de aplicación de la normativa europea en el Reino Unido a partir del 31 de diciembre de 2020 (como consecuencia de los acuerdos sobre el *brexit*) conlleva que el Libor deje de ser considerado índice crítico conforme a BMR. Este hecho, unido a que el Libor desaparecerá o dejará de poder utilizarse a partir de finales de 2021 (en caso del Libor USD, junio de 2023) ha motivado que las autoridades de la Unión Europea hayan puesto en marcha reformas para dar una solución legal a los contratos heredados difíciles (*tough legacy*), esto es, aquellos que venciendo más allá de 2021 (o, en su caso, 2023) no puedan ser modificados para sustituir el índice o para incluir una cláusula de respaldo adecuada.

82 En Gómez-Yubero (2020) puede encontrarse un análisis de las dificultades en la transición de contratos existentes (*tough legacy*).

83 Reglamento (UE) 2021/168 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de febrero de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo que respecta a la exención de determinados índices de referencia de tipos de cambio al contado de terceros países y a la designación de índices sustitutivos de determinados índices de referencia en caso de cesación, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

La modificación de BMR aprobada en la Unión Europea otorga a la Comisión Europea la facultad de designar un índice sustituto (a partir de las recomendaciones de los grupos de trabajo impulsados por los bancos centrales) que reemplace al índice que cesa en todos los instrumentos y contratos que no contengan un índice sustituto aplicable con carácter permanente. La sustitución será aplicable a todo tipo de instrumentos y contratos sujetos a la leyes de un Estado miembro de la Unión Europea y a aquellos entre partes europeas que estén sujetos a legislación de terceros Estados que no contengan un mecanismo equivalente para afrontar la desaparición del índice.

Esta sustitución también podrá aplicarse en aquellos contratos en los que los índices subyacentes, aun teniendo índices sustitutivos de aplicación permanente, ya no reflejen, total o significativamente, el mercado subyacente o la realidad económica que se pretende medir con el índice cesante, lo que podría conllevar un impacto adverso en la estabilidad financiera en un Estado miembro, sobre la base de una evaluación de la autoridad competente. En estos casos, también deben cumplirse dos requisitos adicionales que tratan de preservar el principio de libertad de pactos en los contratos: i) que una de las partes del contrato objete a su aplicación y ii) que las partes no se hayan puesto de acuerdo en otra tasa alternativa.

La autoridad que determina el impacto negativo podría ser una autoridad macroprudencial o consejo de riesgo sistémico, o un banco central. Su designación debe comunicarse a la Comisión Europea y a ESMA en los seis meses siguientes a la aprobación del reglamento.

Este mecanismo será de aplicación en caso de desaparición de un índice crítico o de importancia sistémica, por lo que también resultaría aplicable en una eventual desaparición del Euribor. Esto garantizaría la continuidad de los contratos que no contengan sustitutos adecuados y evitaría un impacto negativo en el funcionamiento de los mercados y en la estabilidad financiera.

ii) Ampliación del periodo transitorio aplicable a índices de terceros países.

Se extiende hasta diciembre de 2023 el plazo para que los índices de referencia de terceros países puedan ser utilizados por las entidades supervisadas de la Unión Europea antes de obtener la decisión de equivalencia de la Comisión Europea (artículo 30 de BMR) o los acuerdos de reconocimiento y validación a los que se refieren los artículos 32 y 33 de BMR. No obstante, se faculta a la Comisión Europea para ampliar dicho plazo mediante un acto delegado por un máximo de dos años si, tras el análisis que debe presentar antes de junio de 2023, se demuestra que el plazo previsto es perjudicial o representa una amenaza para la estabilidad financiera en la Unión Europea.

Esta ampliación ha sido una demanda generalizada por parte de la industria financiera europea a fin de evitar una desventaja competitiva en los mercados mundiales y, al mismo tiempo, permitir que los responsables políticos lleven a cabo una revisión exhaustiva del actual régimen de terceros países en el marco de BMR.

En efecto, el régimen de terceros países previsto en BMR no ha resultado tan eficaz como se preveía ya que, por un lado, los acuerdos de equivalencia no son una

alternativa viable, pues la gran mayoría de las jurisdicciones no pertenecientes a la Unión Europea no ha introducido una regulación equivalente a BMR. Cuando se ha adoptado alguna regulación, esta generalmente solo cubre índices de referencia de tipos de interés de importancia sistémica y, ocasionalmente, índices de referencia de divisas. Por otro lado, tampoco el mecanismo de reconocimiento ni el de aprobación han resultado eficaces para este fin, debido a la complejidad y al elevado coste que supone, para muchos administradores de índices de terceros países que se suministran de manera gratuita, llegar a acuerdos con entidades de la Unión Europea dispuestas a asumir la función de vigilancia que exige BMR.

iii) Exclusión de BMR de determinados índices de divisa no convertible.

Relacionado también con la expiración del plazo transitorio de índices de terceros países y con el fin de evitar perjuicios a empresas que necesitan realizar cobertura de divisas no entregables por restricciones cambiarias existentes en algunos países, se excluyen del ámbito de aplicación de BMR determinados índices de referencia de divisas al contado administrados en terceros países (por entidades diferentes de bancos centrales) cuando no sean libremente convertibles con normalidad. La Comisión Europea publicará en junio de 2023 la lista de índices excluidos, tras la correspondiente consulta pública.

iv) Alivio de los requisitos de colateralización y de compensación centralizada

La reforma de los índices de referencia de tipos de interés ha provocado una serie de iniciativas globales destinadas a eliminar determinados obstáculos a la modificación de los contratos con el fin de sustituir los índices por los nuevos RFR o para incluir cláusulas de respaldo adecuadas. En la Unión Europea BMR exige además, en su artículo 28.2, que las entidades supervisadas reflejen dichas cláusulas en todos sus contratos con clientes, lo que obliga a modificar un número significativo de contratos de derivados referenciados no solo a tipos de interés, sino a otros índices como divisas, materias primas, acciones, crédito y otros.

Con el fin de evitar que los contratos de derivados exentos —de acuerdo con los artículos 4 y 11 de EMIR— de los requisitos de colateralización bilateral o de compensación centralizada pierdan esta exención cuando sean modificados para ajustarse a la reforma, se ha introducido la correspondiente exención en EMIR (mediante un nuevo artículo 13 bis), siguiendo con ello las recomendaciones del FSB y las actuaciones seguidas en otras jurisdicciones como EE. UU., Asia o Australia.

En el Reino Unido y en EE. UU. también se están considerando soluciones legislativas al problema del *tough legacy*. El Gobierno del Reino Unido ha anunciado su intención de promover una legislación que facultaría a la FCA para proteger a aquellos que no puedan modificar sus contratos, instando al administrador del Libor a modificar la metodología de cálculo con el fin de permitir su uso en estos contratos por un periodo de tiempo limitado a 10 años⁸⁴. El cambio metodológico, que se realizaría solo para determinados plazos y monedas, sería similar al

84 HM Treasury (2020).

operado en el Eonia (que actualmente se calcula como €STR más un diferencial de 8,5 puntos básicos); es decir, partiendo de las tasas libres de riesgo elegidas por cada área de moneda, ajustando por el plazo del contrato y con un diferencial que recoja el margen de crédito. Esta solución, conocida como *tracking benchmark approach* o Libor sintético, solo podría utilizarse en los contratos heredados, pero no en nuevos contratos.

Coincidiendo con el anuncio oficial de cese del Libor que se produjo el 5 de marzo de 2021, la FCA ha informado de su intención de considerar la publicación de un Libor sintético que se podría calcular con una metodología prospectiva a partir de las versiones a plazo (*term rate*) de los correspondientes RFR (SONIA, TONAR, SOFR) más el diferencial de ajuste fijado en el *IBOR Fallbacks Protocol* de ISDA. La metodología sintética se aplicaría a los siguientes plazos y divisas:

- Libor GBP: 1, 3 y 6 meses, por un tiempo a determinar.
- Libor JPY: 1, 3 y 6 meses, por 1 año adicional.
- Libor USD: 1, 3 y 6 meses, por un tiempo a determinar.

En EE. UU., el grupo de trabajo del ARRC ha propuesto una legislación similar al nuevo marco aprobado en la Unión Europea, es decir, la designación legal de un índice sustitutivo para los contratos que carezcan de *fallbacks* adecuados.

Estas soluciones son, por ahora, proyectos en fase de consulta o de negociación, por lo que habrá que esperar a que las correspondientes normas se aprueben. Sin embargo, el tiempo es esencial y es importante que estas soluciones progresen rápidamente, como ya ha ocurrido en la Unión Europea.

Aunque hubiera sido deseable una línea de actuación más coordinada en todas las jurisdicciones que evite incertidumbre legal para contratos entre partes pertenecientes a diferentes jurisdicciones, es poco probable que ocurra debido a la dificultad de identificar una solución única válida para todo tipo de circunstancias y productos en efectivo y derivados. Por ello, los participantes de los mercados deben continuar sus esfuerzos para alejarse activamente del Libor antes de que finalice 2021, siendo conscientes de que puede haber soluciones legislativas que brinden alivio para algunos productos heredados, pero no para todos.

9 Conclusiones y siguientes pasos

El anuncio oficial de cese del Libor ha marcado un hito definitivo para la conclusión de las reformas de los tipos de interés de referencia que se iniciaron hace casi una década. El tiempo que resta hasta la desaparición del índice es corto, pero el camino no está exento de dificultades.

Los grupos de trabajo anglosajones tienen entre sus objetivos primordiales el facilitar que la transición del Libor a SONIA y SOFR se materialice a lo largo de 2021 y, en el caso del dólar, antes de junio de 2023. La presión regulatoria es creciente para

asegurar que se cumplen las mejores prácticas y los calendarios de adaptación recomendados por los bancos centrales y por las autoridades financieras internacionales.

Sin embargo, la transición es particularmente compleja, ya que constituye un cambio de paradigma para los mercados, que implica la definición de nuevos productos, la modificación y renegociación de los existentes y la solución de aspectos legales, contables, tecnológicos, operativos y fiscales en algunos casos.

Además, la necesidad de crear un mercado líquido para los índices libres de riesgo y convenciones de mercado homogéneas entre jurisdicciones supone una dificultad añadida para el desarrollo de los planes de transición.

A diferencia de la vía rupturista por la que se ha optado en el ámbito anglosajón, la solución de la zona euro es menos perturbadora, ya que no se contempla, al menos a medio plazo, la desaparición del Euribor. Al contrario, la reforma de su metodología y de su entorno de control han permitido que sea autorizado conforme a la nueva normativa. La crisis provocada por el COVID-19 ha supuesto una dura prueba que el índice ha superado con éxito, lo que corrobora su fortaleza, el acierto en la reforma de su metodología y la confianza que los usuarios pueden depositar en el índice.

No obstante, es preciso también insistir en la conveniencia de desarrollar mercados alternativos, en este caso, el mercado vinculado al €STR, para que existan suficientes opciones que permitan reducir la excesiva dependencia de los índices tradicionales, tal y como recomendaba el FSB en su informe de 2014. El desarrollo de los mercados vinculados al €STR es todavía reducido, tanto en emisiones de instrumentos como en derivados. Se espera que, con la desaparición del Eonia, la liquidez pase automáticamente al €STR y esto, a su vez, facilitará el desarrollo de *fallbacks* adecuados para el Euribor basados en metodología prospectiva.

En definitiva, el horizonte que se presenta en el mundo de los tipos de referencia basados en mercados monetarios no garantizados en la zona euro se caracteriza por la coexistencia de diversos tipos de índices: Euribor, €STR y sus derivados basados tanto en metodología retrospectiva como prospectiva, lo que ofrecerá diferentes alternativas a los usuarios, mejor cobertura legal de los contratos e instrumentos, y la eliminación de la concentración en un solo índice y, por tanto, la reducción de los riesgos que suponía la excesiva concentración en los índices interbancarios en su formato anterior.

Culminar este proceso requerirá, tal y como se ha venido haciendo hasta ahora, una intensa acción coordinada de los sectores público y privado.

Referencias y bibliografía

Amor, J.M. (2021). «El nuevo euríbor supera un 2020 complicado». Funcas, *Cuadernos de Información Económica*, n.º 280 (enero-febrero).

Asociación Hipotecaria Española (2020). *Actividad crediticia hipotecaria a junio de 2020*. Octubre.

BCE (2017). *First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate*. Noviembre.

— (2018). *Private sector working group on euro risk-free rates recommends ESTER as euro risk-free rate*. Comunicado de prensa. 13 de septiembre.

— (2019a). *Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR legal action plan*. 16 de julio.

— (2019b). *Report by the working group on euro risk-free rates on the impact of the transition from Eonia to the €STR on cash and derivatives products*. Agosto.

— (2019c). *Euro money market study 2018*. Septiembre.

— (2019d). *Monetary policy decisions*. Nota de prensa. 12 de septiembre.

— (2019e). *Report by the working group on euro risk-free rates on the risk management implications of the transition from Eonia to the €STR and the introduction of €STR-based fallbacks for EURIBOR*. 17 de octubre.

— (2019f). *Report by the working group on euro risk-free rates on the financial accounting implications of the transition from Eonia to the €STR and the introduction of €STR-based fallbacks for EURIBOR*. 5 de noviembre.

— (2020a). *Report by the working group on euro risk-free rates on the transfer of Eonia's cash and derivatives markets liquidity to the €STR*. 19 de febrero.

— (2020b). *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held by means of a teleconference on Wednesday*. 18 de marzo.

— (2020c). *Report on preparations for benchmark rate reforms*. Julio.

— (2021a). *Summary of responses to the public consultation by the working group on euro risk-free rates on €STR-based EURIBOR fallback rates*. 15 de febrero.

— (2021b). *Compounded €STR average rates and index. Calculation and publication rules*. 18 de marzo.

— (2021c). *ECB starts publishing compounded euro short-term rate (€STR) average rates on 15 April 2021*. Nota de prensa. 18 de marzo.

Bloomberg (2021). *IBOR Fallbacks. Technical Notice. Spread Fixing Event for Libor*. 5 de marzo.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2020). *Statement on Libor Transition*. 30 de noviembre.

CNMV (2018). *Aplicación del nuevo Reglamento de Índices de Referencia*. 20 de marzo.

— (2019). *Información al sector acerca del proceso de adaptación de los índices de tipos de interés a la nueva normativa europea sobre índices de referencia*. 30 de julio.

— (2021). *Recomendaciones de la CNMV ante la probable desaparición del índice Libor (y Eonia) a finales de 2021*. 13 de enero.

EMMI. *Euribor Transparency Indicators Reports*. Diciembre de 2019 a octubre de 2020.

— (2013). *Euribor Conflict of Interests Policy*. 26 de septiembre.

— (2018). *Euribor Steering Committee Terms of Reference*. 13 de diciembre.

— (2019a). *Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) withdraws from the Euribor bank Panel*. 7 de enero.

— (2019b). *Benchmark Determination Methodology for Euribor*. 31 de enero.

— (2019c). *Euribor Code of Obligations of Calculation Agent*. 31 de enero.

— (2019d). *Euribor Code of Obligations of Panel Banks (COPB)*. 31 de enero.

— (2019e). *Euribor Governance Code of Conduct*. 31 de enero.

— (2019f). *National Bank of Greece withdraws from the Euribor panel*. 28 de mayo.

— (2020). *76th Steering Committee Meeting minutes*. 18 de marzo.

— (2021a). *Outcome of the first annual review of the hybrid methodology for Euribor*. 2 de febrero.

— (2021b). *Planned cessation of Eonia on 3 January 2022*. 12 de febrero.

ESMA (2020a). «2021: A Defining Moment for The Interest Rates Reform». Discurso de Steven Maijoor, presidente de ESMA. City Week 2020 – Londres. 21 de septiembre.

— (2020b). «A supervisory perspective on the interest rate benchmarks reform». Discurso de Steven Maijoor, presidente de ESMA. ECB Third Roundtable on Euro Risk-Free Rates. 14 de diciembre de 2020.

- (2021). *Report on Trends, Risks and vulnerabilities*. N.º 1, marzo.
- FCA (2017). «The future of Libor». Discurso de Andrew Bailey, director ejecutivo de la FCA. 27 de julio.
- (2020). *Impact of the coronavirus on firms' Libor transition plans*. Marzo.
- (2021). *Announcements on the end of Libor*. 5 de marzo.
- FMI (2020). *World Economic Outlook Database*. Octubre
- FSB (2014). *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*. 22 de julio.
- (2019). *Overnight Risk-Free Rates. A User's Guide*. 4 de junio.
- (2020a). *FSB encourages broad and timely adherence to the ISDA IBOR Fallbacks Protocol*. 9 de octubre.
- (2020b). *Global Transition Roadmap for Libor*. 16 de octubre.
- (2020c). *Reforming Major Interest Rate Benchmarks. 2020 Progress report. The year of transition away from Libor*. 20 de noviembre.
- (2021). *FSB Chair's letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 24 de febrero.
- FSB y BCBS (2020). *Supervisory issues associated with benchmark transition: Report to the G20*. Julio.
- FSMA (2019). *The FSMA authorises EMMI as administrator of the Euribor benchmark*. Nota de prensa. 3 de julio.
- Gómez-Yubero, M.J. (2016). «La regulación de los índices de referencia y la reforma del euríbor». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 31, pp. 9-26.
- (2019). «Modernizando los tipos de interés de referencia». *ASSET Actualidad*. Noviembre.
- (2020). «De índices interbancarios a índices libres de riesgo». Instituto Español de Analistas Financieros, *Análisis Financiero*. Diciembre.
- HM Treasury (2020). *Amendments to the Benchmarks Regulation to support Libor Transition*. Octubre.
- ICE Benchmark Administration (2020). *Consultation on potential cessation*. Diciembre.
- INE (2021). Estadística de hipotecas anuales. Indicadores nacionales. Porcentaje de hipotecas constituidas según tipo de interés, total fincas. Abril.
- IOSCO (2013). *Principles for Financial Benchmarks*. Julio

ISDA (2021a). *ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator*. Enero.

— (2021b). *ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol. List of Adhering Parties*. Abril.

ISDA. *Clarus RFR Adoption Indicator White Paper*.

Khwaja, A. (2021). *2020 CCP Volumes and Market Share in IRD*. Clarus Financial Technology. 13 de enero.

LCH (2019). *LCH's Position in respect of Pre-cessation Triggers in relation to Swap-Clear*. Diciembre.

Schrimpf, A. y Sushko, V. (2019). «Beyond Libor: a primer on the new reference rates». *BIS Quarterly Review*. Marzo.

Working Group on Euro Risk-Free Rates (2019a). *Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the transition path from Eonia to the €STR and on a €STR-based forward-looking term structure methodology*. 14 de marzo.

— (2019b). *High level recommendations for fallback provisions in contracts for cash products and derivatives transactions referencing Euribor*. 6 de noviembre.

— (2020a). *Preparing for the interest rate benchmark reforms and the new risk-free rates. SG7 Communication and Education*. Junio.

— (2020b). *Public consultation by the working group on euro risk-free rates on €STR-based EURIBOR fallback rates*. 23 de noviembre.

Working Group on Euro Risk-Free Rates, BCE, ESMA, Comisión Europea y FSMA (2020). *Statement welcoming the launch by ISDA of its 2020 IBOR Fallbacks Protocol and IBOR Fallbacks Supplement*. 23 de noviembre.

Anexo Panorama global de las reformas sobre los tipos de interés de referencia

Zona geográfica	Divisa	Índice IBOR	Administrador	Índice libre de riesgo	Administrador	Tipo de índice	Enfoque	Estado de la reforma
Zona euro	EUR	Euribor Eonia	EMMI	€STR	Banco Central Europeo	No colateralizado	Multiíndice	Euribor autorizado conforme a BMR Eonia en transición a €STR En curso <i>fallback</i> para Euribor
Reino Unido	GBP	Libor	ICE	SONIA	Banco de Inglaterra	No colateralizado	Índice único	Preparación ante el cese del Libor en curso Desarrollándose un enfoque <i>forward-looking</i>
EE. UU.	USD	Libor	ICE	SOFR	Reserva Federal de Nueva York	Colateralizado	Índice único	Posibilidad de que el cese del Libor USD se retrase a junio de 2023 Desarrollándose un enfoque <i>forward-looking</i> basado en futuros, OIS
Suiza	CHF	Libor	ICE	SARON	SIX Swiss Exchange	Colateralizado	Índice único	Preparación ante el cese del Libor en curso Posible desarrollo de un enfoque <i>forward-looking</i>
Japón	JPY	Libor	ICE	TONA o TIBOR	Japan's Bankers Association	No colateralizado	Multiíndice	Preparación ante el cese del Libor en curso Desarrollándose un enfoque <i>forward-looking</i>
Australia	AUD	BBSV	ASX	AONIA	Banco de la Reserva de Australia	No colateralizado	Multiíndice	Preparación ante el cese del Libor en curso Posible desarrollo de un índice a plazo Mejora de las cláusulas <i>fallback</i>
Brasil	BRL	DI Rate	CETIP	Selic	Banco Central de Brasil	Colateralizado	Multiíndice	Reforma del actual índice Selic para adaptarlo a los principios de IOSCO en curso
Canadá	CAD	CDOR	Refinitiv	CORRA	Banco de Canadá	Colateralizado	Multiíndice	Analizándose la posibilidad de desarrollar un índice RFR a plazo Analizándose las implicaciones de la transición IBOR a RFR
Hong Kong	HKD	HIBOR	HKAB	HONIA	Treasury Market Association	No colateralizado	Multiíndice	Publicación de HONIA a plazo
México	MXN	TIIE	Banco de México	Overnight TIIE	Banco de México	Colateralizado	Multiíndice	Creación de un grupo de trabajo a nivel nacional Desarrollo de un mercado OIS vinculado al RFR
Singapur	SGD	SOR	Asociación de bancos de Singapur	SORA	Asociación de bancos de Singapur	No colateralizado	Índice único	Consulta pública sobre la transición del mercado al contado a un enfoque de índice único
Sudáfrica	ZAR	JIBAR	SARB	ZARONIA		No colateralizado	Multiíndice	Desarrollándose el marco para asegurar una correcta transición
Turquía	TRY	TRLibor	Asociación de bancos de Turquía	TLREF	Bolsa de Estambul	Colateralizado	Multiíndice	Desarrollándose una curva OIS hasta 10 años

Fuente: FSB (2020c) y elaboración propia.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al cuarto trimestre de 2020 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo**, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19.

La disposición final segunda refuerza el marco legal de protección de los ciudadanos e inversores en lo relativo a la publicidad de nuevos instrumentos y activos financieros en el ámbito digital.

Los criptoactivos —entendidos como representaciones digitales de valor o derechos que pueden transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registros distribuidos u otra similar— tienen cada vez más presencia en nuestro sistema financiero, sin que exista todavía un marco regulatorio específico apropiado a nivel europeo.

A día de hoy, estas tecnologías presentan algunos riesgos. En primer lugar, permiten la realización de operaciones de forma anónima, lo que facilita su uso para fines ilegales. En segundo lugar, la adecuada custodia de las claves asociadas a los criptoactivos de los clientes resulta crucial para la prestación de servicios sobre estos activos y para la protección de los clientes. En tercer lugar, se están ofreciendo cada vez más frecuentemente como objeto de inversión, tanto a inversores especializados como al público en general.

La CNMV y el Banco de España han publicado el 9 de febrero de 2021 un comunicado conjunto, que se suma a otro de 2018, en el que alertan sobre los riesgos que este nuevo tipo de activos suponen para los participantes del sistema financiero y, muy en particular, para los pequeños inversores. El comunicado incide en la complejidad, la volatilidad y la potencial falta de liquidez de estas inversiones.

En este sentido, y para reforzar la protección del inversor, se incluye en la disposición final segunda un nuevo artículo 240 bis en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, para otorgar a la CNMV competencias con el fin de sujetar a control administrativo la publicidad de criptoactivos y otros activos e instrumentos que no se regulan en la Ley del Mercado de Valores y que se ofrecen como propuesta de inversión. También se habilita a la CNMV a desarrollar mediante circular el ámbito objetivo y subjetivo, así como los mecanismos y procedimientos de control que se aplicarán.

- **Ley 2/2021, de 29 de marzo**, de medidas urgentes de prevención, contención y coordinación para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

La disposición final cuarta modifica el artículo 40 y deroga el artículo 42 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, con la finalidad

de extender hasta el 31 de diciembre de 2020 la posibilidad de que, aunque los estatutos no lo hubieran previsto, las sesiones de los órganos de gobierno y de administración de las asociaciones, de las sociedades civiles y mercantiles, del consejo rector de las sociedades cooperativas y del patronato de las fundaciones puedan celebrarse por videoconferencia o por conferencia telefónica múltiple, y así también que sus acuerdos puedan celebrarse por escrito y sin sesión siempre que lo decida el presidente o cuando lo soliciten, al menos, dos de los miembros del órgano.

Esta disposición final cuarta introduce un apartado tres, con el fin de aplicar excepcionalmente, durante el año 2021, a las sociedades de capital previstas en el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, las siguientes medidas:

- En el caso de las sociedades anónimas, aunque los estatutos no lo hubieran previsto, el consejo de administración podrá prever en la convocatoria de la junta general la asistencia por medios telemáticos y el voto a distancia en los términos previstos en los artículos 182 y 189 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y del artículo 521 del mismo texto legal, así como la celebración de la junta en cualquier lugar del territorio nacional. El órgano de administración podrá acordar en el anuncio de convocatoria la celebración de la junta por vía exclusivamente telemática.
 - Excepcionalmente, durante el año 2021, aunque los estatutos no lo hubieran previsto, las juntas o asambleas de asociados o de socios del resto de personas jurídicas de derecho privado (asociaciones, sociedades civiles y sociedades cooperativas) podrán celebrarse por videoconferencia o por conferencia telefónica múltiple, siempre que todas las personas que tuvieran derecho de asistencia o quienes los representen dispongan de los medios necesarios, el secretario del órgano reconozca su identidad y así lo exprese en el acta, que remitirá de inmediato a las direcciones de correo electrónico.
 - Igualmente, durante 2021, las reuniones del patronato de las fundaciones podrán celebrarse por videoconferencia o por conferencia telefónica múltiple, siempre que todos los miembros del órgano dispongan de los medios necesarios, el secretario del órgano reconozca su identidad y así lo exprese en el acta.
 - Igualmente, durante 2021, las sesiones de los órganos de administración de las asociaciones, de las sociedades civiles y mercantiles, y del consejo rector de las sociedades cooperativas podrán celebrarse por videoconferencia o por conferencia telefónica múltiple, siempre que todos los miembros del órgano dispongan de los medios necesarios, el secretario del órgano reconozca su identidad y así lo exprese en el acta.
- **Real Decreto 203/2021, de 30 de marzo**, por el que se aprueba el Reglamento de actuación y funcionamiento del sector público por medios electrónicos.

La Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas y la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen

Jurídico del Sector Público establecen el derecho de las personas a relacionarse por medios electrónicos con las Administraciones públicas y recogen los elementos que conforman el marco jurídico para el funcionamiento electrónico de las Administraciones públicas, introduciendo un modelo que supera la concepción que inspiró la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los Servicios Públicos y su desarrollo reglamentario parcial en la Administración General del Estado y sus organismos públicos vinculados o dependientes a través del Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, según la cual la tramitación electrónica no era sino una forma de gestión de los procedimientos.

El reglamento que aprueba este real decreto persigue cuatro grandes objetivos: mejorar la eficiencia administrativa, incrementar la transparencia y la participación, garantizar servicios digitales fácilmente utilizables y mejorar la seguridad jurídica.

En primer lugar, persigue mejorar la eficiencia administrativa para hacer efectiva una Administración totalmente electrónica e interconectada. Así, se desarrolla y concreta el empleo de los medios electrónicos establecidos en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, y la Ley 40/2015, de 1 de octubre, para garantizar, por una parte, que la Administración tramite electrónicamente los procedimientos administrativos y, por otra, que los ciudadanos se relacionen con ella por estos medios en los supuestos en que se establezca con carácter obligatorio o en aquellos que decidan voluntariamente.

Un segundo objetivo consiste en incrementar la transparencia de la actuación administrativa y la participación de las personas en la Administración electrónica. Así, se desarrolla el funcionamiento del Punto de Acceso General electrónico (PAGe), y la Carpeta Ciudadana en el Sector Público Estatal.

En tercer lugar, el reglamento persigue garantizar servicios digitales fácilmente utilizables, de modo que se pueda conseguir que la relación del interesado con la Administración sea fácil, intuitiva y efectiva cuando use el canal electrónico.

En cuarto lugar, se busca mejorar la seguridad jurídica. Se elimina la superposición de regímenes jurídicos distintos, se adapta e integra en este reglamento la regulación que aún permanecía vigente del Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, procediendo, por ello, a su derogación definitiva y se adecua la regulación al nuevo marco de la Ley 39/2015, de 1 de octubre y la Ley 40/2015, de 1 de octubre.

El real decreto consta de un artículo único que aprueba el Reglamento de actuación y funcionamiento del sector público por medios electrónicos, dos disposiciones transitorias, una disposición derogatoria y cinco disposiciones finales.

Entre las cinco disposiciones finales hay dos que modifican normas vigentes. Estas afectan al Real Decreto 4/2010, de 8 de enero, por el que se regula el Esquema Nacional de Interoperabilidad en el ámbito de la Administración Electrónica y al Real Decreto 931/2017, de 27 de octubre, por el que se regula la Memoria del Análisis de Impacto Normativo.

Con relación al Real Decreto 4/2010, de 8 de enero, su artículo 29 establece que el Esquema Nacional de Interoperabilidad se desarrollará y perfeccionará a lo largo del tiempo en paralelo al progreso de los servicios de Administración electrónica, la evolución tecnológica y a medida que vayan consolidándose las infraestructuras que lo apoyan. Se procede a modificar ciertos aspectos de su redacción actual: los artículos 9, 11, 14, 16, 17 y 18, así como la disposición adicional primera y el anexo de glosario, a la vez que se suprimen el artículo 19 y las disposiciones adicionales tercera y cuarta.

Se modifica el Real Decreto 931/2017, de 27 de octubre, para incorporar en la Memoria del Análisis de Impacto Normativo el análisis de la incidencia en los gastos en medios o servicios de la Administración digital dentro del impacto presupuestario de los proyectos y, por otra parte, para incluir dentro del apartado de «Otros impactos» el que tendrá para las personas destinatarias de la norma y para la organización y funcionamiento de la Administración el desarrollo o uso de los medios y servicios de la Administración digital que conlleve la aplicación de la normativa proyectada.

Se deroga el Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.

Este real decreto entró en vigor el día 2 de abril de 2021.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 11 de marzo de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión y el **Acuerdo de 11 de marzo de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

En el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV se establece la posibilidad de que el Consejo delegue algunas materias, además de en el Comité Ejecutivo, el presidente y el vicepresidente, en los directores generales de la CNMV, siendo habitual en los entes y Administraciones públicas. Ello tiene reflejo en el Acuerdo de delegación de competencias de 11 de marzo de 2021.

- **Corrección de errores del Acuerdo de 11 de marzo de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

Otros

- **Circular 1/2021, de 28 de enero**, del Banco de España, por la que se modifican la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos, y la Circular 5/2012, de 27 de junio, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos.

El objetivo principal de esta circular es adaptar la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos y la Circular 5/2012, de 27 de junio, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos, a los cambios introducidos en la regulación de la Central de Información de Riesgos (CIR) y de los tipos oficiales de referencia por la Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolvente y por la que se modifican la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, sobre la Central de Información de Riesgos; la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

Normativa europea (por orden de publicación en el *DOUE*)

- **Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020**, relativo a un marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 806/2014 y (UE) 2015/2365 y las Directivas 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE y (UE) 2017/1132.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 22, de 22/01/2021, pp. 1-102.

- **Decisión de Ejecución (UE) 2021/85 de la Comisión, de 27 de enero de 2021**, sobre la equivalencia del marco regulador de los Estados Unidos de América para las entidades de contrapartida central autorizadas y supervisadas por la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos con los requisitos del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 29, de 28/01/2021, pp. 27-33.

- **Reglamento (UE) 2021/168 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de febrero de 2021**, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo que respecta a la exención de determinados índices de referencia de tipos de cambio al contado de terceros países y a la designación de índices sustitutivos de determinados índices de referencia en caso de cesación, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 49, de 12/02/2021, pp. 6-17.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/236 de la Comisión, de 21 de diciembre de 2020**, por el que se modifican las normas técnicas establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251 en lo que respecta al calendario para el inicio de la aplicación de determinados procedimientos de gestión del riesgo a efectos del intercambio de garantías reales.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 56, de 17/02/2021, pp. 1-5.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/237 de la Comisión, de 21 de diciembre de 2020**, que modifica las normas técnicas de regulación establecidas en los Reglamentos Delegados (UE) 2015/2205, (UE) 2016/592 y (UE) 2016/1178 en lo relativo a la fecha en que surte efecto la obligación de compensación para determinados tipos de contratos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 56, de 17/02/2021, pp. 6-9.
- **Reglamento (UE) 2021/241 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de febrero de 2021**, por el que se establece el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 57, de 18/02/2021, pp. 17-75.
- **Comunicación de la Comisión**. Guía técnica sobre la aplicación del principio de «no causar un perjuicio significativo» en virtud del Reglamento relativo al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.

Publicado en el *DOUE* (C) n.º 58, de 18/02/2021, pp. 1-30.
- **Decisión (UE) 2021/272 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 16 de diciembre de 2020**, por la que se renueva la exigencia a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas de reducir los umbrales de notificación de posiciones cortas netas en relación con el capital en acciones emitido de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado regulado por encima de un determinado umbral, que notifiquen a las autoridades competentes de conformidad con el artículo 28, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 61, de 22/02/2021, pp. 7-26.
- **Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021**, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 68, de 26/02/2021, pp. 14-28.
- **Reglamento Delegado (UE) 2021/424 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2019**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al método estándar alternativo para el riesgo de mercado.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 84, de 11/03/2021, pp. 1-15.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/437 de la Comisión, de 3 de marzo de 2021**, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1011/2014

por lo que respecta a las modificaciones del modelo para la transmisión de datos financieros, el modelo de solicitud de pago, incluida información adicional sobre los instrumentos financieros, así como el modelo para las cuentas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 85, de 12/03/2021, pp. 107-146.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/451 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2020**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 97, de 19/03/2021, pp. 1-1.955.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/539 de la Comisión, de 11 de febrero de 2021**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 1222/2014 de la Comisión, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que determinan el método para la identificación de las entidades de importancia sistémica mundial y la definición de las subcategorías de entidades de importancia sistémica mundial.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 108, de 29/03/2021, pp. 10-14.

- **Reglamento (UE) 2021/523 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de marzo de 2021**, por el que se establece el Programa InvestEU y se modifica el Reglamento (UE) 2015/1017.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 107, de 26/03/2021, pp. 30-89.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/529 de la Comisión, de 18 de diciembre de 2020**, por el que se establecen normas técnicas de regulación que modifican el Reglamento Delegado (UE) 2017/583 en lo que respecta al ajuste de los umbrales de liquidez y los percentiles de transacción utilizados para determinar el tamaño específico del instrumento aplicable a determinados instrumentos distintos de acciones y de instrumentos asimilados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 106, de 26/03/2021, pp. 47-48.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/528 de la Comisión, de 16 de diciembre de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de información del documento que debe publicarse con objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 106, de 26/03/2021, pp. 32-46.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/527 de la Comisión, de 15 de diciembre de 2020**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a los umbrales para la comunicación semanal de posiciones.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 106, de 26/03/2021, pp. 30-31.

- **Directrices. Requisitos de divulgación en el marco del reglamento sobre el folleto.** (04.03.2021) European Securities Market Authority (ESMA).

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	33	28	8	8	8	14	10
Ampliaciones de capital	45	33	28	8	8	8	14	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	10	12	5	1	5	6	6
De las cuales dividendo elección	10	9	12	5	1	5	6	6
Ampliaciones de capital por conversión	6	3	2	2	0	0	0	0
De contrapartida no monetaria	7	2	1	1	0	0	1	1
Con derecho de suscripción preferente	10	8	5	0	1	1	3	0
Sin negociación de derechos de suscripción	16	13	9	0	6	2	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	81	52	40	8	8	8	16	10
Ampliaciones de capital	80	52	40	8	8	8	16	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	15	17	5	1	5	6	6
De las cuales dividendo elección	15	14	17	5	1	5	6	6
Ampliaciones de capital por conversión	10	4	2	2	0	0	0	0
De contrapartida no monetaria	9	2	2	1	0	0	1	1
Con derecho de suscripción preferente	10	9	5	0	1	1	3	0
Sin negociación de derechos de suscripción	32	21	13	0	6	2	5	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	12.063,2	9.806,0	10.852,1	571,3	1.611,9	5.108,5	3.560,3	2.958,2
Ampliaciones de capital	11.329,5	9.806,0	10.852,1	571,3	1.611,9	5.108,5	3.560,3	2.958,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	200,1	10,0	150,1	0,0	0,0	0,0	150,1	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.939,7	1.565,4	1.949,0	396,4	93,5	1.083,9	375,2	772,5
De las cuales dividendo elección	3.915,2	1.564,1	1.949,0	396,4	93,5	1.083,9	375,2	772,5
Ampliaciones de capital por conversión	388,7	354,9	162,4	162,4	0,0	0,0	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria ²	2.999,7	2.034,2	233,0	12,5	0,0	0,0	220,5	2.079,2
Con derecho de suscripción preferente	888,4	4.729,8	6.837,2	0,0	50,0	3.999,5	2.787,7	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	2.912,9	1.111,8	1.520,3	0,0	1.468,4	25,1	26,8	106,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	2.092,4	1.336,9	1.282,0	124,2	30,3	328,3	799,2	2.396,6
Ampliaciones de capital	1.810,6	1.336,9	1.282,0	124,2	30,3	328,3	799,2	2.396,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	104,9	0,5	7,8	0,0	0,0	0,0	7,8	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	381,6	307,6	799,6	121,4	1,2	301,7	375,2	303,9
De las cuales dividendo elección	357,1	306,3	799,6	121,4	1,2	301,7	375,2	303,9
Ampliaciones de capital por conversión	90,0	16,6	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria	557,6	401,0	68,0	1,1	0,0	0,0	66,8	2.079,2
Con derecho de suscripción preferente	611,1	372,1	370,9	0,0	1,0	25,3	344,5	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	65,5	239,1	34,1	0,0	28,1	1,3	4,8	13,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	8	12	9	5	3	2	3	9
Número de emisiones	12	17	14	6	3	2	3	11
Importe efectivo (millones de euros)	164,5	298,3	238,5	18,3	9,9	36,0	174,3	83,2
Ampliaciones de capital	164,5	298,3	238,5	18,3	9,9	36,0	174,3	83,2
De ellas, mediante OPS	0,0	229,4	173,5	0,1	0,0	0,0	173,4	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos de BME Growth, ETF (*Exchange Traded Funds*) ni Latibex.

2 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

3 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	133	129	127	129	129	127	127	127
Empresas extranjeras	8	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	4	3	0	3	0	0	0	0
Madrid	1	1	0	1	0	0	0	0
Barcelona	3	2	0	2	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	11	9	11	8	11	11	11	10
Madrid	4	3	3	2	3	3	3	3
Barcelona	6	5	6	4	6	6	6	6
Bilbao	3	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	3	2	2	2	2	2	2	1
BME MTF Equity ³	2.842	2.709	2.580	2.677	2.653	2.627	2.580	2.530
Latibex	19	19	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final del periodo.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	733.656,4	806.064,3	690.101,6	551.292,8	587.384,7	565.124,3	690.101,6	740.998,9
Empresas extranjeras ³	143.598,7	141.671,0	113.478,9	73.645,8	78.273,2	79.132,6	113.478,9	127.137,4
Ibex 35	444.178,3	494.789,4	424.167,3	352.613,5	377.846,0	355.491,3	424.167,3	424.167,3
Segundo mercado	37,4	31,1	0,0	31,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	1,9	1,9	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	35,4	29,2	0,0	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.459,1	1.154,2	1.053,6	1.053,0	1.096,6	1.053,9	1.053,6	1.072,1
Madrid	219,4	69,8	30,9	58,9	54,0	44,4	30,9	27,1
Barcelona	1.318,4	1.036,5	956,0	939,6	981,3	944,6	956,0	1.009,5
Bilbao	56,5	32,9	20,6	32,9	26,0	22,5	20,6	21,2
Valencia	257,0	80,4	76,0	76,0	76,0	76,0	76,0	45,3
BME MTF Equity ⁴	40.020,7	44.706,4	43.595,5	39.698,8	41.841,8	42.231,5	43.595,5	44.706,5
Latibex	223.491,3	199.022,2	177.210,3	128.748,4	144.296,1	136.210,7	177.210,3	184.754,0

1 Datos al final del periodo.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

3 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

4 Antes MAB. Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	583.327,6	462.378,8	421.921,5	127.686,0	108.194,3	82.005,2	104.900,9	92.325,6
Empresas extranjeras	3.517,1	3.477,8	4.261,3	987,7	1.265,4	1.079,2	941,4	1.056,9
Segundo mercado	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,2	6,2	2,5	1,1	0,6	0,2	0,5	2,8
Madrid	0,7	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,4	3,2	2,4	1,0	0,6	0,2	0,5	2,7
Bilbao	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	4.216,3	4.014,4	3.919,2	1.145,3	809,5	651,6	1.322,6	971,2
Latibex	151,6	136,4	79,4	29,2	24,5	16,6	9,3	11,2

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
En sesión	552.826,8	450.575,7	405.120,5	123.941,0	102.664,3	77.141,0	101.374,2	89.838,4
Órdenes	300.217,8	258.242,2	278.516,1	87.831,8	70.418,8	55.007,2	65.258,3	65.154,6
Aplicaciones	48.644,1	38.888,0	42.666,5	12.503,4	9.276,1	9.273,5	11.613,4	10.629,0
Bloques	203.965,0	153.445,5	83.938,0	23.605,8	22.969,4	12.860,3	24.502,5	14.054,8
Fuera de hora	1.667,2	3.098,1	4.174,3	1.715,4	1.065,4	456,4	937,2	970,0
Autorizadas	2.597,0	1.706,3	2.001,4	254,7	239,5	938,5	568,8	261,8
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	18.871,7	2.509,5	5.250,9	0,0	2.569,1	2.681,7	0,0	0,0
OPV	1.333,2	634,4	967,8	0,0	802,8	0,0	165,0	105,0
Toma de razón	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.793,9	3.422,0	3.369,1	980,5	701,6	378,3	1.308,7	747,8
Operaciones de cobertura	2.037,8	1.799,4	1.902,4	794,5	151,6	409,3	546,9	402,7

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	43	39	47	13	17	13	25	11
Cédulas hipotecarias	12	12	14	3	8	3	6	3
Cédulas territoriales	2	2	3	0	2	3	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	13	13	11	6	3	3	8	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	14	13	15	2	3	4	6	3
Pagarés de empresa	13	11	11	2	4	1	4	1
De titulización	1	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	11	11	2	4	1	4	1
Otras emisiones de renta fija	0	1	2	0	2	0	0	1
Participaciones preferentes	4	1	2	0	0	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	303	298	244	59	56	62	67	44
Cédulas hipotecarias	28	29	26	6	10	4	6	3
Cédulas territoriales	2	3	6	0	3	3	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	215	205	143	43	24	42	34	28
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	41	48	52	8	11	11	22	10
Pagarés de empresa ¹	13	11	11	2	4	1	4	1
De titulización	1	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	11	11	2	4	1	4	1
Otras emisiones de renta fija	0	1	4	0	4	0	0	1
Participaciones preferentes	4	1	2	0	0	1	1	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	101.295,6	90.164,5	132.111,3	20.762,7	35.880,4	20.743,1	54.734,5	23.527,2
Cédulas hipotecarias	26.575,0	22.933,0	22.960,0	6.250,0	11.100,0	1.160,0	4.450,0	3.500,0
Cédulas territoriales	2.800,0	1.300,0	9.150,0	0,0	4.750,0	4.400,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	35.836,4	29.605,6	33.412,5	6.158,7	924,7	373,2	25.955,9	9.569,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.145,2	18.740,9	36.281,0	3.065,7	5.059,5	8.193,2	19.962,6	5.030,0
Pagarés de empresa ²	15.089,1	15.085,0	22.291,6	5.288,3	7.780,0	5.616,6	3.616,0	4.229,6
De titulización	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	14.849,1	15.085,0	22.291,6	5.288,3	7.780,0	5.616,6	3.616,0	4.229,6
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	6.266,2	0,0	6.266,2	0,0	0,0	823,3
Participaciones preferentes	2.850,0	1.000,0	1.750,0	0,0	0,0	1.000,0	750,0	375,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	4.923,0	3.213,5	14.312,1	860,7	516,0	2.020,2	10.915,2	1.022,2
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

2 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Total	76.751,3	114.034,0	119.230,2	26.909,2	38.581,3	20.295,8	33.443,9	45.078,9
Pagarés	15.007,0	15.036,1	22.293,8	4.126,3	8.951,9	4.264,1	4.951,4	2.902,1
Bonos y obligaciones	19.234,2	45.082,0	20.407,1	16.299,0	909,3	294,1	2.904,7	33.340,8
Cédulas hipotecarias	19.935,0	29.375,0	23.058,3	5.448,3	12.100,0	1.160,0	4.350,0	3.600,0
Cédulas territoriales	800,0	3.300,0	9.150,0	0,0	4.750,0	4.400,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.925,2	18.740,9	36.281,0	1.035,7	5.580,0	9.177,5	20.487,8	4.030,0
Participaciones preferentes	2.850,0	1.000,0	1.750,0	0,0	0,0	1.000,0	750,0	375,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	6.290,1	0,0	6.290,1	0,0	0,0	831,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	353	331	321	327	325	323	321	316
Renta fija privada	320	299	289	295	293	291	289	282
Pagarés	9	9	8	9	9	8	8	7
Bonos y obligaciones	45	40	41	39	39	40	41	41
Cédulas hipotecarias	40	35	29	35	36	30	29	29
Cédulas territoriales	7	7	8	7	7	8	8	8
Bonos de titulización	244	227	222	224	223	224	222	216
Participaciones preferentes	7	6	5	6	5	5	5	4
Bonos matador	5	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	33	32	32	32	32	32	32	34
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	14	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	9	10	10	10	10	10	10	12
Otra deuda pública	8	8	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.851	2.775	2.610	2.701	2.682	2.646	2.610	2.574
Renta fija privada	1.917	1.834	1.655	1.765	1.719	1.677	1.655	1.600
Pagarés	106	84	53	67	78	49	53	26
Bonos y obligaciones	737	718	589	678	620	604	589	573
Cédulas hipotecarias	213	209	200	212	215	207	200	200
Cédulas territoriales	20	23	22	21	21	22	22	22
Bonos de titulización	828	787	777	774	773	782	777	765
Participaciones preferentes	8	8	9	8	7	8	9	9
Bonos matador	5	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	934	941	955	936	963	969	955	974
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	243	236	231	237	237	233	231	232
Deuda autonómica	164	173	167	164	169	176	167	164
Deuda pública extranjera	502	508	533	511	533	536	533	554
Otra deuda pública	13	12	12	12	12	12	12	12
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.663.565,5	6.421.003,0	6.297.532,5	6.412.421,1	6.478.122,2	6.414.281,5	6.297.532,5	6.439.031,5
Renta fija privada	448.394,4	463.816,1	464.170,7	465.404,2	479.780,9	478.091,0	464.170,7	479.648,0
Pagarés	9.308,7	6.423,1	4.812,4	5.840,2	6.401,8	4.675,1	4.812,4	3.245,0
Bonos y obligaciones	47.894,0	62.477,8	53.696,1	69.882,2	75.780,5	75.743,3	53.696,1	78.185,6
Cédulas hipotecarias	183.266,8	195.719,1	199.054,1	199.396,8	207.478,3	202.543,3	199.054,1	197.648,2
Cédulas territoriales	18.362,3	20.762,3	18.262,3	17.762,3	19.112,3	18.512,3	18.262,3	18.262,3
Bonos de titulización	185.002,7	172.878,9	181.341,0	166.967,9	165.753,2	170.362,2	181.341,0	175.017,1
Participaciones preferentes	4.245,0	5.240,0	6.690,0	5.240,0	4.940,0	5.940,0	6.690,0	6.975,0
Bonos matador	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	6.215.171,1	5.957.186,8	5.833.361,8	5.947.017,0	5.998.341,3	5.936.190,4	5.833.361,8	5.959.383,5
Letras del Tesoro	70.442,2	68.335,5	79.765,7	68.888,5	81.414,0	88.038,0	79.765,7	82.265,0
Bonos y obligaciones del Estado	918.000,0	937.290,9	1.026.625,5	1.006.709,3	1.057.726,8	1.067.073,6	1.026.625,5	1.059.837,2
Deuda autonómica	33.100,4	35.247,6	32.775,5	31.493,3	32.097,8	32.815,4	32.775,5	33.894,9
Deuda pública extranjera	5.192.055,3	4.914.792,7	4.692.674,9	4.838.405,6	4.825.582,4	4.746.743,2	4.692.674,9	4.781.866,2
Otra deuda pública	1.573,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	94.241,3	158.807,2	140.509,4	45.994,9	53.413,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7
Renta fija privada	435,4	275,2	170,2	61,8	27,5	36,4	44,5	38,9
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	427,0	260,0	169,4	61,4	27,5	36,2	44,3	38,9
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	7,3	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1,2	1,4	0,8	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	93.805,8	158.532,0	140.339,2	45.933,1	53.385,9	25.196,0	15.824,2	21.463,8
Letras del Tesoro	24.766,7	25.858,4	27.975,5	5.504,2	12.722,2	5.472,2	4.276,9	2.076,0
Bonos y obligaciones del Estado	56.122,5	92.592,8	83.478,8	30.410,2	30.920,3	13.865,2	8.283,1	11.484,2
Deuda autonómica	3,2	35,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	12.913,5	40.027,8	28.884,9	10.018,6	9.743,4	5.858,6	3.264,3	7.903,5
Otra deuda pública	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	94.241,3	158.807,2	140.509,4	45.994,9	53.413,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7
Simple	94.241,3	158.807,2	140.509,4	45.994,9	53.413,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Total	92.661,9	158.792,5	140.495,9	45.990,7	53.407,9	25.230,1	15.867,2	21.492,7
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	92.661,9	158.792,5	140.495,9	45.990,7	53.407,9	25.230,1	15.867,2	21.492,7
Entidades de crédito	437,9	385,5	176,6	56,4	37,4	22,1	60,7	34,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	92.224,0	158.407,0	140.319,3	45.934,3	53.370,4	25.208,0	15.806,5	21.458,0
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	14	13	11	12	12	12	11	11
Emisores privados	6	5	4	5	5	5	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	6	5	4	5	5	5	4	4
Administraciones públicas ¹	8	8	7	7	7	7	7	7
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	58	54	44	52	52	50	44	53
Emisores privados	19	16	11	16	16	16	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	19	16	11	16	16	16	11	11
Administraciones públicas ¹	39	38	33	36	36	34	33	42
Comunidades autónomas	21	20	18	18	18	18	18	27
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	8.268,3	7.340,4	6.158,4	6.249,6	6.242,6	6.227,9	6.158,4	8.830,8
Emisores privados	589,8	481,1	366,3	464,2	449,1	435,6	366,3	353,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	589,8	481,1	366,3	464,2	449,1	435,6	366,3	353,6
Administraciones públicas ¹	7.678,5	6.859,2	5.792,2	5.785,5	5.793,5	5.792,3	5.792,2	8.477,2
Comunidades autónomas	6.959,7	6.260,7	5.179,3	5.179,3	5.179,3	5.179,3	5.179,3	7.862,8

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Total	96.708,0	150.634,0	120.706,0	28.005,0	31.167,0	24.130,0	37.404,0	29.061,0
Simples	96.708,0	150.634,0	120.706,0	28.005,0	31.167,0	24.130,0	37.404,0	29.061,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocial ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.983.287	6.625.993	6.395.357	2.135.233	1.325.909	1.427.735	1.506.481	1.316.423
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.342.478	5.965.905	5.905.782	1.992.435	1.231.531	1.328.472	1.353.344	1.274.216
Futuro mini sobre Ibex 35	149.023	145.489	154.351	61.984	30.785	30.218	31.363	26.918
Futuro micro sobre Ibex 35		0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	70.725	144.831	91.571	10.122	8.225	24.922	48.302	15.289
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	2.745	6	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini ⁴	193.480	177.369	104.132	36.055	18.825	12.461	36.792	-
Opción <i>put</i> mini ⁴	224.835	192.393	139.521	34.636	36.543	31.662	36.680	-
Sobre acciones ⁵	31.412.879	32.841.027	30.313.892	9.850.736	7.531.055	4.226.165	8.705.936	7.155.442
Futuros	10.703.192	15.298.027	10.968.411	3.437.527	3.657.008	875.676	2.998.200	3.153.650
Futuros sobre dividendos de acciones	471.614	758.700	130.055	62.040	4.200	7.800	56.015	0
Futuros sobre dividendos de acciones plus	200	0	7.752	0	3.264	612	3.876	3.956
Opción <i>call</i> ⁴	7.761.974	7.405.619	8.564.019	3.216.199	1.393.792	1.880.966	2.073.062	-
Opción <i>put</i> ⁴	12.475.899	9.378.681	10.643.655	3.134.970	2.472.791	1.461.111	3.574.783	-

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

2 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 No se dispone de información fiable que permita realizar el desglose.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

1.3.2 Warrants, contratos de compra/venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.084,9	1.837,7	1.167,7	219,4	453,3	0,6	494,4	585,3
Sobre acciones	819,0	901,4	445,7	72,1	202,0	0,0	171,6	200,3
Sobre índices	1.160,5	809,3	674,0	139,8	233,7	0,6	299,8	343,7
Otros ¹	105,5	127,1	48,1	7,5	17,7	0,0	22,9	41,3
Número de emisiones	5.231	5.496	3.081	646	1.426	1	1.008	1.264
Número de emisores	5	6	5	3	2	1	3	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	953,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	11	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	2	0	0	0	0	0	0	0

1 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	435,2	291,6	319,7	86,4	82,1	71,3	80,0	74,9
Sobre acciones nacionales	93,3	81,1	121,1	20,5	28,3	29,7	42,6	43,9
Sobre acciones extranjeras	31,6	19,7	26,0	9,6	6,5	5,3	4,6	4,9
Sobre índices	305,5	186,6	161,7	53,1	44,8	34,7	29,1	24,2
Otros ¹	4,8	3,7	10,9	3,2	2,4	1,6	3,6	1,9
Número de emisiones ²	3.986	3.605	3.785	1.095	1.074	805	811	878
Número de emisores ²	7	8	7	7	7	6	4	4
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	2	2	1	1	1	1	1	1
Número de emisores ²	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.027,6	1.718,8	2.548,1	819,0	671,4	436,0	621,6	400,5
Número de fondos	6	6	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	288,9	229,2	241,5	205,5	234,0	206,6	241,4	245,1

1 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

3 Solo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	39	38	37	38	38	38	36
Sucursales en España	25	19	14	18	17	14	14	14
Agentes operantes en España	2.027	1.944	1.407	1.698	1.397	1.385	1.407	1.367
Sucursales en el EEE ¹	9	9	8	9	9	9	8	8
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	24	25	25	25	26	25	25	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	172	205	205	205	205	205	205	175
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	52	56	57	56	55	57	57	60
Sucursales en España	21	23	24	23	23	23	24	24
Agentes operantes en España	414	361	353	338	328	356	353	331
Sucursales en el EEE ¹	2	1	0	1	1	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	24	30	25	24	28	30	32
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	150	144	205	146	146	153	205	213
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	158	140	140	140	139	139	140	139
Sucursales en España	21	22	23	21	21	23	23	22
Sucursales en el EEE ¹	2	2	2	2	2	2	2	1
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	29	29	27	26	28	28	27	27
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	51	51	47	48	50	50	47	49
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	114	112	111	111	111	111	111	110

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

2 Número de pasaportes en libre prestación de servicios. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I
Total	3.474	3.567	3.617	3.562	3.588	3.607	3.617	1.333
Empresas de servicios de inversión	3.002	3.088	3.131	3.083	3.105	3.123	3.131	927
Comunitarias	2.999	3.085	3.128	3.080	3.102	3.120	3.128	922
Con sucursal	61	65	66	64	66	69	66	41
En libre prestación de servicios	2.938	3.020	3.062	3.016	3.036	3.051	3.062	881
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	5
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ¹	472	479	486	479	483	484	486	406
Comunitarias	466	473	480	474	478	478	480	401
Con sucursal	53	54	50	54	53	52	50	51
En libre prestación de servicios	413	419	430	420	425	426	430	350
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	5	5	6	6	5
Con sucursal	3	3	4	3	3	4	4	3
En libre prestación de servicios	3	3	2	2	2	2	2	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019		2020			
				IV	I	II	III	IV	
RENTA FIJA									
Total	3.082.789,5	3.222.363,2	3.782.640,8	735.041,6	1.108.871,4	1.117.312,0	812.220,5	744.236,9	
Sociedades de valores	2.184.921,9	2.263.416,4	3.345.439,9	497.478,6	679.536,9	1.114.160,4	809.770,1	741.972,5	
Mercados organizados nacionales	855.948,9	909.992,9	1.261.885,8	201.547,3	270.037,2	241.184,6	335.918,7	414.745,3	
Otros mercados nacionales	1.111.231,9	1.012.359,1	1.721.922,5	215.515,3	321.387,3	767.902,7	386.420,7	246.211,8	
Mercados extranjeros	217.741,1	341.064,4	361.631,6	80.416,0	88.112,4	105.073,1	87.430,7	81.015,4	
Agencias de valores	897.867,6	958.946,8	437.200,9	237.563,0	429.334,5	3.151,6	2.450,4	2.264,4	
Mercados organizados nacionales	6.237,8	17.314,9	1.229,4	901,2	912,9	95,6	63,8	157,1	
Otros mercados nacionales	702.731,7	803.742,9	405.199,7	210.317,5	405.160,9	6,7	15,5	16,6	
Mercados extranjeros	188.898,1	137.889,0	30.771,8	26.344,3	23.260,7	3.049,3	2.371,1	2.090,7	
RENTA VARIABLE									
Total	630.896,1	1.213.388,9	1.816.691,4	387.429,2	512.419,7	481.027,4	399.610,5	423.633,8	
Sociedades de valores	600.442,4	1.194.473,3	1.793.180,4	382.524,4	503.328,1	476.513,5	395.365,0	417.973,8	
Mercados organizados nacionales	525.648,7	329.666,8	261.188,7	88.826,2	90.300,4	70.683,0	61.868,9	38.336,4	
Otros mercados nacionales	839,1	1.771,0	5.938,7	941,4	1.650,4	1.138,4	1.358,8	1.791,1	
Mercados extranjeros	73.954,6	863.035,5	1.526.053,0	292.756,8	411.377,3	404.692,1	332.137,3	377.846,3	
Agencias de valores	30.453,7	18.915,6	23.511,0	4.904,8	9.091,6	4.513,9	4.245,5	5.660,0	
Mercados organizados nacionales	6.462,5	7.712,5	7.137,8	1.980,0	2.510,1	1.627,2	1.157,4	1.843,1	
Otros mercados nacionales	1.328,5	1.006,8	1.094,9	262,2	454,0	174,8	204,5	261,6	
Mercados extranjeros	22.662,7	10.196,3	15.278,3	2.662,6	6.127,5	2.711,9	2.883,6	3.555,3	

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019		2020			
				IV	I	II	III	IV	
Total	10.308.915,0	10.807.586,8	11.557.923,7	3.092.990,7	2.647.243,6	2.333.005,1	2.778.782,7	3.798.892,3	
Sociedades de valores	10.065.090,4	10.523.995,1	11.261.186,5	2.995.603,4	2.500.341,1	2.312.414,3	2.737.831,0	3.710.600,1	
Mercados organizados nacionales	5.457.270,1	5.058.147,9	3.839.450,0	1.398.540,1	1.125.366,5	657.784,1	1.028.024,7	1.028.274,7	
Mercados organizados extranjeros	3.927.718,5	4.160.941,8	5.884.599,5	1.200.656,7	1.028.475,9	1.349.458,4	1.432.002,8	2.074.662,4	
Mercados no organizados	680.101,8	1.304.905,4	1.537.137,0	396.406,6	346.498,7	305.171,8	277.803,5	607.663,0	
Agencias de valores	243.824,6	283.591,7	296.737,2	97.387,3	146.902,5	20.590,8	40.951,7	88.292,2	
Mercados organizados nacionales	30.836,1	29.601,4	12.975,9	6.539,9	4.100,6	2.201,8	2.770,0	3.903,5	
Mercados organizados extranjeros	105.915,8	116.038,0	195.686,4	35.758,0	59.555,4	16.425,1	37.982,9	81.723,0	
Mercados no organizados	107.072,7	137.952,3	88.074,9	55.089,4	83.246,5	1.963,9	198,8	2.665,7	

¹ El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2018	2019	2020	2019		2020		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	16.172	25.389	44.983	25.389	32.814	38.359	41.911	44.983
Sociedades de valores. Total	3.807	3.219	3.585	3.219	3.383	3.291	3.491	3.585
IIC ³	37	40	42	40	40	40	35	42
Otras ⁴	3.770	3.179	3.543	3.179	3.343	3.251	3.456	3.543
Agencias de valores. Total	12.364	22.169	41.397	22.169	29.431	35.068	38.420	41.397
IIC ³	83	79	82	79	78	81	81	82
Otras ⁴	12.281	22.090	41.315	22.090	29.353	34.987	38.339	41.315
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1	1	1	1	-	-	-	1
IIC ³	1	1	1	1	-	-	-	1
Otras ⁴	0	0	0	0	-	-	-	0
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	4.854.719	4.946.670	6.119.284	4.946.670	4.736.945	5.322.476	5.607.558	6.119.284
Sociedades de valores. Total	2.216.956	2.266.997	2.687.786	2.266.997	2.221.520	2.419.320	2.527.115	2.687.786
IIC ³	838.379	1.059.718	1.280.966	1.059.718	1.038.540	1.061.277	1.091.841	1.280.966
Otras ⁴	1.378.577	1.207.279	1.406.820	1.207.279	1.182.980	1.358.043	1.435.274	1.406.820
Agencias de valores. Total	2.619.297	2.658.674	3.410.772	2.658.674	2.515.425	2.903.156	3.080.443	3.410.772
IIC ³	1.295.580	1.346.615	1.256.276	1.346.615	920.360	1.135.309	1.024.130	1.256.276
Otras ⁴	1.323.717	1.312.059	2.154.496	1.312.059	1.595.065	1.767.847	2.056.313	2.154.496
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	18.466	20.999	20.726	20.999	-	-	-	20.726
IIC ³	18.466	20.999	20.726	20.999	-	-	-	20.726
Otras ⁴	0	0	0	0	-	-	-	0

1 Datos al final del periodo.

2 Solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes, así como la gestión de IIC no residentes.

4 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

	2018	2019	2020	2019		2020		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF ³)	23.149	26.561	31.169	26.561	29.158	30.262	30.732	31.169
Sociedades de valores. Total	5.241	6.163	8.721	6.163	7.647	8.474	8.553	8.721
Clientes minoristas	5.211	6.115	8.670	6.115	7.598	8.424	8.500	8.670
Clientes profesionales	21	31	45	31	47	44	47	45
Contrapartes elegibles	9	17	6	17	2	6	6	6
Agencias de valores. Total	17.908	20.398	22.448	20.398	21.511	21.788	22.179	22.448
Clientes minoristas	17.654	20.125	22.128	20.125	21.221	21.498	21.878	22.128
Clientes profesionales	199	229	282	229	249	249	258	282
Contrapartes elegibles	55	44	38	44	41	41	43	38
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	0	0	0	0	-	-	-	0
Clientes minoristas	0	0	0	0	-	-	-	0
Clientes profesionales	0	0	0	0	-	-	-	0
Contrapartes elegibles	0	0	0	0	-	-	-	0
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAF ⁴)	35.287	37.583	39.803	37.583	8.139	13.757	21.650	39.803
Sociedades de valores	9.562	23.400	5.813	23.400	1.455	2.809	4.098	5.813
Agencias de valores	25.725	14.183	33.990	14.183	6.684	10.948	17.552	33.990
Sociedades gestoras de cartera ⁴	0	0	0	0	-	-	-	0

1 Datos al final del periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Solo se muestra la información pública de final de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Miles de euros¹

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	73.969	38.125	35.957	-1.582	12.589	24.500	35.957	-699
II. Comisiones netas	296.037	279.650	310.868	73.729	140.318	217.674	310.868	29.807
Comisiones percibidas	414.595	427.813	525.812	126.716	246.775	375.890	525.812	48.826
Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	254.307	68.269	120.852	186.917	254.307	21.178
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	5.279	529	1.270	2.022	5.279	6.904
Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	39.260	11.696	21.646	29.832	39.260	2.352
Gestión de carteras	13.505	15.102	13.128	2.782	5.513	8.463	13.128	1.020
Diseño y asesoramiento	21.135	34.751	16.282	4.543	8.546	12.178	16.282	1.049
Búsqueda y colocación de paquetes	543	1.302	1.960	237	358	591	1.960	6
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	55.483	53.506	50.985	12.533	24.390	37.102	50.985	4.868
Otras	109.561	107.055	144.611	26.127	64.199	98.786	144.611	11.450
Comisiones satisfechas	118.558	148.163	214.944	52.987	106.457	158.216	214.944	19.019
III. Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	97.113	12.209	76.359	81.645	97.113	3.135
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	16.614	29.066	91.278	15.860	43.553	62.949	91.278	2.663
V. Margen bruto	413.708	376.293	535.216	100.216	272.819	386.768	535.216	34.906
VI. Resultado de explotación	85.837	55.978	124.993	28.917	104.835	118.562	124.993	2.859
VII. Resultado de actividades continuadas	91.771	54.528	102.928	25.567	93.627	108.852	102.928	2.833
VIII. Resultado neto del ejercicio	91.771	54.528	102.928	25.567	93.627	108.852	102.928	2.833

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: enero de 2021.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2018	2019	2020	2019	2020			
				IV	I	II	III	IV
TOTAL								
Total	114.751	101.039	221.894	101.039	26.479	132.428	169.792	221.894
Activos monetarios y deuda pública	11.193	2.625	23.229	2.625	1.054	20.266	20.480	23.229
Otros valores de renta fija	11.842	27.811	18.457	27.811	6.399	2.073	7.299	18.457
Cartera interior	8.304	13.186	11.796	13.186	2.581	8.133	9.259	11.796
Cartera exterior	3.538	14.625	6.661	14.625	3.818	-6.060	-1.960	6.661
Renta variable	10.844	8.009	21.860	8.009	914	24.095	23.890	21.860
Cartera interior	9.901	7.006	22.859	7.006	1.250	24.344	24.124	22.859
Cartera exterior	943	1.003	-999	1.003	-336	-249	-234	-999
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	-3.873	4.368	20.341	20.882	28.367
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-3.492	-1.597	-3.106	-4.883	-6.851
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.884	1.084	-6.207	1.084	-303	-2.766	-4.582	-6.207
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	118	158	-340	-563	-981
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	28.949	15.703	43.893	63.512	92.259
Otras operaciones	61.649	39.808	51.761	39.808	-217	27.972	43.757	51.761
MARGEN DE INTERESES								
Total	73.968	38.127	35.957	38.127	-1.582	12.589	24.501	35.957
Activos monetarios y deuda pública	2.036	1.027	922	1.027	147	302	441	922
Otros valores de renta fija	1.300	3.319	1.347	3.319	597	832	1.051	1.347
Cartera interior	124	734	556	734	341	409	479	556
Cartera exterior	1.176	2.585	791	2.585	256	423	572	791
Renta variable	3.673	2.767	962	2.767	48	827	927	962
Cartera interior	2.892	2.456	766	2.456	30	657	709	766
Cartera exterior	781	311	196	311	18	170	218	196
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-3.492	-1.597	-3.106	-4.883	-6.851
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.884	1.084	-6.207	1.084	-303	-2.766	-4.582	-6.207
Otras operaciones	63.182	33.422	45.784	33.422	-474	16.500	31.547	45.784
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	27.088	29.451	97.113	29.451	12.212	76.358	81.647	97.113
Activos monetarios y deuda pública	9.157	1.598	22.307	1.598	907	19.964	20.039	22.307
Otros valores de renta fija	10.542	24.492	17.110	24.492	5.802	1.241	6.248	17.110
Cartera interior	8.180	12.452	11.240	12.452	2.240	7.724	8.780	11.240
Cartera exterior	2.362	12.040	5.870	12.040	3.562	-6.483	-2.532	5.870
Renta variable	7.171	5.242	20.898	5.242	866	23.268	22.963	20.898
Cartera interior	7.009	4.550	22.093	4.550	1.220	23.687	23.415	22.093
Cartera exterior	162	692	-1.195	692	-354	-419	-452	-1.195
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	-3.873	4.368	20.341	20.882	28.367
Otras operaciones	1.385	1.992	8.431	1.992	269	11.544	11.515	8.431
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	13.695	33.461	88.824	33.461	15.849	43.481	63.644	88.824
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	118	158	-340	-563	-981
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	28.949	15.703	43.893	63.512	92.259
Otras operaciones	-2.918	4.394	-2.454	4.394	-12	-72	695	-2.454

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	1.583	1.252	932	-4	551	601	932	19
II. Comisiones netas	135.782	130.293	143.162	34.779	65.697	94.756	143.162	11.608
Comisiones percibidas	156.624	150.842	165.094	40.524	75.912	111.082	165.094	13.665
Tramitación y ejecución de órdenes	20.018	23.194	22.035	8.196	14.004	17.508	22.035	1.462
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.120	580	2.157	979	1.172	1.198	2.157	0
Depósito y anotación de valores	824	879	754	216	417	618	754	80
Gestión de carteras	15.412	14.890	14.554	3.404	6.648	10.239	14.554	1.646
Diseño y asesoramiento	26.446	14.426	34.128	6.705	11.004	17.641	34.128	1.476
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	63.821	62.866	62.134	14.549	29.299	44.738	62.134	6.697
Otras	28.983	34.008	29.331	6.475	13.367	19.137	29.331	2.304
Comisiones satisfechas	20.842	20.549	21.932	5.745	10.215	16.326	21.932	2.057
III. Resultado de inversiones financieras	-51	910	-5.562	-7.366	-6.788	-6.239	-5.562	-50
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-279	1.194	-968	-198	-416	-864	-968	-95
V. Margen bruto	137.035	133.648	137.564	27.211	59.044	88.254	137.564	11.484
VI. Resultado de explotación	12.031	9.284	3.339	-5.456	-3.604	-1.018	3.339	93
VII. Resultado de actividades continuadas	7.459	6.163	2.836	-5.109	-1.547	630	2.836	502
VIII. Resultado neto del ejercicio	7.459	6.163	2.836	-5.109	-1.547	630	2.836	512

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: enero de 2021.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros²

	2016	2017	2018	2019	2020
I. Margen de intereses	83	23	6	5	1
II. Comisiones netas	6.617	1.543	350	404	376
Comisiones percibidas	6.617	1.543	350	404	376
Gestión de carteras	4.228	1.095	350	404	376
Diseño y asesoramiento	354	59	0	0	0
Otras	2.035	390	0	0	0
Comisiones satisfechas	0	0	0	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	-1	6	-25	13	-25
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-126	-52	-20	-20	-20
V. Margen bruto	6.573	1.520	311	402	332
VI. Resultado de explotación	3.172	623	-2	52	-16
VII. Resultado de actividades continuadas	2.222	439	-2	37	-16
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.222	439	-2	37	-16

1 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

2 Importes acumulados desde el inicio del año. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	42,36	46,92	30,21	46,92	37,13	38,13	35,49	30,21
Exceso de recursos propios (miles de euros)	915.383	1.165.707	1.026.935	1.165.707	1.098.487	1.140.625	1.117.882	1.026.935
% exceso ⁴	429,49	486,52	277,59	486,52	364,11	376,61	343,63	277,59
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	20	23	26	23	25	26	23	26
> 100-≤ 300 %	29	31	30	31	27	26	29	30
> 300-≤ 500 %	10	10	12	10	12	10	11	12
> 500 %	15	13	10	13	13	14	14	10
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	45,16	49,63	30,81	49,63	39,05	39,90	36,83	30,81
Exceso de recursos propios (miles de euros)	874.235	1.118.273	960.720	1.118.273	1.037.871	1.076.361	1.052.796	960.720
% exceso ⁴	464,51	520,42	285,14	520,42	388,12	398,73	360,35	285,14
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	7	7	9	7	6	8	8	9
> 100-≤ 300 %	10	14	11	14	13	13	13	11
> 300-≤ 500 %	7	4	8	4	6	4	4	8
> 500 %	14	11	8	11	11	12	12	8
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	21,17	23,34	24,06	23,34	22,14	23,62	23,71	24,06
Exceso de recursos propios (miles de euros)	40.952	47.249	66.051	47.249	60.616	64.264	65.086	66.051
% exceso ⁴	164,84	191,77	200,79	191,77	176,80	195,24	196,32	200,79
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	13	16	17	16	19	18	15	17
> 100-≤ 300 %	18	16	18	16	14	13	16	18
> 300-≤ 500 %	3	6	4	6	6	6	7	4
> 500 %	1	2	2	2	2	2	2	2
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	29,68	25,72	22,15	25,72	-	-	-	22,15
Exceso de recursos propios (miles de euros)	196	185	164	185	-	-	-	164
% exceso ⁴	272,22	221,50	176,82	221,50	-	-	-	176,82
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	0	-	-	-	0
> 100-≤ 300%	1	1	1	1	-	-	-	1
> 300-≤ 500%	0	0	0	0	-	-	-	0
> 500%	0	0	0	0	-	-	-	0

- 1 Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información según lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.
- 2 Solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.
- 3 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Media ³ (%)	12,27	9,23	18,71	9,23	10,41	25,53	19,58	18,71
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	40	32	33	32	44	39	42	33
0-≤ 15 %	22	22	15	22	13	10	10	15
> 15-≤ 45 %	10	19	20	19	17	15	18	20
> 45-≤ 75 %	6	7	9	7	3	8	6	9
> 75 %	14	12	15	12	15	19	17	15
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	12,16	8,87	19,72	8,87	14,25	27,89	21,16	19,72
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	13	12	13	17	15	20	12
0-≤ 15 %	12	13	6	13	6	6	2	6
> 15-≤ 45 %	5	7	9	7	10	7	9	9
> 45-≤ 75 %	2	1	6	1	1	6	2	6
> 75 %	2	2	2	2	2	3	4	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	13,24	12,05	12,48	12,05	-13,84	9,77	9,37	12,48
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	19	20	19	27	24	22	20
0-≤ 15 %	10	9	9	9	7	4	8	9
> 15-≤ 45 %	5	11	11	11	7	8	9	11
> 45-≤ 75 %	4	6	3	6	2	2	4	3
> 75 %	12	10	13	10	13	16	13	13
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media ³ (%)	-0,84	19,74	-6,51	19,74	-	-	-	-6,51
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	0	1	0	-	-	-	1
0-≤ 15 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 15-≤ 45 %	0	1	0	1	-	-	-	0
> 45-≤ 75 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 75 %	0	0	0	0	-	-	-	0

1 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

Fondos propios = Capital + Prima de emisión + Reservas – Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores – Dividendos y retribuciones.

2 Solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros

	2016	2017	2018	2019	2020
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	30.174.877	30.790.535	31.658.460	21.627.677	12.049.182
Clientes minoristas	7.588.143	9.096.071	10.281.573	8.313.608	6.797.540
Resto de clientes y entidades	22.586.734	21.694.464	21.376.887	13.314.069	5.251.642
Clientes profesionales	5.654.358	6.482.283	7.052.031	-	-
Otros	16.932.376	15.212.181	14.324.856	-	-
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	52.534	65.802	62.168	56.963	45.293
Comisiones percibidas	51.687	65.191	61.079	56.029	44.656
Otros ingresos	847	611	1.088	934	637
PATRIMONIO NETO					
Total	24.119	32.803	33.572	32.089	30.607
Capital social	6.834	8.039	6.894	5.770	5.454
Reservas y remanentes	12.123	13.317	15.386	17.260	19.111
Resultado del ejercicio ³	7.511	11.361	10.626	8.172	5.118
Resto de fondos propios	-2.349	86	666	888	923

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

2 Datos al final del periodo. A partir de 2019, con la entrada en vigor de la Circular 4/2018, de 27 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2010, no se dispone de información desagregada de clientes no minoristas.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	4.386	4.233	4.018	4.182	4.152	4.092	4.018	3.989
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.578	1.562	1.534	1.515	1.510
Sociedades de inversión	2.713	2.569	2.427	2.535	2.518	2.484	2.427	2.400
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	7	7	7	8
IIC de inversión libre	49	62	69	62	65	67	69	71
Total IIC inmobiliarias	7	5	5	5	5	5	5	4
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.024	1.033	1.048	1.035	1.042	1.042	1.048	1.040
Fondos extranjeros comercializados en España	429	399	407	402	402	402	407	417
Sociedades extranjeras comercializadas en España	595	634	641	633	640	640	641	623
SGIIC	119	123	123	124	124	125	123	122
Depositarias IIC	37	36	35	36	36	36	35	35

1 Datos disponibles: febrero de 2021.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero ²	11.627.118	12.132.581	13.014.437	12.142.357	12.324.766	12.613.450	13.014.437	13.199.651
Fondos de inversión	11.213.482	11.734.029	12.653.985	11.746.642	11.939.407	12.232.861	12.653.985	12.841.420
Sociedades de inversión	413.636	398.552	360.452	395.715	385.359	380.589	360.452	358.231
Total IIC inmobiliarias ²	905	799	798	796	795	795	798	694
Fondos de inversión inmobiliaria	483	483	483	483	483	483	483	486
Sociedades de inversión inmobiliaria	422	316	315	313	312	312	315	208
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3, 4}	3.172.682	3.361.901	4.312.340	3.421.733	3.839.528	3.939.998	4.312.340	–
Fondos extranjeros comercializados en España	547.517	521.648	592.053	531.035	573.316	568.132	592.053	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	2.625.165	2.840.253	3.720.287	2.890.698	3.266.212	3.371.866	3.720.287	–

1 Datos disponibles: enero de 2021.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de IIC, por este motivo pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7, donde los partícipes/accionistas están a nivel de compartimento.

3 Solo incluye los datos de las UCITS. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

4 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	286.930,9	308.170,1	306.604,2	274.633,1	289.847,9	293.159,3	306.604,2	307.655,8
Fondos de inversión ²	259.095,0	279.377,4	279.668,0	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0	280.890,7
Sociedades de inversión	27.835,9	28.792,7	26.936,2	24.506,9	26.228,5	26.074,7	26.936,2	26.765,1
Total IIC inmobiliarias	1.058,2	1.072,9	1.218,0	1.076,8	1.205,1	1.210,2	1.218,0	1.205,1
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	309,7	309,7	310,6	310,8	310,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	767,1	895,4	899,5	907,1	894,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	162.701,9	178.841,5	199.419,3	167.800,5	186.002,0	190.324,3	199.419,3	-
Fondos extranjeros comercializados en España	34.237,1	30.843,4	27.355,5	29.844,4	30.056,0	26.815,7	27.355,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	128.464,9	147.998,1	172.063,8	137.956,1	155.945,9	163.508,6	172.063,8	-

1 Datos disponibles: enero de 2021.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2020, del orden de 7.771,9 millones de euros.

3 Solo incluye los datos de las UCITS. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

4 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	259.095,0	279.377,4	279.668,0	279.377,4	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0
Cartera de inversiones financieras	241.016,2	256.750,7	256.231,8	256.750,7	225.972,0	240.056,3	244.025,4	256.231,8
Cartera interior	74.486,1	66.520,4	54.630,1	66.520,4	55.616,4	55.564,9	53.561,9	54.630,1
Valores representativos de deuda	50.537,5	44.637,7	38.430,9	44.637,7	38.960,2	39.528,1	38.418,7	38.430,9
Instrumentos de patrimonio	10.868,4	9.047,9	6.185,3	9.047,9	5.696,7	5.810,0	5.283,9	6.185,3
Instituciones de inversión colectiva	6.984,9	8.581,9	8.516,9	8.581,9	7.729,5	8.019,8	8.081,5	8.516,9
Depósitos en EE. CC.	5.854,8	4.004,8	1.341,5	4.004,8	3.103,6	2.067,2	1.645,0	1.341,5
Derivados	235,4	243,2	140,9	243,2	114,8	126,9	120,7	140,9
Otros	5,2	4,9	14,6	4,9	11,7	12,8	12,1	14,6
Cartera exterior	166.522,5	190.224,5	201.597,2	190.224,5	170.350,5	184.486,8	190.459,0	201.597,2
Valores representativos de deuda	74.079,1	83.817,5	86.109,8	83.817,5	82.667,6	83.963,6	86.819,1	86.109,8
Instrumentos de patrimonio	26.660,8	33.115,9	33.886,1	33.115,9	25.407,5	29.738,0	30.293,6	33.886,1
Instituciones de inversión colectiva	65.624,3	73.054,4	81.332,2	73.054,4	62.442,1	70.616,8	73.159,4	81.332,2
Depósitos en EE. CC.	21,1	4,5	0,1	4,5	4,5	11,1	9,7	0,1
Derivados	136,0	231,3	268,0	231,3	-172,1	156,4	176,4	268,0
Otros	1,2	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,6	5,8	4,6	5,8	5,0	4,6	4,5	4,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	16.897,1	21.735,1	22.201,9	21.735,1	21.319,0	21.651,0	21.373,8	22.201,9
Neto deudores/acreadores	1.181,7	891,6	1.234,2	891,6	2.835,3	1.912,1	1.685,4	1.234,2

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	27.835,9	28.792,7	26.936,2	28.792,7	24.506,9	26.228,5	26.074,7	26.936,2
Cartera de inversiones financieras	24.840,8	25.940,3	24.522,5	25.940,3	21.490,8	23.583,5	23.439,5	24.522,5
Cartera interior	5.031,5	4.588,3	3.416,5	4.588,3	3.622,1	3.438,0	3.293,7	3.416,5
Valores representativos de deuda	1.433,8	1.217,1	733,8	1.217,1	1.155,8	885,1	878,1	733,8
Instrumentos de patrimonio	2.193,7	1.982,8	1.601,2	1.982,8	1.440,5	1.497,5	1.381,3	1.601,2
Instituciones de inversión colectiva	1.193,8	1.232,2	967,7	1.232,2	892,6	927,5	921,8	967,7
Depósitos en EE. CC.	164,3	98,6	44,7	98,6	79,8	73,0	57,9	44,7
Derivados	-0,2	0,8	3,2	0,8	-3,0	-3,0	-4,0	3,2
Otros	46,2	56,8	66,0	56,8	56,5	58,0	58,7	66,0
Cartera exterior	19.803,8	21.348,2	21.102,7	21.348,2	17.864,4	20.142,0	20.142,4	21.102,7
Valores representativos de deuda	4.241,6	4.617,7	3.242,6	4.617,7	4.030,2	4.075,8	3.860,2	3.242,6
Instrumentos de patrimonio	5.979,1	6.133,8	6.548,1	6.133,8	4.998,1	6.022,3	5.915,0	6.548,1
Instituciones de inversión colectiva	9.540,9	10.549,0	11.275,6	10.549,0	8.781,9	9.988,5	10.315,4	11.275,6
Depósitos en EE. CC.	0,0	1,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	27,6	34,1	23,8	34,1	41,9	42,1	38,6	23,8
Otros	14,5	12,5	12,6	12,5	12,3	13,2	13,1	12,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,6	3,8	3,2	3,8	4,3	3,5	3,4	3,2
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.731,9	2.659,8	2.222,4	2.659,8	2.707,5	2.396,2	2.404,0	2.222,4
Neto deudores/acreedores	262,6	192,1	190,8	192,1	308,0	248,3	230,6	190,8

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.725	1.710	1.643	1.697	1.692	1.654	1.643	1.645
Renta fija ⁴	279	281	276	283	283	276	276	275
Renta fija mixta ⁵	168	173	174	173	175	170	174	177
Renta variable mixta ⁶	184	185	186	187	186	183	186	188
Renta variable euro	113	113	104	112	110	108	104	104
Renta variable internacional	236	263	276	272	275	279	276	280
Garantizado renta fija	67	66	55	66	63	57	55	55
Garantizado renta variable ⁷	163	155	133	147	145	136	133	132
Fondos globales	242	255	247	254	247	250	247	246
De gestión pasiva ⁸	172	133	118	119	125	117	118	117
Retorno absoluto	99	84	72	82	81	76	72	69
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.659.943	11.751.437	11.944.057	12.237.441	12.659.943	12.847.187
Renta fija ⁴	2.709.547	3.668.324	4.135.294	3.660.775	3.793.867	4.002.906	4.135.294	4.205.150
Renta fija mixta ⁵	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.203.900	1.204.871	1.184.715	1.203.280	1.269.072
Renta variable mixta ⁶	624.290	707.159	745.112	707.919	715.404	737.674	745.112	763.083
Renta variable euro	831.115	598.901	530.107	532.060	500.778	487.843	530.107	531.679
Renta variable internacional	2.225.366	2.655.123	3.043.542	2.732.902	2.775.877	2.914.093	3.043.542	3.106.039
Garantizado renta fija	165.913	154.980	135.320	148.317	145.787	141.812	135.320	134.982
Garantizado renta variable ⁷	494.660	428.470	356.439	391.235	383.372	368.979	356.439	352.562
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.599	1.355.885	1.376.316	1.355.646	1.409.599	1.431.538
De gestión pasiva ⁸	543.192	429.428	511.251	396.398	435.035	438.709	511.251	518.716
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	619.085	609.793	602.106	587.040	531.409
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.668,0	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0	280.890,7
Renta fija ⁴	66.889,3	78.583,2	81.015,9	73.475,8	76.179,4	78.775,6	81.015,9	81.134,9
Renta fija mixta ⁵	40.471,0	40.819,9	43.200,4	41.312,7	42.581,8	41.957,1	43.200,4	44.874,9
Renta variable mixta ⁶	23.256,0	28.775,8	30.432,7	25.829,7	27.511,7	29.019,2	30.432,7	30.719,8
Renta variable euro	12.177,7	10.145,1	7.091,1	6.618,2	7.027,7	6.399,0	7.091,1	7.001,8
Renta variable internacional	24.404,9	34.078,9	37.722,5	27.636,0	31.757,0	32.763,6	37.722,5	38.355,4
Garantizado renta fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	4.505,2	4.517,4	4.397,6	4.177,0	4.151,4
Garantizado renta variable ⁷	14.556,0	13.229,1	11.037,1	11.684,0	11.626,5	11.328,0	11.037,1	10.880,5
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.918,0	37.120,7	39.071,8	39.057,4	40.918,0	41.127,9
De gestión pasiva ⁸	16.138,6	14.073,8	14.014,3	11.708,7	13.054,6	13.223,8	14.014,3	13.858,5
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	10.233,0	10.289,6	10.161,5	10.057,4	8.784,1

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

3 Datos disponibles: enero de 2021.

4 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.

5 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.

6 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

8 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

Fondos de inversión de carácter financiero: distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.659.943	11.751.437	11.944.057	12.237.441	12.659.943	12.847.187
Personas físicas	11.008.977	11.534.957	12.437.808	11.551.161	11.738.396	12.028.712	12.437.808	12.621.171
Residentes	10.917.387	11.440.086	12.339.684	11.456.061	11.642.328	11.931.340	12.339.684	12.522.517
No residentes	91.590	94.871	98.124	95.100	96.068	97.372	98.124	98.654
Personas jurídicas	208.592	204.226	222.135	200.276	205.661	208.729	222.135	226.016
Entidades de crédito	655	1.928	1.403	1.415	1.435	1.444	1.403	1.456
Otros agentes residentes	207.073	201.408	219.838	198.000	203.379	206.431	219.838	223.670
Entidades no residentes	864	890	894	861	847	854	894	890
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.668,0	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0	280.890,7
Personas físicas	215.785,0	231.434,8	230.547,8	207.225,4	218.464,1	221.134,7	230.547,8	231.265,7
Residentes	212.758,3	228.214,4	227.418,5	204.390,5	215.479,5	218.133,5	227.418,5	228.131,5
No residentes	3.026,7	3.220,4	3.129,3	2.834,9	2.984,6	3.001,2	3.129,3	3.134,2
Personas jurídicas	43.310,0	47.942,6	49.120,2	42.900,8	45.155,3	45.949,8	49.120,2	49.625,1
Entidades de crédito	384,1	523,7	480,0	412,4	440,1	447,1	480,0	510,7
Otros agentes residentes	41.967,9	46.628,9	47.994,7	41.913,2	44.127,4	44.892,0	47.994,7	48.480,3
Entidades no residentes	957,9	790,0	645,4	575,2	587,8	610,7	645,4	634,1

1 Datos disponibles: enero de 2021.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1, 2}

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	130.577,0	156.702,7	113.265,7	34.009,0	40.155,8	22.418,1	22.788,8	27.903,2
Renta fija	53.165,8	91.050,8	51.487,7	15.896,8	17.098,9	10.772,7	10.912,9	12.703,3
Renta fija mixta	14.823,4	14.154,1	15.496,2	4.623,9	7.341,1	1.628,1	3.347,8	3.179,3
Renta variable mixta	10.406,8	11.156,0	8.861,2	3.665,9	3.238,3	1.160,3	2.385,2	2.077,5
Renta variable euro	7.024,3	2.998,4	2.232,1	769,0	714,8	664,9	252,2	600,2
Renta variable internacional	13.265,2	16.864,0	15.974,8	3.843,4	5.649,8	3.758,1	2.584,2	3.982,7
Garantizado renta fija	796,0	854,1	424,7	8,4	45,5	204,7	173,0	1,4
Garantizado renta variable	2.116,8	898,2	74,2	22,4	15,4	8,9	24,7	25,2
Fondos globales	20.455,3	12.713,7	11.391,1	3.628,0	4.395,4	1.978,3	1.646,2	3.371,2
De gestión pasiva	3.014,3	2.261,9	4.944,6	476,8	928,1	1.541,1	1.015,1	1.460,4
Retorno absoluto	5.493,3	3.751,5	2.379,0	1.074,5	728,4	701,2	447,5	501,9
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.669,5	154.273,0	112.634,4	31.757,6	42.240,3	22.286,0	22.129,0	25.979,4
Renta fija	55.823,7	80.046,4	47.611,0	14.948,6	18.569,8	9.413,2	8.611,4	11.016,6
Renta fija mixta	16.685,2	16.004,2	14.974,6	3.049,7	5.333,4	2.072,5	4.517,1	3.051,5
Renta variable mixta	7.344,0	7.943,7	7.667,5	2.970,6	2.962,3	1.142,5	1.566,0	1.996,7
Renta variable euro	5.246,8	6.540,2	4.205,3	1.235,0	1.536,8	1.037,7	711,5	919,3
Renta variable internacional	9.476,0	12.963,1	13.449,4	2.352,9	3.911,7	4.160,7	2.471,0	2.906,0
Garantizado renta fija	1.202,9	1.136,7	1.030,6	287,3	306,9	203,8	272,5	247,4
Garantizado renta variable	2.582,6	2.739,2	2.245,2	1.101,5	1.302,8	222,0	350,5	370,0
Fondos globales	11.301,6	15.133,7	12.743,7	3.133,4	4.841,6	2.187,2	2.227,3	3.487,6
De gestión pasiva	5.776,3	5.272,0	4.985,6	1.757,8	2.027,1	817,8	930,7	1.210,0
Retorno absoluto	7.230,5	6.493,7	3.721,4	920,8	1.447,8	1.028,4	471,0	774,2

1 Datos estimados.

2 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1,2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	7.841,8	2.467,5	621,4	2.247,9	-2.103,9	145,6	680,6	1.899,2
Renta fija	-2.766,0	10.732,6	2.062,6	914,1	-3.186,6	1.393,8	2.141,4	1.714,0
Renta fija mixta	-1.063,7	-1.506,1	2.606,2	1.618,4	3.742,5	-353,7	-988,9	206,2
Renta variable mixta	2.485,9	3.288,8	1.601,4	693,1	411,2	6,8	1.036,4	147,0
Renta variable euro	1.848,7	-3.588,2	-2.007,8	-466,0	-836,8	-366,0	-485,7	-319,3
Renta variable internacional	3.864,1	4.113,8	2.633,1	1.492,7	1.735,7	-355,5	174,0	1.078,9
Garantizado renta fija	-575,8	-282,6	-707,4	-278,9	-261,3	-43,8	-156,9	-245,4
Garantizado renta variable	-667,2	-1.857,0	-2.254,2	-1.078,6	-1.313,7	-213,0	-347,2	-380,2
Fondos globales	9.448,9	-2.553,9	-1.526,6	495,4	-574,7	-253,4	-580,3	-118,1
De gestión pasiva	-2.790,4	-3.026,8	-23,8	-1.295,8	-1.099,7	737,5	158,5	179,9
Retorno absoluto	-1.899,6	-2.852,9	-1.761,9	153,5	-720,6	-407,0	-270,7	-363,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-13.919,3	18.002,8	-298,2	4.197,3	-27.140,2	13.353,6	2.796,2	10.692,2
Renta fija	-908,5	961,9	371,5	-202,0	-1.920,7	1.309,9	455,6	526,6
Renta fija mixta	-1.865,1	1.866,9	-206,7	248,0	-3.245,8	1.627,0	369,4	1.042,7
Renta variable mixta	-1.616,6	2.231,0	55,5	469,4	-3.357,3	1.675,2	471,1	1.266,6
Renta variable euro	-1.871,2	1.556,4	-1.044,8	577,1	-2.690,2	776,0	-142,5	1.011,9
Renta variable internacional	-3.522,6	5.561,1	1.012,7	2.139,2	-8.178,5	4.477,5	832,6	3.881,1
Garantizado renta fija	6,6	204,4	75,2	-54,9	-42,8	56,1	37,1	24,8
Garantizado renta variable	-194,2	530,0	62,2	-87,3	-231,3	155,6	48,7	89,3
Fondos globales	-2.602,1	3.460,8	-596,3	844,5	-5.345,9	2.204,0	566,4	1.979,2
De gestión pasiva	-537,5	1.133,2	-28,7	176,4	-1.262,9	608,4	15,2	610,6
Retorno absoluto	-796,6	498,7	1,7	87,2	-864,8	464,4	142,7	259,3

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Un cambio de vocación supone un reembolso en la vocación original y una suscripción en la vocación de destino. Por este motivo, y por ajustes debidos a las bajas producidas en el trimestre, el dato de suscripciones/reembolsos neto pudiera no coincidir con el del cuadro 3.8.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2018	2019	2020	2019		2020		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	-4,19	7,67	0,85	1,77	-9,74	5,44	1,31	4,18
Renta fija	-0,79	1,83	0,99	-0,14	-2,39	1,89	0,72	0,79
Renta fija mixta	-3,25	5,75	0,50	0,87	-7,22	4,11	1,15	2,70
Renta variable mixta	-5,46	9,79	1,60	2,03	-11,38	6,58	1,99	4,64
Renta variable euro	-11,98	16,01	-12,72	6,20	-30,24	11,68	-1,71	15,60
Renta variable internacional	-11,89	21,00	4,76	7,10	-25,19	15,31	3,01	11,53
Garantizado renta fija	0,56	4,52	2,18	-1,01	-0,82	1,42	1,04	0,70
Garantizado renta variable	-0,80	4,20	1,00	-0,56	-1,77	1,46	0,56	0,90
Fondos globales	-5,11	9,24	-0,30	2,32	-12,50	6,04	1,74	5,29
De gestión pasiva	-2,55	7,88	0,29	1,36	-9,82	5,29	0,27	4,61
Retorno absoluto	-4,01	4,93	0,87	0,98	-7,37	4,74	1,61	2,81
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,86	0,85	0,83	0,21	0,20	0,20	0,21	0,22
Renta fija	0,45	0,44	0,42	0,11	0,10	0,10	0,11	0,11
Renta fija mixta	0,96	0,92	0,88	0,23	0,21	0,22	0,22	0,23
Renta variable mixta	1,26	1,29	1,28	0,33	0,31	0,31	0,32	0,34
Renta variable euro	1,47	1,49	1,45	0,38	0,36	0,36	0,37	0,37
Renta variable internacional	1,41	1,41	1,31	0,35	0,32	0,31	0,32	0,36
Garantizado renta fija	0,38	0,36	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,53	0,47	0,44	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Fondos globales	0,98	1,03	1,07	0,27	0,26	0,26	0,27	0,28
De gestión pasiva	0,48	0,42	0,41	0,10	0,10	0,10	0,11	0,09
Retorno absoluto	0,79	0,81	0,78	0,21	0,20	0,19	0,19	0,20
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,06	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

%

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	-4,89	7,12	0,78	-9,30	5,56	1,08	4,14	-0,12
Renta fija	-1,44	1,38	0,62	-2,43	1,82	0,60	0,68	-0,08
Renta fija mixta	-4,27	4,75	-0,03	-6,97	3,96	0,90	2,45	-0,25
Renta variable mixta	-6,45	9,25	0,59	-11,06	6,54	1,71	4,38	-0,24
Renta variable euro	-13,01	14,27	-8,75	-28,48	11,94	-2,25	16,61	-2,20
Renta variable internacional	-12,34	22,18	2,83	-23,11	16,43	2,62	11,93	0,48
Garantizado renta fija	0,09	3,98	1,68	-0,94	1,20	0,83	0,59	-0,22
Garantizado renta variable	-1,33	3,62	0,70	-1,86	1,35	0,43	0,81	-0,24
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	-12,00	6,15	1,46	5,19	0,03
De gestión pasiva	-3,16	7,45	0,44	-9,29	5,54	0,10	4,81	-0,69
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	-7,50	4,66	1,42	2,80	-0,09

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos disponibles: enero de 2021.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2018	2019	2020	2019		2020		
				IV	I	II	III	IV
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	4.444	7.548	7.961	7.548	8.025	8.023	7.968	7.961
Patrimonio (millones de euros)	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.832,4	2.523,3	2.704,5	2.695,2	2.912,6
Suscripciones (millones de euros)	500,7	1.290,0	454,5	835,4	215,5	70,8	42,7	125,6
Reembolsos (millones de euros)	320,4	937,0	407,2	570,7	86,1	80,9	119,6	120,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	180,3	353,0	47,3	264,8	129,3	-10,1	-77,0	5,1
Rendimientos netos (millones de euros)	-153,8	217,2	27,7	100,6	-438,5	191,4	62,5	212,3
Rentabilidad (%)	-6,47	10,35	1,77	3,94	-13,75	7,83	1,63	7,66
Rendimientos de gestión ¹ (%)	-5,46	9,94	2,35	4,08	-15,76	7,39	2,80	7,93
Gastos comisión de gestión ¹ (%)	1,70	1,19	1,43	0,25	0,23	0,23	0,44	0,53
Gastos de financiación ¹ (%)	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2.804	2.859	2.858	2.859	2.855	2.859	2.865	2.858
Patrimonio (millones de euros)	468,8	566,7	652,8	566,7	546,8	612,3	622,0	652,8
Suscripciones (millones de euros)	7,2	72,3	32,4	0,0	2,2	12,1	0,0	18,1
Reembolsos (millones de euros)	0,6	0,3	3,1	-0,4	0,1	0,4	0,0	2,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	6,6	71,4	29,3	-0,4	2,1	11,7	0,0	15,5
Rendimientos netos (millones de euros)	-6,5	26,5	56,8	4,6	-22,0	53,7	9,7	15,3
Rentabilidad (%)	-1,28	5,23	3,71	0,83	-3,49	3,26	1,59	2,44
Rendimientos de gestión ² (%)	-3,04	6,32	4,24	1,12	-3,08	2,81	1,75	2,55
Gastos comisión de gestión ² (%)	1,64	1,63	1,39	0,36	0,36	0,36	0,34	0,34
Gastos comisión de depósito ² (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02

1 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.578	1.562	1.534	1.515	1.513
Sociedades de inversión	2.713	2.560	2.422	2.530	2.512	2.479	2.422	2.404
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	49	62	69	62	65	67	69	71
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.668,0	250.126,3	263.619,4	267.084,6	279.668,0	280.917,1
Sociedades de inversión	27.479,7	28.385,5	26.541,0	24.220,8	25.883,3	25.742,1	26.541,0	26.393,3
IIC de IIC de inversión libre ³	468,8	566,7	652,8	546,8	559,9	617,2	652,8	-
IIC de inversión libre ³	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.523,3	2.700,1	2.700,7	2.912,6	-
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	309,7	309,7	310,6	310,8	310,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	767,1	895,4	899,5	907,1	894,3

1 Datos disponibles: enero de 2021.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles: diciembre de 2020.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2018	2019	2020	2019	2020	II	III	IV
				IV	I			
VOLUMEN DE INVERSIÓN^{2,3} (millones de euros)								
Total	162.335,0	178.841,5	199.419,3	178.841,5	167.800,5	186.002,0	190.324,3	199.419,3
Fondos	34.209,6	30.843,4	27.355,5	30.843,4	29.844,4	30.056,0	26.815,7	27.355,5
Sociedades	128.125,5	147.998,1	172.063,8	147.998,1	137.956,1	155.945,9	163.508,6	172.063,8
N.º DE INVERSORES²								
Total	3.173.245	3.361.901	4.312.340	3.361.901	3.421.733	3.839.528	3.939.998	4.312.340
Fondos	547.826	521.648	592.053	521.648	531.035	573.316	568.132	592.053
Sociedades	2.625.419	2.840.253	3.720.287	2.840.253	2.890.698	3.266.212	3.371.866	3.720.287
N.º DE INSTITUCIONES⁴								
Total	1.024	1.033	1.048	1.033	1.035	1.042	1.042	1.048
Fondos	429	399	407	399	402	402	404	407
Sociedades	595	634	641	634	633	640	638	641
ESTADO DE ORIGEN⁴								
Luxemburgo	447	462	472	462	463	469	468	472
Francia	263	222	225	222	222	221	224	225
Irlanda	200	220	222	220	219	221	221	222
Alemania	42	48	45	48	49	49	46	45
Reino Unido	27	23	23	23	23	23	23	23
Holanda	2	4	3	4	4	4	4	3
Austria	24	30	32	30	31	31	31	32
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	9	11	13	11	11	11	12	13
Liechtenstein	4	4	4	4	4	4	4	4

1 Solo incluye los datos de las UCITS. Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

2 Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

3 Volumen de inversión: importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

4 UCITS (sociedades y fondos) registrados en la CNMV.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2018	2019	2020	2020				2021
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Partícipes	483	483	483	483	483	483	483	486
Patrimonio (millones de euros)	309,4	309,4	310,8	309,7	309,7	310,6	310,8	310,8
Rentabilidad (%)	0,24	-0,02	0,47	0,09	0,01	0,30	0,06	0,00
SOCIEDADES								
Número	4	3	3	3	3	3	3	2
Accionistas	422	316	315	313	312	312	315	208
Patrimonio (millones de euros)	748,8	763,5	907,1	767,1	895,4	899,5	907,1	894,3

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: enero de 2021.

